

コーポレート・ガバナンスと企業財務
～資本コストからの考察～

The Corporate Governance to Reform the Corporate Finance in Japan:
The Analysis from the Capital Cost

田中 彰夫

Akio Tanaka

倉田 洋*

Hiroshi Kurata

Abstract

Since the economic bubble burst, the foreign institutional investors who became new stockholders demand a return that equals the risk, though Japanese firms were managing the asset-inflated economy in the background of the stable shareholder and the main bank systems by a low capital cost. Management reforms along the corporate governance are requested from Japanese firms, which are advancing the conversion to the stockholder who values management to consider the capital cost. In this paper, the writers search for the relation that changes from the viewpoint of the capital cost with Japanese firms in the age of the corporate governance, and discuss whether the relation will be made the best use of by management in the future or not.

1. 序論

1. 1 研究の背景

90年代のバブル経済崩壊後の日本は巨額不良債権表面化による銀行システムの破綻、株価の一層の下落、上場企業の経営破綻の続出、超低金利経済の定着、円高圧力、マイナス成長や終身雇用制度崩壊など、日本企業を取り巻く環境は、グローバル化の進展や法制度等も含め

大きく変化し、これらと共に日本的経営と言われた企業の行動様式に変化が見られる。そしてその後、日本企業は株式持合解消や企業の銀行離れから、なし崩し的に株主の役割が大きく高まる企業価値重視を柱とし、かつコーポレート・ガバナンスを重視した企業経営へ急速に移行した。企業価値を重視した経営とは企業価値を高め、それを投資家に分配していくことである。近年その影響から国内では、資本市場を舞台としたコーポレート・ガバナンスが増えている。企業に対する株主からの増配提案や企業価値向上提案、買収提案策に対する反対意見の表明、経営改善を目的とした敵対的買収など、企業や経営者へ対する投資家からの重圧となって作用しているケースが散見される。一方、財務面でも企業会計制度の改正もあり、これまでの規模拡大を目指した経営から、キャッシュフロー重視のスリムな経営へという流れがみられる。

本稿は「日本企業における企業・株式価値向上のためのコーポレート・ガバナンスの運用」(光定(2004))を先行研究として企業財務面からの考察を行い、コーポレート・ガバナンスが企業財務面においてどのように作用し、企業価値創出に影響を与えているかを論究する。

1. 2 研究の目的

コーポレート・ガバナンスの内容やこれまでの運用方法については、先行研究の光定(2004)に詳しいが、ここではまず日本企業とコーポレート・ガバナンスの歴史をバブル経済までとバブル経済崩壊後で概観し、その時系列推移を企業財務の観点から整理し、どのように変化をしているかを考察する。次に日本企業のコーポレート・ガバナンスを企業と投資家にとって共通の収益指標となる資本コストを切り口に、今後の日本企業経営において企業価値創出のための重要な点について考察する。

なお、現在筆者は上場企業で最高財務責任者を務め、コーポレート・ガバナンスを意識した経営に携っており、本稿ではこれらの経営実務経験も織り交ぜながら進めたいと考えている。

2. 日本型コーポレート・ガバナンスについて

2. 1 日本企業とコーポレート・ガバナンスの歴史

企業を取り巻く環境が変化する中で、かつて日本的経営と言われた日本企業の特徴にも近年変化が見られる。本節では、日本企業とコーポレート・ガバナンスの歴史をバブル経済までとその崩壊後で概観し、その歴史的推移を企業財務の観点から整理し、日本企業とそのガバナンス体制が近年どのように変化しているかを考察する。

2. 2 高度経済成長期からバブル経済以前

日本は高度経済成長を60年代から70年代にかけて成し遂げ、その際の経営手法は欧米先進国の経営手法と比較すると大きく異なり日本的経営として注目され、その特徴は次の4点⁽¹⁾に集約できる。

- ①株式持合、メインバンク制、企業グループ形成という相互依存的な企業関係
- ②終身雇用、年功序列、企業別労働組合という日本的雇用慣行
- ③官僚統制、官民協調、業界団体内調整による競争排除の市場
- ④緩い企業会計原則と限られた企業情報公開

