

コーポレート・ガバナンス改革の現状と課題—日本は変わるか—

一橋大学商学研究科 特任教授

伊藤邦雄

第2次安倍政権も成長戦略を打ち出しているが、その中での「ガバナンス改革」は、非常に中心的なテーマである。日本企業もいろいろなフェーズを経ながら今日まで至っているが、未だ何が課題なのか、まだ何が乗り越えられていないのだろうか。

まず、競争力が確立されたということである。「基盤競争力」と呼んでおくといろいろな特徴づけができるが、トレードオフという既存概念を克服したところに、ある種の偉大さがある。世界が認めた品質があり、改善を継続させる。そして、企業内にある暗黙知的なノウハウを蓄積し、それを継承していくことで競争力が築かれた。さらに、日本的経営と言われた時代に築かれた「自己最適化モデル」である。改善を徹底することで、理念を暗黙知から形式化する企業が出てきており、サプライ・チェーンの低いところは高め、すり合わせ能力を磨きこんでいった。

しかし、この企業競争力を築いた後、バブル崩壊により日本は国際競争力ランキング1位から30位まで落ちてしまうという特殊な経験をした。さらに現在は、「不都合な現実」に直面している。主要各国の平均株価水準の推移を見ると、日本は各国の中でも唯一、地を這っている。こんな日本企業に投資しても、リターンは取れるわけがない。ここを変えない限り長期投資も難しい。そういった非常に厳しい現実を突きつけられている。日本企業はイノベーションを大事にし、実現してきた。ある調査では世界の三指に入るとも言われているが、国自体の収益性がずっと低く「持続的低収益性」と言える。かつて日本企業に叩きのめされたアメリカは、なぜこうなったのか国を挙げて調査したものだが、日本はこの事態を整理しきれていない。実務をやっている方にも参加してもらい、徹底的に調査しなければいけない。ROE（自己資本利益率）で見ていくと、日本は5.3%、アメリカは22.6%である。ROEは、売上高利益率、総資産回転率、財務レバレッジというものに分解できる。アメリカのROEが高いのは、負債をどんどん導入してレバレッジを効かせているからだろろうと言われてきた。しかし、日本とアメリカのレバレッジに大した変わりはない。つまり、事実とは異なる印象論で決めつけてきただけで、

本当は売上利益率が違うということなのである。売上利益率について、日本は 3.8%、アメリカは 10.5%とその違いは非常に大きい。この「稼ぐ力」を上げていかなければならない。そこで政府は、同時に ROE も上げるということを成長戦略に盛り込んだのである。印象論や思い込みの議論ではなく、もっとエビデンス・ベースで議論をしようということで、この「不都合な現実」に着目し、プロジェクトを進めてきた。その中で『伊藤レポート』を出し、このことについて提言している。ROE8%を謳う『伊藤レポート』に対して、海外からいろいろな反響があった。海外のメディアを見てもわかるように、日本企業は長い間「利益の落伍者」と思われていた。また、株主総会開催時に議決権行使にあたり助言をする機関である ISS (Institutional Shareholder Service) が、『伊藤レポート』が出て間もなく日本向けのポリシーを改定して公表した。過去 5 期の平均 ROE が 5%を下回る企業の経営トップの選任に反対するよう、株主に推奨したのである。コーポレート・ガバナンスの一丁目一番地である経営トップの選任に、ROE が入ってきたことは驚きである。

