

新興企業とコーポレート・ガバナンス
～オーナー系上場ベンチャー企業からの考察～

Listed upstart ventures and The Corporate Governance:
Consideration from Venture company of listed owner

2011年 9月

田中 彰夫 Akio Tanaka

倉田 洋 Hiroshi Kurata

新興企業とコーポレート・ガバナンス
～オーナー系上場ベンチャー企業からの考察～

Listed upstart ventures and The Corporate Governance:
Consideration from Venture company of listed owner

田中 彰夫

Akio Tanaka

倉田 洋

Hiroshi Kurata

Abstract

A president who already has his own company often manages a venture business listed on a new stock market like the Tokyo Stock Exchange Mothers. This can't restraint the president in terms of public and private matters. Eventually, these venture businesses face problems on the corporate governance. In this paper, the writers observe the problems and then propose remedial measures on how to control such businesses.

1. 序論

1. 1 研究の背景

ここ数年、企業の経営不祥事が頻発したのは記憶に新しいところである。もちろん各々の問題背景には夫々の事情があるが、その根底にある問題としては、東証マザーズなど新興市場に上場する新興企業では、特にその未熟さ故に本来企業が備えるべきコーポレート・ガバナンス（以下、ガバナンス）機能の欠如という問題があることは否定できない。ガバナンスが機能せず、企業経営に適切なチェック機能が働かなくなったが故に、企業の不祥事が頻発しているという側面が強い。

これまでに、ITベンチャー企業など新興企業は、2000年初頭のネットバブル崩壊以来今日

まで企業不祥事が続発し、そもそもガバナンス能力が低いという点が世間に認知されている。一般にIT企業を含め新興企業は、技術やビジネスのアイデアは優れていても、それを事業化し成功へ導くノウハウやガバナンス能力は乏しいケースが多い。

かつてネットバブル最盛期には、ガバナンス能力のチェックを行うことなしに、安易な投資を行う風潮が横行し、結果的にそうした能力に乏しい企業は事業の失敗や伸び悩みなどリビングデッド状態に陥り、ネットバブルが崩壊したという過去があった。これは、つまるところ新興企業に対して、適切なガバナンスの仕組みが働いていなかったことが、ネットバブルを生み、それを助長し果てはネットバブル崩壊への一因となった可能性を否定できない。

ここに挙げたIT企業をはじめとする新興企業のガバナンスの欠如という問題は、銀行など金融機関が新興企業に対する適切な与信および投資判断能力を有していないことと深く関わっている。従来の担保主義のもとでは、銀行はさしたる資産を持たない新興企業に積極的な融資を行うことはできず、銀行自体に新興企業を発掘して育成していくという発想やノウハウもなかった。

唯一、ベンチャー企業を発掘して育成していく機能をもったベンチャーキャピタルも最近まで銀行を中心とした金融機関系ベンチャーキャピタルが主流を占め、横並びでの投資を行っているケースが少なくなかった。つまり、ベンチャー企業を育成するためにリスクテイクして投資を行う傍ら、そのベンチャー企業の経営を監視し、事業を成功に導いていく役割を果たす存在が日本には、殆ど存在していなかったと言える。

以上より新興企業に対しても、リスクテイクをして投資し経営を監視する機能が日本の金融システムには欠落しており、それがガバナンスの空白をもたらしたと言えるのではないか。また、これらの新興企業は、後述するが新興市場上場後もその企業の代表者が株式の過半を保有しているオーナー経営者でもあるケースが多く、企業の所有と経営が未分離なままというケースが少なくない。これは新興企業における古くて新しい問題とも言え、このようなオーナー系上場ベンチャー企業にどのようにガバナンスを効かせていくかが、これからの新興企業が健全に成長していく上での問題といえる。

本稿では、先の「コーポレート・ガバナンスと企業財務」（田中・倉田2010）を更に進め、今般は上記のオーナー系上場ベンチャー企業にフォーカスし、こうした企業に見られる問題を今後いかに企業の成長と共に克服し、ガバナンス能力を高められるかという問題、換言すればこれら企業のガバナンスの空白を埋めるものは何かについて考えていきたい。

なお、筆者は自ら起業したベンチャー企業が、その後成長を辿り東証マザーズ市場への上場へ至った経験と、最近まで同じく東証マザーズに上場するIT企業の最高財務責任者（CFO）を務めていた経験があり、本稿では新興企業内側の経験も織り交ぜながら、進めたいと考えている。

