特集 コーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンス・コードへの期待と課題
―中長期的な企業価値の向上は会社と機関投資家の共同責任―

小　口　俊　朗 CMA

目　　次

１．「守りのガバナンス」と「攻めのガバナンス」
２．原案の要諦
３．ガバナンス革命３本の矢
４．上場会社の３つの挑戦

「攻めのガバナンス」は、アダム・スミスの懸念を源流とする「守りのガバナンス」と表裏一体であり、上場会社はコーポレートガバナンス・コードにより、後顧の憂いなくリスクテイクする環境と共に、中長期保有の株主の信頼獲得の手段を得ることになる。先行したスチュワードシップ・コードとは同期化し、伊藤レポートとの「ガバナンス革命３本の矢」の枠組みを提供するが、中長期的な企業価値の向上はあくまで会社と機関投資家の共同責任である。

１．「守りのガバナンス」と「攻めのガバナンス」

⑴　アダム・スミスの懸念

経済学の父と呼ばれるアダム・スミスは、1776年「国富論」の中で、「株主会社の取締役は自分の資金ではなく他人の資金を管理する以上、自分の資金を監視するのと同等の細心の警戒をもって資金を監視するとは考えにくく、会社を管理する上で、多少なりとも怠慢や浪費がまん延することは不可避。したがって、どんな事業であれ、首尾よくいきそうだという理由だけで株主会社を設立することは不合理。」と結論づけた。

実際には、株主の有限責任、株式の譲渡性といった光の部分が、株式会社制度に繁栄をもたらし続けたが、アダム･スミスが懸念した影の部分も、企業不祥事となって各国で顕在化し、その都度、コーポレートガバナンス（以下、ガバナンス）強化が図られた。例えば、英国ガバナンス・コードの嚆矢となった1992年キャドバリー報告書は、相次いだ企業の破綻や財務報告の不透明性への批判に対応するものであった。米国で02年サーベンス･オクスリー法が制定されたのも、エンロン･ワールドコム事件を受けてのことであった。

小口　俊朗（おぐち　としあき）
ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン代表取締役。1984年早稲田大学法学部卒業。同年４月日本生命入社。退社後07年９月同社設立。主にグローバル機関投資家の投資先日本企業数百社とのエンゲージメントを実践。金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」、経済産業省「伊藤レポート」、金融庁・東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」の各メンバーを歴任。

©日本証券アナリスト協会　2015

本稿は、『証券アナリストジャーナル®』平成27年8月号に掲載された論稿を同誌の許可を得て、転載したものです。
本論稿の著作権は日本証券アナリスト協会® に属し、無断複製･転載を禁じます。

⑵ 「守りのガバナンス」

このような数々の経験を経たグローバル機関投資家（注１）は、11年の大王製紙、オリンパス事件を奇貨として、日本もガバナンス改革に取り組むものと考えた。弊社ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン（以下、GOジャパン）が、カリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）等11機関連名で「会社法制の見直しに関する中間試案」に対し法務省に提出したパブリック・コメントでは、不幸な出来事がガバナンス改革をもたらした先例を引き合いに、日本の会社法改正に対するグローバル機関投資家の高い関心を訴えた。

しかし、ガバナンス改革が進んだはずの欧米で金融危機が起こったことも影響してか、法制審議会会社法制部会においては、社外取締役の設置義務付けについて、主に経済界の委員から、社外取締役の導入がガバナンス強化に役立つか確実な効果の実証があるわけではない等の反対が強く唱えられ、合意を得ることはなかった（注２）。

われわれのパブリック・コメントでは、過去のガバナンス改革がマイナスの抑制だけではなく、プラスの効用をもたらした事実を踏まえ、投資家のみならず、日本と日本企業にとっても取締役会改革は有益であると強調したが、会社法制部会ではガバナンスの機能を不祥事防止という「守りのガバナンス」の観点で論ずる主張が根強く、議論の歯車がかみ合うまでには至らなかった。

