

日本における企業・株式価値向上のための
コーポレート・ガバナンスの運用

Key factors of the corporate governance
to enhance the corporate value in Japan

光定 洋介*
Y osuke M isusada

Abstract

Some new corporate governance systems have been introduced in Japan recently, but introducing new systems doesn't directly link to good governance and higher corporate value. As for purposes of the corporate governance, two of them are considered. They are accountability and business prosperity. Most of the systems are for the accountability purpose. If the business prosperity purpose is achieved, the corporate/equity value of the company will increase, which will lead to the recovery of the competitiveness of Japanese companies. The objective of this study is to identify the key essences of the good corporate governance for enhancing corporate/equity value. The definition of the corporate governance in Japan, historical background and the recent movement of high quality company indicate that the management discipline is one of the most important things for good governance. Some quantitative research shows that good governance is linked to enhancing corporate/equity value. This paper shows the above mentioned theme and leads to the conclusion that the transparency, independence of the board and the active shareholders are key factors to keep management discipline and therefore good governance.

1. 序論

1.1 研究の背景

1990年のバブル経済の崩壊以降、日本企業の不祥事や突然の大型倒産の多発、日本企業の国際的競争力低下などからコーポレート・ガバナンスの改革が大きな社会的関心事となっている。一言でコーポレート・ガバナンスと言っても、これは定義が困難な多義的な概念で、使う側によってその定義はまちまちである。これは「誰が、誰のために、誰に対して、何の目的で、どういう方法で企業統治するのか」の各要素に、それぞれの解釈があることに由来している。

例えば、コーポレート・ガバナンスの目的には、説明責任論（Accountability）と、事業繁栄（Business Prosperity）論の2つの系譜がある。企業の不祥事や突然の大型倒産の再発防止という観点では説明責任論が、競争力回復という観点では事業繁栄論が重要となる。これら二つの概念は相互に独立して存在するわけではなく、お互いに深く絡んでいると思われる。

日本における今までの多くのコーポレート・ガバナンス改革論の中で説明責任論に関しての具体的な提案は数多くなされている。こうした提案の結果として、ガバナンス制度面では、ここ数年で、委員会等設置会社、執行役員制度、監査役の充実などの商法改正が進み、日本のコーポレート・ガバナンス制度の拡充は進んだ。しかし、事業繁栄や企業価値向上に関する提案はあまりされてこなかった。

一方で、制度面の手当てだけでは、米国の過去の事例でもコーポレート・ガバナンスの目的は達成されなかった。また、現在の日本の制度は、経営陣が経営陣を、即ち自分で自分をガバナンスするような構造に陥りやすいため、制度面に加えてそれをどのように使うかといった運用面が重要であるということは確実と思われる。そこで、本稿では我が国において、どのようなガバナンスの運用が企業価値の向上に繋がるのか、という点について論究する。

1.2 研究の目的と範囲

土屋・岡本〔2003〕によると、事業繁栄の目的達成に必要なことは、経営陣（業務執行担当の取締役、以下同義）が能力を最大限発揮すること、および有能な経営陣の発掘・育成の二つに集約される。この内、経営陣の能力が最大限発揮されるためには、適切な動機付けとインセンティブ、適切な評価制度などが必要であるとしているが、これらの運用がきちんとなされなければ初期の目的は達成されず事業繁栄や企業価値向上には繋がらない。

いかなる制度やシステムも人が運用するもので、本稿ではその運用面の重要な要素とは何か、という点を研究対象とする。本稿での議論は次のように進める。まず、コーポレート・ガバナンス論、特にその定義についての先行研究を概観する。次に歴史的背景から日本企業の現在のコーポレート・ガバナンスのあり方を米国の例とも比較させ、年代ごとにそのガバ

ナンスがどう変遷してきたかを確認する。そして、我が国の現在のガバナンスを確認するため、いくつかのコーポレート・ガバナンス先行企業の事例やガバナンス評価会社の視点を検証する。その上で、コーポレート・ガバナンスの徹底が企業価値向上に繋がっているのかを実際の株価データ等に触れながら確認する。最後に、本稿の目的であるコーポレート・ガバナンスの運用において、事業を繁栄させ企業価値を高めるためにはいかなる要素が重要かという点について論述する。

2. コーポレート・ガバナンスの定義

2.1 ガバナンスの主体

まず、コーポレート・ガバナンスの定義について、「誰が、誰のために、誰に対して、何の目的で、どういう方法で企業統治するのか」というフレームワークで考察する。

「誰が」についてであるが、これは、誰が会社を支配（コントロール）しているかという企業支配論と密接に関連する。企業支配論の出発点になっているのは「企業（株式会社）支配とは取締役会の多数派を選任できる現実的な力である」というパーリ=ミーゼの定義であろう。会社の支配（コントロール）力を誰が保有しているかという点に関して、株主、経営者、または経営者・株主双方といった大きく3つの理論的系譜がある。このため、これらのそれぞれに従ったガバナンス・システムが存在する。まず第一が株主支配型コーポレート・ガバナンス・システム、第二が経営者支配型コーポレート・ガバナンス・システム、最後に株主と経営者の共同支配型コーポレート・ガバナンス・システムである。

貞松 [2004] によれば、第一の株主支配型コーポレート・ガバナンス・システムは、株主は実質的に会社の所有者である。

取締役会は会社の利益と株主の利益の最大化を図らねばならない。

連関している組織間の支配権力は、株主 株主総会 取締役会 CEO・役員へという一方向にあり、核心は株主存在を背後に持つ取締役会権力である。株主権力がCEOを中心とする経営陣にまで浸透・貫徹している。

という状況である。第二の経営者支配型コーポレート・ガバナンス・システムは

取締役会はCEOをはじめ役員による内部取締役が中心を占めている。

内部取締役は株主総会での決議事項である取締役選任力を把持し、いわゆる自選しえている。

この結果、取締役会は形骸化し株主総会も形骸化している。

連関している組織間の支配権力は、CEO・役員 取締役会 株主総会へという一方向にあり、核心は内部取締役（経営陣）権力である。経営者権力が株主総会における権力にまで及んでいる。