このような日本の経営の下、株式持合企業は互いに相手企業の経営に介入しない協調的・安定的な物言わぬ株主となり、株主総会は総会屋に対処するだけのシャンシャン総会と言われ、形骸化された。また、取締役会も企業代表者である社長に選ばれた社内役員で構成され、経営を監督・批判する立場になかった。その代わり融資額第1位の銀行で、かつ主要安定株主でもあるメインバンクが企業に役員派遣するなど密接な人的関係を結び、企業を監視する役割を担った。銀行は企業への融資に当たり企業健全性や投資収益性の審査に多くを注ぎ、結果として企業の健全な発展に寄与した。また、メインバンクは平時は経営への直接的干渉や株式売却を行わず、企業が経営不振に陥った場合には取引企業の決済口座を自行に集中させてキャッシュフローを監視し投資計画に注文を付けたりし、更に危機的な状況になれば緊急融資・債権放棄・人的支援等あらゆる形で企業の再建救済に努めた。このようなメインバンクによる企業監視が、日本型コーポレート・ガバナンスシステムと考えられていた⁽²⁾。また、旧財閥系企業グループにあるようなグループ内有力企業実力者によるグループ内企業に対する監視、仲間内従業員や労働組合による経営者への監視、官による規制と金融業界に代表される業界団体による「民民規制」なども一種のコーポレート・ガバナンスの役割を果たしたと考えられている⁽³⁾。

しかし、80年代から90年代にかけて金融界の規制緩和の動き、世界経済グローバル化やIT革命進行など、日本企業の経営を取り巻く環境は大きく変化した。中でも、大企業中心に企業の資金調達における直接金融への移行が進み、企業グループ解体や株式保有比率希薄化、株式持合解消が進んだ。また、銀行には個人法人から潤沢な預金が入る一方、企業の直接金融への移行により資金需要は縮小したため、銀行は企業に付随的サービスを売込む弱い立場になり、企業を監視する強い力を持たなくなった。更に、行政当局も金融業界への護送船団方式に象徴される保護的な競争制限を続けると共に、行政当局OB天下りを受入れる各業界企業と癒着したことにより企業に対して強い措置を講じることができず、企業競争力が育たなくなる結果を招いたと考えられる。また、緩い企業会計原則と上場企業の限られた情報開示は、長期的に柔軟な経営を可能にした反面、経営失敗を覆い隠すことを許し粉飾決算の

温床となった⁽⁴⁾ことも否定できない。

2.3 バブル経済崩壊以降

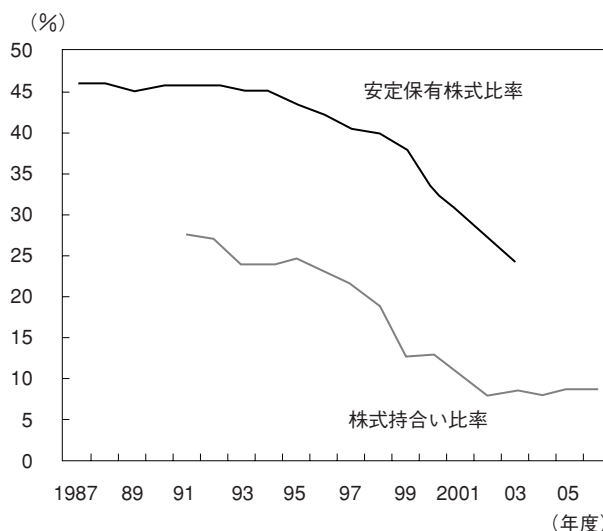
こうした日本の経営の行き詰まりが顕在化したのが、バブル経済崩壊後の90年代であった。主要銀行がバブル経済時代に不当融資を行っていたことが判明し、これが巨額不良債権発生原因となり、その処理に公的資金注入が行われた。また、一部企業の総会屋への利益供与が判明し、更に不正配当・不正経理・粉飾決算も多数発覚した。このような企業不祥事多発を受け、90年代不祥事発生を防止するには、企業統治を誰がどのようにすべきかという観点から、コーポレート・ガバナンスの概念が注目された⁽⁵⁾。それと同時に、バブル経済崩壊後、日本経済は「失われた10年」と呼ばれる長期停滞から容易に抜け出せず、企業の収益性・効率性を高める解決策としてもコーポレート・ガバナンスが注目された⁽⁶⁾。

94年にはNGOの日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムが発足し、情報開示拡充など日本企業のガバナンスに関する提言を行った⁽⁷⁾。前後して、ソニーなど執行役員制導入など取締役会改革を行う企業も相次ぐが、実質的な経営体制は変化していない場合が多く、現在に至るまで社外取締役の導入も思うように進んでいないとの日本企業のガバナンスの遅れを指摘する意見もある⁽⁸⁾。一方、株式持合解消が進むと同時に、米国カルパースに代表される公的年金基金が割安となった日本企業の株式取得を進め、こうした外国人株主は株主重視経営や上記ガバナンス原則に沿った改革を求めていることから、日本企業は否応なく投資家を意識したガバナンスの改革⁽⁹⁾を迫られるようになった。

