

▼
コーポレートガバナンス企業を強くする変革を
「日本型経営」の課題

国内外の投資家は、日本のコーポレートガバナンスの変革を求めている。伝統的体制をどう変えていくか、具体策を示す。

黒田 一賢／日本総合研究所 創発戦略センター スペシャリスト

2015年頃から日本でもコーポレートガバナンス改革が大きく加速した。同年は、コーポレートガバナンス・コードが施行され、世界最大の公的年金である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が「責任投資原則(PRI)」に署名を果たし、ESG(環境・社会・ガバナンス)投資の拡大を明確に宣言した年である。

筆者は日頃、環境・CSR関連部署の担当者からコーポレートガバナンスの在り方について多岐にわたる質問を受ける。体系的に全体像を捉える機会が限定されているとの声も多い。本稿ではコーポレートガバナンスと伝統的なCSRとの関係、日本企業の取り組みの現状、海外運用機関の見方、企業における実務での適用の方向性について述べたい。

企業戦略の中核に位置付けよ

コーポレートガバナンス・コードでは、「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」

と、コーポレートガバナンスを定義している。

前半の「顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえ」の部分は伝統的なCSRにおいても考慮されていた部分で、なじみがあるだろう。一方、注目すべきは同コードの副題である「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」であろう。

伝統的なCSRでは、どちらかと言えば、「企業市民としての責任」とも呼ぶべき、「倫理面、もしくはそれを適切に果たさなかった場合のレピュテーション(評判)の毀損」が重視されてきた印象がある。

これに対し、コーポレートガバナンス・コードでは、ステークホルダー(利害関係者)に対する配慮について、伝統的なCSRを排除するわけではないものの、企業戦略の一部として能動的に対処すべきという側面が強調されている。

それはコードの【基本原則2】「考え方」に記された、「上場会社が、こうした(ステークホルダー配慮)認識を踏まえて適切な対応を行うことは、

社会・経済全体に利益を及ぼすとともに、その結果として、会社自身にも更に利益がもたらされる、という好循環の実現に資するものである」という文面にも反映されている。

ここで言う「会社自身にもたらされる利益」とは、伝統的なCSRで重視された非財務的な便益ではなく、財務的な利益である。すなわち「収益機会の獲得や、リスクマネジメントという経営の中核において、ステークホルダーに対する配慮を統合せよ」というのが、コーポレートガバナンス・コードのメッセージなのである。

このコーポレートガバナンスの定義は比較的新しく、広義のコーポレートガバナンスとも呼ぶべきものである。伝統的、または狭義のコーポレートガバナンスでは企業の経営陣は出資者である株主の代理として資本生産性の向上、企業収益の最大化に努力しなければならないとされてきた。

株主の視点からは、自らが拠出した資金を効率的に投資し、株価上昇

や配当増額などに積極的な企業が魅力的に映るといったものだった。

ところが今、狭義のコーポレートガバナンスは2つの点で修正を余儀なくされている。

企業統治の課題は2つ

第一に、コーポレートガバナンス・コードでも言及されている通り、ステークホルダーへの配慮は収益機会の獲得、リスクマネジメントに有益な示唆をもたらすことが、強く認識されるようになったという事実がある。

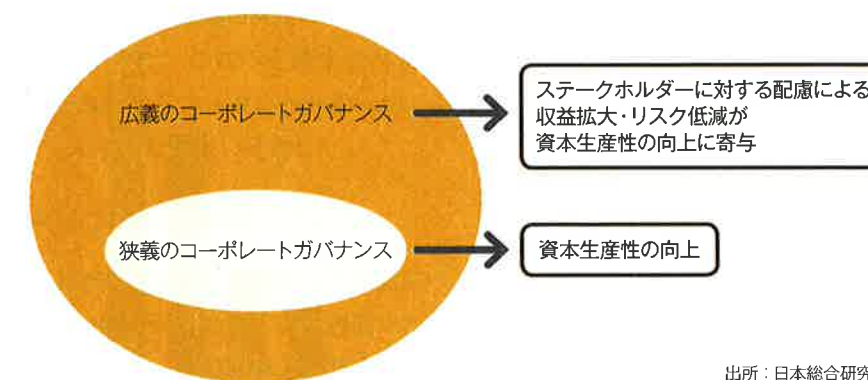
第二に、企業にとっての主要な株主が、個人投資家から年金基金や運用機関といった機関投資家に移行することで、投資の最終受益者が結果として、企業のステークホルダーにもなり得るという認識が広がってきたという事実がある。

