

新興企業の統治構造と企業パフォーマンス
～オーナーシップからの考察～

The Structure of the Corporate Governance and the Corporate
Performance in Listed Upstart Ventures:
A Study from a Firm Ownership Structure

2012年 9月

倉田 洋 Hiroshi Kurata

新興企業の統治構造と企業パフォーマンス
～オーナーシップからの考察～

The Structure of the Corporate Governance and the Corporate
Performance in Listed Upstart Ventures:
A Study from a Firm Ownership Structure

倉田 洋
Hiroshi Kurata

Abstract

Studying ROA and the structures of equity ownership of 174 firms in the Tokyo Stock Exchange Mothers, I find possible relations between ROA and the structure of equity ownership. I also find possible similar relations between PBR and a firm ownership. Based on these relations, I discuss how to have the practical ownership of listed upstart ventures and their corporate governance.

1. 序論

1. 1 研究の背景

昨年秋以降、企業不祥事が頻発しているのは記憶に新しいところであり、企業統治を巡る議論が活発になっている。これまで一定規模の企業を対象に会社法は内部統制体制の構築を求め、金融商品取引法は上場企業に対し内部統制報告書の作成を義務付け、2000年以降日本では企業統治に関する株式市場や投資家に対する信頼関係の確立が不可欠との観点から、これまで不断の取組が行われてきた。しかし、企業不祥事は一向に減少する兆しはなく、これまでの規制のみに頼った企業統治の強化では限界が来ているという疑問を呈さざるを得ない。一方、筆者は昨年、社長が株式の過半を保有する新興企業の株主総会に出席した際、目にした違和感のある光景が今でも忘れられない。それは高い業績は残しているものの、過去に億

単位で買収した子会社企業の業績が思わしくないため、他社へ殆ど無きに等しい価格でその子会社を売却したことへの説明が淡々となされ、それに対する株主からの質疑応答も経営責任を問うことなく紋切型の表面的なものに止まったもので、唯一経営を監視することが出来る株主総会でさえ、その監視能力には限界があると感じたことである。とりわけ新興企業ではこの企業に見られるような、社長が株式の過半を保有する企業が存在し、企業の所有と経営が未分離のままで企業統治に課題を残している状況にある。しかしながら、このように企業統治に課題を残すような経営と所有が未分離の新興企業でも、高い業績を残している企業が存在することも事実である。

筆者は先の論文（「新興企業とコーポレート・企業統治～オーナー系上場ベンチャー企業からの考察～」（田中・倉田2011））で「新興企業とりわけオーナー企業の企業統治についてオーナ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しないが、他方で所有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、外部からの統制、即ち制度化による所有経営者に対する牽制を進めるのが適当ではないか」と結論したことに関する研究を進め、実際に新興企業の経営成果と企業支配構造の関係性について、更には前述したように制度や規制のみに頼り、手詰まり感が出て来ているこれまでの企業統治方法、殊にその所有と経営が未分離である状態の企業が存在する新興企業において、今後の在り方を論じたいと考える。

なお、筆者は自ら起業したベンチャー企業が、その後成長を辿り新興市場である東証マザーズ市場へ上場に至った経験と、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を務めていた経験があり、本稿では新興企業経営者として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、まず我が国の新興企業の株式保有構造の実態など企業支配状況を調査する。次に、企業パフォーマンス（以下、パフォーマンス）との関係性について各企業のROAを指標として調査し、更にPBRを基に企業価値との関係について調べ、これら新興企業の経営者の支配状況とパフォーマンスおよび企業価値の関係性を分析し、最後に新興企業における株式保有オーナーシップ（以下、オーナーシップ）と企業統治構造の関係、中でも特に新興企業で高い業績を残している企業のオーナーシップと企業統治にどのような関係があるのか考察し、今後の新興企業のパフォーマンスを高める新たな企業統治の枠組みの可能性を論じたいと考える。

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企業については「新興企業」とし、中でも創業者やその一族などが株式の50%以上

