



コーポレートガバナンス改革を 企業価値創造に結び付ける取り組み

一橋大学 大学院商学研究科 准教授

加賀谷 哲之

1. コーポレートガバナンス 改革の新潮流

コーポレートガバナンスに対する関心が急速に高まっている。この背景には、以下の3つの要因が影響を与えている。

第1に、政府の成長戦略の一貫としてコーポレートガバナンスの強化が含まれている点である。2013年6月に公表された日本再興戦略では、産業競争力強化を高めるため、株主等が企業経営者の前向きな取り組みを積極的に後押しするコーポレートガバナンスを推進することが提唱され、さらに2014年6月に公表された改訂・日本再興戦略では、緊急構造

改革プログラムの具体的施策としてコーポレートガバナンスの強化が提唱されている。ここでは第一の矢で打ち出された金融緩和を実体的な経済成長に結び付けるにあたって、企業と投資家との「緊張」と「協調」を促す建設的対話が重視されており、それを実体化するため、ステewardシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードなどが相次ぎ公表され、企業にはそれをめぐる対応が求められていることが、企業サイドからの関心を高めることに大きく寄与している。

第2に、日本企業の価値創造をめぐる動きが本格化することへの海外投資家からの期待が急速に高まっている点である。たとえば、企業価値の創造力を示すPBR（株価純資産倍率）、ROA（総資産利益率）などをみても、日本企業は過去25年間、右肩下がり推移している。こうした価値指標のデータをさらに踏み込んで分析すると、日本企業は他国企業と比べてとりわけROE（自己資本利益率）が

〈目次〉

1. コーポレートガバナンス改革の新潮流
2. 価値創造企業から何を学べるか
3. 新たな「安定化装置」のための対話
・エンゲージメント

低水準にあることが確認できる。一方で、赤字企業の比率が少ないことも日本企業の特徴である。つまり積極的にリスクをとらず、企業の継続性・安定性を志向する経営スタイルをとっていることが推測される。しかしながら、そうした経営スタイルが、海外企業と比較した場合の成長性の低さ、ROS（売上高利益率）の低さを助長させている可能性がある。政府の成長戦略を契機に、こうした低成長性、低収益性の経営スタイルを克服することを期待する海外投資家の割合が高まっていることが、日本企業のコーポレートガバナンスに対する関心を高めることに大きく寄与している。

第3に、国内外で議決権行使をめぐる対立が企業経営の継続性に重大な影響を与える可能性が高まっていることが背景にある。近年、欧米では“Wolfpack Activism”と呼ばれる動向が進展している。わずかなパーセントの所有比率のActivistによる株主提案が、企業経営に重大な影響を与える可能性がある事態を、わずかな狼が狼の群れの方向を決定づけることにたとえて“Wolfpack Activism”と呼ぶ。LeadwolfであるActivistの株式所有比率がわずかであるとしても、企業が価値創造をめぐる活動を停滞させている場合には、ISSやグラスルーツなど議決権助言機関による推奨などに後押しされ、企業の経営活動に大きく影を落とす可能性が高まっているのである。コーポレートガバナンス・コードなどで政策投資目的の株式保有に対して説明責任が求められるようになり、加えて資本生産性

の向上について経営者がより積極的に責任を持つことが促される中、企業の安定化装置としての持ち合い株式の役割は徐々に小さくなりつつある。上述したコーポレートガバナンス・コードでは、政策投資株式の保有目的についても積極的に説明を行うことが求められるようになり、経済性の観点で合理性を説明できない持ち合い株式などについては、売却などの対応を余儀なくされる企業が今後増大することが予想される。企業はいやがおうにも投資家との建設的な対話・エンゲージメントに、そうした安定化装置の役割を期待せざるを得ない環境に追い込まれつつあるものの、どのようなやり方が望ましいのかについて参考となるロールモデルが十分に存在しているとはいいがたい状況にある。それが企業関係者からのコーポレートガバナンスに対する関心を飛躍的に高めている。