直接の株主が年金基金や運用機関であっても、その背後にいて投資リターンを受け取る最終受益者は、自社の配慮すべきステークホルダーと同一の可能性が有る。そのため、株主とその他のステークホルダーを明確に分けることは困難ということである。

コーポレートガバナンス・コードはこのことに明示的には触れていないものの、「社会・経済全体に利益を及ぼす」という表現に含蓄されていると考えるべきだろう。こうしたことを背景に、広義のコーポレートガバナンスが望ましいと考えられるようになってきたといえる。

コーポレートガバナンス・コードのメッセージを踏まえ、日本企業のコーポレートガバナンスの実態を整理しておきたい。

■ 広義と狭義のコーポレートガバナンス



出所：日本総合研究所

ステークホルダーへの配慮を重視した企業の報告書として、財務情報と非財務情報を統合した「統合報告書」がある。非財務情報とは、ステークホルダーへの配慮に関する情報で、もともと企業市民としての責任を果たそうとの考えから、環境配慮の活動などが報告されてきた。

近年では、本業を通じた社会貢献重視の取り組みも含むように発展し、製品の耐用限度や操作の簡便性といった品質に関する情報、女性・外国人の採用状況や研修費用といった「人財」に関する情報までも指すようになった。

こうした非財務情報の開示の本格化は、コーポレートガバナンス・コードの施行より前の2009年に、国際統合報告協議会(IIRC)が発足したことが契機になった。海外で統合報告書の導入が広がったのに乗り遅れまいとした日本では、約300社が統合報告書を発行した。国別の発行社数で世界最多である。海外でも統合報告書「先進国」と称されている。

しかし、それらの統合報告書をつぶさに読んでいくと、日本への「先進国」という評価は過大なもので、参加企業を急増させたことへの「ご祝儀」に過ぎなかったことに気づか

される。確かに財務情報と非財務情報が1つの資料として掲載されているが、多くの場合、既存のアンニュアルレポートとCSRレポートを単純に張り合わせた程度にとどまっているというのが率直な感想である。

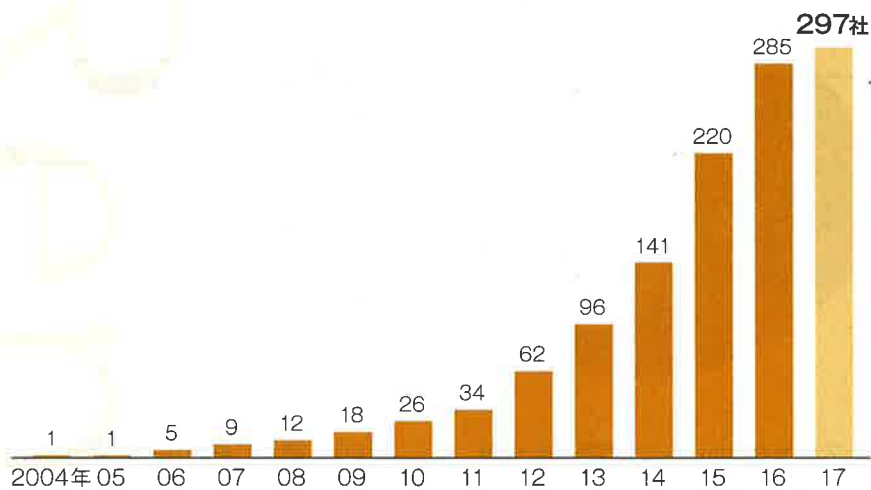
コーポレートガバナンス・コードでも強調されている統合報告書発行の最大の根拠は、今後の企業の経営戦略において、非財務面が財務面と同様に企業の成長を大きく左右するとの認識である。その結果、GPIFに加え、国内外の巨大年金基金は、ますます非財務情報の開示を求めるようになった。