を有している新興企業の経営者を「所有経営者」として、一般的な意味で使われる経営者とは区別し、経営所有者が経営する新興企業を本稿中では「オーナー企業」とした。

2. 新興企業とオーナーシップの関係

2. 1 新興企業の株式保有構造の実態

まず、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。

1999年11月に東京証券取引所（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、その後の紆余曲折を経て現在までに新興市場と呼べる市場は、主に東証マザーズ、大証のジャスダック市場（2010年10月に旧ジャスダックとヘラクレスが統合）、アンビシャス（札幌証券取引所）、セントレックス（名古屋証券取引所）、Q-Broad（福岡証券取引所）が挙げられる。

これら、新興市場に上場する企業は、現行の東証や大証の第1部・第2部の上場基準に比べて上場審査基準を緩和していることから、比較的業歴の浅い若い企業が多く、近年めざましく発達してきたIT・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。

これらを踏まえ、新興企業の株式保有構造の実態をみたものが、以下の表2-1である。なお、ここでの実際の新興企業の分析に当っては、東証マザーズ（上場174社、2011年12月時点、上場廃止予定企業除く）に上場する企業のデータを使い、株式保有割合については、所有経営者やその一族および役員持株などを含め企業を支配する少数特定者⁽³⁾の持株比率を使い分析した。

表2-1 東証マザーズ企業における株式保有割合

株式保有割合 (少数特定者)	東証マザーズ上場	
	上場企業数	割合
50%以上	135社	77.6%
50%未満	39社	22.4%
合計	174社	100%

備考 1) 各社直近提出の有価証券報告書より筆者作成

表2-1より東証マザーズに上場する新興企業の実に75%以上の企業が所有経営者やその一族などの支配株主により50%以上の株式を保有し、株主総会も支配できる状況（表2-2参照）にあることが分かる。そもそも新興企業がこのような株式保有状況にあるのは、創業者として所有経営者や関係者がその企業の株式の大半を保有して起業した後、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、新興企業ではオーナーシップによる経営が行われている企業が多いと言える。

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 ⁽⁴⁾	株主総会での特別決議を否決可能（いわゆる「拒否権」の発動）
1/2超 ⁽⁵⁾	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 ⁽⁶⁾	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）

2. 2 新興企業のオーナーシップとパフォーマンスの関係

次に、これらオーナーシップにより経営されている企業とパフォーマンスについて見ていきたい。前節で調査した東証マザーズ企業についてのパフォーマンスを見るため、各企業の直近決算期におけるROA（総資産利益率＝当期利益／総資産）と株式保有割合をまとめたものが以下の図表である。

図2-1では、ROA とこれまでに述べた東証マザーズ企業の株式保有割合の関係を散布図としてまとめたものであるが、同図中の傾向値として $Y = 0.21354X - 15.409$ という公式が示すとおり ROA と株式保有比率の関係は正の相関関係傾向が見られる、即ち株式保有割合が高い企業ほどパフォーマンスを示す ROA も高くなる傾向にあることが分かる。