政府の成長戦略には、コーポレート・ガバナンスの強化やリスクマネーの供給促進、インベストメント・チェーンの高度化、持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の促進などが挙げられている。そのインベストメント・チェーンの中の重要な主体とは、機関投資家のさらに後ろにいる個人である。インベストメント・チェーンの回りが悪ければ、個人にまでリターンが行かず、国富はしぼんでしまう。それが危機感となり、プロジェクトを進める中で、インベストメント・チェーンを構成する重要なすべてのプレイヤーに同時に変わってもらうという戦略である。機関投資家も受託責任を負っているなら規律を入れ、企業はもっと生産性を意識し、守るだけではなく攻めもするガバナンスをするよう提唱している。企業間の継続的關係を築き、ある種の経済合理性を実現したから日本的経営はここまで来たのである。このメリットを享受することもあったが、だんだん硬直化しデメリットも生まれてきて、内輪の論議で共同体的に運営することになった。そこにコーポレート・ガバナンスという規律を入れようというのが、今の大きなパラダイムチェンジの一つである。今までの暗黙のパラダイムでは、企業と投資家は敵対するものと言われてきた。しかし、果たして企業と投資家の利害は反するものなのだろうか。敵対した場合、この国はそれで富むのだろうか。大赤字の日立製作所を回復させた川村隆氏は、投資家に「いろいろ教えてもらった」と言う。保証があると信頼して日立の製品を買うが、その株式という商品には何の保証もない。しかし、その株式を買ってくれる人が「ガバナンスを利かせなさい」「情報開示を徹底しなさい」と言えばやるであろう。相手は夢を共有しているのである。敵対ではなく、協調なのである。

また、生産性という言葉をよく使うが、大体は製造現場での生産性のことを言っている。では、資本の生産性とはどうだろうか。ここにはあまり注意を払ってこなかった。生産性の高いセクターや企業にお金は向かうものだが、日本企業は KPI (Key Performance Indicator) を適切に設定してきただろうか。パラダイムチェンジとはいうものの、変革というほど、うまくはっていないが、間違いなく変わり始めている。日本は原理主義、二項対立的な議論が得意な国で、決めつけ的な諸論も批判勢力もある。『伊藤レポート』では、国の成長戦略にも盛り込みながら進めている変革が一過性のものとならないように、企業は持続的に企業価値を高めることが大事であると述べている。企業価値とは株主価値ではなく、すべてのステークホルダーを見たものである。稼ぐ力を強め、資本生産性も向上させて、守りだけではなく攻めのガバナンスをする。これらは重要なキーワードであり、企業と投資家の対話を促進するという柱を立てながら、企業価値の持続的成長を目指している。

さらに最近は社外取締役を登用する会社も増え、コーポレート・ガバナンスに対する経営者の認識が変わりつつあるように思われる。企業である以上、競争力を維持し高めていかなくてはならない。かつて、日本の企業の競争力の構図には、コーポレート・ガバナンスは入っていなかったが、今は経営戦略を立てて行使している。企業の競争力の根底にコーポレート・ガバナンスが入ってきており、企業文化を作り上げ変えていく。そこへサクセッション・プランが入り始め、ようやく日本企業で経営者や経営人材の継承、また人材育成が本格的になりつつある。それから、もう一つのキーワードである「対話」も変わりつつある。今、企業と機関投資家の対話が明らかに増えている。これだけグローバル化しているため、KPI を使いながら海外の人たちとどうコミュニケーションしていくか。つまり、コミュニケーション力が重要になってくるであろう。

ガバナンス改革は進んできているとはいえ、実態は本当に変わるのだろうか。そのような中、東芝の不適切会計や三菱自動車の偽装が起り、セブン&アイ・ホールディングスの鈴木会長の退任があった。増収増益の功績がある井阪社長の降格が否決され、その責任を取って鈴木会長が退任するというセブン&アイ・ホールディングスの一件については、日本に限らず海外の投資家や経営者も注目していた。成長戦略でガバナンス改革を掲げている首相官邸も見守っていた。もし、あの結果が逆だったとしたら、「コードを作って息巻いていたが、何も変わらないではないか」と言って海外の投資家は失望しただろう。実際に見える例が少ないため、本件は象徴的だったのである。私もセブン&アイ・ホールディングスの社外取締役を務めていたが、社外取締役には時間軸の中で 3 つの顔があると思っている。社内取締役に対して、社外取