GPIFが実施した上場企業アンケートでは、回答企業の約7割がESGやCSR活動の目的として「企業価値向上」や「リスク低減」、またはその両方と答えている事実もある。しかし、経営戦略と結びついた形での説明がなされていない統合報告書は、残念ながら数多い。こうした「残念な統合報告書」に共通な特徴として、以下の2点を挙げたい。

第一は、非財務項目が財務項目に与える定量的なインパクトが示されていないことである。

統合報告書の主要な読者が投資家であることを考えれば、このような

■ 統合報告書を発行する企業数 (国内)



2017年は7月までの発行数を示す
出所：企業価値レポーティング・ラボ「国内自己表明型統合レポート発行企業リスト 2017年版」(2017年7月現在)

説明が無い非財務項目の取り組みは単なる資本の無駄遣いと誤解されかねない。非財務項目が財務項目に与える定量的インパクトを把握し、開示すべきである。

第二は、非財務情報の開示内容が、投資家向けの情報開示媒体ごとに異なっていることである。例えば、「人材」の多様化・育成について、統合報告書では詳述する一方、中期経営計画では一切言及がないケースがある。これは、統合報告書の作成のために年次ベースで非財務情報をまとめたものの、中長期ではそれらを積み上げた経営戦略が存在しないという実態に原因があるかと推測できる。これでは統合報告書としての信頼を得られるはずがない。

海外投資家はこう見ている

海外の運用機関も上記の意見におおむね同意している。2016年12月に英国のロンドンとエディンバラでESG投資を行なう運用機関5社を訪問した。その際に聴いた生の声を紹介したい。

運用機関が統合報告書を推奨しているのは、大前提である。ある投資家は、企業行動と開示情報のギャップを常に意識しており、統合報告書はそのギャップの縮小に有益だと話していた。

別の投資家は企業調査の際、元従業員やサプライヤーといった企業のステークホルダーへの取材も行うという。その基礎調査に統合報告書を用いると話していた。しかし、統合報告書への期待値が高いため、内容の乏しい統合報告書には批判的であった。アニュアルレポートとCSRレポートを単純に張り合わせただけで、内容が統合されていない報告書に対しては厳しい視線を向けていた。

もっとも、統合報告書を発行する姿勢も兆候もない企業に対しては、投資家に対する十分な説明責任を果たしていないと不満を漏らしていた。

統合報告書はあくまで経営戦略とその実行結果を報告する媒体である。しかし非財務情報の重要性が増した現在は、財務面と非財務面の両面をつまびらかにしながら、経営戦

略がステークホルダーから総合的な監視を受けることによって、最適な選択が可能になったことは先述の通りである。

ここで、経営戦略の総合的な監視は、企業外では株主やその他のステークホルダーが行なうものの、企業内では取締役会の役割である。取締役会の役割・責務は、コーポレートガバナンス・コード【基本原則4】によれば、

- (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
 - (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
 - (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役員及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行なうこと
- と規定されている。

取締役会についても、海外運用機関から数多くの意見を聞いた。ある運用機関は、日本企業が自己資本利益率（ROE）についての目標を口にするようになったものの、その実現のための事業戦略として特筆すべきものが見当たらないと話していた。

この投資家はグローバルにアクティブ投資を行なっており、IT（情報技術）やヘルスケアといった成長株に重点的に資金配分していることが、発言に大きく影響していると考えられる。アクティブ投資家とは、運用担当者が保有する企業を選別し、市場平均を上回るリターンを目指す投資家のことだ。その対となるパッシブ投資家は、保有企業や保有割合を市場の株価指数に似せるようにし、株価指数と同等のリターンを目指す。

アクティブ投資家にとって、特徴ある企業戦略を求めることは当然である。運用機関は、ステークホルダーへの配慮も含め、持続的な高成長を実現する企業を発掘しようとしている。