⑶ 「攻めのガバナンス」

会社法制の見直しに関する議論に約２年半が費やされる間も、わが国の上場会社と機関投資家を取り巻く環境は変化を続けた。日本の株式市場における外国人保有比率は上昇し（注３）、それに呼応するように社外取締役を選任する上場会社は増加していった（注４）。わが国を代表するグローバル企業も、自発的なガバナンス改革の例外ではなかった（注５）。

このような地殻変動を背景に、13年６月に閣議決定された「日本再興戦略」を受けて、世界にもまれではあるがガバナンス・コードに先行して、日本版スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）が14年２月に策定された（注６）。同年６月には「『日本再興戦略』改訂2014」で、いよいよガバナンス・コード策定を支援することが閣議決定された。

経済産業省から「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書」（以下、伊藤レポート）が公表された翌日、「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」初会合が開かれたことは暗示的であった。有識者会議は置かれた立場の異なるメンバーで構成されたが、伊藤レポートで示された各国ROE比較（注７）に象徴される、日本の長期低迷する「稼ぐ力」を取り戻すためにコードを策定する点で一致するこ

（注１） 本稿では、グローバルな市場を対象に、年金等長期資金が求める分散投資を実施する上で、日本を無視できない重要市場として関心を寄せる海外機関投資家を、グローバル機関投資家と総称する。
（注２） 岩原［2012］p.10。
（注３） 全国４証券取引所株式分布状況調査によると、外国法人等保有比率は、法務大臣から法制審議会に対する諮問前の2008年度末23.5％から要綱案決定後の2012年度末28.0％へ。
（注４） 東証が市場第一部を対象に調査したところ、社外取締役選任上場会社の比率は、2008年の45.2％から2012年は55.4％へ。
（注５） 2013年６月15日「トヨタ、企業統治強化、初の社外取締役起用（株主総会2013）」日本経済新聞朝刊。
（注６） 小口［2015］p.23。
（注７） 経済産業省［2014］論点3.1。

とができ、結果、わずか半年で合意に至った。

ボトムアップの変化が進行する中、成長戦略の一環として政府がトップダウンの旗振り役を務めたことで、「守りのガバナンス」の切り口では崩せなかった壁を突破する「天の時」を得たことに疑いはないが、単なるトップダウンの押し付けだけでは、上場会社からも投資家からも受け入れられることは難しい。その点、コーポレートガバナンス・コード原案（以下、本コード原案）が最終確定された今年３月の有識者会議で示された、121のパブリック・コメント（和文80、英文41）の内訳は興味深いものであった。

本コード原案に賛成・歓迎の意を明らかにしたものが約３分の２に及び、反対の意を明らかにしたものは数件に止まったという事実（注８）は、「攻めのガバナンス」を標榜した本コード原案が、日本の「守りのガバナンス」に不満を抱き、自分たちのガバナンス・システムの押し付けを図ってきたと信じられていたグローバル機関投資家からも、幅広い支持を得たことを意味していた。

例えば、知日派で知られるグローバル機関投資家団体Asian Corporate Governance Association（以下、ACGA）は、「本コード原案は、他国のコードが取り組んできた不可欠な分野の多くをカバーしている」とのパブリック・コメントを公表（注９）している。本コード原案が、リスクの回避・抑制や不祥事の防止といった「守りのガバナンス」の強化も併せ持つと評価されたことがうかがえる。

多くのパブリック・コメントが示唆するのは、グローバル機関投資家は過去のガバナンス改革の経験から、「守りのガバナンス」と「攻めのガバナンス」が表裏一体の関係にあることを暗黙知していたが、日本では「守りのガバナンス」と「攻めのガバナンス」を結び付けることなく、「守りのガバナンス」の議論が繰り返されてきたということなのかもしれない。

２．原案の要諦

(1) 立ち返るべき原点

本コード原案は、SSコード同様、「プリンシプルベース・アプローチ」および「コンプライ・オア・エクスプレイン」を採用している（注10）。会社に自己判断に基づく説明責任を求める当該手法において、序文冒頭の「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・果断な意思決定を行うための仕組み」とのガバナンスの定義は、各原則への対応に際して立ち返るべき原点を簡潔明瞭に示していると考えている。三つの部分に分けて述べたい。

