

スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議
(第20回) 意見書

2020年10月20日
株式会社経営共創基盤(IGPI)
IGPI グループ会長

今回のコーポレートガバナンスコードの改訂にあたり、まず現在起こりつつある二つの極めて重要な環境要因の変化について指摘しておく。

“DXの加速によるIXの広がり と CX力の重要化”

COVID19パンデミックにより従来から進んでいたDX(デジタルトランスフォーメーション)はいよいよ加速し、その結果、産業構造とビジネスモデルが大きく変容するIX(インダストリアルトランスフォーメーション)が幅広い領域で起きつつある。これは既存の上場企業の多くに対して、事業モデルの転換、事業ポートフォリオの急速な入れ替え、組織機能・組織能力の急速な変容と入れ替えを迫っている。すなわち意思決定力、意思決定システムを軸とした会社のカタチを抜本的かつ不断に変容するCX(コーポレートトランスフォーメーション)力が厳しく問われる時代に入りつつある。

“ブラックスワンの危機イベントの頻発化に対するレジリエンスの重要化”

我が国のバブル崩壊と金融危機(90年代)、アジア通貨危機(97年)、ドットコムバブルの崩壊(99年)、リーマンショック(2009年)、欧州債務危機(2010年)、そして今回のパンデミックと、ブラックスワンの破壊性を持った危機イベントの発生は頻発化、グローバル化している。そこでは世界レベルでのサプライチェーンショックと需要消滅ショック、さらには金融システムリスクが連動し、経済システム全体が危機にさらされる。かかる危機において個別企業の次元においては、経営者による迅速果敢な決断力と実行力を基盤とするサバイバル力、レジリエンスが度々問われることになる。

かかる環境変化において、ガバナンス改革はさらに推進する必要がある。破壊的な危機をしたたかにサバイブしてむしろ再編を仕掛ける。DX~IXをむしろ成長機会とすべく果敢にリスクを取って投資やM&Aを行うと同時に成長力、競争力を失った事業や機能を迅速に捨象する決断を行えるガバナンス体制とそこで任免される強力な経営リーダーシップはますます決定的に重要となる。こうした果敢な経営によって築いた堅固な事業収益力、強力な財務基盤(時に営業キャッシュフロー創出力)はブラックスワンの危機イベントにおけるレジリエンスにも直結する。

そこで今回のフォローアップ会議において、コード改訂の論点として以下の点は極めて

重要となる。

1. 指名委員会及び経営トップ選考プロセスの充実

任意の指名諮問委員会を含め、次期経営トップを選考する体制と選考プロセスのさらなる充実は絶対的に重要な課題である。指名（諮問）委員会の設置は原則として義務化すべきであり、かつその最重要使命は次期経営トップの任免（不再任を含む）であることを明確化すべきである。また、指名（諮問）委員会の構成は、社外独立取締役を過半数とし、多様な経営経験、特に当該企業生え抜きでは経験できない経営的知見を有した経営人材中心で構成することを明記すべきである。また、選考プロセスもある日、執行部から最終案を提示された人事案を追認するようなものではなく、最低3年はかけて社内、（必要な場合は）社外の候補をモニタリングし評価、絞り込みを行うプロセスを一般化することをコードで推奨すべきである。いわゆる「サクセッションプラン」は指名（諮問）委員会の実体的、積極的関与があって初めて有効かつ持続的に機能する。

2. 執行役員レベルの多様性の確保

時代の大きな変化、DX～IXに対応するCXを行うためには、将来の経営者候補、CXO候補群が多様性（性別、年代、国籍、教育、経営バックグラウンドなど）を持っていることは必須である。DX～IXの時代において中核人材の多様性はまさに競争力と変容力を規定する。サクセッションプランの実効性も将来、経営トップ層候補である執行役員レベルの人材ポートフォリオの質と多様性に依存する。この点、数値目標を含めてコードにも明記すべきである。今どき、取締役会のレベル、それも社外取締役のレベルの多様性ではもはや手遅れの時代なのである。

CX力の本質は経営レベルから現場まで企業全体の組織能力の変容力であり、従来の日本企業のような新卒一括採用、終身年功制による極めて同質的で固定的で閉鎖的な会社のカタチ、幹部社員のほとんどが日本人のおっさんで構成される会社がこれからの時代に生き残れないことは明白である。持続的な企業価値の向上を目指す本コードがこの問題に踏み込むべきことは当然である。