図2-1 株式保有割合と東証マザーズ企業（174社）の ROA

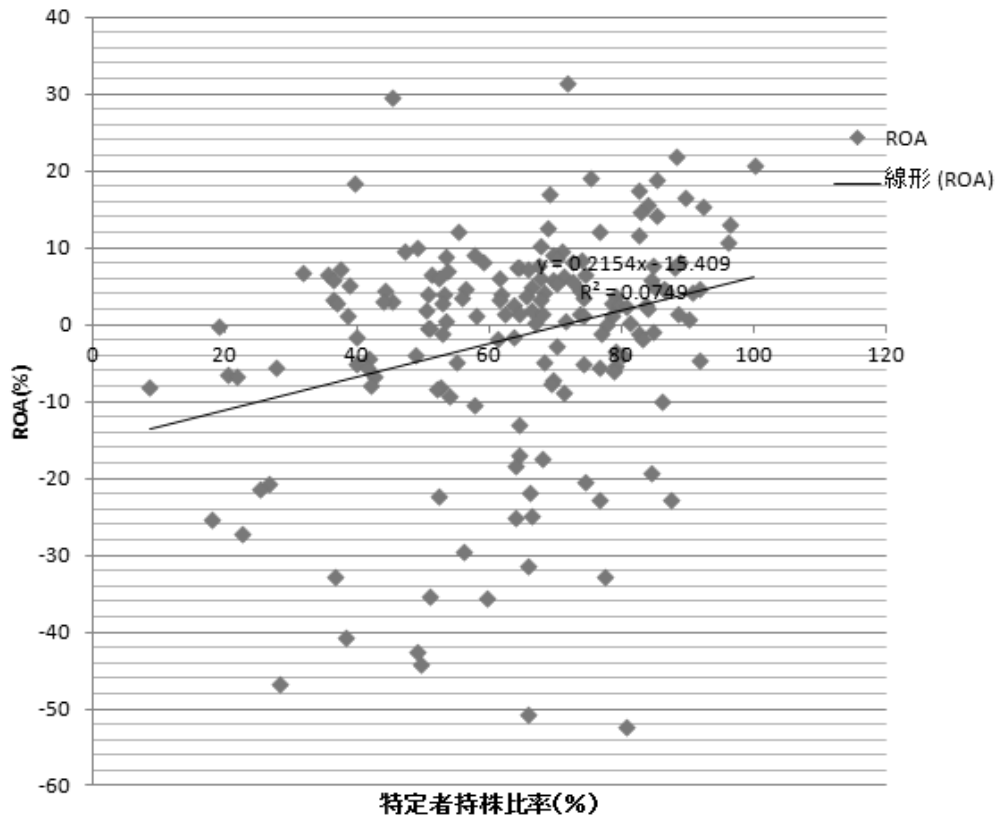


表2-3 株式保有割合と東証マザーズ企業（174社）のパフォーマンス

	直近決算期				企業数合計
	ROA0%未満	ROA 0～5%未満	ROA 5～10%未満	ROA 10%以上	
株式保有割合50%以上	(赤字) 48社 35.6% 27.6%	42社 31.1% 23.9%	26社 19.3% 14.9%	19社 14.0% 11.2%	135社 100% 77.6% (全体に占める割合)
株式保有割合50%未満	(赤字) 24社 61.5% 13.8%	6社 15.3% 3.4%	7社 17.9% 4.0%	2社 5.3% 1.2%	39社 100% 22.4% (全体に占める割合)

これらより、東証マザーズに上場している株式保有割合が50%以上の135社に注目して分析してみると、株式保有率50%以上の企業のうちROA5%以上の企業が全体の25%以上（26.1%、45社（＝16社＋29社））を占めており、更にROA10%以上の企業は19社、14%を占める割合になっていることが分かる。従来、所有と経営が未分離の状況下では、経営の監視がされず所有経営者がやりたい放題の状況を生み出し、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とする意見もある。しかし、これらはあくまでも一部の低パフォーマンス企業の話であり、株式保有率50%以上の所有経営者の下で高業績を残している企業が一定数存在し、逆に株式保有率50%未満の企業では高業績を残している企業は限定的かつ、赤字企業が過半を占める傾向にあることが分かる。この結果だけは断定的なことは言えないが、高い株式保有率によるオーナーシップが、企業の所有と経営の利害を一致させ、高いパフォーマンスを生み出していることを示唆しているとも言える。

2. 3 新興企業のオーナーシップと企業価値の関係

更に、オーナーシップと企業価値の関係について、同様に東証マザーズ企業のデータをもとに見ていきたい。前節同様に企業価値を見る指標としてPBR（株価純資産倍率＝株価/1株当たり純資産）を使って、株式保有割合との関係を見たものが以下の図2-2である。

同図では、同図中の傾向値として $Y=0.0075X+1.5305$ という公式が示すとおりPBRと株式保有比率の関係は、既に述べたROAとの関係に比べ幾分緩やかではあるものの、ここでも正の相関関係傾向が見られ、株式保有割合が高い企業ほどPBRの高くなる傾向にあることが分かる。