最初に、「立場を踏まえた上で」までの部分で、会社は誰のものかという古くて新しい問いに対して、ステークホルダー主義に立つことを示している。同時に、日本では「欧米と比べて株主が経営者に影響を与える程度が小さいことが指摘されている」（注11）ことを踏まえ、「株主をはじめ」という表現をもって、ステークホルダーの中での株

（注８）　金融庁HP「コーポレートガバナンス・コード原案～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～の確定について（別紙１）」。なお、残り約３分の１は、コードの内容について確認を求めるもの等であった。

（注９）　2015年１月28日に提出したパブリック・コメントをHPにて開示。それによると、ACGAメンバーの運用資産は18兆米ドル。

（注10）　金融庁、東京証券取引所［2015］序文９-12。

（注11）　経済産業省［2014］論点10.1。

主の位置付けを明らかにしている。

次の「意思決定を行うための」までの部分は、序文７で、意思決定の透明性・公平性の担保を前提として、迅速・果断な意思決定を促す「攻めのガバナンス」とする解説が加えられている。この点は、次節でさらに述べることとしたい。

最後の「仕組み」については、ガバナンスは、あくまでMeans to an end（目的のための手段）に過ぎず、目的は、コードの副題にある「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」にあることを示唆している。コード順守が目的化し、その結果、形骸化が起こる本末転倒を戒めなければならないという意味で、「仕組み」という表現は意識されるべきであると考える。

⑵　後顧の憂いを払拭する「カメラの目」

日立製作所川村隆元会長は著書（注12）の中で、外国人を含む社外取締役を、第三者の目を意味する「カメラの目」に例え、３Mの前CEOジョージ・バックリー氏の『予想以上に厳しい意見に打ちのめされる思いをしましたが、同時に「やはりカメラの目を持つことは正しかった」とも思いました』と記している。巨艦日立をV字回復に導いた経営者の言葉は、ガバナンス改革に自律的に取り組む会社を大いに勇気付けるのではないか。

迅速・果断な意思決定を促すため、透明性・公平性をもたらす「カメラの目」を仕組みとして持つことの有効性はもちろんのこと、本コード原案では、「カメラの目」に経営陣を結果責任の制約から解放し、企業家精神を発揮させる機能をも付加している。

上場会社の意思決定が、結果として会社に損害を生じさせることになった場合、その意思決定の時点における経営陣・取締役の意思決定過程の合理性が重要な考慮要素の一つになると考えられるが、本コード原案には、ここでいう意思決定過程の合理性を担保することに寄与すると考えられる内容が含まれていることが、取締役会等の責務に関する基本原則４に付された「考え方」に記述されている。

「最終的には裁判所において判断される事項について、こうした文章の中で記述することには、通常、限界があることに照らして考えれば、本コード原案が、損害賠償責任の問題にまで踏み込んだ記述をおいていることは、大いに注目されるべき」（注13）であり、「守りのガバナンス」が「経営判断の原則」（注14）の適用に貢献することで、後顧の憂いなく迅速・果断に意思決定する「攻めのガバナンス」の展開が可能となることを示唆している（注15）。

これが本コード原案の標榜する「攻めのガバナンス」の意味するところであれば、「守りのガバナンス」と「攻めのガバナンス」は表裏一体、相互に支え合う関係であることが理解されよう。

⑶　中長期保有の株主の信頼獲得

再度、川村氏の著書に触れるが、苦渋の公募増資時に苦労を共にしたメンバーに向けられた、「普通の製品と違って、株には保証書がない。私は保証書のない製品を初めて売ったのです。多くの投

（注12）　川村［2015］pp.66-67。
（注13）　池田［2015］p.12。
（注14）　経営判断の原則については、長谷川［2015］に詳しい。
（注15）　わが国企業の低収益性等の制度的背景としては、木下［2012］が法的整理のもたらす脅威等も指摘している。

資家の皆さんは日立を信じて買ってくれた。これから私たちは、その期待に応えていかなくてはなりません」(注16) とのメッセージにも強い感銘を覚える。

中長期保有の株主は、保有するリスクを許容しリターンを期待するため、保証書とは言わないまでも、それに代わって信頼できる「何か」が必要であり、その「何か」の一つがガバナンスではないだろうか。一方、短期主義者にとって信頼は無用の長物であろう(注17)。

