

コーポレートガバナンス改革推進 の時代背景と今後の課題

コーポレートガバナンスの強化は商法・会社法上の重要課題だが、金融資本市場行政に携わる金融庁がこの問題に強い関心を持ち、コーポレートガバナンス改革に自ら注力するようになったのは2000年代半ばからのことになる。これは決して偶然ではなく、金融資本市場をめぐる1990年代からの流れを考えれば、極めて自然なことだった。コーポレートガバナンス改革は固有の時代背景を背負って開始されたものだといってよい。

1990年代にいわゆるバブル経済が崩壊する過程において、好むと好まざるとにかかわらず、メインバンク制度は大きく揺らいだ。一方で、株主・投資家によるガバナンスの重要性が強く意識されることとなった。バブル経済の崩壊後、多くの日本企業は長い間、バブル期から引き継いだ負の遺産の処理に追われ、前向きの技術革新や投資、事業の変革が後手に回る形となった。こうした状況を打破する上では、確実な元利払いを重視するデットの視点からのガバナンスだけでは問題の先送りにつながりかねず、アップサイドの収益を追求するエクイティの視点からのガバナンスが従来以上に重要になると考えられた。

日本企業のパフォーマンスが長年にわたって低迷する中で、株主・投資家は不満を募らせ、コーポレートガバナンス向上の要求を強めた。日本市場に対する海外投資家の関心も薄れ、放置しておく、海外運用機関における日本株の専門家自体が絶えてしまいかねない状況となっていた。そう

した流れを押しとどめるためにも、日本としてコーポレートガバナンス改革を強力に進めていくとの姿勢を示す必要が生じた。

この間、企業と投資家の間の対話は、必ずしもうまくかみ合っていないようにみえた。投資家サイドからは、企業に物を申しても相手にされないといった声が頻繁に上がり、企業サイドからは、自分たちはきちんと意思疎通を図っている、投資家は企業経営のことが分かっていないとの反応が示された。運用機関で投資先企業の経営やガバナンスをモニターして議決権行使等を行う担当者は真摯に業務を遂行していたが、その立場は脆弱で、企業から強いプレッシャーがかかるケースも少なからず存在した。企業間には強固な株式持ち合いが存在し、運用機関の影響力を減殺した。

以上のような状況の中で、金融庁はコーポレートガバナンスの問題への取組みを進めることとなった。特に2008年からは、金融審議会金融分科会の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」（座長：池尾和人・慶應義塾大学経済学部教授（当時））においてコーポレートガバナンスの問題に焦点を当てた審議が進められ、2009年6月17日に報告「～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」が公表された。この際には、産業界などからの強い反対もあり、必ずしも大きな改革にはつながらなかった。しかし、審議を通じて、金融庁におけるコーポレートガバナンスの問題に関する考え方の整理

は大きく進み、その後の「日本版スチュワードシップ・コード」や「コーポレートガバナンス・コード」を軸としたコーポレートガバナンス改革の推進につながっていくこととなる。

こうした時代背景を背負ったコーポレートガバナンス改革だったが、2つのコードの策定は、機関投資家の受託者責任の強化を通じて運用機関の立場を格段に向上させるとともに、多くの企業において、自らのガバナンスや事業の運営などを振り返って必要な変革を進める一つの重要な契機となった。この結果、株価水準の改善など金融資本市場にもプラスの影響がもたらされた。

ただ、投資家サイドからは、日本企業の行動スタンスは今なお顕著に変化したとはいえず、問題状況は変わっていないとの手厳しい声も聞かれる。このため、コーポレートガバナンスの向上は引き続き重要な課題となるが、今後さらにその改革を進めていく上では、改革が背負う時代背景が従来とは異なってきていることにも十分な留意が必要だろう。

まず、日本経済はデフレ状況を脱し、企業収益は改善が続けている。企業の設備投資や人的投資なども積極化している。この中で、日本株に対する内外投資家の関心も高まり、市場は活況を呈している。従来に比べれば、企業が市場と対話しながら自らガバナンスを効かせ、自律的に企業価値の向上を図っていくことができる環境が整ってきているといえる。このような中で、金融庁などがどこまで前面に出てコーポレートガバナンス改革を推進していくことが必要なのかという問題も生じてくる。

一方で、地政学的リスクやIT関連リスクなども含めて、企業が抱えるリスクは多様化・複雑化している。企業には、リスクを適切に管理しながら、

どう成長戦略を描き、実行していくか、高度の経営判断が求められるようになってきている。このような環境下では、持続性ということにも従来以上の考慮が必要であり、エクイティの視点だけではなく、デットの視点をも十分に組み合わせて判断していくことが必要かもしれない。

さらに今日、株式の持ち合いは大幅に縮減され、株主・投資家の立場は格段に強化された。株式会社は、本来、その設立の目的・ミッションを実現するために組織された一つの共同体であり、株主にはその一員としての行動が求められる。また、会社やその株主には、市民社会の一員としての立場もある。大きな影響力を持つに至った今だからこそ、株主・投資家にはこれまで以上にその責任を自覚した行動が期待されている。

[著者] _____
池田 唯一 (いけだ ゆういち)



専務理事