図2-2 株式保有割合と東証マザーズ企業（154社）のPBR

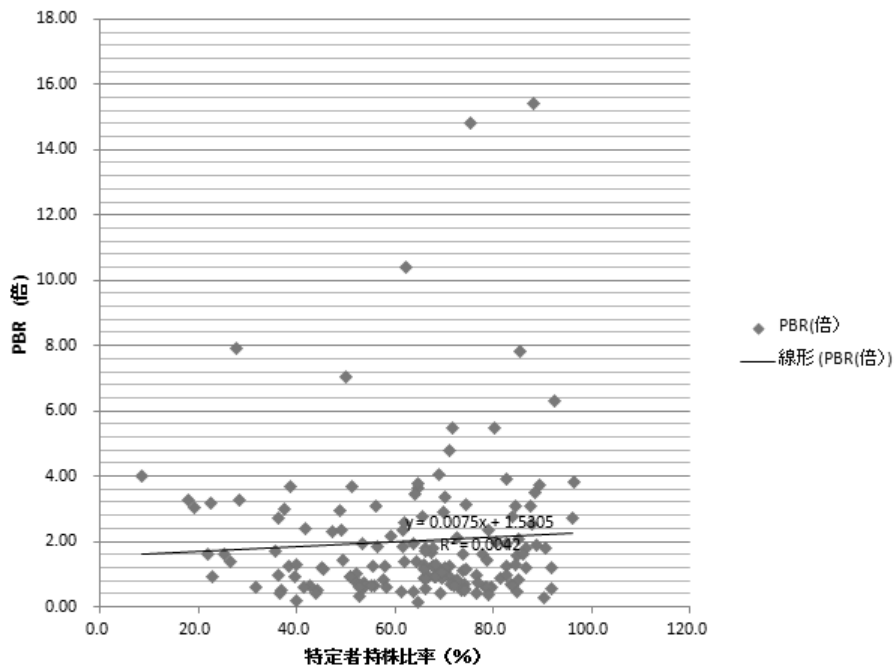


表2-4 株式保有割合と東証マザーズ企業（154社）のパフォーマンスと企業価値

	直近決算期								企業数合計
	PBR								
株 式 保 有 割 合 50 % 以 上	1倍未満	1倍以上	1倍未満	1倍以上	1倍未満	1倍以上	1倍未満	1倍以上	120社 100%
	赤字		ROA 0～5%未満		ROA 5～10%未満		ROA 10%以上		
	36社 30.0%		40社 33.3%		26社 21.7%		18社 15.0%		
	19社	17社	22社	18社	6社	20社	0社	18社	
	15.8%	14.2%	18.3%	15.0%	5.0%	16.7%	0.0%	15.0%	
	12.3%	11.0%	14.3%	11.7%	3.9%	13.0%	0.0%	11.7%	
									77.9% (全体に占める割合)
株 式 保 有 割 合 50 % 未 満	赤字		ROA 0～5%未満		ROA 5～10%未満		ROA 10%以上		34社 100%
	19社 55.9%		6社 17.6%		7社 20.6%		2社 5.9%		
	10社	9社	4社	2社	1社	6社	1社	1社	
	29.4%	26.5%	11.8%	5.9%	2.9%	17.6%	2.9%	2.9%	
	6.6%	5.9%	2.6%	1.3%	0.6%	3.9%	0.6%	0.6%	

表2-4は、これまでと同様に東証マザーズに上場している企業154社について、株式保有割合とPBRの関係を、表2-3で行ったROAの水準毎に分類された企業に当てはめて分析したものである。なお、表2-3で行った企業数174社より20社減少し154社となっているのは、監査法人監査で「企業の継続性」などに疑義注記をされた企業20社を不適とし、除いたことによるものである。