「市場においてコーポレートガバナンスの改善を最も強く期待しているのは、通常、ガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期保有の株主であり、こうした株主は、市場の短期主義化が懸念される昨今においても、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在である」とする本コード原案序文８は、中長期保有の株主を重要なパートナーと考える上場会社にとって、ガバナンスの改善がその信頼獲得に役立つことを示している。

ACGAのパブリック・コメントでも、この本コード原案の考え方は、日本の中長期的な投資の促進に役立つものと歓迎しており、上場会社が各原則に前向きに取り組むインセンティブになるものと考えている。

3．ガバナンス革命３本の矢

(1) 受託者責任の輪

筆者は13年ほど前、前職での英国機関投資家派遣時の経験から、本誌で『取締役・取締役会から機関投資家(運用会社)、運用会社から年金基金等、年金基金等から受益者・契約者、そして、受益者・契約者たる従業員から取締役に戻る、「受託者責任の輪」が存在する』との考え方を紹介した(注18)。

その後、リーマンショックを始め様々な出来事があったが、執筆当時の思いは一貫して変わっておらず(注19)、SSコードと本コード原案に基づき東京証券取引所が策定したコーポレートガバナンス・コード(注20)(以下、CGコード)の二つのコードは、当時紹介した「受託者責任の輪」を強く、そして太くするものとして理解している。

このような視点から、第３章では、CGコードとの関係からSSコード、そして二つのコードを支える伊藤レポートにも少し触れることとしたい。

(2) 車の両輪

CGコードとSSコードはお互いを「車の両輪」(注21)

(注16) 川村［2015］p.60。

(注17) 信頼がない場合、むしろ短期主義に基づくトレーディングの方が運用手法として理に適っているかもしれない。

(注18) ブラウン・小口［2003］p.51。

(注19) 2015年１月５日『経済教室「人を生かし生産性高めよ」青木昌彦スタンフォード大学名誉教授』日本経済新聞朝刊において、トマ・ピケティ、パリ経済学校教授「21世紀の資本」が論ずるr＞gがもたらす格差拡大論に向けられた「効率的に運営される年金基金や社会保障基金を通じて勤労所得者も金融収益の分配に参加できれば、非倫理的で野放図な格差の増大は抑制が可能」との主張は、年金基金の重要性を改めて考える上で興味深い。

(注20) 東京証券取引所は本コード原案を受けて「コーポレートガバナンス・コード」を有価証券上場規程の別添として定めるとともに、関連する上場制度の整備を行い、2015年６月１日から適用した。

(注21) 金融庁［2014］序文５および金融庁、東京証券取引所［2015］序文８。なお、CGコードに先行したSSコードでの表現は『企業側のこうした責務と本コードに定める機関投資家の責務とは、いわば「車の両輪」』。

としている。二つのコードだから「車の両輪」という単純な例えでなく、本コード原案序文８で、会社の自律的な取組みが、SSコードに基づく株主（機関投資家）と会社との間の『建設的な「目的を持った対話」』（以下、エンゲージメント（注22））によって、さらなる充実を図ることが可能であるという意味において「車の両輪」であると説明している。

CGコード第５章株主との対話は、先行したSSコードとCGコードを連結する役割を果たす。会社自らの取組みを、エンゲージメントが触媒となり、上向きスパイラルを起こすことができれば、SSコードとCGコードが副題で共有する「持続的成長」の実現につながるという考え方に立っていることがうかがえる。

⑶　両コードの同期化

CGコードの設定を受け、「車の両輪」と位置付けられたSSコードとCGコードは同期化していくことが想定される。

先行したSSコード序文９では、「本コードの履行の態様は、例えば、機関投資家の規模や運用方針（長期運用であるか短期運用であるか、アクティブ運用であるかパッシブ運用であるか等）などによって様々に異なり得る」としている。しかし、エンゲージメントによって会社の自律的な取組みをさらに充実させるとする、CGコードが期待する「車の両輪」として考えた場合、同期化できる機関投資家は限られてくるのかもしれない（注23）。