更に、平成20年度経済財政白書〔2008 a〕⁽¹⁰⁾によると、90年代後半から上場企業における株式持合比率の低下が顕著となり、金融機関が保有する株式などを含めた安定保有株式割合も大きく低下した（図2-1、2）。

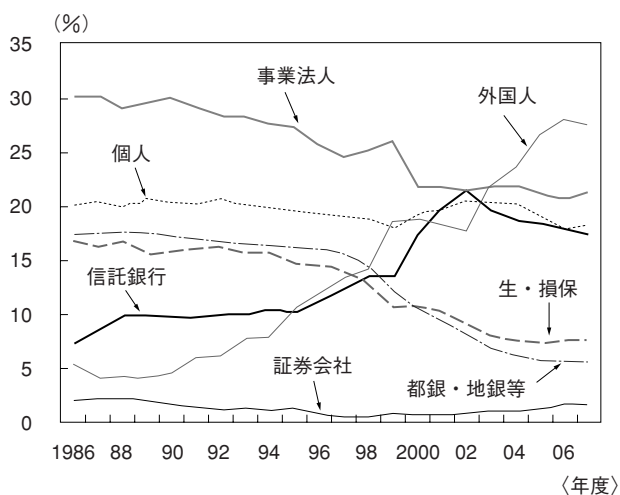
株式所有構造は外国人割合が上昇し、金融機関や事業法人の割合が低下傾向にある。これは02年の銀行等株式保有制限の効果⁽¹¹⁾が大きく、これにより銀行企業間の株式持合は大きく低下している。09年度の外国人保有比率は26%であり、金融機関の30%に接近している⁽¹²⁾。こうした直接金融拡大や株式保有構造変化を反映し、97年以降、取締役会や報酬システムなどの企業内部の仕組の改革が試みられ、ガバナンス構造も90年代後半以降、企業価値創出に努める株主重視経営への移行が進んでいると考えられる。

図2-1 安定保有株式比率及び株式持合い比率



出所 平成20年度経済財政白書

図2-2 株式所有構造の推移



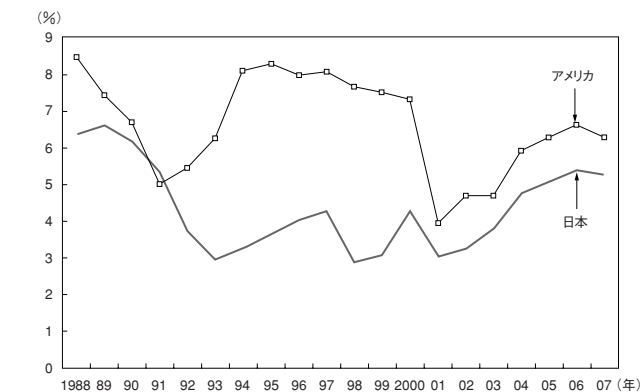
出所 平成20年度経済財政白書

2. 4 企業財務から見る日本企業の低収益性

日本企業の収益性について企業財務面から考察してみる。ここでは、企業の財務データから算出が容易で、企業収益性を示す代表的指標として広く用いられ、保有資産の効率運用性を表す指標であるROA（総資産利益率）を使って考えてみたい。

平成20年度経済財政白書〔2008 b〕⁽¹³⁾によると、まずマクロ統計でこれまでの日本企業のROAの時系列的推移を米国と比較すると、80年代初めから2000年代初めにかけて概ね低下傾向がみられ、ROAの水準は80年代初めの6%程度から90年代末には2%台まで低下している(図2-3)。但し、02年以降については回復基調にあり、06年時点ではROAは5%台まで上昇している。

図2-3 日米のROA推移

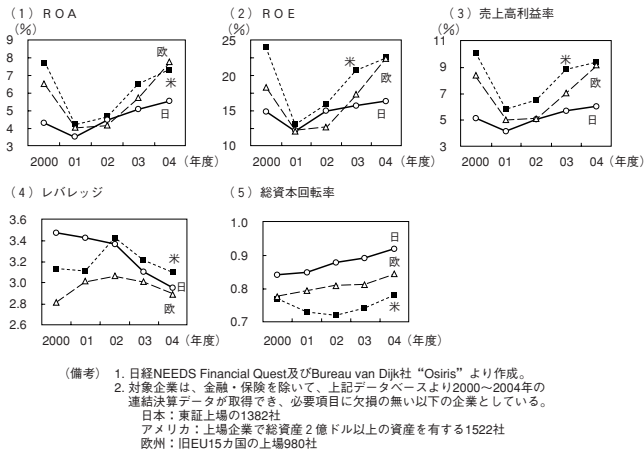


(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、U.S. Department of Commerce “Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining and Trade Corporation”により作成。
2. “Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining and Trade Corporation”