1. 2 研究の目的

本稿の構成は、まず我が国の新興市場について成り立ちの経緯やそこに上場する企業の特徴を調査し、近年オーナー系上場ベンチャー企業でガバナンス機能の欠如から起きた不祥事に関しその背景や原因を分析し、次に新興市場のオーナー系上場ベンチャー企業が直面するガバナンス上の問題や最近増加している新興企業のプライベート化について考察した上で、今後のオーナー系上場ベンチャー企業の新たなガバナンスの枠組みの可能性を論究したい。

なお、ここで本稿の中で使用するいくつかの単語について定義しておく。

新興市場に上場しているベンチャー企業については「新興企業」とし、また新興企業に含まれるが、創業者など支配株主を兼ねる経営者が経営する企業を「オーナー系上場ベンチャー企業」として、敢えて新興企業とは区別した。更に、オーナー系上場ベンチャー企業の経営者を「オーナー経営者」として、一般的な意味で使われる経営者とは区別した。

2. 我が国の新興市場について

2. 1 新興市場の歴史

新興市場とは、業歴の浅い企業やベンチャー企業が上場できる株式市場のことであり、新しく起業したばかりの若い会社が成長するための事業資金を必要とした場合、株式市場に上場し、それを可能にするために創設された市場である。

90年代前半から2000年代前半にかけて、我が国は「第3次ベンチャーブーム」と呼ばれ、インターネットの普及と共に多くのITを中心とするベンチャー企業が生まれた。中でもそのピークは99年であり、赤字であってもこれらのITベンチャー企業に成長資金の道を開こうと、同年11月には東京証券取引所（以下、東証）に東証マザーズ⁽¹⁾が開設され、続いて2000年6月にはナスダック・ジャパン市場⁽²⁾も大阪証券取引所（以下、大証）に設立された。新規に株式を公開した企業数は2000年の204社をピークに、毎年120社以上の株式上場が2007年まで続いたが、2006年のライブドア事件⁽³⁾を契機にベンチャー企業、特にIT企業への信用や期待が揺らぎ、ここ3年間は2008年49社、2009年19社、2010年22社とピーク時の10%程度まで減少している。

その間、2002年12月にはナスダック・ジャパン市場は利用の伸び悩みを理由に撤退、その後を大証が引き継ぎヘラクレスが発足し、更に大証は2008年12月にジャスダック市場をその傘下に置き、2010年10月にヘラクレスと統合し新ジャスダックとしてスタートし今日に至っている。

99年の新興市場発足以来これまで約10年間でライブドア事件以外にも不祥事が相次ぎ、投資家は不信感を強め新興市場への資金は細まっているのが現状である。この状況を重く見た金融庁は2010年12月に新成長戦略の金融分野における行動計画⁽⁴⁾に、新興市場の建て直しを大

きな柱として盛り込んでいる。

2. 2 新興市場の特徴

次に新興市場の特徴について見ていきたい。

新しく起業したばかりの若い会社が、株式市場からの資金調達を計画した場合、株式市場に上場する必要があるが、しかし、現行の東証や大証の証券取引所の第1部・第2部の上場基準では、設立して間もない企業にとって財務基準や社内体制などで審査基準に満たない場合が多く、新興市場ではこれを解決するために上場審査基準を緩和し、新しく起業した若い会社でも、株式を発行して事業資金など投資家からの資金調達を可能とした。

従って、新興市場に上場するのは、近年めざましく発達してきたIT関連・携帯電話関連・バイオテクノロジー関連の企業が多いのが特徴である。

また、企業サイドから見ていくと、通常創業者やその関係者がその企業の株式の大半を保有して起業し、その後新興市場への上場や公募増資などを経て株主や資本構成は多様化していくと考えられるが、実際には上場後も新興企業は創業者が経営者として経営を進めていくケースが多く、企業の所有と経営が未分離のままなのが現状である。次節で見ていくが、所有と経営が未分離のまま、つまりガバナンスが機能せず企業オーナーがやりたいことがある程度できてしまう（株主総会決議や内部統制、M&Aなどの投資など）状況にあり、ここにこれまで新興市場における不祥事が頻発した原因の一端があるのではないかと考えられる。

