

「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22回) 意見書

2020年12月8日

富山和彦

今回の中間的な意見書案において、取締役会のさらなる機能強化について、グローバル競争に事業面でも資本市場面でも対峙する企業群で構成される「プライム市場」を中心に社外取締役の比率、指名（諮問）委員会の充実、将来の経営トップ層候補となる世代における多様性、取り分け執行サイドの組織構成員の流動性、新陳代謝の重要性に注目し中途入社者比率にも着目した多様性の確保を促している点はいずれも重要であり、是非とも今回の改訂で実現してもらいたいと考えています。

企業統治改革が形式から実質への段階に入っている今、ガバナンスコードも実質的な改革を推進することをエンカレッジするべきであり、その要諦は、以前から申し上げている通り、かかる危機と破壊的イノベーションの時代を強力なリーダーシップで乗り切れるような卓越した経営トップを適時的確に任免する機能を取締役会が持つこと、強いリーダーを作り応援する一方で、その強いリーダーが暴走したら容赦なくクビにする権能をしっかりと果たすことにあります。そのためには社内外の取締役が、この全社的かつ長期的な使命に耐える能力、識見、意志を持っていることが必要ですし、また不連続な破壊と変化の時代を乗り越えていけるようなリーダー候補及びそれを支える経営陣候補の質を高めるには、多様なバックグラウンド、既存業界の枠を越えた幅広い経営的経験、そして様々なタフなアサインメントをくぐり抜けた人材で構成される人材プールを長期的に持つことが必須となります。しかし、未だ多くの日本の大企業の経営層、さらにはその次の世代も日本人の中高年の新卒生え抜き人材が圧倒的多数であるのが実態で、欧米企業だけでなく新興国企業と比較しても極めて特異に同質的、閉鎖的、固定的なメンバー構成となっています。これは経営、取り分け不連続、不確実かつグローバルな経営環境下における迅速果敢な意思決定能力という観点からは、日本企業の組織能力上の大きな弱点であると言わざるを得ません。

プライム市場構成企業は、グローバルな破壊的危機とデジタル革命による破壊的イノベーションにより厳しく晒される競争ドメインに位置する企業が大半となるものと思われ、かかる弱点の克服は急務です。コード改訂がそれを大いに促進すべきことは当然です。

残された論点については、特にグループガバナンス（親子上場問題）と ESG・SDG に関連してさらなる「稼ぐ力」強化の議論が重要です。

前者は親子上場問題に関する規律原理が未だに不明確で、むしろ企業の意思決定プロセスを複雑化するパッチワーク的な方向で対応は進んできたことが、むしろ本来重要であるべき、企業のダイナミックでスピーディーな戦略行動を妨げている点が重要な問題となりつつあります。支配的株主による少数株主保護原理を基本規範とすることで諸々の問題は

よりクリアカットになるし、その規範を遵守する代わりに親子上場を戦略的に利用する自由度を企業が選択することも可能となります。

後者については、添付の図表で明らかなように、現代の世界のトップクラスの企業の未来投資能力はほぼ本業の稼ぐ力で規定されており、本質的に未来投資的な性格を有する ESG や SDG にコミットする能力も稼ぐ力がなくては絵に描いた餅、現実的な持続性を持つことはできません。その意味で、日本企業の現在の「稼ぐ力」は相対的に弱すぎます。米国のトップ企業とは一桁違うありさまであり、まずは稼ぐ力、特にもっとも基盤的な収益力、リアルな稼ぐ力である営業キャッシュフロー（≒EBITDA）水準を押し上げることを当該コードがエンカレッジすることは肝要となります。

あえて付加的に指摘すると、かねてから言われている内部留保が有効に使われていないという問題も、このような細かい営業キャッシュフローしかない日本の企業群としては、少ない収入で必死にため込んだいざと言う時のための貯金をうかつに取り崩すのは怖くてできない、と言うところが本音だと思います。世界のトップクラス企業は兆円単位の巨額の営業キャッシュフローを本業から稼いでおり、これは借金と違って返さなくていい資金、一種のエクイティ性資金ですから、思い切りリスクのある研究開発や M&A、さらには長期的な ESG・SDG 領域へと未来投資できます。この差こそが内部留保問題の実相です。やはりまずは「稼ぐ力」なのです。

### 日米欧時価総額Top10の営業キャッシュフロー、投資キャッシュフロー+研究開発費



◆ イノベーションの時代においては本業の稼ぐ力が未来投資力、そしてSDG・ESG投資力を規定する