出所 平成20年度経済財政白書

更に、より詳細に企業収益性の推移をみるために、日米欧上場約4000社の財務データによる各地域の収益性の近年の推移を比較すると、日米欧とも01年を底としてその後回復が見られROA、ROE（株主資本利益率）共に改善していることがわかる。次に、欧米と日本のROA、ROEの推移を比較すると欧米では04年でROA7%台、ROE22%台であるのに対し、日本はROA5%台、ROE16%台と低い水準となっている。ここで、財務分析の視点（図2-5）からROAにレバレッジを乗じたものがROEになるという関係を念頭に置き考察すると、レバレッジは欧米と比較し多少振れはあるが3倍程度（図2-4（4））と比較期間中では同水準で推移しており、ROA水準格差はそのままROE水準（図2-4（1）（2））格差として顕在していることがわかる。更に、ROEは売上利益率、総資産回転率及びレバレッジを掛け合わせたものと等価関係であり（図2-5）、日米欧での総資産回転率では日本が欧米に比べ優位（図2-4（5））であることから、日本企業の利益率は売上利益率で（日本6%程度、欧米9%以上の水準、（図2-4（3））、欧米企業に比べ低い水準に留まっている。つまり日本企業は売上利益率が低く、商取引において低収益であると言える。

図2-4 日米欧の収益性とレバレッジ



日本企業の低収益性については、既存の研究⁽¹⁴⁾でも様々な指摘がなされている。例えば、企業レベルの財務データのROAの国際比較を行った分析では日本の場合、他国と比べてROAの企業間のばらつきが小さく、かつ個別企業のROAの変動自体も小さいという特徴が示されている。こうしたことから、日本では個々の企業が大胆なリスクテイク行動や他企業と差別化した行動をとることが比較的少なく、それが低収益性に結びついており、その背景には株主のガバナンスが十分に機能していない可能性が指摘されている。そうしたガバナンスの問題は、別の実証分析でも指摘されている。企業のROAと企業アンケート調査の回答結果を関連付けた実証分析によると、投資の意思決定に当たり、部門間バランスや他社の動向といった定性的要因を考慮する傾向がある企業は、投資採算の定量的評価を重視する大胆な投資行動をとる企業と比べROAが低い可能性があり、こうした投資行動は未だメインバンクや安定株主の影響が大きいことが示されている⁽¹⁵⁾。

このように、日本企業の低収益性の背景には、株主によるガバナンスが十分に働いていなかった可能性を指摘する研究が多いが、そうした株主による圧力が小さいことに関連して低い資本コストが結果的に、企業の低収益性に結びついていいるとする考え方もある⁽¹⁶⁾。

次節にて日本企業が低収益である理由、そして近年収益性に変化が見られることについて述べてみたい。

図2-5 ROA及びROE分解式

$$\begin{aligned}
 \text{(ROA)} \quad & \frac{\text{利益}}{\text{総資産}} = \frac{\text{(総資産回転率)} \quad \text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{(売上利益率)} \quad \text{利益}}{\text{売上高}} \\
 \text{(ROE)} \quad & \frac{\text{利益}}{\text{株主資本}} = \frac{\text{(総資産回転率)} \quad \text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{(売上利益率)} \quad \text{利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{(レバレッジ)} \quad \text{総資産}}{\text{株主資本}}
 \end{aligned}$$

2. 5 日本企業の収益性の変化

日本の労働人口は既に減少過程に入り、今後人口が減少していくことは既定事実である。一方、既に述べたように低収益を支えてきたメインバンクを中心とする銀行中心の金融システムも機能しなくなり、本業のもたらすキャッシュフローこそ第一義的な資金源であることが強く意識され始めた。そのためには本業の収益性をどのように高めるかが喫緊の経営課題となり、収益性・効率性との関連を重視し事業ポートフォリオを根底から見直し、選択と集中のための本格的な事業や雇用のリストラクチャリングが業種を問わず推し進められた⁽¹⁷⁾。

そもそも、70年代から90年代では日本企業は事業多角化を進めることが多かったが、90年代後半以降は逆に選択と集中が経営戦略の基本とされた。そのように日本企業の考え方が変化したことには、以下の要因が指摘できる。

まず、前述した企業経営における株主重視の高まりがある。企業の資金調達における株式の比重が高まると共に、会社法制定（05年）や金融商品取引法制定（07年）など制度面の改革もあり、株主の意向を重視した経営戦略が求められるようになってきた。株主の視点からは、事業分野に関するリスク分散は、複数の事業分野の企業に投資することで可能である。従って、企業自身が事業多角化によってリスク分散をする必要はなく、むしろコアとなる事業分野に経営資源を集中的に投入して収益性を高めることが重要な関心事となると考えられる。