これらより、オーナーシップ（株式保有割合50%以上）が高く、ROA10%以上の高いパフォーマンスを上げている企業は、PBR1倍以上となっており、相応に評価されている傾向があることがわかる。加えてROAが5～10%未満にある企業もほぼ同様の傾向にあることが分かる。

一方、株式保有の状況に関係なく赤字企業およびROAが0～5%未満にある低パフォーマンス企業では、PBRも概して低い傾向（PBR1倍未満 55社、全体の35.7%）にあることがわかる。

更に、新興企業におけるオーナーシップと高パフォーマンスおよび企業価値の関係をみるため、表2-4で株式保有割合50%以上およびROA5%以上（表2-4の上段右側に分類されている26社および18社、計44社、）のオーナー企業に注目して、PBRを細分し分類したものが、表2-5である。

表2-5 ROA5%以上の東証マザーズ企業（44社）のPBR詳細分析

株 式 保 有 割 合 50 % 以 上	直近決算期								企業数合計
	PBR								
	1倍未満	1～3倍	3～5倍	5倍以上	1倍未満	1～3倍	3～5倍	5倍以上	44社
	ROA 5～10%未満 26社				ROA 10%以上 18社				
	6社	14社	6社	0社	0社	9社	4社	5社	
	13.6%	31.8%	13.6%	0.0%	0.0%	20.5%	9.1%	11.4%	
3.9%	9.1%	3.9%	0.0%	0.0%	5.8%	2.6%	3.2%	28.6% (全体に占める割合)	

これらをみると、まずROA5～10%の企業では、26社中PBR1～3倍が14社、同3～5倍も6社とパフォーマンスに応じた企業価値評価傾向が見て取れる。ROA10%以上の企業では、更にこの傾向が強まり、PBRが3倍以上となっている企業が18社中9社と半分を占め、その中でもPBRが5倍以上となっている企業も5社あり、株式市場から企業価値も高い評価を得ていることがわかる。

前節のパフォーマンス分析との傾向と考え合せると、新興企業では創業時からその企業を

率い、企業の強みや弱みを一番分かっている所有経営者によるオーナーシップ経営が所有と経営の利害を一致させ、高いパフォーマンス結果を生み出す傾向にあることがわかる。

それでは、これらを前提に所有経営者が高いパフォーマンスを残している実態を踏まえて、新興企業の実践的な企業統治はどうあるべきか、次章で考えていくこととしたい。

3. 新興企業の統治構造とオーナーシップ

3. 1 新興企業の企業統治の現状

まず、新興企業の企業統治の現状について見ていきたい。これまで、主に新興市場を舞台に頻発している不祥事（粉飾決算や法令違反など）は、はじめから不正ありきの一部経営者の上場企業責任者としての自覚や規律の欠如に問題があったと考えることもできる。

企業経営を行う限り、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構築しなければ経営は成り立たないが、その関係性の構築には、上場企業と非上場企業とではかなり状況を異にする。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、よって潜在的投資家を含む不特定多数の投資家が、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企業の経営者として、企業を「社会の公器」としての経営を意識することが不可欠となる。

これを企業統治の観点から見ていくと、企業の特徴としてこれまで見たとおり、上場後も創業者が所有経営者として経営を行う場合が多く、所有と経営が未分離のまま経営陣を身内で固める「オーナーシップ経営」が継続されているケースが見られるが、昨今の市場主義に立った企業の所有と経営の分離を是とする企業統治の観点からは、問題ありと言える。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と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（経営者の暴走や能力不足など）が表面化し、経営を悪化させてしまうなど、最終的には所有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、所有経営者個人への経営に対する資質の依存と、上場企業として制度的な整合性をどうしていくか問題を残す部分であると言える。

加えて、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）⁽⁷⁾でも、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いる。更に個人投資家のアンケート結果でも、「公器」であるはずの上場企業にあって、所有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自体、企業統治が機能し難く、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「オーナーシップ経営」は好ましから

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永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所有と経営を分離した経営体制を構築することが、従来の市場主義的な観点から言えば求めて止まないところと言える。しかし、順次所有経営者の持株比率を下げていき、多様な株主構成に改めることが、オーナー企業の企業統治効果を高めることにつながると果たして言えるのか、次節では新興企業の統治構造を見ていきたい。