という状況である。第三の共同支配型コーポレート・ガバナンス・システムは

株主は株主提案権、議決権の行使により株主総会において外部取締役を選任したり、その代表者を送り込んでいる。

株主はまた、 のような公式的なことだけでなく株主総会前とか、外部取締役さらには内部取締役と非公式に意見交換する。

CEOをはじめ上級役員は内部取締役となっていることも少なくなく、特にCEOは取締役選任に当たり依然として重要な権力的地位にある。

連関している組織間の支配権力は、株主 株主総会 取締役会 CEO・役員への方向と、CEO・役員 取締役会 株主総会への双方向あり、核心は株主存在を背後に持つ外部取締役と内部取締役権力である。株主権力がCEOを中心とする経営陣にまで達しているとともに、経営者権力が株主総会における権力にまで到達している。

という状況である。

従って、「誰が」というのは、第一の株主支配型においては「株主 And / or 株主存在を背後に持つ取締役会が」ということになり、第二の経営者支配型においては「経営陣（内部取締役）が」ということになり、第三の共同支配型においては「株主 And / or 株主存在を背後に持つ外部取締役と、経営陣が」ということになる。

次に、「誰のために」ということについて述べる。これは企業が誰のものかといった主権論と密接に関連し、大きくは2つの考えがある。まずは、企業を株主のための企業（Shareholder's Firm）とする考えと、ステーク・ホルダー（株主だけでなく、従業員、顧客、取引先、債権者など）のための企業（Stake holder's Firm）とする考えである。後者の考えは、現代企業が、株主のみが分散しえない残余的最終リスクを負っているわけではないことを考えるためである。

最後に、「誰に対して」企業統治を行うかという点であるが、これは会社運営機構あるいは会社組織ということになり、会社組織によって異なるケースもあろうが内部取締役や経営陣に対して行うことが一般的である。

2 ガバナンスの目的

次に、コーポレート・ガバナンスの「目的（何のために）」について述べる。

コーポレート・ガバナンスの目的には、説明責任論（Accountability）と、事業繁栄（Business Prosperity）論の2つの系譜がある。説明責任論とは「経営陣は株主や利害関係人から経営委任契約に基づく信頼を請けて経営運営にあたっており、委任事項の経営業務について説明を行う責任がある」という考えであり、事業繁栄論とは「経営陣は企業の長期的な

繁栄・企業価値の最大化を目指して事業運営を行う」という考えである。

3 ガバナンスのメカニズム

次に、コーポレート・ガバナンスの「メカニズム(どのようにして)」について述べる。

ハーシュマンは、全ての組織に必要な牽制方法を、一般論として「退出」と「発言」という2つのメカニズムで捉えることが出来る、としている。「退出」とは企業組織から退出することで不満の意を表明することである。株主であれば資本引き上げや市場での売却、従業員であれば退職、顧客であればその製品を買わなくなるということである。「発言」とは経営者に直接不満の声が届くように発言してその結果、改善が起こることを期待するメカニズムである。株主総会での株主の議決やメインバンクによる経営指導などがこれにあたる。

また、株価の低迷による企業買収等の脅威が経営者へのチェック機構として機能するようなコーポレート・ガバナンスのメカニズムを「市場志向的なガバナンス」と表現し、金融機関が経営者に対して大きな影響力を持つことによって経営者へのチェック機構として機能するようなコーポレート・ガバナンスのメカニズムを「機関志向的なガバナンス」と表現する。

現在の我が国では、株主主権論を前提とした「発言」による「機関志向的なガバナンス」に関する制度については、監査役制度の充実、社外取締役によるチェック、委員会等設置会社など商法の改正によって大枠準備されてきた。また、持ち合い解消売りなどが進み株主が「退出」した結果、株価が低迷し、近時では、ファンドによる敵対的なM&Aも起こっていることから「市場志向的なガバナンス」も徐々に機能し始めていると見ることも出来る。

4 本稿における前提

本稿においては、「主体(主権者)(誰のために)」については、株主だけでなくその他のステーク・ホルダーも含めた広い概念という前提を置く。ただし、企業が社会全体の中で果たしている役割の大きさ、日本的慣習の中での受け入れ易さ、従業員(特に企業へのコミットメントの高い経営層に近いコアの従業員)の存在などを考えると、株主だけのためというのは相容れないと思われるからである。但し、株主以外のステーク・ホルダー(従業員・債権者・取引業者・顧客・地域経済など)の範囲や重要さの程度をどう捉えるかについては、本稿の議論の対象外としておく。また「目的(何のために)」については、事業繁栄と説明責任の両方を達成するために、という前提を置いて考える。

この「主体(主権者)(誰のために)」と「目的(何のために)」を分類して4つのモデルを提唱している研究がある。稲上[2000]は、コーポレート・ガバナンスを企業の法令順守(コンプライアンス)に限定した違法性監視型の伝統的モデル、第二に経営効率を高めどちらかと言えば短期的な株主価値を増大することに枠を広げた経営効率向上型の伝統的モデル

ル、第三にステーク・ホルダーとの良好で長期的な関係や長期的な企業繁栄・株主価値向上を視野に入れた洗練された株主価値モデル、そして第四に株主価値の最大化に企業の目的を求めず、競争力の強化、パイの増大、企業の繁栄を目的とした多元主義モデルに分類している。株主価値最大化が時としてパイの増大の妨げになるようなケースもありえると見ているからである。これら分類によれば、本稿では、第三の洗練された株主価値モデルと同様な前提を考える。

以上の関係を整理すると次の表2-1のようになる。以下、第3章において、日本および米国で歴史的にコーポレート・ガバナンスが、「主体(コントロール)(誰が)」と「メカニズム(どのように)」という観点でどう変遷してきたかを確認する。

【表2-1 コーポレート・ガバナンスの考えの整理】

		解釈の種類	本稿での前提
(1)	主体 (コントロール) (誰が)	1、株主支配型：株主/取締役会 2、経営者支配型：経営者 3、共同支配型：株主/取締役会 と経営者	
(2)	主体(主権者) (誰のために)	1、株主 2、ステーク・ホルダー	ステーク・ホルダー
(3)	主体 (誰を)	経営者(内部取締役)	経営者(内部取締役)
(4)	目的 (何のため)	1、説明責任論 2、事業繁栄論 3、説明責任論と事業繁栄論	説明責任論と事業繁栄論
(5)	メカニズム (どのように)	1、市場志向(退出メカニズム) 2、機関志向(発言メカニズム)	