また、SSコード原則７の「機関投資家が備えるべき実力」については、各機関投資家が運用スタイルに応じて様々な解釈を加えてきたが、原則３の「企業の状況把握」力はもちろんのこと、それを超えて原則４に掲げられた「問題の改善」力（注24）を備えていなければ、CGコードと同期化し企業価値に貢献する責任を果たす点において、自ずと限界があると考えられる。

その他、SSコード原則３指針３－３は、「把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績（注25）、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など」とする例示にとどまっていたが、CGコードで示された基本原則５、原則30、補充原則38の全てがSSコードの例示に分類可能であることから、SSコードの例示が、CGコードによって具体化されたものと考えている。

このように「車の両輪」として同期化する両コードを、企業経営者や投資家、市場関係者、学識経験者等40名以上が１年をかけ、インベストメント・チェーンに潜む考え得る課題を洗い出しエビデンスに基づく見識を集約した「伊藤レポート」が支え、おのおのが表副題で共有する「持続的成長」を有機的に目指す構図を、「ガバナンス革命（注26）３本の矢」と称して**図表１**に示した。

（注22）　金融庁［2014］序文冒頭での定義。なお、エンゲージメントの語義からは、2014年４月21日『エコノミクストレンド「忠誠心は業績を上げるか？」若林直樹京都大学教授』日本経済新聞朝刊での「愛着を持つ関与」との和訳は興味深い。

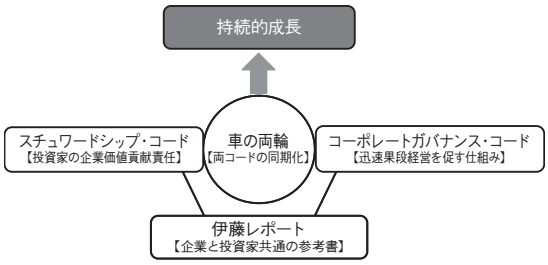
（注23）　英国ケイ報告1.30「株主のエンゲージメントは、それ自体では良くも悪くもない。重要なのは、エンゲージメントの性質とクオリティーである。」Kay［2012］。

（注24）　機関投資家が投資先企業の経営の細部まで介入することを意図するものでないことは、金融庁［2014］序文５。

（注25）　CGコード補充原則４－１②は、中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとしている。

（注26）　革命は「ある状態が急激に発展、変動すること」（広辞苑）を意味し、改革等その他の表現より実態に相応しいと考えた。

図表１　ガバナンス革命３本の矢



（出所）小口［2015］p.27に加筆。

官庁をまたがって推進されてきたトップダウンのガバナンス革命は、CGコード策定をもって一つの峠を越えそうだ。今後は、与えられた枠組みを活用し、上場会社が中長期的な企業価値の向上を目指し、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすことで貢献する、個々具体的な実践の段階に入る。

最終章では、今後、CGコード適用に伴い上場会社が直面するであろう３つの挑戦について私見を述べることとしたい。

４．上場会社の３つの挑戦

⑴　CGコードへの挑戦

CGコードの策定に当たっては、「『日本再興戦略』改訂2014」から、「わが国企業の実情等にも沿い、国際的にも評価が得られるものとする」との宿題が与えられた。「他国のコードが取り組んできた不可欠な分野の多くをカバーしている」とのACGAのパブリック・コメントに代表されるように、残された個別の課題はあるものの、全体としてCGコードは国際的評価に耐えうる水準に達したものと言えよう。しかし、そのことは一方で、わが国企業の実情からは一定の距離がある内容となったことも意味している。

最も分かりやすい例として、原則４－８独立社外取締役の有効な活用を取り上げてみよう。当該原則では、独立社外取締役を少なくとも２名以上、また、総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも３分の１以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社には、そのための取組み方針開示を求めている。しかし、東証１部上場企業でも、独立社外取締役２名以上は21.5％、３分の１以上に至っては6.4％（注27）に過ぎなかったのが実情である。原則４－７に示された独立社外取締役の役割・責務を果たし得る、実質的に有用な人材でなければ意味がないが、そのような人材を原則４－８に従いどう確保していくのかは、現実には大きな課題となる。