■ 2. 価値創造企業から何を学べるか

では、持続的な企業価値創造を促すため、日本企業はどのようなコーポレートガバナンスの構築を目指すべきか。こうした点を検討するため、筆者はかつて経済産業省・日本IR協議会が2013年に実施したサーベイ調査を活用し、価値創造企業と非創造企業の構造的な違いを分析したことがある。具体的には、1988年4月から2013年3月まで連続して株価が入手可能な企業1,266社のうち、10年国債

の利回りを上回る株式リターンを計上できている105社とそうではない1,161社を分類したうえで、それをベースに上記の経済産業省・日本IR協議会でアンケート調査に回答いただいた企業（価値創造企業18社、非創造企業222社）のデータを基礎に、価値創造企業と非創造企業の構造的な特徴について、明らかにしたのである。ここでは紙幅の関係ですべてのデータを示すことは難しいため、分析結果の説明のみを示すことにしよう（詳細については加賀谷 2013）。

- ① 価値創造企業は、非創造企業と比べて、投資家が当該企業の長期的な競争優位の構築のための活動、環境経営や社会貢献、CSRに関する活動を理解していると考えている。また株主・投資家対応が企業の持続的な価値創造に与える影響がポジティブであり、投資家とのコミュニケーションから得られる経営活動への示唆が大きいと感じている。
- ② 価値創造企業は非創造企業と比べて、企業理念や企業の共通の価値観が、経営目標や中期経営計画などばかりではなく、既存事業の見直しや改革、従業員教育やグローバル展開において重要な役割を果たしていると感じている。
- ③ 価値創造企業は非創造企業と比べて、経営計画を策定・開示することのみにとどまらず、その進捗を測定し、進捗に応じて報酬を積極的に賦与する傾向がある。また価値創造企業は経営計画や目標

が未達な場合、外的要因のみで説明するのではなく、内的要因まで踏み込み説明するほか、それへの積極的な対応も公表する点に特徴がある。

- ④ ROEなど資本生産性を意識した経営目標を掲げ、公表するのみにとどまらず、投資・予算配分の決定や既存事業からの撤退やIR活動、経営者報酬の決定、教育・啓蒙活動に結びつけるなど、企業内外で一貫した形で目標達成に向けて尽力できるような体制づくりに力を入れている。
- ⑤ コーポレートガバナンスをめぐる取り組みにおいて、価値創造企業は非創造企業に比べて特に経営者・取締役の任命・報酬決定プロセスに力を注いでいる。

こうしてみると、価値創造企業は、非創造企業と比べて、投資家に対して長期的な競争優位に結びつく活動や環境経営・社会貢献・CSRに関する活動を積極的に発信し、その理解を促している一方で、そうしたコミュニケーション活動を通じて、一定の示唆をそれらの活動を通じて得ているものと推測される。一方で、経営計画や資本生産性に関する目標を策定することより、むしろその達成にこだわりが強く、きちんとその進捗を「見える化」し、報酬や経営者の任命に結びつけるとともに、達成できない場合には、その原因を内的要因と結びつけて理解し、見直しを行い、場合によっては経営者の報酬や罷免にまで結びつける傾向があることが確認できる。

■ 3. 新たな「安定化装置」のための対話・エンゲージメント

企業経営者と投資家を比較すると、技術イノベーションや企業の革新的な取り組みなど長期的な競争優位に結びつく活動については、投資家が十分かつ即座に理解できるとは限らない。たとえば、Benner (2010) では、デジタルカメラやVoIP業界などにおける破壊的イノベーションの事例を分析し、市場に投入された当初においてアナリスト・レポートの多くは既存の技術や顧客動向の動きに割かれており、ほとんど破壊的イノベーションについての記述がないことを指摘している。またLev (2012) では研究開発投資などイノベーションのための投資は市場で十分に評価されることは限らない実証的な証拠を提示している。