3. コーポレート・ガバナンスの歴史

3 1 日本の歴史

1950年代、日本も米国も「所有と経営の分離」という状態になっており、両国とも企業の所有は数多くの個人株主に分散されていた。この状態での株主と経営者との間の力関係では、所有が分散されていることで株主がほとんど無力化され、圧倒的に経営者が強くなり、経営者に対するチェックは働きにくくなる。一方で、会社が乗っ取られる可能性もある。所有が分散していればしているほど、市場で取引されていけば株式を買い集めやすく、過半数よりも少ない株式の比率で会社の支配権を確保できる可能性が高まるからである。

1960年代の日本では、OECD加盟に備えた資本自由化を前に、外国企業による乗っ取りへの警戒感が高まり、これが安定株主工作へ繋がった。安定株主相手として、既に存在していた日本のメインバンク制と銀行を中心とした企業グループが、持合相手企業を容易に見出すことを可能にしたと考えられる。1960年代以降、高度成長に支えられ株式価値は傾向的に上昇を続け、持合企業は相互に株式を持っているというだけで含み益を拡大させていった。株式を持ち合った企業は、お互いに経営に関与しないことを暗黙の了解としており、こうした持合株主がサイレント・マジョリティとなっていった。また、配当についても盤回しにするだけなのでお互い必要最小限に留められていた。配当を最小限に留めることは、メインバンクからみると社内留保が増え債権の保全蓋然性が高まるので、彼らにとってもメリットがあった。こうした動きは1980年代前半まで続いた（図3-1参照）。

1980年代後半に入り、日本では、円高による過剰流動性が引き起こした株高、地価高騰に煽られたバブル経済が発生した。企業は高騰した株価を利用したエクイティファイナンスを行い、多額のキャッシュを調達した。資金余剰状態にあった銀行も、企業がエクイティファイナンスで調達した現金で借入金を返済されることを嫌い、企業に対して余剰資金を他の事業や投資へ回すように勧め、さらに貸し出しを行った。この段階で銀行と企業の関係は完全な借り手市場となっており、メインバンクの貸し手としてのガバナンス機能は薄れてしまった。

1990年代に入り、バブル経済が崩壊すると、銀行や持合企業は保有株売却に走った。代わりに所有者として台頭してきたのが外国人や機関投資家である。そして2000年以降は、かつての持ち合い構造が崩れ株式所有が分散した結果、日本企業に対する敵対的なTOBも仕掛けられるようになってきている。

3 2 米国の歴史

ここで米国の動きを振り返る。日本と同じような株式の機関化の流れは、1960年以降、米国ではメインバンクではなく年金基金によってもたらされた。1970年代初頭には、年金基金

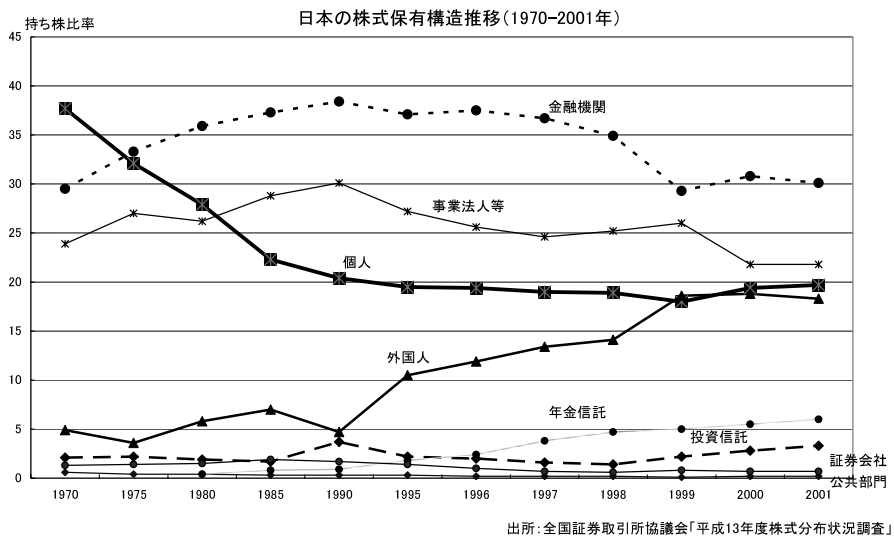
が米国の株式会社の主たる所有者になっていた（図3-2参照）。一方で、60年代までは世界の中で経済優位性を誇っていた米国企業も、70年代、80年代は日本、ドイツといった海外の製造業が競争力をつけ、米国製造業の競争力低下が問題となった。さらに、74年のフランクリン・ナショナル銀行、79年のクライスラー社など経営者の無能や暴走によって大企業が相次いで破綻、巨額損失計上などを迫られるようになった。こうした取締役会の機能麻痺に対応すべく、法曹界では社外取締役の役割を強調した取締役会に関する諸制度の改革がなされ、ニューヨーク証券取引所では上場基準に社外取締役のみで構成される監査委員会の常設を条件に加えた。しかし、取締役会が社外取締役中心に構成されるようになっても、取締役会によるコーポレート・ガバナンスの時代はすぐには到来しなかった。それは、社外取締役として、取引先のトップや個人的に親交のある財界人が招聘されるケースが多く、いわば仲良しクラブ的な取締役会で、企業の実態に迫る厳しい監視の目は向けられないのが通常であったからである。

1980年代に入り米国では企業間の合併・買収（M & A）が活発化し、上場企業は市場の敵対的買収の危険に常にさらされる状況になった。そこで、経営者は、いわゆる「ポイズン・ピル」といった買収防衛策を導入することで、買収コストを高くしたり、買収のメリットをなくしたりするような条項を定款に盛り込むようになった。1980年代のM & Aブームについては、製品を売るのではなく事業や資産を売却するといった批判が出たように、米国企業の行動様式が短視眼的になりいくつかの産業が消滅したなど、ネガティブな側面もあった。しかし、一方で、経営者を資本の厳しい圧力の下に置き、利益獲得に向けた積極的な経営を行わせるというガバナンス上のポジティブな側面もあった。1990年以降、M & Aのポジティブな側面を評価した機関投資家の圧力によって、ポイズン・ピルを撤廃する企業も始めている。