3. 2 新興企業の統治構造

繰り返しになるが、新興企業におけるオーナー企業は、所有と経営が未分離のままとなっており、東証1部上場企業などに代表される大企業とは異なる特徴を有し、所有と経営の分離を是とする市場主義からの企業統治のあり方とは、現実的には趣を異とするものとなっている。

典型的なのは企業統治の違いで、一般的にオーナー企業は、所有経営者の強いリーダーシップを背景に、意思決定が迅速で大きな事業リスクも取りやすいといった優位性を持つ。しかし、まさにその裏返しとして、所有経営者が経営判断を誤った場合には、これを軌道修正するための企業統治機能が弱く、特に一般株主等を通じた外部企業統治が働きにくいという弱点がある。その弱点を補うために、所有経営者は自らを規律する企業内部ルールや牽制や監視の仕組、即ち内部での企業統治構造を強化する必要があると考えられる。

ところで、所有経営者は、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、外部からの牽制や監視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。ここで近年、新興企業の所有経営者の企業統治能力の欠如が原因と考えられる企業不祥事の例を挙げると以下の表のとおりである。

表3-1 近年の新興企業の所有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、偽計取引→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
日本産業ホールディングス	2011 年 11 月	札幌アンビシャス	有価証券報告書虚偽記載、架空取引
セラータムテクノロジー	2012 年 2 月	ジャスダック	偽計取引、社長・経営陣逮捕→上場廃止

※市場は当時のもの

これらはオーナー企業の負の部分が顕著に露呈した企業統治の弱点であり、これまでの不祥事を踏まえて、まずここに問題点を見出すことは出来ないかと考えた結果、以下のような問題点を列挙したい。

①所有経営者の暴走

上場企業全般に当てはまるが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、特にオーナー企業において所有経営者の暴走を、所有経営者に選抜され配下にあるイエスマンの取締役や監査役が抑える事は非常に困難と考えられる。また、所有経営者が配下にこれらのイエスマンの取締役や監査役置いた上で、取締役会の運営も所有経営者が主導するのでは、所有経営者に対する牽制および監視も殊更に機能しない。

②所有経営者の保身

仮に、所有経営者の隠蔽行動があっても、①のような配下にイエスマンが占める取締役会ではチェック機能が働かず、企業不祥事対策自体が形骸化する可能性を内在する。更に、それに伴い所有経営者が「自らの企業をどのように規律するか」という内部統制に関しても、所有経営者の思いのままに経営や負の内部統制がなされる可能性を否定できない。

③取締役会機能の曖昧さ

本来上場企業では、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多いが、業務執行の中心にある所有経営者（代表取締役）を、ここでもそれ以外の①にあるようなイエスマン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であり、ここでも取締役会自体の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

特にオーナー企業が無借金経営である場合、過度の現預金の保有はメインバンクなど金融機関によるモニタリングを期待することが出来ず、所有経営者を甘やかし、場合によっては所有経営者の公私混同的な収益の期待できない投資や M&A を助長させることにつながる。

⑤少数株主の保護と所有経営者の支配株主による権限濫用の防止

新興企業では、所有経営者が過半数以上の持株を保有していたとしても、利害が一致しない少数株主や潜在的な株主を含む投資家が存在しており、所有経営者の公私混同的な企業運営や投資行動などがこれら少数株主や投資家の理解を得られることは非現実的であり、これら少数株主保護の問題が存在する。

⑥情報開示における情報の非対称性の問題

東証が行った新興企業経営者を対象とした経営者向けアンケートによると、情報の適時開示⁽⁸⁾やIRに関して上場企業として問題視される代表的な行動として、「業績修正理由の説明が曖昧であり不明確である」、「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」などが挙げられている。特に問題として、オーナー企業で所有経営者の意図的な隠蔽行動がなされた場合には、これまで述べてきた問題に輪を掛けて所有経営者への統制が効かないことが予想され、そうでない他の企業と比べて一層の投資家との情報の非対称性の問題が生じることが想像に難くない。しかし、適時開示制度をこれ以上厳格化したとしても、一方でこれらの制度厳格化を嫌う上場企業の離反（非上場化）を促すことにもなりかねず、今後課題を残す部分と言える。