3. 資本コストと営業キャッシュフロー（≒EBITDA）の重要性と伝統的戯言の排除

かかる時代において、通常時において資本コストを上回る利益を上げることは、株主価値だけでなく、企業の持続性に関わる基本要件である。今年のビジネス書大賞ビジネスリーダー部門特別賞を「両利きの経営」（C. オライリー教授、M. タッシュマン教授）が受賞したが、そこでも指摘されている通り、破壊的イノベーションの時代、企業は常に新たな探索領域に向けてリスクの高い大きな投資を行わねばならない。資本コストをクリアできない企業は、ハイリスクの投資原資の多くを借金に依存せざるを得ず、結局、持続性を失っていく。既存事業の収益事業への絞り込みと資本コストの低いデット性資金を的確に活用した

深化投資・深化経営と、そこから生まれる潤沢な営業キャッシュフロー（すなわちエクイティー性資金）を活用した探索領域への大胆な投資（研究開発、事業開発や M&A）。これこそが現代的な事業・財務一体型の「両利き」戦略モデルである。

逆に、かつて日本の経済界で良く語られた「短期的利益に拘ると長期的投資を行えなくなり成長力を失う」と言う、会計上の利益概念とキャッシュフロー概念を混同した低劣な戯言をより徹底的に排除すべきである。激しいグローバル競争と破壊的イノベーション、さらには破壊的なブラックスワンの危機の時代、潤沢な営業キャッシュフローこそが企業の成長力、競争力、持続力、レジリエンスの源泉である。この点もコードにおいてさらに強調すべきである。

4. ESG、SDG 経営を支えるのも高い収益力（特に営業キャッシュフロー）

ここにきて ESG、SDG が企業経営上も、機関投資家の選択基準としても重要になっていることは論を待たない。しかし、ここでも安易な収益力とのトレードオフ論を持ち出す議論には要注意である。かかる社会的、地球的価値に企業が貢献する絶対条件は、高く持続的な収益力、取り分け自創的投資原資である営業キャッシュフローであり、それがあからこそ企業は ESG、SDG への持続的投資が可能となる。「稼ぐ力」のない企業はしょせん「貧すれば鈍する」、かかる理念を中軸に据えた経営は行えない。中村祐博士が提唱し身障者就労を目指した「太陽の家」に企業として最初にコミットしたオムロン社において、私は 10 年間、社外取締役を務めたが、同社はこのような高い理念を掲げた経営を行うからこそ、ROIC 経営を軸にした高い収益力、高度なガバナンスを重視してきた企業である。ESG、SDG 経営と収益力の追求はトレードオンの関係に立つのだ。

ESG、SDG 経営を株主価値至上主義経営の短絡的反対概念と捉え、低収益経営を正当化する議論へすり替えることは絶対に許してはならない。このすり替えは ESG、SDG 経営そのものを危うくしてしまう。もともと我が国のコーポレートガバナンスコードは、株主価値至上主義には立っておらず、ステークホルダー全体にとっての企業価値の持続的向上を基本理念としている。昨今の ESG、SDG 経営論と既にまったくシンクロしているのである。

5. 親子上場の制限と支配的株主の少数株主保護義務の明確化

この数年、親子上場企業を巡って親会社（支配的株主）の利益と子会社及びその一般少数株主の利害が衝突して紛争化する事件が目立っている。

親子上場について、その形式面に対する批判が従来からあったが、経済実態としてはその形よりも、親子間に事業上の結びつきが強いほど、親子間に利益相反が生じやすく、結果、親会社の利益と子会社の一般少数株主の間で利害対立が起き、それが紛争化することで両方の企業価値が毀損することこそが問題なのである。

かつて右肩上がりな破壊的イノベーションによる事業モデルや産業構造の変容もあまりなかった時代、新しい成長事業に組織運営的自由度、戦略的自由度を持たせ、より自律的な

経営を行わせることでその成長を加速するためにスピノフして上場させ、親子上場形態となることは少なからずあった。その意味で親子上場には企業価値向上、経済成長にとってプラスの面もかなりあったが、今や長年にわたりさして成長もしない親子上場が多数常態化していること、その一方で急激かつ大きな経営環境の変化に対応すべく、親子それぞれに激しい CX を行おうとするときに相互の関係性ゆえに利益相反問題などで大胆かつ迅速な戦略的ピボットができないケースが多発している。最近の紛争例の少なからずはそういう脈絡で生じている。すなわち親子上場は今や上場企業の戦略的自由度、戦略的迅速性を失わせ、CX力を低下させるリスクの方が大きくなっているのだ。

私は親子上場については、飛び地的な成長事業のスピノフ過程か事業ポートフォリオの整理のための切り出し過程で生じる過渡的なものを除いて認めるべきではなく、それを促す法理として米独で一般的となっている支配的株主の少数株主の利益保護義務（いわゆる fiduciary duty）をコード上に明記すべきと考える。