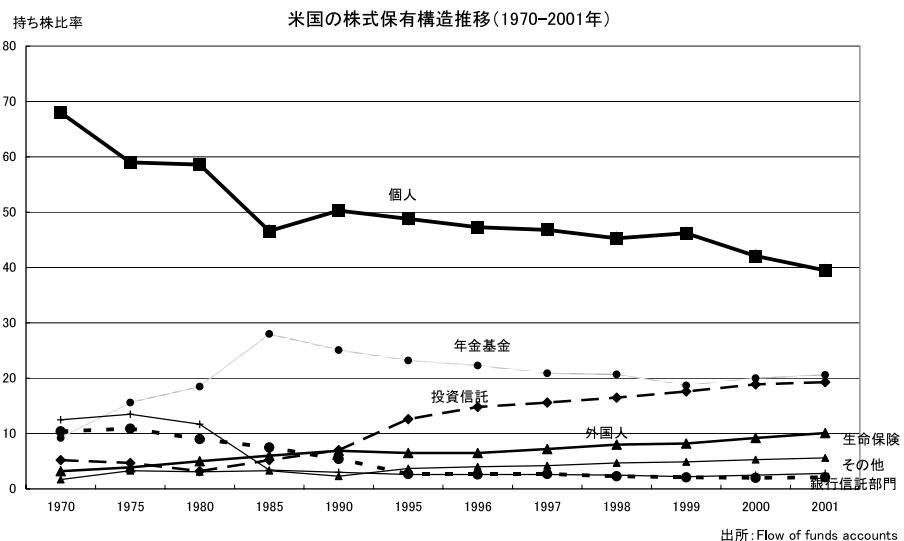
1980年代、年金基金を中心とする機関投資家の株式保有比率が一層上昇した。こうした年金基金は、投資利回りを向上させる必要に迫られたこと、および法制面での整備が進んだことから、コーポレート・ガバナンス上大きな役割を果たすようになった。それまでは、実務上は所謂「Wall Street Rule」（経営に不満であれば売却できる自由がある）に基づいて、株主総会では会社側議案に反対することなくサイレント・パートナーに留まっていた。しかし、年金基金の保有比率が高まるに連れて、大きな年金基金では当該企業の発行済株数に占める保有比率が高くなりすぎ、売却するとその売り圧力で株価を下げってしまうという事態が生じ、経営が低迷する企業の株式を売却せずにコーポレート・ガバナンスを通じて経営を改善させ株価を上昇させる道を選ばざるを得なくなった。また、いわゆるパッシブ運用のように、市場インデックスと同じ比率だけ株を保有して運用する基金についても、個別銘柄の入れ替えができないため、ガバナンス強化によって運用成績の向上を図る必要が生じてきた。さらに、

年金基金を取り巻く法制面でも、1974年の従業員退職所得保証法（ERISA）で受託者責任が定められ、1988年のエイボン・レターによって受託者責任に保有する企業の株主権の行使が含まれることが労働省の公式見解として示されたことから、年金基金を運用する機関投資家はコーポレート・ガバナンスを通じた企業価値の上昇にも積極的に取り組むことになった。

【図3 1 日本の株式保有構造推移】



【図3 - 2 米国の株式保有構造推移】



こうして1980年代後半以降、機関投資家などの圧力が高まった結果、それまでの仲良しクラブの取締役会に批判の眼が向けられ、米国企業の取締役会はコーポレート・ガバナンス上、実効のある組織へと変革していった。その代表的な出来事が、IBM や GM といった米国を代表する企業で、社外取締役が中心となって、業績不振に導いた CEO を更迭し新 CEO を任命したことである。

しかし、ガバナンス先進国である米国でも、制度とその運用がまだ十分に出来ているという訳ではない。21世紀に入り、米国では大企業の粉飾決算など不正経理等の不祥事が発生している。2001年から2002年にかけて起こったエンロン社の利益水増し計上、ワールドコム社の粉飾決算と CEO に対する不明朗融資など、コーポレート・ガバナンスが機能不全に陥っていると思わせるような事件が発生した。エンロン社の例では監査法人が監査と同時に経営コンサルティングも行っており、監査法人の「独立性」が損なわれていた。また、社外取締役は、金融工学を駆使した複雑な取引の実態を解明しきれず、また、経営陣も「透明性」をもってこれを十分に説明していなかったため、チェック機能を果たすことが出来なかった。

こうした不祥事を受けて米国では2002年に企業経営者への罰則強化、監査法人の監査強化などを柱とする「企業改革法」が成立した。このように、制度の運用面が担保されなくなってきて新しい法制度が出来ることの繰り返しは過去の歴史であるが、今回の米国の対応は素早いものであった。

③ ガバナンスの観点からの整理（日本）

こうした歴史をガバナンスの観点から整理する。

まず、「ガバナンス・メカニズム」の観点から見てみる。1950年代の日本は乗っ取りリスクがあり結果としてこれがガバナンス機能を発揮していたと考えられる「市場志向的ガバナンス」時代、1960年代から1980年代後半まではメインバンクによる「機関志向的ガバナンス」時代と言える。

バブル期以前のメインバンクまたは銀行によるコーポレート・ガバナンスが働いていたかどうかについて、Kaplan and Minton [1994] は、パフォーマンスの低下した企業のトップ交代にメインバンクから派遣された取締役がどのように影響を与えたかを分析した。その結果、当該企業の株価のパフォーマンスの悪い時に、銀行からの取締役が任命されやすいこと、特に決算欠損時にその傾向が高いことを示した。また、銀行からの取締役が任命される時は、在職しているトップ経営者の交代が生じやすいことも示した。この他にも、メインバンクのガバナンスに関するいくつかの実証研究（[小佐野2001] など）を見ても、また実態として、少なくとも経営危機に陥った企業については役員派遣などを通じてモニタリングが図られていたこと、及び健全な企業においてもメインバンクへの財務報告を行うことが習慣となって

いたことなどを考えると、バブル期以前はメインバンクによるガバナンスは一定の範囲では働いていたといえよう。

バブルが発生した1980年代後半から1990年代は、メインバンクによるガバナンス機能は弱まってきて、代わって年金基金等の機関投資家や外国人投資家がガバナンス機能を持ち始めた、「機関志向的ガバナンス」の主体交代期間であった。この期間は、資金調達の流れが直接金融中心となり、「メインバンクのガバナンス（借入の規律）」機能が弱まる一方で、「資本市場のガバナンス」も未だ不十分で、経営者はモラル・ハザードに陥り、不祥事件を起こしたと見ることも出来る。2000年以降は、株式所有の分散が進み、敵対的な TOB リスクも懸念される「市場志向的ガバナンス」と機関投資家・外国人による「機関志向的ガバナンス」の混在の時代と言える（表3 - 1参照）。