第二に、90年代の低成長期に多数の事業を抱えることによる弊害⁽¹⁸⁾が顕在化したことである。このことは、上記株主重視の動きと相俟って収益性や効率性を重視した経営への転換を図るため、相乗効果の期待できない非関連事業を整理する必要性を浮き上がらせたと考えられる⁽¹⁹⁾。

近年、日本企業はこれら歴史的変遷を経て急速に収益性向上を重視しており、その結果として収益性は改善する傾向にあると言えるのではないか。

では、次になぜ前節（2.4）で述べたようにこれまで日本企業における資本コストは低く抑えることができたのか、また上記収益性に関する変化を受けて今後どうなることが予想され

るかについてコーポレート・ガバナンスとの関係から見ていきたい。

3. 資本コストとコーポレート・ガバナンス

3. 1 資本コストについて

資本コストとは、負債コストと株式資本コストの加重平均（=WACC、表3-1）として求められるがこれは、企業が資本市場から負債や資本を調達する見返りとして、その資金提供者に対しても返さなければならない必要収益率を表すと考えられる。なお、負債コストは借入金利、また株式資本コストは株価に織り込まれた投資家の期待収益率としてここでは定義する。

なお、既に本稿において経営指標としてROA及びROEを利用し、過去の数値の時系列推移などを述べているが、本節で資本コストを使う理由として①ROA及びROEが簿価をベースとした指標であるのに対し、資本コストは時価をベースとし企業収益性を時価ベースで表す指標であること②ROA及びROEは会計利益を用いるのに対し、資本コストは株主に配当することのできるキャッシュフローを用いており、より株主側に立った指標であること③ROA及びROEは過去の成果を表すのに対し、資本コストは株主が重視する利益成長性など将来を見据えた指標であること⁽²⁰⁾以上3点が挙げられる。

表3-1 負債コストと株主資本コストとWACC（加重平均資本コスト）

項目	内容及び数式
負債コスト	借入金利を適用
株主資本コスト (CAPM)	$CAPM = \text{リスクフリーレート} + \beta \times \text{マーケットリスクプレミアム}$ リスクフリーレート ～ ベースとなるリターン(国債利回りを当てるケースが多い) β (ベータ) ～ 株式市場全体との連動性の数値、株式市場と同じ値動きする株式の β を1とする マーケットリスクプレミアム ～ 株式市場の期待収益率－リスクフリーレート
加重平均 資本コスト (WACC)	$WACC = \frac{D}{D+E} \times \text{負債コスト} \times (1 - \text{実効税率}) + \frac{E}{D+E} \times \text{株主資本コスト}$ D: 負債 E: 株主資本

3. 2 低い資本コストを可能にしていた歴史的背景（高度経済成長期～バブル経済）

高度経済成長期から80年代まで国の金融政策は重要産業に対し、国際的競争戦略上低金利を提供し、低い負債コストを可能としていた。一方、株式資本コストはメインバンク制や株式持合などの特有の資本市場と結びついた諸制度が、物言わぬ株主を背景に大企業の株式資

本コストを低水準で保つことを可能としその結果、高度経済成長期からバブル経済崩壊まで低い資本コスト（＝負債コスト＋株式資本コスト）を可能にしていた歴史的背景があった⁽²¹⁾と考えられる。

一方、企業側から見ると企業は資本コストを上回るリターンを投資家にもたらす投資を行うと考えられるが、もし投資家の求めるリターンが低ければ結果として企業の収益性は低水準となり、企業もあえてリスクテイクすることなく、低収益事業での対応が許容される。当時はメインバンクを中心とする安定株主は、ハイリスクでハイリターンを得るよりも低収益でも低リスクを望んだと考えられ、メインバンク制や安定株主を背景に、経営者交代要求等の経営改善提案など株主による株主議決権行使や企業買収の脅威など外部圧力を受けず、経営者は安定株主の存在に守られメインバンクも企業が経営不振に陥らない限り、経営に積極介入してくる心配もなかったことから長期的な視点に立ったあえてリスクテイクせずともよい安定経営を行うことを可能としていた。更に、日本企業の場合株式持合やメインバンク中心に金融機関が資本金面でも企業に資金を提供していたことなどを背景に一般株主の影響力が弱く、結果として資本コストが低く抑制されていたことも指摘されている⁽²²⁾。