ここで、東証マザーズに上場している全ての企業179社（2010年12月15日現在）について、その株式保有がどうなっているかを分析してみると、以下の表2-1のようになる。なお、この分析を行うにあたり創業者およびその一族関係者が株式を保有している場合を「オーナー系」とし、「親会社」である法人が子会社株式を保有しているケースとは分けて調査した。

その結果、持株比率と経営支配権の関係（表2-2参照）から分かるとおり、持株比率が全体の2/3以上と、株主総会決議での絶対的な経営支配権を保有している企業は18社（10.1%）あり、その内オーナー系企業は8社（4.5%）あることが分かった。

更に持株比率が1/2以上（～2/3未満）で普通決議の可決権を有する企業が40社、その内オーナー系企業は23社（12.8%）あり、持株比率が2/3以上の企業と合わせると58社（32.4%）、オーナー系企業は31社（17.3%）となっている。

加えて、最低でも拒否権の持てる持株比率1/3以上（33.4%～50%未満）を見てみると40社（22.3%）、その内オーナー系企業は26社（14.5%）となっている。

以上より株主総会決議で一定の影響力（拒否権など）を行使できる持株比率である1/3以上の株式を保有するマザーズ企業は98社とマザーズ企業全体の54.7%を占め、その内オーナー企業は57社あり、全体の1/3弱にあたる31.8%を占めることがわかった。

これは直言するなら、東証マザーズに上場している企業の実に半数以上が、オーナー系企業に限っても約1/3の企業がある程度やりたいことができ、オーナー経営者は外部から牽制を受けることなく経営を行える状況にあると言える。

これを踏まえ、次節では経営者が中心となって起こした最近の不祥事について見ていきたい。

表2-1 東証マザーズ企業における大株主の割合

株式保有割合	オーナー系 (社)	割合	累計	親会社 (社)	割合	累計	合計 (社)	割合	累計
2/3以上 (66.7%以上)	8	4.5%	4.5%	10	5.6%	5.6%	18	10.1%	10.1%
1/2以上 (50%～66.7%未満)	23	12.8%	17.3%	17	9.5%	15.1%	40	22.3%	32.4%
1/3以上 (33.4%～50%未満)	26	14.5%	31.8%	14	7.8%	22.9%	40	22.3%	54.7%
～30%	6	3.4%	35.2%	0	0.0%	22.9%	6	3.4%	58.1%
～20%	25	14.0%	49.2%	2	1.1%	24.0%	27	15.1%	73.2%
～10%	24	13.4%	62.6%	0	0.0%	24.0%	24	13.4%	86.6%
10%未満	24	13.4%	76.0%	0	0.0%	24.0%	24	13.4%	100.0%
合計	136	76.0%		43	24.0%		179	100.0%	

備考 1) 2010年12月15日現在の東証マザーズ上場企業を対象に調査
2) 各社直近提出の有価証券報告書より筆者作成

表2-2 持株比率と経営支配権の関係

持株比率	株主の権利と義務
1株～	計算書類・取締役会議事録の閲覧権等
1%～	株主総会決議提案権
3%～	株主総会召集請求権 取締役・監査役解任請求権 帳簿閲覧権 検査薬選任請求権
10%～	会社解散請求権
15～20%	当該企業が15～20%の株式を所有する会社については、関連会社として連結財務諸表を持分法により作成する義務がある(影響力基準を考慮)
1/4超	株式相互持合による議決権の制限
1/3超 ⁽⁵⁾	株主総会での特別決議を否決可能(所謂「拒否権」の発動)
1/2超 ⁽⁶⁾	株主総会で普通決議を行うことができる(取締役の選任・解任・監査役の選任、計算書類の承認等)
2/3超 ⁽⁷⁾	株主総会で特別決議を行うことができる(監査役の解任、定款変更、資本の減少、重要な事業譲渡、減資、合併、株式交換、株式移転、会社分割、会社解散、有利発行による第三者割当増資等)

筆者作成

2. 3 近年に新興市場で経営者が起こした不祥事

2000年初頭にネットバブルが崩壊し、近年IT系新興企業を中心に再編や整理淘汰が進んでいるが、2000年前後1～2年は新興企業にとって追い風が吹いた時代であり、一方でその後オーナー経営者のガバナンス能力の欠如が原因と考えられる企業不祥事が多発し、現在まで同様の不祥事が後を絶たないでいる。