日本のガバナンスをこの観点から整理すると、メインバンク時代のガバナンスはメインバンクによる「発言」で牽制が働いていた「機関志向的なガバナンス時代」、一方で株式の流動化が進みメインバンク制が崩壊しつつある現在は、売却が可能な株主（ノンコア株主）の「退出」による「市場志向的なガバナンス」と売却が不可能な株主（コア株主）による「発言」による「機関志向的なガバナンス」が混在する時代と見る事が出来る。

次に、「ガバナンス主体」の観点から見てみると、日本は一部経営危機に陥ったような例外を除いては、現在まで一貫して代表取締役が取締役の実質的な過半数以上の任命を行っており、「経営陣主体型」とであると言える。

3 ガバナンスの観点からの整理（米国）

米国の動きをガバナンスの視点から整理すると、「ガバナンス主体」は、1980年中盤までは「経営陣主体型」であった。これが1980年代後半以降、取締役会がそれまでの仲良しクラブ的色彩から実効性のある組織へと変革し、これに伴いガバナンス主体も「経営陣と株主双方の共同支配型」へと変化していった。また、「ガバナンスのメカニズム」という観点では、1950年代の株式所有分散の時と1980年代の M & A ブーム時は「市場志向的なガバナンス」が機能しており、それ以外の時期は、主に株主の「発言」による「機関志向的なガバナンス」が機能していたと考えられる。

また、1970年から社外取締役によるガバナンスの仕組みは存在していたものの、前述のような仲良しクラブ的な取締役会であったため、実質的ガバナンスとしてはあまり機能しなかったことや、2001年-2002年に起こったエンロン社等の不正会計事件などは、仕組み（システム）だけを導入してもコーポレート・ガバナンスは機能しないことの証左と捉えることが出来る。

【表3 - 1 ガバナンスの歴史的推移】

		年代	1950-1960	1960-1980 後半	1990-2000	2000 以降
日本	主体 (誰が)	支配型 経営者以外の第 三者のガバナ ンス主体	経営者 (市場 (株価)	経営者 株主&債権者(メ インバンク)	経営者 株主(機関投 資家・外国 人)へ移行	経営者 株主(機関投資 家・外国人) / 取締役会
	メカニズム (どのように)	市場志向	○	○	○	○
		機関志向		○	○	○
	ガバナンス機能		少ない	メインバンクに よる一定の機能	移行期によ るモラル・ハ ザード	
米国	主体 (誰が)	支配型 経営者以外の第 三者のガバナ ンス主体	経営者 (市場 (株価)	経営者 株主(年金基金) /取締役会	共同支配 株主(年金基 金)/取締役 会	共同支配 株主(年金基 金)/取締役 会
	メカニズム (どのように)	市場志向	○	○(80年代M&A)	○	○
		機関志向		○	○	○
	ガバナンス機能		少ない	仕組みはあった が実態面ではあ まり機能せず	一定の機能	21世紀初頭に 一部問題が表 面化

4. 日本の現状

4 取締役会

まず、日本の取締役会の現状を把握する。これまでの日本の一般的な会社では、代表取締役が取締役・監査役の実質的な任免権を掌握し、かつ取締役・監査役が企業内部の人間から選任される傾向が強かったので、個々の取締役と経営陣を構成している個々のものが未分化の状態にある企業が多かった。実際、KPMG ビジネスアシュアランス株式会社が2002年4月に国内上場・店頭企業約2,500社を対象に行った「内部統制システムおよびコーポレートガバナンスに関するサーベイ」を見ても、社外取締役の構成比率が41%を超える企業は3.3%に留まっている。(表4-1参照)

【表4 - 1 日本企業における社外取締役の取締役会における比率】

	0%	1-20%	21-40%	41-60%	61-80%	81%以上
企業比率	56.2%	31.4%	9.1%	2.5%	0.0%	0.8%

出所：[吉川 2003] 59 頁

こうしたサーベイの結果は、大半の日本企業は、経営陣が取締役会をコントロールしている「経営陣支配型」であることを示している。

4 株主構成

株式市場における日本の年金基金の保有比率はまだ6%で、米国に見られるような20%といった水準に達していない(2001年)したがって、「発言」する株主は存在するものの、まだ、その水準は大きくない。中長期投資を目的とした「発言」する株主を取り込み、安定した株主となってもらい続けるためには、IR(Investor Relations)と株主への利益還元が重要な要素となる。

IRについて日本企業の多くは、過去の財務数字のディスクロージャーととらえているようである。メインバンクがガバナンスの主体で、銀行からの借入に頼っていた時代は過去だけ示していれば良かったかもしれない。なぜなら、土地などの物的担保を押さえている銀行は、利息の支払いだけ出来る利益さえあげていれば融資してくれたからである。しかし、ガバナンスの主体が機関投資家・外国人に変わって来ている現在は、長期的な企業ビジョンやビジネス・コンセプトを明確に示す必要がある。そしてこれに基づいたコーポレート・メッセージを構築すべきである。このメッセージには、What you are:過去のトラックレコードと現状、Where do you want to go:どこへ行こうとしているか、Why do you want to go there:何故それを目指すのか、How do you best get there:どうやってそこへ行くか、When do you get there:いつまでにそこへ行くかといった5W1Hの要素が含まれ、これに自社の強みや競合との差別化などがデータや指標となって付加されていると良いと考えられる。こうしたメッセージは、株主への約束であると同時に、公開企業であれば経営陣自らのステーク・ホルダーへのコミットメントとしても捉えるべきである。

また、株主へ利益還元についても、70-80年代の日本は高成長国だったので再投資が優先されていた可能性もあるが、低成長国となった現在、米国と比べて依然として低い配当性向を見直すなど、株主への利益還元策を再検討する必要がある。

今後も続くと思われる持合の解消や企業の選択と集中の流れを勘案すると、外国人や機関投資家といった「発言」する株主の比率が大きくなっていくことはほぼ間違いない。資本市場は、資本家である株主とその資金を必要とする企業の接点を作る場である。従来は多数安定株主のもと「物言わぬ株主」が大半を占めていて、資本市場のチェック機能が働いていなかった。しかし、今後は、新しい投資家を見つけられない企業経営者の株式は市場で売却され、いずれは敵対的な買収のターゲットになる可能性がある。資本市場は自らの鏡と言われるように、鏡に映し出された姿を客観的に見つめて、おかしいところは修正するといった「市場志向的ガバナンス・メカニズム」を生かした経営が求められる。