その他、そもそもこれまで日本では議論すらされてこなかった原則も散見される。例えば、本家英国コードでも14年９月の改訂版で初めて採用された「取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認める時は、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである」との考え方が、補充原則１－１①として採用されている。本補充原則に応えるには、どの程度を相当数の反対票と考えれば納得的なのか、具体的にはどのような対応をすることが趣旨や精神に沿ったものとなるのか、会社は真摯に検討することが求められる。CGコードが採用する「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨に基づき、基本原則５、原則30、補充原則38全てにおいて、上場会社はこのような自問自答を繰り返さなければならない。

（注27）「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」第５回資料３。なお、2015年６月17日に東京証券取引所が公表した速報によると、２名以上は46.5％と25％上昇した。

CGコードは、『自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考える原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定している』(注28)が、『会社としては、当然のことながら、「実施しない理由」の説明を行う際には、実施しない原則に係る自らの対応について、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう工夫すべき』(注29)としている。長年各国の「コンプライ・オア・エクスプレイン」を目の当たりにしてきたACGAは、パブリック・コメントの中で、「ボックス・ティッキング的」な考え方からうわべだけのコンプライを行うことも、また、ひな型的な表現によりエクスプレインを行うことも、CGコードの趣旨に反するとくぎを刺している。

わが国の実情とCGコードとの距離を考えれば、相当のスピード感で取り組む必要があるが、趣旨を踏み外さないよう、拙速は避けなければならない。CGコードを実効あるものにするため、具体的にいかに歩を進めるべきか、上場会社の試行錯誤が続くであろう。

対応の困難さの一方で、東京証券取引所では、「コードのそれぞれの原則を踏まえた、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針」を開示すべきとする原則３－１（ⅱ）から、各社が必要と判断すれば、全ての原則一つ一つについて、どのように実施しているかを記載する場合もあり得ると考えられる(注30)としており、中長期保有の株主が高い関心を寄せ、絶好のIRツールとも言えるCGコードの活用とその発信は、上場会社にとって大きなチャンスともなる。

「株主等のステークホルダーの側においても、当該手法の趣旨を理解し、会社の個別の状況を十分に尊重すること」(注31)で、上場会社の自律的な取組みを柔軟にサポートしつつ、CGコードへの対応が形骸化に陥らないよう、緊張と協調両面からの働きかけが重要となろう。

(2) 企業価値向上への挑戦

前節で述べたCGコードの実践は、企業価値の向上を目指すものである。企業価値の考え方は様々で、価値分配説・社会貢献説や価値創造説・社会的責任説(注32)といった異なる解釈があるが、多様なステークホルダーの中で「資本提供者は重要な要であり、株主はコーポレートガバナンスの規律における主要な起点」であることが、基本原則１に付された「考え方」で示されている。すなわち、CGコードの実践によって向上すべき企業価値の解釈は必ずしも一様でなくとも、株主価値がその中核であることについては明らかにされている。

弊社GOジャパンは、投資助言の他、グローバル機関投資家が日本企業とエンゲージメントするための投資家フォーラムを、2009年からジャパン・エンゲージメント・コンソーシアム（以下、JEC）と称して提供している。同年５月にJECメンバーの投資先２社とのエンゲージメントをスタートさせ、現在22社とのエンゲージメントを継続している。対象企業の選定やエンゲージメントの開始と終了は、GOジャパン取締役会で機関決

(注28)　金融庁、東京証券取引所［2015］序文11。
(注29)　金融庁、東京証券取引所［2015］序文12。
(注30)　東京証券取引所HP『「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の整備について」に寄せられたパブリック・コメントの結果について』における番号10に対する考え方。
(注31)　金融庁、東京証券取引所［2015］序文12。
(注32)　経済産業省［2014］論点1.2。

定しており、2013年３月には「解決すべき課題（以下、エンゲージメント・アジェンダ）（注33）」の実現状況を踏まえ、初のエンゲージメント終了企業を決議した。これまでの選定28社、終了６社におけるエンゲージメント・アジェンダ数は平均５弱、内訳は、SSコード原則３指針３－３の例示区分に沿えば、企業戦略と業績34％、資本構造33％、ガバナンスとリスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）（注34）が33％である。