3. 3 所有経営者視点からの企業統治

ここで立場を変えて、所有経営者視点からの企業統治を考えて見たい。前節に挙げたような企業統治の問題点は残しているものの、本稿2章の新興企業のパフォーマンスの結果にあるとおり、高業績を残しているオーナー企業が存在していることも事実である。新興企業というところまで表3-1に見られるような、所有経営者に関連した不祥事を起こした例が多いことから、内部統制が未整備と短絡的に考えがちであるが、他方でしっかりと経営が行われ、高い業績を残している企業が多数存在する事実を理論的に説明するのであれば、企業統治への影響として、Jensen と Meckling が指摘した企業内部の経営者による株式所有は外部株主との利害の一致（アライメント効果⁽⁹⁾）により企業価値が高まるというメリットがあり、これで説明できると考えられる。翻って、Stulz は、アライメントの高まりとともに企業価値最大化と所有経営者自身の目的が乖離し、外部からの規律付けに対する防御（エントレンチメント効果⁽¹⁰⁾）行動が現れるデメリットを指摘している。

しかし、これらに加えて上記のエントレンチメントを避ける定性的要素を、高業績を残しているオーナー企業に見出せないか、所有経営者の視点から探ってみた。

まず、その特徴としてオーナー企業の意味決定の責任の所在が、所有経営者にあることが明確であり、そこに使命感が生まれる。それ故に、問題が発生したときの責任の所在も明確

である。換言すれば決めるべき人は所有経営者であり、責任を取るべき人も所有経営者である。ここが所謂サラリーマン経営者が経営する企業が問題を起こした場合に、責任の所在が不明確になりがちなのと大きな違いである。一方で、オーナー企業が企業統治上、高いパフォーマンスを示す場合が多いのは、所有経営者の大株主としての権利も行使するし、経営にも口を出す資本家に率いられると考えることもできる。ここに現実には即した形で実践的企業統治がなされ、その結果として高いパフォーマンスが実現されていると言えるのではないだろうか。

それでは、オーナー企業を実践的に統治するものとして何が必要であるか考えてみると、それは前節で述べたように「規律」として考える。一般的に上場企業に対する規律というと、まず資本市場からの規律、つまり株式市場の評価が頭に浮かぶが、株式市場が直接的に所有経営者を監視することには無理がある。長期に渡り高い業績を残す企業になるには、経営者や従業員に使命感や倫理観といったお金以外の規律が作用して企業を統治していくことが重要である。加えて、この「規律」とは、「企業文化」とも言い換えられるのではないか。この場合の企業文化とは、所有経営者が中心となって社内に醸成させた行動規範であり、個々の従業員の判断の拠り所となる企業内の非公式な価値観ともいえる。この企業文化、言い換えれば行動規範を経営者や従業員への自己規律というレベルまで昇華させることで、所有と経営は未分離であっても所有経営者は自身に対する自己統治を可能にするのではないだろうか。つまり、高いパフォーマンスを残している新興企業では安易に制度による統治にすぎらず、所有経営者自身が自己統治、即ち規律と使命感を持って実践的な企業統治を果たし、それが結果として高いパフォーマンスにつながっているのではないかと考えられる。