3. 3 収益性重視の経営へ転換する日本企業（バブル経済後～現在）

90年代バブル経済期に増加した企業の過剰債務は、設備投資など企業活動の重石となり経済の低迷をもたらす一因となった。90年代末から2000年代前半にかけて事業の選択と集中や遊休資産売却などが進み過剰債務が解消されてくると、企業は設備投資等の増加に前向きな姿勢を見せるようになった。但し、過去と比べ企業行動には慎重な面も残っており、企業がより効率性を重視している姿勢もみられる⁽²³⁾。

以下ではバブル経済後に企業の財務行動がどのように変化したかを考察する。

上場企業では過剰債務が解消された後も、債務比率を更に低下させる動きが続くのは単に過去の過剰債務解消だけでなく、財務戦略として手元の豊富なキャッシュフローを用いて企業が積極的に債務圧縮をしている可能性が考えられる。多くの企業は、一時期ほどではないにせよ依然として債務返済を進め負債比率を低下させているが、理論的には必ずしも債務比率は低ければよい訳ではない。借入の利払いが課税所得計算で損金算入可能なことを考えると、借入による資金調達には株式と比べコスト優位性があり、コストと債務によるリスク上昇とのバランスによって一定水準に収束すると考えられる。しかしながら、法人企業統計等のマクロで見た債務比率がほぼバブル期前の水準まで低下し、過剰債務がほぼ解消されたとみられる現在でも、日本企業は借入を増やすことに引き続き慎重である⁽²⁴⁾。

ではなぜ、日本企業は借入に慎重なのか。借入による資金調達を行うと利息を支払うが、一方で前述したように支払利息には法人税課税がされず、借入による資金調達の方が株式に

よる資金調達より節税効果があるといえる。投資家としては、節税効果を目的とした借入の利用は好ましいが企業が借入を増やし続けるのは問題である。当然ながら借入が増えれば、毎期の返済額も増え、返済ができなければデフォルト⁽²⁵⁾となる。デフォルトに陥ると法的コストや取引条件厳格化、経営者が資金繰りや債権者対応に追われ本来の経営に時間を割くことができず、それがまた業績悪化を助長するという負のスパイラルに陥り、最悪のケースとして倒産に至る。経営者はこうなることを未然に防ぎ企業をゴーイングコンサーンとして運営する責任を果たす一方で、株主に対しては資本コストを意識し期待収益を上げるため、借入を減らし株主に対するリターンを強く意識した慎重かつ効率的な経営を行っているのではないかと考えられる。最近では、10年3月期末の上場企業の「実質無借金企業(手元資金>有利子負債)」の割合は全体の47%と、過去最高の水準となっている。これは08年秋以降の金融危機以降、企業が手元資金確保を最優先し投資を大幅に絞り込んだことが背景にあると考えられる⁽²⁶⁾。

最近のこのような日本企業の動きをコーポレート・ガバナンスの視点から整理すると、経営者は借入債務を減らし、銀行借入より資本コストの安い内部留保(次節3.4後述)で資金調達を賄うことで負債コスト(支払利息)を抑えて収益を積み増し、一方で前述したように無借金企業となることで資本市場から安全かつ健全経営を行っている企業としての信頼を得てそれを株価上昇につなげ、企業価値(=時価総額)を高めることで株主からの期待(キャピタルゲイン+配当=資本コスト)に応えようとしていると考えられる。なお、筆者の勤務する企業も無借金であり、投資は現状内部留保の範囲内で行っている。

では、資本コストから考えて資金調達はどうか変化し、コーポレート・ガバナンスとの関係はどうか次節で考察したい。

3.4 資本コストを重視した資金調達へ変化

企業を成長させていく上で、事業や投資活動のための資金調達は重要な企業活動であり、企業の成長と合わせながら時に大胆、時に慎重に進めていく必要がある。

その一つの手段に過ぎない銀行等金融機関からの借入による負債債務の多寡が、企業活動にどのような影響を及ぼすかについては考え方が幾つかあり、以下でそれを述べてみたい。

企業の資金調達の行動に関しては、完全市場⁽²⁷⁾の下ではモジリアーニ・ミラー命題が成り立ち、企業の資金調達での資本と負債間の選択は、企業価値に影響を与えないとされる。しかし、現実のビジネスを行う市場は不完全な市場であり、貸し手と借り手の間には情報の非対称性が存在し、企業は資本コストの安い順に資金調達手段を選び、具体的には資本コストの安い順に①内部留保②銀行借入(間接調達)③株式・社債等(直接調達)という順で資金調達を選択する傾向(ベッキング・オーダー仮説)があると考えられる。