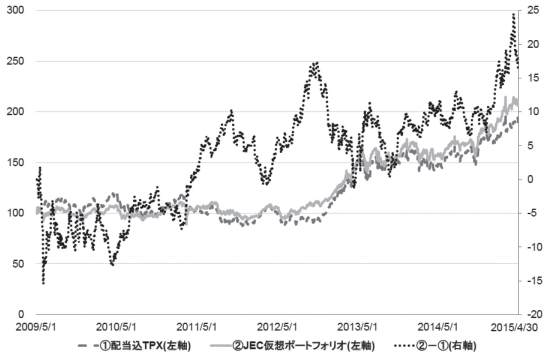
エンゲージメント効果を示す試みとして、エンゲージメント対象企業選定の取締役会で均等額購入、終了決定の取締役会で全額売却という前提でJECスタート時から仮想ポートフォリオを構築し、直近まで６年間の配当込TOPIXと比較したグラフが**図表２**である。

JECメンバーの投資先銘柄が選定のユニバースであり、エンゲージメントの品質維持のため、対象企業数も20銘柄を上限目標としているので、意図せざるファクターベットの発生が推定される。そもそも、JECメンバーの保有額等を考慮しつつ建設的に対話することが期待できる企業をエンゲージメント対象企業として選定しており、本仮想ポートフォリオのリターン極大化を目標に選定や終了の決定を行っているわけではないので、超過リターンの水準そのものにあまり意味があるとは思わないが、導き出された超過リターンの形状は興味深い。

図表２の超過リターンと、JECメンバーに四半期ごとに報告しているエンゲージメント・アジェンダ実現状況から実現率を算出（注35）して、重ね合わしたものが**図表３**である。

図表３が示唆するのは、会社の課題への取組みが実現化し株主価値に反映するというＪカーブが顕在化した後（注36）、先行して選定された会社の

図表２　JEC仮想ポートフォリオと配当込TOPIX（スタートから直近までの６年間）



（出所）GOジャパン作成

図表３　図表２の超過リターンと四半期ごとエンゲージメント・アジェンダ実現率

（出所）GOジャパン作成

（注33）　経済産業省［2014］論点12.1の表現。

（注34）　金融庁、東京証券取引所［2015］基本原則２「考え方」の「いわゆるESG（環境、社会、統治）問題」に該当する。

（注35）　エンゲージメント・アジェンダ数を分母、うち具体的変化が客観的に確認されJECメンバーに報告した場合を分子として算出しているが、新規選定銘柄を含む新規設定アジェンダが分母に入るため、実現率の上限理論値はその分100％を下回る点に留意。なお、評価基準が明らかにされておらず、単純比較はできないが、英国の同種サービス提供会社に関する実証研究では実現率10％前後となっている（Bauer, *et al.*［2013］）。

Ｊカーブの後半部分が、選定して間もない会社のＪカーブの前半部分で相殺される、ビンテージの分散効果が生じる定常状態に移行した可能性である。

JECが過去取り組んできたアジェンダは、SSコード原則３指針３－３の例示、すなわちCGコードの基本原則５、原則30、補充原則38に分類されるものであったことを踏まえれば、会社がCGコードに自律的に取り組み、機関投資家が実効性あるエンゲージメントで後押しすることで、企業価値の中核である株主価値の向上が期待できるというのが、GOジャパン設立以降約８年間のエンゲージメント経験から得た実感である。

⑶　経済全体の発展寄与への挑戦

繰り返しになるが、上場会社が、そして機関投資家が「車の両輪」となって共同で果たすべき責任は、あくまで「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」である。ただし、CGコードが「わが国の成長戦略の一環として策定」(注37)される以上、個々の努力が「ひいては経済全体の発展にも寄与する」(注38)ことが期待されていることは改めて言うまでもない。