さらに企業が直面するリスクやそれに対する備えをあらかじめ評価に反映することを投資家はそれほど必要としていないケースが多い。投資家は、投資ポートフォリオを多様化することで自らリスク分散することができることから、個別の企業に対するリスク評価をそもそも実践する必要がないためである。たとえば、筆者が政府の事業リスクに関する研究会で複数人のアナリストにインタビュー調査をした際、「事業リスクの発生は、火事のような突発的な事象と我々は見ている。それが企業に与える影響が確認できれば、事前に評価する必要はない」と彼らが吐露するのを

聞いて驚いたことがある。とはいえ、企業経営者が、仮に中・長期的な視点で企業に投資を行うことを投資家に求めていくのだとすれば、単に中・長期的な観点でリターンがあがることを訴求するのみではなく、企業が直面するだろうリスクに対して、どのような備えを行うことができているかを積極的に発信していくことが求められる。とりわけ企業の経営活動がグローバルに広がり、その説明責任の範囲が自社やグループ会社にとどまらず、広くサプライチェーン全体にまで広がり始めている昨今では、これまでの事業活動では想定していなかったリスクの影響により、企業経営に重大な損失を与える可能性も存在する中、そのリスクにいかに対峙するかを投資家に理解してもらうことは極めて重要である。

一方で、企業経営者は、顧客や従業員、政府といったマルチステークホルダーの視点を重視するがゆえに、ROEやROIC（投下資本利益率）など資本生産性に基づく経営目標が未達であることを許容する傾向がある。その結果、たとえ企業経営者がその必要性を感じていたとしても、冷徹な視点にたって事業撤退を行ったり、あるいは将来投資を抑制することが困難となる可能性がある。あるいは、想定外のリスクに対応するため、必要以上に低い資本生産性しか生み出さない余剰現金をためこむ傾向がある。少なくとも投資家ほど冷徹に事業撤退を決めたり、あるいは配当などの株主還元行動に積極的な姿勢を示すことは少ないと考えられる。

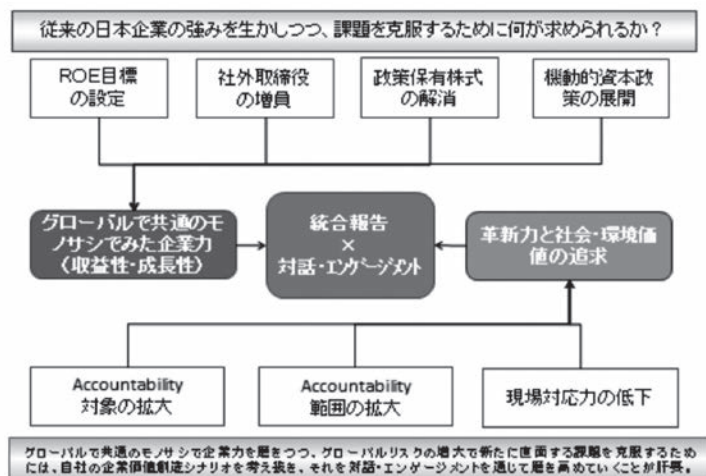
重要なのは、こうしたイノベーション活動やリスク対応、環境経営・社会貢献・CSRなどの活動と資本生産性を高める活動は時に矛盾する事態を生み出しかねない点である。必要以上に資本生産性を徹底させすぎると、将来に向けたイノベーション活動やリスク対応、環境経営・社会貢献・CSR活動などを犠牲にさせかねない。さらに資本生産性を強く意識しすぎると、企業内で進捗する会計不正などへのプレッシャーが増大する可能性がある。一方で、将来に向けた活動に意識が向きすぎると低い資本生産性も許容する事態が継続してしまう可能性がある。一見相反する2つの事象をいかに両立させるかという視点が、経営者と投資家間の対話・エンゲージメントにおいて重要な論点となる。