ネットバブル崩壊後は経営危機期に瀕する新興企業が頻発し、我が国での新興企業が発展する土壌は依然として脆弱なことが明白となった。

ここで近年、新興企業のガバナンス欠如が原因と考えられる企業不祥事の事例をあげると以下の表のとおりである。

表2-3 近年の新興企業の経営者主導による不祥事

社名	時期	市場	不祥事の内容とその後
メディア・リンクス	2004年3月	ヘラクレス	架空取引、循環取引、社長逮捕→上場廃止
アクセス	2005年3月	ジャスダック	循環取引など不適切取引→監理ポスト割り当て
アドテックス	2005年12月	ヘラクレス	民事再生中に元暴力団が経営参加→破産
アイ・エックス・アイ	2007年1月	ヘラクレス	架空取引、民事再生法申請→上場廃止
サンライズ・テクノロジー	2007年5月	ヘラクレス	循環取引、適時開示規則違反の繰返し→上場廃止
サイバーファーム	2007年9月	ヘラクレス	循環取引、有価証券報告書提出遅延→破産
オーベン(旧 ICF)	2008年3月	マザーズ	架空取引、金商法違反(偽計)で刑事告発→倒産
ニイウスコー	2008年4月	マザーズ	架空取引、民事再生法申請→上場廃止
YOZAN	2008年4月	ジャスダック	架空および循環取引
オー・エイチ・ティー	2008年4月	マザーズ	架空取引、不正会計、民事再生法申請→上場廃止
リミックスポイント	2010年5月	マザーズ	架空取引
エフオーアイ	2010年5月	マザーズ	架空取引→上場廃止
アクロディア	2010年8月	マザーズ	架空および循環取引

※市場は当時のもの

筆者作成

2. 4 不祥事の背景とその原因

上記の表2-3からわかるように、不祥事を起こしたオーナー系上場ベンチャー企業に共通していることは架空取引や循環取引といった社内でのチェック体制に問題があってもそれをチェックする機能がなく、トップ自らが業績をよく見せるため粉飾決算を主導していることである。これらの企業の中には新興市場への上場を果たしたものの、未熟なビジネスモデルや、市場が期待したほどは成長せずにビジネス自体の変更を余儀なくされた企業など枚挙に暇がない。これは東証マザーズなど新興市場ができる前には、上場へ向けての準備期間として上場を目指す企業は証券会社と二人三脚で準備期間を含め数年かけてビジネスモデルを強固な

ものとし、社内のガバナンス体制も整えた上で上場していたが、99年以降の新興市場の登場で、上場までのスピードを重視するものに方向転換したことで、それまではベンチャー企業に対し銀行を中心に間接金融によるガバナンスがなされ、企業オーナーに対しても牽制が働いていたが、株式市場からの直接調達が可能になったことから、金融機関のガバナンスがなくなる一方で、それを補完するガバナンス能力を高めるような仕組みが欠如していたことが原因として考えられる。

3. 新興企業とコーポレート・ガバナンス

3. 1 新興企業のコーポレート・ガバナンスの現状

ここでは、新興企業のコーポレート・ガバナンスの現状について見ていきたい。前節で見たとおり、主に新興市場を舞台に頻発している上場会社の不祥事（不正な会計処理や法令違反など）は、一部の新興企業を経営する経営者の証券市場に上場する責任者としての規範（ディシプリン）の欠如に問題があるのではないかと考えられる。

会社を経営する限り、顧客や取引先あるいは従業員などのステークホルダーとの良好な関係を築き上げなければ、経営が成り立ち得ないが、しかし、その関係性の構築には、未公開会社と上場会社ではかなり状況が異なる。即ち、上場会社は不特定多数の投資家が、流動的に資金提供者（株主）として経営に参加することが前提であり、よって不特定多数の投資家（潜在的な投資家も含む）が、色々な面で公平な扱いを受けられる仕組が求められる。この公平性とは、換言すれば、経営の透明性であり、これを確保するには上場会社の経営者として、会社を「社会の公器」としての経営や経営を監視する「株主」を重視した経営を意識することが不可欠となる。