その具体的判断基準は、「『日本再興戦略』改訂2014」第一Ⅱ.１.⑴企業が変わる（コーポレートガバナンスの強化）の締めくくりの文章で「こうした一連の取組みを実行していくことで、企業収益の更なる拡大が実現し、雇用機会の拡大、賃金の上昇、配当の増加という様々なチャネルを通じて、脱デフレの果実が最終的に国民に還元される、真の好循環が実現することとなる」と示されている。

雇用、賃金といった労働環境は改善傾向にあり(注39)、上場会社の株主還元は2014年度に過去最高となったようだ(注40)。日本株がもたらす恩恵が３割を保有する外国人株主に流れることを指摘する向きもあるが、株価上昇による「トービンのq効果」が設備投資を刺激するとの専門家の見解もある(注41)。期待成長率上昇との相乗効果で設備投資が活発化すれば(注42)、資本ストック形成から潜在成長率の上昇にも貢献することが期待される。

今後、会社と機関投資家がCGコード等「ガバナンス革命３本の矢」を活用して、中長期的な企業価値向上の共同責任を果たすことで、分配と成長投資の原資を持続的に拡大できれば、その果実が国民まで行き届く息の長い好循環の実現可能性が高まっていくのではないか。その実感が得られた時、一連のガバナンス革命は上場企業と機関投資家の世界にとどまらず、より幅広い層からも評

(注36)　JEC開始2009年２Qから、上限目標20銘柄とエンゲージメント・アジェンダ実現率50％を達成し定常状態に移行したと思われる2012年３Qまでの14四半期において、エンゲージメント・アジェンダ実現率をX軸、超過リターン（幾何法）をY軸として回帰分析を実施したところ、回帰係数はプラスで、回帰係数０のp値は約10％であった。

(注37)　金融庁、東京証券取引所［2015］序文６。

(注38)　金融庁、東京証券取引所［2015］冒頭。

(注39)　日本銀行全国企業短期経済観測調査2015年３月。

(注40)　2015年４月５日「上場企業の株主還元、昨年度最高の13兆円、資金活用に動く、業績拡大、投資や賃上げも」日本経済新聞朝刊。

(注41)　浜田、安達［2015］pp.140-142。

(注42)　2015年５月31日「設備投資計画10.5％増、国内で更新、製造業意欲、今年度本社調査」日本経済新聞朝刊。

価が得られるものと考えている。

本文に示された見解は全て筆者の私見であり、これまでメンバーとして参加した会やプロジェクトを代表する見解を示すものではない。

〔参考文献〕

岩原紳作［2012］「「会社法制の見直しに関する要綱案」の解説［Ⅰ］」『旬刊商事法務』No.1975.

池田唯一［2015］「特集リスクテイクのための企業統治論―コーポレートガバナンス・コード策定の意義について」『週刊金融財政事情』２月16日号.

小口俊朗［2015］「特集リスクテイクのための企業統治論―中長期保有の外国人株主からも相応の評価」『週刊金融財政事情』２月16日号.

川村隆［2015］『ザ・ラストマン―日立グループのV字回復を導いた「やり抜く力」』角川書店.

木下信行［2012］「わが国企業の低収益性等の制度的背景について」『日本銀行金融研究所』Discussion Paper No.2012-J-12.

金融庁［2014］『「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』.

金融庁、東京証券取引所［2015］「コーポレートガバナンス・コード原案～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～」.

経済産業省［2015］『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書』.

長谷川俊明［2015］「新しい取締役会の運営と経営判断原則」中央経済社.

浜田宏一、安達誠司［2015］「世界が日本経済をうらやむ日」幻冬舎.

スティーブ・ブラウン、小口俊朗［2003］「責任ある投資家―英国機関投資家からのメッセージ」『証券アナリストジャーナル』１月号.

Bauer, R., Clark, Gordon L., and Viehs, M.［2013］“*The Geography of Shareholder Engagement:Evidence from a Large British Institutional Investor*,” European Centre for Corporate Engagement.

Davis, S., Lukomnik, J., and Pitt-Watson, D.［2006］“*The New Capitalists*,” Harvard Business School Press.

Kay, J.［2012］“*The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making*,” Department for Business, Innovation and Skills.