締役がイニシアチブを取る場面。そして、協力する場面。それから信頼して沈黙する場面である。社外取締役は世間の一般常識を持ち込むと言われているが、単なる常識ではなく専門的に多様な知見を持って醸成、練磨された常識でなければいけない。そして、ガバナンス改革として一生懸命にやっているのは、目指すところが企業価値を持続的に高めていくことにあり、いかに具体的内容を読み込むかが大事で、オペレーショナルなものでなければならない。ピーター・ドラッカーの言葉にも「リーダーシップとは正しいことをするだけだ」とある。そして、客観性、透明性、説明可能性を企業に取り入れていく。社外取締役が規律を入れるとすれば、それは「他律」であって、本来は「自律」であるべきだ。自らを律するというのが中心であり、その要が CEO である。しかし、CEO はいろんな事やらなければならない、ここで大事になってくるのが CFO の存在である。日本企業の資本生産性が低かった理由の一つに、この CFO のプールが弱い事が挙げられる。この国の財務リテラシーはアジアの主要国と比べても低く、CFO をもっと育成しなければいけない。

さらに最近では、ESG (Environment, Society, Government) や統合報告書に熱心に取り組む企業が多い。それが、長期投資家を生み、高い収益性を持続させるのである。日本企業の経営者は資本コストの意識が低すぎて、その結果がバブル崩壊であった。海外の投資家によれば、想定する資本コストは平均 7.2%で、『伊藤レポート』では 7.2%を超える整数値として ROE8%を謳ってきた。それを超える ROE を上げない限り、海外の投資家にとっての企業価値は生まれない。また、日本企業はイノベーションを生む力は高いが、収益性は低い。こういったことを訴えてきたが、なかなか実務は変わらなかった。しかし、ここ数年変わり始めてきて、中期経営計画において 8~9 割の企業が ROE という経営目標を KPI として掲げるようになった。今まさに、透明性や公正性を担保する守りのガバナンスのみならず、会社の迅速な意思決定を促す攻めのガバナンスをしているのである。

コーポレート・ガバナンス改革というのは、今までの日本企業のメリットであった文化とは異なる文化を入れようとしていることであるから、未だ抵抗勢力はある。また、多面的な意味で生産性改革を実践する取り組みでもある。企業の競争力を決定する因子は、有形のものから無形のものに移ってきており、インターネットのようなケイパビリティという無形資産を築いていくということは非常に重要である。この無形資産が、まさに企業の競争力の中心的なものと思われる。そして、日本企業のマネジメント層は、買収した海外企業にどのようなガバナンスをかけるかということに手探りである。異文化の中でどういったガバナンスを利かせるかということは、学問的にも実践論としてもまだ構築されていない。このように、日本がいま

だに抱えている大きな課題の解決に向けて、皆さんの今後の研究に依るところは大きく、コラボレーションさせていただきたいと思っている。

また、付加価値を上げるにはどうしたら良いのか。営業利益をあげれば付加価値は大きくなる。一つは、プライシングである。ここは日本人が下手なところで、サービスや技術、製品の本当のバリューを見ずに値がつけられている。ゆえに、営業利益が上がらなければボトムラインも上がらない。ROE も上がらなければ、他の収益性も上がらない。そういう意味では、プライシングは重要である。もう一つは無形資産の構築力で、もっと重い課題といえる。日本企業の経営者は、IT や IoT を使いこなす力が低すぎる。デジタル・トランスフォーメーションの中で、それを使う力を鍛え上げるということも遅れている。60 歳で社長になって、デジタル・トランスフォーメーションができるわけがない。根本的に言うと、会社が変わるという意識があまりないのである。会社を取り巻く環境に適応することが重要事項になっている。もっと言えば、日本の経営企画部が問題である。経営企画というからには企画をすればいいのに、経営計画の取りまとめをしている。経営者や社員は、そこで企画や戦略が生まれていると勘違いしているのである。アメリカの企業は、経営企画は経営コンサルタントを使ってその都度うまくやっている。そういう意味では、日本の組織そのものをもっと変えなければいけない。そして、付加価値をどう高めるかということを多面的に検討していかなければいけない。

コーポレート・ガバナンスには監督するだけではなく、リーダーシップが弱い経営者の背中を押してやるということも含まれている。アメリカのガバナンスは経営者の暴走を止めるものだが、日本は意思決定をしないため暴走もない。だから、リスクを取った方が良い時には「走れ」と背中を押すことが非常に重要である。リーダーシップを発揮させるために、外の人を力を借りながら進めていく。大事なのは、企業の経営者がこれからどう変わるかということである。

(2017 年 7 月 8 日 異文化経営学会研究大会にて)