これをガバナンスの観点から見ていくと、新興市場に上場する会社の特徴として前節で述べたとおり、上場後も新興企業は創業者が経営者として経営を進めていくケースが散見され、企業の所有と経営が未分離のまま経営陣を身内で固める、親族による世襲などの所謂「オーナー経営」が継続されている。これは、東証マザーズ市場など新興企業向け市場が開設されたことにより、小規模な会社でも比較的短期間で上場会社になることが可能となった一方で、小規模な会社ではオーナー経営の問題が残されたまま上場後にそのマイナス面（経営者の独走や資質に欠ける親族による世襲など）が表面化し、経営を悪化させてしまうなど、最終的にはオーナー経営者の資質に依拠するところに辿りつくケースもあり、本来上場会社では所有と経営が分離されているとの前提を踏まえるとオーナー経営者個人の資質のみに依存することは、上場企業として制度的な安定性を欠くこととなり問題が残る。

東証による新興企業の経営者を対象とするアンケート（2006年11月実施）⁽⁸⁾においても、自社の株式を過半数以上保有している経営者の約70%が、経営者一族が世襲することや一族

で役員を固めることは好ましくないと回答しており、一方で個人投資家のアンケート結果でも、経営者の世襲については問題視する意見が多く、更に「公器」であるはずの上場会社において、オーナーが過半数以上の株式をいつまでも保有し続けること自体、ガバナンスが機能し難く、問題であるとの意見も出ている。

これらによって経営者および投資家両サイドともに新興企業における「オーナー経営」は好ましくあらざるものと考えられており、これを是正していくためには上場会社としての持続性を高めるような牽制機能が有効に働く経営体制となっているのか、また、その体制によって上場会社としての説明責任を果たし得るのかなどの視点から経営体制を構築することが重要視される。更に、順次オーナーの持株比率を下げていき、多様な株主構成とすることで資本の論理によってガバナンス効果を高めることも不可欠であると考ええる。

ここで、最近の東証の新興市場活性化の取り組みを紹介しておきたい。

東証ではマザーズの上場規則を変更し、来春（2012年春）にも上場後に成長の止まった企業には早期の上場廃止を求め、マザーズ企業を含めた上場企業の新陳代謝を促し、市場の活性化につなげたいとしている。東証マザーズ上場基準の変更点は以下の表のとおりである。

表3-1 東証マザーズ上場基準の変更点

	現行ルール	変更点
上場廃止基準	上場時期に関わらず一律に適用	上場後一定期間経過した企業 本則（東証1、2部）と同じルールを適用
時価総額基準	9ヶ月連続で5億円未満	対象企業は「9ヶ月連続で10億円未満」

2010年12月16日付日経新聞を基に筆者作成

現在のルールでは、時価総額5億円未満が9ヶ月続けば上場廃止となるが、新たなルールでは、上場後ある程度の期間が経過した企業についてはこれを10億円未満に引き上げ、業績が長期低迷している企業には退場を促すものである。現行でも10社程度が新たな上場廃止基準に抵触するようであり、ガバナンス能力に疑問のある上場企業に対し、当制度が経営者への牽制として機能することを期待したい。

3. 2 新興企業のコーポレート・ガバナンスの問題点

オーナー経営者は、現行の企業を取り巻く諸制度から見れば、株主総会で自らの地位を否決されることもなく、外部からの牽制を受けることのない絶対的な立場にあると言っても過言ではない状況にある。

それでは、どのような問題点が現行の諸制度では考えられるのか、以下に列挙してみたい。

①オーナー経営者の暴走

内部昇格者が殆どの取締役や監査役が占める取締役会で、経営トップの暴走を取締役や監査役が抑える事はできない。

また、オーナー経営者が取締役や監査役を選抜し、取締役会の運営も主導するのはオーナー経営者に対する牽制は機能していない

②オーナー経営者の保身

隠蔽行動へのチェック機能が働かず、企業不祥事対策自体が形骸化している可能性がある。また、それに伴いオーナー経営者が自らの企業をどのように規律するかという問題である内部統制に関しても機能していない可能性がある。

③取締役会機能の曖昧さ

取締役会は業務執行の役割と責任を分担する社内役員で構成されている場合が殆どであるが、取締役会は業務執行の当事者であり、かつ自らの監督者であるという矛盾が存在する。一方で、業務執行の中心にあるオーナー経営者（代表取締役）を、それ以外の取締役で構成する取締役会で監督統治が可能なのか疑問があり、取締役会形骸化の懸念が残る。