別の運用機関も、日本企業は法令順守は得意だが、コーポレートガバナンスと事業戦略との関連性の説明は不得手と話していた。(2)の「適切なリスクテイク」が必ずしも行われておらず、事業戦略の魅力について懸念を持っている。

その原因として、取締役会の多様性に疑問を呈する海外運用機関の声も紹介したい。多くの投資家は依然として、日本企業による独立社外取締役の活用、改善の余地があるとみている。

ある運用機関は、多くの日本企業が独立社外取締役の選任に消極的なために、既定路線の延長でしか戦略を立案できず、現金保有が過剰になってしまっていると指摘した。

別の運用機関は、適切なリスクテイクを支援するには社長などの経営経験者が取締役に就任するのが望ましいにもかかわらず、弁護士や大学教授が選任されるケースが多く、独立社外取締役の意義が理解されていないことに落胆していた。

さらに別の運用機関は、日本企業の現状に対し、株主として行動を起こすと話した。独立社外取締役の取締役に占める割合が3分の1未満の日本企業に対して、株主総会で議案に反対票を入れると明言した。

ここまでに、コーポレートガバナンスとCSRの関連性、それを示す媒体として統合報告書、その日本企

業の現状、海外運用機関の見方を紹介してきた。これらを踏まえ、「経営を強くするコーポレートガバナンス」の要諦を最後に提言したい。

経営を強くするガバナンス

伝統的に企業の報告書は財務面に重点が置かれてきた。非財務面での情報開示は、経営戦略との関連性を示すものではなく、「企業市民としての責任」に関するものばかりだった。しかし、非財務情報に対する投資家の関心は高まる一方である。企業は非財務側面での取り組みを、経営戦略に活用し、その情報の開示に注力する必要がある。

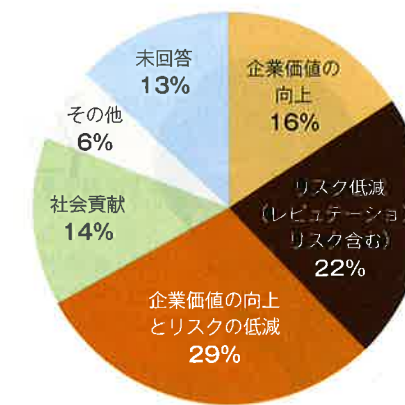
さらに経営者は、ビジネスの拡大のために非財務面での知見が活かされるように、社内体制をいま一度、整えることが有効である。

現場レベルでは、CSR・環境関連部署が経営企画などの戦略立案を司る部署と協働する体制を整えることである。またより上層部では、取締役会で、非財務面での知見が豊富な独立社外取締役を招聘することである。こうした改革は、海外運用機関の要請にも応えるものとなる。

そのためには、独立社外取締役の招聘の前提として、社内に必要な知見を十分に蓄積する必要もある。必要な知見は、実際に投資家に説明する戦略にも、当然反映されるものでなければならない。例えば数多い非財務情報の項目のうち、特に働き方改革や、持続可能な開発目標（SDGs）に対する貢献は、国内外の投資家の関心事となっており、その戦略説明が求められている。

働き方改革では、労働生産性の向

■ ESGの向上やCSR活動の目的



出所：年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）「第2回機関投資家のステュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」

上が求められているものの、その取り組みが結局、事業の稼働率低下に終わるのではないかと危惧が投資家の間に根強く存在する。そのため、働き方改革の実践により労働生産性の向上につながっている事例に関心が集まる。

SDGsは、持続可能な開発のため、17の分野で目標が掲げられ国連で採択された。非財務情報に関する企業と投資家との対話の糸口として、統合報告書での記載が定着しつつある。ただしこの目標の達成を重視するあまり、自社の競争優位を生かせない事態を投資家は懸念している。

また、従来からのCSRの取り組みを、SDGsに対する取り組みとして後付けする企業行動は、好意的には受けとめられていない。SDGsを起点として、企業がその達成への貢献の取り組みを通じて、どのように業績や競争力の向上につながるかというストーリーを示すことが望まれている。

非財務の取り組みと経営戦略の統合による、日本企業におけるコーポレートガバナンスの変革を期待する。