前節で取り上げた価値創造企業は、投資家が十分かつ即座に理解することが困難なイノベーションなどの長期的な競争優位に結びつく行動や環境経営・社会貢献・CSR活動に対する行動への投資家の理解を促しつつ、むしろ投資家からそれらの活動に対する知恵や示唆を獲得しようという姿勢を持っている傾向があった。イノベーションや環境経営・社会貢献・CSR活動は時に独り善がりな活動になりかねない。近年、グローバルリスクの増大に伴い、これまでの日本企業のリスク管理体制では十分に対応できず、結果として企業価値を大きく毀損させるようなリスク事象が頻発している。とりわけ中・長期的な視点から企業を分析・評価しようとしている投資家は、

企業とは異なる多様でかつ客観的な立場からそうしたイノベーションや環境経営・社会貢献・CSR活動をどのように持続的な価値創造へと結び付けるか、あるいはグローバルリスクに企業がどのように対峙すべきかについて、単一企業が保有する水準を超えた知恵や示唆を保有している可能性もある。価値創造企業はそうした投資家の視点から学ぼうとする姿勢を持っている傾向があると判断できる。

一方で、価値創造企業は、ROEやROICなど資本生産性を意識した経営目標を策定・開示するばかりではなく、それを「見える化」し、その達成に向けた高いコミットメントを引き出し、日常的な意思決定の中でそれらが重視されるような創意工夫をしている可能性が高いことが確認できた。ややもすると甘い経営判断になりがちであるところを、「見える化」し、報酬や経営者指名などと結びつけることで、その実行に力を注いでいることが確認できた。そうすることで、仮に目標が達成できなくとも、その原因の特定や対処が容易になり、投資家への説明責任も果たしやすくなるのである。

こうしたイノベーションや環境経営・社会貢献・CSRに関する活動と資本生産性を高める活動を両立させるためには、企業経営者がそれらをいかに両立させるかをきちんと発信し、投資家からの理解・共感を持続的に獲得していくための取り組みを進化・発展させる必要がある。近年、注目を集めている統合報告やそれを基礎とした企業と投資家の間における対話・エンゲージメントはそれらを実践



するための基盤となることが期待されている。

成長戦略に基づき公表されたコーポレートガバナンス・コードを契機として、多くの企業がROE目標を掲げ、複数の社外取締役の任命など投資家の視点を意識した企業経営へと舵を切り始めている。それらを通じて、政府の成長戦略で掲げられている「攻めのガバナンス」を促進させ、海外投資家の期待する低成長性、低収益性の経営スタイルを克服することが求められるが、それらが皮相的・表面的な対応にとどまってしまうと、かえってこれまでの日本企業の強みを失わせ、持続的な企業価値創造を犠牲にしかねない。こうした事態を避けるためには、長期的な視点で求められるイノベーション活動や環境経営・社会貢献・CSR活動と高い資本生産性をいかに両立させるかという共通のアジェンダを克服するための建設的な対話・エンゲージメントを実践することが求められる。これまで重視されてきたイノベーション活動やCSR活動

への志向を、時計の振子を資本生産性にふらせすぎず、イノベーションや社会活動を停滞させることなく、しかしながら中途半端な資本生産性の向上に陥らないように、統合報告を基礎としたコミュニケーション能力を磨き高めていくことが不可欠となる。日本企業のコーポレートガバナンス強化に向けた挑戦はまだ始まったばかりである。

【引用文献】

- ・ Benner, M.J. 2010. Securities Analysts and Incumbent Response to Radical Technological Change : Evidence from Digital Photography and Internet Telephony. *Organization Science* 21 (1) : 42-62.
- ・ Lev, B. 2012. *Winning Investors Over : Surprising Truths about Honesty, Earning Guidance, and Other Ways to Boost Your Stock Price*. Boston : Massachusetts. Harvard Business School Publishing.
- ・ 加賀谷哲之 (2013) 「持続的な企業価値創造のためのIRの課題と展望」『ディスクロージャー・ニュース』Vol.22, 104-117頁。