④無借金企業が多く、メインバンクによる経営介入などの統制が効かない

過度の現預金の保有はオーナー経営者を甘やかし、収益の期待できない投資やM&Aを進めさせることにもつながる

⑤少数株主の保護とオーナー経営者の支配株主による権限濫用の防止

上場（新興）企業では、仮にオーナー経営者一族が過半数以上の持株を保有していたとしても、必ずしも利害が一致しない株主や多数の投資家（潜在的な株主を含む）が存在しており、オーナー経営者の公私混同的な行動が株主の理解を得られることは絶対になく、少数株主の保護が不可欠なものとなる。

⑥情報開示における情報の非対称性の問題

前述した東証の経営者向けアンケートによると情報開示やIRに関して問題視される代表的な行動は、「業績修正理由の説明が曖昧であったり不明確であったりする」、「短期間のうちに業績修正を頻繁に繰り返す」、「業績の下方修正を速やかに公表しない」、「業績が良い時だけ積極的にIRを行なう」、「実証性を欠いた夢だけ語るようなIRを行なう」などがあり、投資家から情報の非対称性の問題が指摘されている。

3. 3 上場企業のプライベート化

ここ数年見られる傾向として、上場企業のMBO^⑨によるプライベート化が進んでいる。プ

プライベート化が増加する背景には、株式市場の長期低迷で株主の目が厳しさを増していることや、上場企業に義務付けられている内部統制報告関連の事務作業量増加や監査法人への支払増加、上場企業としてのIR活動など上場維持コストが企業収益を圧迫しており、費用対効果で考えた場合にコストに見合わないと判断していると考えられる。一方で、低金利政策で市中銀行から低利融資を受けやすく、株式市場から資本調達する意味合いが薄れていることや大型の設備投資もなく資金調達ニーズも薄れていることも理由として挙げられる。

また、その他にプライベート化の理由として、戦略上重要な情報を意思決定がされた計画段階で株主に開示（適時開示ルール⁽¹⁰⁾）せねばならず、競合他社に早い段階で情報が伝わってしまうなど、事業戦略に支障を来すという理由を挙げている企業や、四半期決算制度が近視眼的なものとなり経営者にも余裕を無くさせ長期的視点での経営を困難にし、最終的に投資家の利益になっているか疑問に感じ「長期的な企業価値の最大化」を使命として、プライベート化に踏み切った企業もある。これらの状況を、オーナー経営者が「自分の会社」という気分が抜け切っていないとして短絡的に論じるのではなく、現行の内部統制制度や証券取引所による情報開示制度が投資家にとって利益となっているか論じる必要性を示唆していると考ええる。

なお、最近の上場企業のプライベート化の例は以下の通りである。

表3-2 最近の主な上場企業プライベート化の動き

時期	会社名	業種	市場	企業プライベート化の内容
2005 年	ワールド	アパレル	東証1部	経営陣による株式買収
2006 年	すかいらーく	外食	東証1部	経営陣による株式買収
2007 年	ツバキ・ナカシマ サンスター	鋼球製造	東証1部	経営陣による株式買収
		日用品製造	大証1部	経営陣および従業員による株式買収
2008 年	オークネット	中古車販売	東証1部	経営陣による株式買収
	全教研	教育関連	福証	経営陣による株式買収
	三笠製薬	医薬品	ジャスダック	経営陣による株式買収
2009 年	北陸ミサワホーム	住宅事業	ジャスダック	経営者の出資会社による株式買収
	オオゼキ	食品スーパー	東証2部	経営者の資産運用会社が株式買収
2010 年	VSN	技術者派遣	ジャスダック	経営陣による株式買収
	幻冬舎	出版社	ジャスダック	経営者の出資会社による株式買収
	コンビ	ベビー用品	東証1部	創業家による株式買収
	サザビリーリーグ	雑貨店運営	ジャスダック	経営陣の出資会社による株式買収
	東京美装興業	ビル管理	東証2部	経営陣の出資会社による株式買収
	日清医療食品	給食	ジャスダック	創業家による株式買収
2011 年	CCC	複合量販店	東証1部	経営陣による株式買収（発表ベース）
	アートコーポレーション	運送業	東証1部	経営陣による株式買収（発表ベース）