4 ガバナンス評価会社の視点

格付け機関であるS & Pでは企業ガバナンス評価の分析手法を工夫し、重要な判断材料と

して次の要素を挙げている。第一が経営トップのコミットメントである。ガバナンスの「体制」がいかに整備されてもそれを生かすのは経営者の意思によるからである。例えば、経営トップがどれだけ外部の声に耳を傾ける姿勢を持っているか、悪い情報や批判を受け入れるか、社内の風通しはどうか、などを判断材料としている。第二が株主構成である。一般には、多様化し、かつ発言力を持ち積極的にコミットする投資家がいることが望ましいとしている。この他にも、情報の透明性と、財務関係者のチェック機能がどう働いているかも重要なポイントとして挙げている。

4 ガバナンス先行企業の事例

ここで、いくつかのガバナンス先行企業の実例を見てみる。

日産自動車のカルロス・ゴーン社長は、コミットメントと称して自らの経営計画（Plan）を公表し、外部から適切なモニタリング（Check）が行えるようにした。ゴーン社長はリバイバル・プランを発表した際に、経営指標、とりわけ営業利益で1年目、2年目、3年目の目標を対外的にコミットした。これは株主を含むあらゆるステーク・ホルダーに対する彼の約束であった。当時、マスコミから「失敗したらどうするか」と問われて「失敗したら責任をとって辞める」と答え、社内でも彼のコミットメントに対する真剣度合いが伝わった。リバイバル・プランは日産全社員が出した知恵の集積であって、全社員に小分けされた知恵を実行に移すことが出来れば自然と達成される構図になっていた。この真剣な「コミットメント」のおかげで全社員が一丸となってこれに取り組み、結果、企業繁栄に繋がったと言える。外部からの適切なチェックが働くことで、経営陣自らが適度な緊張状態を維持することが出来、能力を最大限発揮し、企業価値向上に繋がった良い事例である。

ソニーの出井会長は2006年度営業利益率10%という目標を掲げていたが、2003年秋の取締役会でソニーの社外取締役であるカルロス・ゴーン氏（日産自動車社長）はそれがコミットメント（必達目標で達成できなければ経営陣が責任を取るという重みがある）かどうか、質問した。出井会長は「あらゆる手立てを尽くし、何が何でも実現するように努力する、という意味でコミットメント」と回答した。ソニーは独自の管理会計システムを持つなど、財務戦略で先進企業と言われているが、実はこれまで経営執行陣のコミットメントを定期的に検証・評価するシステムがなかった。現在、執行陣の実績を数値化できる仕組みを作っている。ガバナンスする側からすると、掲げた目標に対する達成度を把握できなければ、監督者の機能を十分に発揮できない。こうした意味で、ソニーのコーポレート・ガバナンス改革はまだ道半ばである。その後2005年3月、業績低迷に陥ったソニーでは、出井会長ら取締役6名が退任し、後任にハワード・ストリンガー氏が会長に選ばれた。業績が低迷したままの現状に社外取締役が危機感を覚え、彼らが経営陣刷新の一定の圧力になった意義は大きい。

キャノンの御手洗社長は、社外取締役はいなくても意思疎通、情報開示、内部統制の3つを自ら律し、お飾りの社外取締役は無用と言い切る。米優良企業のガバナンスが強固なのは社外取締役がいるためでなく、トップが崇高な使命感を抱いているからだ、とする。外国人株主が50%に近づいてきていることも、キャノン流が年金基金など海外の投資家に信頼された証拠として自信を深めている。

東京エレクトロニクスは1998年に取締役会改革と業務執行を担当する業務執行責任者（CSS：コーポレート・シニア・スタッフ）制度の新設を軸とする経営機構改革を行った。取締役会の役割を、経営の基本方針および経営戦略の決定、業務執行状況の監督、経営成果の評価・承認、取締役候補者の資質の検討および指名などを行う機関とし、新たにCSSを業務執行者として新設し、取締役会と業務執行部門との機能が分離された。また、2000年には指名委員会を発足させ、その時点で社長自らも委員になる選択肢もあったが、どちらが株主から見て公平かつ透明かということを考えて、強力な権限を持つトップは入らない方がいいと、あえて自分に枠をはめた。その後、2004年に、同社の東会長は、自ら設けた指名委員会に促されて社長を退いた。

こうした先行企業の事例やガバナンス評価会社の視点を見ると、トップの使命感や自己規律の重要性と、社内の透明性（外部の人間にも分かる定量的なコミットメントや計画値とそれをフォローする仕組みなど）がガバナンスの運用上重要であるのは確実と思われる。

5. コーポレート・ガバナンスと企業価値

5.1 ガバナンスの企業価値向上への影響

企業経営の目的は、企業の長期的な繁栄であり、企業価値の最大化である。そのために、適正な利益を確保し、その利益を株主やその他のステーク・ホルダーで配分し、更に将来の成長のための投資を捻出し、合理的な内部留保も確保し事業リスクに見合った財務体質を維持することが必要である。こうした継続的な循環を繰り返すことが、企業の長期的な繁栄に繋がり、こうした好循環を行っている企業の経営は質が高い。この好循環を実現するために、企業は経営戦略を策定しこれを実行する。これを、コーポレート・ガバナンスを実践する取締役会と、経営執行を担う経営陣の活動に分けた場合、取締役会が外部環境や自社の経営資源の強み・弱みを検討しながら経営戦略を策定（Plan）し、次いで経営陣がこれを事業レベル・活動レベルへとブレイクダウンすることで実行に移し経営戦略の執行（Do）を行う。さらに取締役会が経営執行を監視（Check）することでガバナンスが機能する。従って、このPlan/Do/Checkが上手く運用されている企業は、ガバナンスが効果的に働き、経営の質も高く企業価値を向上させていると言える。

52 ガバナンスと企業価値向上の実証研究

若杉・矢内〔2000〕は、在日外国金融機関などのアナリストやコーポレートファイナンス責任者などを対象にガバナンスの中身である「経営品質」アンケート調査を実施し、上位50社と下位50社（対象企業は314社）の株式パフォーマンスを比較した。その結果、89年3月 - 99年3月の期間では上位50社の株式パフォーマンスが122.05%に対して、下位50社が62.13%のパフォーマンスだった。また、98年3月 - 99年3月の期間では上位50社が24.35%、下位50社が14.02%のパフォーマンスだった。上位50社の株式平均リターンは非常に高い数値を示しているのに対して、下位50社の平均は極めて低い。これらのデータは、経営品質の高さが市場価値創造に繋がっていることを示している。