資金調達で内部資金を優先し、銀行借入を減らしているのはコーポレート・ガバナンスが重視され外部株主からの経営に対する要求が強まる中、企業経営者は企業防衛の思いが強く、資本コストの安い内部資金の範囲内で設備投資など投資を行い、一方で債務を減らしリスクを軽減するなど、経営姿勢が保守的になっていると言えるかもしれない。筆者の企業も無借金経営なのは、景気の先行き不透明感などから長期的視点での積極的な投資を行い難く、企業防衛を意識し保守的な経営となっていることも事実である。

一方、本節の論点とは少し話が逸れるが、最近の株主総会で国内外機関投資家の株主がコーポレート・ガバナンスを重視し日本企業に対し経営効率性を求めて、例えばROE水準に一定の基準と期間を設け、それを達成できない場合にはその企業の経営方針に対し反対の株主議決権を行使するなど経営改善を求めるケースも散見される。今後、例えば資金調達で上記のようなリスクテイクをせず消極的とも取れる企業の経営姿勢に対し、国内外の株主から銀行など外部借入によるレバレッジを効かせた資金調達を活用し、ハイリスク・ハイリターンを望める研究開発等へ投資を求めるなど、積極姿勢を迫られるケースも出てくるのではないかと考えられる。

4. まとめ

4. 1 結論

以上、日本企業のコーポレート・ガバナンスについて企業財務、とりわけ資本コスト中心に歴史の変遷を辿りながら考察を行ってきたが、結論として日本企業はバブル経済以前の日本的経営とされた相互依存関係、日本的慣行習慣、排除的市場、緩い企業情報公開という慣習の中で許されてきた低収益経営と歴史的に訣別し、バブル経済崩壊後の「失われた10年」を経て現在企業価値創出のための株主価値重視経営へと脱皮を図る過渡期にあると思われる。

これまでバブル経済崩壊後の企業業績低迷や不祥事続発を機に、産業界や学会などで議論が起こり会社法制定（05年）など法規制の整備も進んだが、現在までに企業経営の質そのものが目に見えて改善されたかという話は別のように思われる。これまでのガバナンス改革は社外取締役導入、企業の内部統制構築など制度論に重点が置かれてきた感がある。日本では株主利益を最優先する米国流のやり方をベースとしたガバナンス制度の取り入れ中心に据えた結果、これら改革が空回りしている印象が企業側に蔓延している。歴史や商習慣の違いを考慮せず、ただ単に外国（主に米国）の制度を取り入れても浸透し難く、その効果は限定的と考えられる。更に、世界を覆うかに思われた様々な米国型システムも08年の米国に端を発する金融危機以降、企業業績との関連が明確でなく、必ずしも有効とは言えないのではないか。

また、日本の上場企業向けにその実務運用が09年度決算期から始まった金融商品取引法に

よる企業の内部統制整備は、その整備にかかる費用と作業量が企業経理部門を中心に企業を物心両面から疲弊させ、企業内に官僚制度を広め経営から柔軟性を奪うのではとの懸念の声が産業界から上がっているのも事実である。筆者の企業でも内部統制整備に費やした費用は収益を一部圧迫し利益は減少したが、内部統制整備によりその分を取り戻せたかというところと現在までのところ否と回答せざるを得ない。それでは、企業として将来に向け企業価値創出の経営を行っていくにはどうすればよいか、コーポレート・ガバナンスと企業財務の関係から考えてみたい。

前述したように、株主重視の経営に転換した日本の上場企業は資本市場に向けたアカウンタビリティを果たすための情報開示に注力すべきと考えられる。上場企業の経営者と投資家（特に株主）との日常対話の場は資本市場である。投資家は日々の株価形成より経営者の行動を評価し、一方経営者は投資家からの適正な評価を受けるために様々な情報提供をしなければならない。経営者が提供する法定開示の情報として会社法や金融商品取引法で定められている開示があるが、これは必要最低限の情報であり、それだけで経営者と投資家の対話が円滑になるわけではなく、IR活動を通じ日常的に法定開示以上の情報を提供していくことが望ましいと考えられる。投資家との日常的な対話は、思いがけない事象が生じた場合に投資家の意思決定にも影響を及ぼすことが考えられる。例えば、敵対的M&Aや投資ファンドの株主提案が具現化してから慌てて投資家に働きかけても手遅れである⁽²⁸⁾。現在筆者は上場企業の最高財務責任者として資本市場を介して投資家に対する情報開示を担っており、最後にその経験から情報開示で特に注力している点を述べてみたい。まず、企業情報の「適時開示」を行うことである。これは企業として重要な意思決定を行った後、可及的速やかに正確な情報開示を行っている。第二に、過去から現在までの業績分析を業績数字に意味を持たせ、将来考え得るリスクやそれへの対応などネガティブな情報も含め積極的に開示している。第三に、経営者の現在の株価に対する客観的な評価や企業価値に関するメッセージなども積極的に開示しており、可能な限り情報の非対称性のギャップを極小化するように努めている。