筆者作成

3. 4 新興企業のコーポレート・ガバナンスの改善への取り組みについて

これまでみてきたように根本的には、ガバナンス能力を積極的に高めるような仕組みが、新興企業に対する従来のガバナンス制度では、不足または機能していなかったという事実は見逃せない。現行のガバナンス制度は、東証1部に上場するような大企業を対象に整備されたものであり、そこに企業としての成熟度や財政状況も異なる新興企業を上場企業というだけで同じルールを適用したことに無理が生じたのではないか。

ここでは、前節の問題点を踏まえ新興企業の多くを占めるオーナー系上場ベンチャー企業に対してどのようなガバナンスによる対応策があるか考えてみたい。

まず、定性的に考えるならオーナー経営者自らが、良好な企業風土づくりに積極的に取り組むことが挙げられるが、直言すればオーナー経営者にこれは期待できない。なぜなら、自分の経験からも言えるが、オーナー経営者には上場会社になっても、会社は自分のものであるという感覚が容易に抜け切れないからである。

次に、東証など証券取引所が前年度より、一般株主の保護を目的に独立役員の導入を上場企業に課しているが、これも導入されたばかりの制度であり、独立役員がいればガバナンスが優れているという形式論に陥らないように、むしろその成果をチェックしていく必要があるであろう。

筆者としてはオーナー経営者へのガバナンス強化への取組みは必然的なかたち、即ち政府や証券取引所の制度化による運用が必要であると考え。以下に制度的取組みを列挙し説明したい。

①少数株主権の強化

オーナー経営者の企業の所有と経営の未分離や株式の集中所有から少数株主の権利がお座なりにされており、少数株主権の強化（株主提案権、代表訴訟提起要件、取締役・監査役解任請求権など各権利行使条件の緩和）を進め、オーナー経営者への牽制を強化する。

②監査役会の権限強化

監査役会が代表取締役や取締役に対して不適格と判断した場合、株主総会に解任を提案できる権限（独立性および機能性）を付与すべきである。

③企業経営の透明性向上の強化

事業報告による情報開示強化策として投資に対する結果の公表を義務化すべきである。従来、M&Aや新規事業進出などは取組み時にその内容が開示されるが、その後の経過や成果報告は企業の任意となっており、オーナー経営者の好みなどで行った収益の期待できないM&Aや投資を進め、失敗した場合でも明るみにならず、株主に情報が与えられない情報の非対称性の問題が存在する。これを解消するために有価証券報告書等で定期的な投資結

果報告を義務付け、杜撰な投資を行わないようにオーナー経営者への牽制を効かせることが望まれる。

また、3.2の⑥で情報の非対称性の問題点を指摘しているが、その解決策として具体的には、「正確」な情報を「タイムリー」かつ「丁寧」に提供していく真摯な努力を続けるという当たり前のことしかない」と筆者の経営者としての経験からも考えるが、真摯に続けていくことで、経験によるノウハウの蓄積も進み、市場（＝投資家）と良好な関係を循環的に作り出すことが期待できる。

④資本市場からの退場ルールの厳格運営

3. 1で述べたとおり、東証では今春を目処にマザーズ企業に対する上場廃止ルールを厳格化および強化し、業績が長期低迷している企業の退場を促すことを計画しており、ガバナンス能力に疑問のあるオーナー経営者に対する牽制となることが期待される。

⑤株式保有の一定割合以上に対する課税の強化

現在、国内法人である特定同族会社（一族の持株比率が50%超）が一定の限度金額を超えて所得を社内に留保した場合、その限度額を超えた留保所得に対して10～20%の税率で課税される留保金課税制度があるが、税率を強化して同族が保有する株式の分散化を促進させる。

4. まとめ

4. 1 結論

以上、新興企業とりわけオーナー系上場ベンチャー企業のガバナンスについて考察を行ってきたが、結論としてオーナー系上場ベンチャー企業では企業の所有と経営が未分離なため株主による経営の監視は機能せず、一方でオーナー経営者自らにそれを求めるのは会社へ対する思いから脱しきれない場合もあり、なかなか難しいと考えられる。そこで、外部からの統制、即ち制度化によるオーナー経営者に対する牽制を進めるのが適当ではないかと考える。前節でも述べたとおり、①少数株主権の強化 ②監査役会の権限強化 ③企業経営の透明性向上の強化 ④資本市場からの退場ルールの厳格運営 ⑤株式保有の一定割合以上に対する課税強化による株式の分散化 を提言したいと考える。