また、若杉・クリスティーナ・永井・井上・福井〔2004〕は、日本コーポレート・ガバナンス研究会（JCGR）が2004年に東証一部上場企業（1,560社）を対象に行ったコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査（341社回答。以下、JCGR アンケート）の結果をもとに、ガバナンスの水準の高い企業群と、低い企業群で企業・株式価値向上に差異があるかどうかを検証している。この結果、過去5年で見ると、ガバナンス水準の高い企業群の方が、ROA（6.30% vs 4.66%、有意水準5%）、ROE（4.12% vs 1.72%、有意水準5%）、株式投資収益率（1.93% vs 1.82%、有意水準1%）において、より高い企業価値創出を実現している。さらに、同時に委員会等設置会社とコーポレート・ガバナンスの水準を比較しているが、委員会等設置会社22社の内、ガバナンス水準上位30社に入ったのは13社だけであり、必ずしも「委員会等設置会社 = 高水準のガバナンス」では無いことを示している。委員会等設置会社は制度・形式であり、経営責任体制の明確化など運用面を含む他のカテゴリーでの一定の条件を満たさなければ、制度が整っただけでは高水準のガバナンスには繋がらないことを示している。

53 ガバナンスの中で重要な要素

若杉・クリスティーナ・永井・井上・福井〔2004〕は、JCGR アンケート調査の結果を、業績目標と経営者の責任体制、取締役会の構成と機能、最高経営者の経営執行体制、株主とのコミュニケーションと透明性、というコーポレート・ガバナンスの4要素に分けて、各要素で企業を評価し、その結果と企業・株式価値向上との関係分析を行っている。企業・株式価値向上については、過去5年の株式投資収益率、ROA、ROEを指標として検証している。この結果、表5-1にある通り、特に取締役会の構成と機能と株主とのコミュニケーションと透明性のカテゴリーにおいて、得点の高い（ガバナンスの良い）企業群が低い（ガバナンスが相対的に悪い）企業群よりも統計的に見てもより高い企業・株式価値創出を実現したという関係を見てとることが出来る。

【表 5- 1】

カテゴリー得点	株式投資収益率		ROA		ROE	
	高 (良)	低 (悪)	高 (良)	低 (悪)	高 (良)	低 (悪)
①業績目標と経営者の責任体制	1.03%	△1.79%	5.00%	5.14%	3.00%	3.59%
	NA		有意でない(10%水準)		有意でない(10%水準)	
②取締役会の構成と機能	1.23%	△3.07%	6.62%	4.70%	4.44%	1.75%
	有意 (5%水準)		有意 (5%水準)		有意 (5%水準)	
③最高経営者の経営執行体制	0.95%	△3.26%	5.86%	4.92%	2.92%	1.45%
	有意 (5%水準)		有意でない(10%水準)		有意でない(10%水準)	
④株主とのコミュニケーションと透明性	2.17%	△2.51%	5.20%	4.02%	4.13%	0.56%
	有意 (1%水準)		有意 (5%水準)		有意 (1%水準)	

出所：[若杉・クリスティーナ・永井・井上・福井 2004]を基に筆者が加工

6. むすび

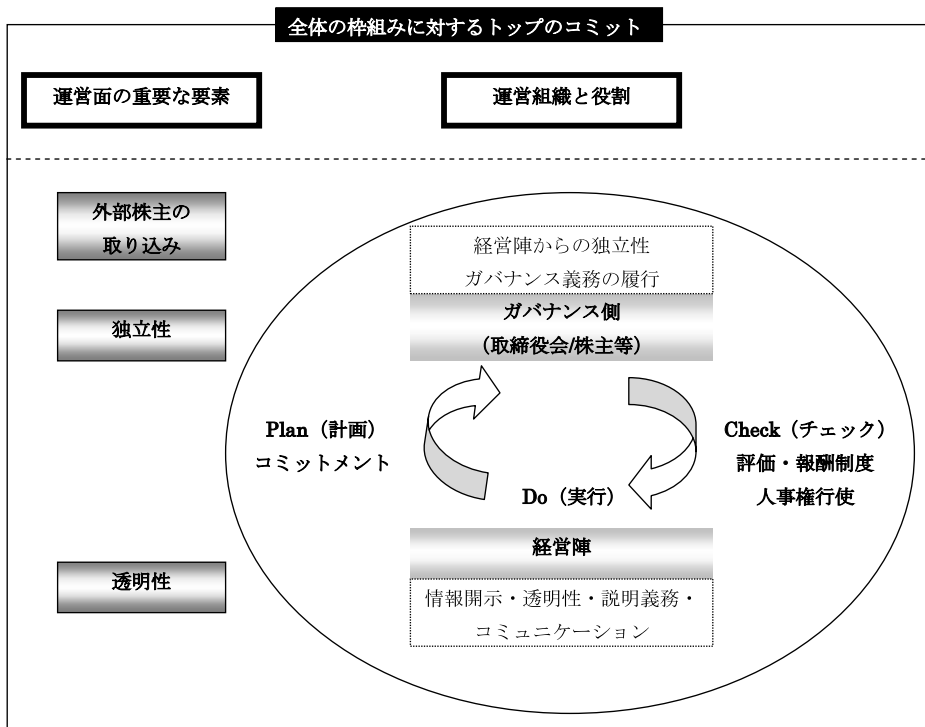
最後に、企業・株式価値を向上するためにコーポレート・ガバナンスの運用面において、どのような要素が重要であるかをまとめる。

現状の多くの日本の企業の場合は、4章で確認したように社外取締役の関与がまだ不十分であるため、「誰が」という観点では、未だ「経営者支配型コーポレート・ガバナンス・システム」の色彩が強い。「経営者支配型コーポレート・ガバナンス・システム」においてはその定義上、経営者が経営者を（自分が自分を）統治する構造になり、こうした環境下においては、4章の先行企業の事例も示しているように、ガバナンス運用面での経営陣（特に経営トップ）の「自己規律」が重要な要素を占めるはずである。経営者の権力が相対的に強い状況では、どのように良い制度を導入しても、それを運用する経営者によって、例えば悪い情報をいつまでも開示しないなど、制度を骨抜きにすることが可能である。では、この「自己規律」はどのような要素で実現されるのであろうか。先行企業の事例などから、この自己規律が担保されるためには、情報公開の「透明性」と「客観性」、取締役会の「独立性」が重要な要素となると考えられる。こうした「透明性」や「独立性」は5章の結果からも分かるように、企業価値向上のための重要な要素である。