4. 2 今後の研究課題

最後に今後のコーポレート・ガバナンスの課題を最近の動向と合わせて述べてみたい。

まず、内部統制制度については、その整備に費やしたコストに対して実施2年目を迎える今期以降、業務の正確性や効率性などその成果がどうか、またそれが企業の株価に反映されるのか、換言すれば企業価値にどのような影響を与えるかを今後の研究課題としたい。更に、10年3月期より任意適用可能となっている国際会計基準への移行についても、利益概念や財務諸表の作り方など従来の日本の会計基準との相違点も多く、今後国際会計基準とのコンバージェンスの動向を注視し日本企業のコーポレート・ガバナンスにどのような影響を与えてい

くのかを上記内部統制制度と併せて研究課題としたい。

〔注記〕

- (注1) 〔菊澤2004a〕 114頁、〔田村2002a〕 76－8頁
- (注2) 〔菊澤2004b〕 114－8頁、〔田村2002b〕 84－5頁
- (注3) 〔田村2002c〕 85－92頁
- (注4) 〔田村2002d〕 92－4頁、114－27頁
- (注5) 〔菊澤2004c〕 30－1頁
- (注6) 〔菊澤2004d〕 31頁、〔田村2002e〕 7－8頁
- (注7) 〔田村2002f〕 156－61頁
- (注8) 〔田村2002g〕 161－71頁
- (注9) 〔菊澤2004e〕 32頁、〔田村2002h〕 186－7頁
- (注10) 〔経済財政白書 平成20年度a〕 136頁
- (注11) 銀行等保有株制限法2004年9月末施行。銀行に対し01年11月から2004年9月までを猶予期間とし、保有株の保有比率を自己資本比率の100%水準まで低下させた。
- (注12) 日本経済新聞 2010年6月19日
- (注13) 〔経済財政白書 平成20年度b〕 106頁
- (注14) 例えば〔亀田・高川2002〕 6－12頁
- (注15) 〔中村2001〕「ROAの長期低下傾向とそのミクロ構造」調査より
- (注16) 〔経済財政白書 平成18年度a〕 164頁
- (注17) 〔井出・高橋2009a〕 358－9頁
- (注18) 多角化は業績変動リスクを小さくする利点があるが、90年代のような経済の長期低迷に直面するとむしろ多数の事業が不況に晒され本業の足を引っ張る可能性が増大することなどが指摘されている。
- (注19) 〔経済財政白書 平成20年度c〕 117頁
- (注20) 〔砂川2004〕 85－6頁
- (注21) 〔井出・高橋2009b〕 34頁
- (注22) 〔経済財政白書 平成18年度b〕 164頁
- (注23) 〔経済財政白書 平成18年度c〕 140頁
- (注24) 〔経済財政白書 平成18年度d〕 143頁
- (注25) 〔砂川・川北・杉浦2008〕 158－9頁
- (注26) 日本経済新聞 2010年7月5日
- (注27) 完全市場とは税金や倒産がなく、投資家や経営者が企業について全く同じ情報を持ち、

その情報を元に合理的に行動する市場のこと。

(注28)〔砂川・川北・杉浦2008〕15頁

参考文献

- 光定洋介『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』、産業能率大学紀要、2005年
- 菊澤研宗『比較コーポレート・ガバナンス論：組織の経済学アプローチ』、有斐閣、2004年
- 田村達也『コーポレート・ガバナンス：日本企業再生への道』、中央公論新社〈中公新書〉、2002年
- 内閣府『経済財政白書 平成20年度版』、2008年
- 内閣府『経済財政白書 平成18年度版』、2006年
- 亀田制作・高川泉『ROAの国際比較分析－わが国企業の資本収益率に関する考察』、Working Paper 03-11 日本銀行調査統計局、2003年
- 中村純一『ROAの長期低下傾向とそのミクロ的構造－企業間格差と経営戦略』調査30号、日本政策投資銀行、2001年
- 井出正介・高橋文郎『ビジネスゼミナール経営財務入門（第4版）』、日本経済新聞出版社、2009年
- 砂川伸幸『コーポレート・ファイナンス入門』、日本経済新聞出版社〈日経文庫〉、2004年
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳『日本企業のコーポレートファイナンス』、日本経済新聞出版社、2008年
- 井出正介『不均衡発展の60年 低収益経営システムの盛衰と新時代の幕開け』、東洋経済新報社、2005年