本稿中で紹介したとおり、東証のアンケートでもオーナー経営者の意見として「公器」であるはずの上場会社にあつて、オーナー経営者が過半数以上の株式をいつまでも保有し続けることは、ガバナンスが機能し難く問題視しているが、解決にはなまじ着手できないのが本音であろう。この状況を打破するには、政府や証券取引所が主導権を取って制度化により必然的に進めるのが良いと思われる。先のJ-SOX制度導入に見られるとおり、新興企業を含めた上場企業は迅速に内部統制体制を構築し、現在までに滞りなく運営している。これらの経験

も踏まえ、新興企業は社会の「公器」として、優れたガバナンスの確立のためのポテンシャルを有しており、今後の努力を期待したいと考える。

4. 2 今後の研究課題

最後に、今後の新興企業におけるコーポレート・ガバナンスの課題について述べてみたい。まず、新興市場の活性化策が証券取引所や金融庁より打ち出されており、①今後株式市場から入退場する企業 ②独立役員導入による取締役会の活性化 ③今後の新興市場におけるオーナー経営者のあり方 ④今後のMBOへの証券取引所の対応 などの各動向を引き続き探求、考察し研究課題としたい。

〔注記〕

(注1) 99年11月に東証に創設された市場。マザーズは、Market of the high-growth and emerging stocks の頭文字から取ったもの。

(注2) ナスダック (NASDAQ) は、全米証券業協会が運営する店頭株市場のこと。ナスダックジャパンはナスダック日本版の証券市場であり、2000年5月に大証に開設した。

(注3) ライブドアの2004年9月期年度決算報告として提出された有価証券報告書に虚偽の内容を掲載したとする疑いが持たれ、法人としての同社とライブドアマーケティングおよび同社の当時の取締役らが起訴されている事件。

(注4) 金融庁「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」
平成22年12月7日発表

(注5) 1/3超で最低でも拒否権が持てる

オーナー一族の持株比率は最低でも1/3超を保有していれば、株主総会の特別決議の拒否権を持てるため、敵対的買収等に対抗できる最低限の持株比率となる。

(注6) 1/2超で普通決議の可決権

オーナー一族で、持株比率1/2超を確保すると、取締役の選任・解任、監査役の選任、計算書類（決算書等）の承認等の普通決議の可決権が得られる。

(注7) 2/3超で絶対的な経営支配権

オーナー一族で議決権の2/3超を保有すれば、他に特別決議の拒否権を有する株主が存在せず、株主総会での絶対的な経営支配権を握る。例えば、監査役の解任、重要な事業譲渡、合併、会社解散、会社分割、有利発行による第三者割当増資等が特別決議で可能となる。

(注8) 新興企業経営者が市場を利用する上での倫理観等に関するアンケート調査結果より抜粋。(2006年12月28日 (株)東京証券取引所発表)

(注9) MBO (マネジメント・バイアウト、経営陣買収) とは、会社の経営陣が株主より自社

株式を譲り受けたり、或いは事業部門トップが当該事業部門の事業譲渡を受けたりすることで、文字通りオーナー経営者として独立する行為のこと。

(注10) 適時開示とは、公正な株価等の形成および投資者保護を目的とする、証券取引所に上場した「上場会社」が義務付けられている「重要な会社情報の開示」のことをいう。なお、適時開示が求められる会社情報とは、投資者の投資判断に重要な影響を与える会社の業務、運営又は業績等に関する情報のことをいう。

〔参考文献〕

- 田中彰夫・倉田洋『コーポレート・ガバナンスと企業財務』、産業能率大学紀要、2010年
(株)東京証券取引所『新興企業経営者が市場を利用する上での倫理観等に関するアンケート調査』、2006年12月28日発表
門脇徹雄『上場ベンチャー企業の粉飾・不正会計・失敗事例から学ぶ』、中央経済社、2008年
佐々木秀次『公器の上場戦略』、ダイヤモンド社、2009年
吉村典久『日本のガバナンス（神話と実態）』、NTT出版、2007年