また、「どういう方法で」という観点では、これまでは株式持合い構造に守られてきたため市場志向的なガバナンスが働きにくい構造になっていた。これを正常に機能させるためにも、「発言する株主の取り込み」がガバナンス運用上、重要な2つ目の要素となる。こうした株主の取り込みは資本市場を通じての高い評価に結びつき、資本コストの低下にも繋がり、企業価値の向上に繋がる（図6-1参照）。

最後に今後の課題について述べる。本稿では、企業価値向上のためのコーポレート・ガバナンス運用面における重要な要素に絞って研究したが、今後は、より具体的な経営陣への動機付け・インセンティブ・評価制度と企業価値創出の関係についての研究が急務である。また、日本企業の取締役会の位置づけが徐々に変化してくることが予想されるため、取締役会を通じたモニタリングのあり方と企業価値創出の関係も重要な課題である。さらに、株主構成の変化が予想されることから、資本市場との対話方法と企業価値創出の関係も重要な研究課題である。

【図6 1】



[注]

(注1)[Hampel Report 1998] [稲上2000] 7 - 9頁、[土屋・岡本2003] 40 - 44頁など。

(注2)[土屋・岡本2003] 5 - 7頁。

(注3) 例えば [土屋・岡本2003] 357 - 369頁。

(注4) 「制度」と「運用」という分け方に変えて、「システム」と「人」という分け方もある
[寺本・坂井・西村1997] しかし、何が重要な要素かということ論じるには、「制
度」と「運用」という用語が適しているため、本稿ではこれを用いる。

(注5)[寺本・坂井・西村1997] 50 - 56頁。

(注6)[貞松2004] 60 - 64頁。

(注7)[稲上2000] 11頁。

(注8) 説明責任には、株主、取締役会といった内部への説明責任と、証券取引所、取引先、
消費者、行政といった外部への説明責任があるが、本稿においては、運用面でより重
要な意味合いを持つと思われる内部への説明責任に主たる考察範囲を限定する。

(注9)[伊丹2000] 35 - 43頁。

(注10)[田村2002] 20 - 32頁。

(注11) 例えば [Kaplan and Minton 1994] pp.225 - 258。

(注12) 例えば [小佐野2001] 159 - 162頁。

(注13)[土屋・岡本2003] 9 - 18頁,44 - 52頁。

(注14) 売却不能な株主とは、一定量の株数を保有するため流動性の視点から売却出来ない株
主や経営に関与する株主などを指す。

(注15)[吉川2003] 52 - 62頁,203 - 213頁。

(注16)[甲斐2001] 32 - 35頁,70 - 76頁。

(注17)[根本2004]

(注18)[楠美2004] 38 - 49頁。

(注19) 日本経済新聞2004年3月16日。

(注20) 日本経済新聞2005年3月8日。

(注21) 日本経済新聞2004年3月9日。

(注22)[若杉・矢内2000] 295 - 297頁。

(注23) 日本経済新聞2004年3月10日。

(注24)[若杉・矢内2000] 267 - 269頁,278 - 321頁。

(注25)[若杉・クリスティーナ・永井・井上・福井2004] 1 - 19頁。

[参考文献]

- Hirschman, Albert O., "Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States", Harvard University Press, 1970 (三浦隆之訳『組織社会の論理構造』、ミネルヴァ書房、1975)。
- Kaplan, S.N. and B.A.Minton, "Appointments of Outsiders to Japanese Boards Determinants and Implications for Managers", Journal of Financial Economics 36, 1994, pp.225 - 258。
- 伊丹敬之『日本型コーポレートガバナンス』、日本経済新聞社、2000。
- 稲上毅・連合総合生活開発研究所(編著)『現代日本のコーポレート・ガバナンス』、東洋経済新報社、2000。
- 小佐野広『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社、2001。
- 甲斐昌樹『実践 IR マネジメント』、ダイヤモンド社、2001。
- 楠美憲章(元日産自動車代表取締役副社長・中央大学客員教授)「日産自動車の経営革新とコーポレート・ガバナンス」『21世紀日本企業の経営革新』、中央大学出版部、2004、38 - 49頁。
- 久保利英明・鈴木忠雄・高梨智弘・酒井雷太『日本型コーポレートガバナンス』、日刊工業新聞社、1998。
- 貞松茂『コーポレート・コントロールとコーポレート・ガバナンス』、ミネルヴァ書房、2004。
- 立石信雄(オムロン会長)「生き残りのためのガバナンス改革」『Global Communications from Japan』、国際大学グローバル・コミュニケーション・センター、2巻11号、2001、pp.3、http://www.glocom.org/newsletters/newsletter_20010830.pdf。
- 田村達也『コーポレート・ガバナンス』、中央公論新社、2002。
- 土屋守章・岡本久吉『コーポレート・ガバナンス論 基礎理論と実際』、有斐閣、2003。
- 寺本義也・坂井種次・西村友幸『日本企業のコーポレートガバナンス』、1997。
- 根本直子(S&Pディレクター)「健全なガバナンスは経営改革の原動力」『東洋経済』、東洋経済新報社、第5877号、2004、60 - 61頁。
- 二上季代司(滋賀大学経済学部教授)「投資信託のガバナンス」『証券アナリストジャーナル』、日本証券アナリスト教会、42巻6号、2004、57 - 66頁。
- 吉川吉衛/KPMGビジネスアシュアランス株式会社『企業価値向上のためのコーポレートガバナンス』、東洋経済新報社、2003。
- 若杉敬明・矢内裕幸編『グッドガバナンス・グッドカンパニー』、中央経済社、2000。
- 若杉敬明・クリスティーナ・アメイジャン、永井秀哉・井上恵司・福井和夫『「2004年JCGRコーポレート・ガバナンス調査」報告』、日本コーポレート・ガバナンス研究所(JCGR)コーポレート・ガバナンス・インデクス研究会、2004、<http://www.JCGR.org/>。