3. 4 新興企業の企業統治の取り組みについて

最後に、新興企業の企業統治の取組について見て行きたい。まず、現行の企業統治制度は、東証1部に上場しているような大企業を対象に整備されたものであり、そこに企業として成熟度や財務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限界が生じているのではないだろうか。これは法制度による企業統治の限界を示唆しているものと考えたい。法制度はその画一性や最大公約数的な性格上、個別の企業の置かれている個々の経営状況には適応ができない。株式所有構造の分散化が進み浮動株主が過半数を占める大企業と、所有経営者が経営する新興企業とでは、企業統治のやり方は異なるのが当然である。更に、企業統治は企業規模や発展段階、業種などにも影響されるし、小規模で急成長を続けている新興企業や技術革新が日進月歩である業種の新興企業と、成熟段階にある大企業とで考えても、企業統治は異なるはずであろうし、将来の日本企業全体の永続的な発展を考えるなら、別のものとして存在させるべきと考える。

それでは、前節を踏まえ新興企業の多くを占めるオーナー企業に対して、どのような実践

的な企業統治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所有経営者自らが、前述したとおり自律性のある企業文化の構築に積極的に取り組むことを期待したい。法制化による内部統制体制を含め企業統治に関するハード面の構築はこれまでで十分であり、今後はソフト面での優れた企業文化の醸成や倫理観に裏打ちされた人材の育成や教育に期待したい。

次に、行政当局や東証など証券取引所は最近の大企業の不祥事を踏まえ、上場企業に対して社外取締役全面的導入の義務化を検討しているが、果たしてどこまで効果をあげられるのか疑問が残る。

筆者としてはオーナー企業への今後の企業統治に対する取組みとして、上記以外の制度として、先に東証がマザーズ企業に対し時価総額基準の引下げにより上場廃止基準を厳格化し、業績が長期低迷している新興企業を早期に退場させることになったが、これが所有経営者に対する牽制として機能することを期待したい。

4. まとめ

4. 1 結論

以上、新興企業の統治構造とパフォーマンスについて考察を行ってきたが、結論としてオーナー企業ではパフォーマンス（ROA、PBR）は、そうでない新興企業に比べて高く、これは企業の所有と経営の未分離が企業運営の利害を一致させ、アライメント効果を生み出しているからだと考える。一方、所有経営者による企業経営は、これまでの法制化に頼った企業統治だけでは不十分であり、規律を重視した企業文化を企業の成長に合わせて企業内に醸成し、自律的な企業統治を行っていくべきであると考ええる。

本稿中で紹介したとおり、東証のアンケートでも所有経営者の意見として「公器」であるはずの上場会社であって、所有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好ましくないとしているが、企業経営を考えた場合、企業の所有と経営の分離は容易に進まないのが現実であろう。翻って、これらの企業が高業績を残していることを考えるなら、現実を踏まえた上で新興企業の企業統制体制を法律でこれ以上締め付けるのではなく、企業実態に合わせた形で柔軟に所有経営者に統制させることが今後必要不可欠と考える。すでに、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滞りなく運営しており、ハード面での構築は整ったと見るのが妥当であろう。今後は倫理観に裏打ちされた企業人材の育成などソフト面における自己統治強化に、新興企業の自助努力と行政当局および証券取引所のバックアップを期待したいと考える。

4. 2 今後の研究課題

最後に、今後の新興企業の統治構造とパフォーマンスの課題について述べてみたい。新興企業にオーナー企業が多いことの特徴を踏まえ、①ジャスダックや地方証券取引所の新興企業を加えた株式所有実態の調査 ②今回調査した以外のパフォーマンス指標（設備投資額、事業の多様性など）との関係性の調査 ③高パフォーマンスの新興企業の特徴に関する調査などを引き続き研究課題としたい。

〔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）大株主上位10名および役員などの特別利害関係者のこと

（注4）1/3超で最低でも拒否権が持てる

所有経営者（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5）1/2超で普通決議の可決権

所有経営者（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6）2/3超で絶対的な経営支配権

所有経営者（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7）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8）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「上場企業」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。

（注9）アライメントとは提携という意味であり、経営者の株式保有が経営者（エージェント）と株主（プリンシパル）の利害対立を緩和することを指している。

（注10）エントレンチメントとは塹壕で固めた陣地という意味であり、経営者が議決権を持つ

ことにより、その地位が安泰になることを指している。

〔参考文献〕

佐久間信夫『企業支配と企業統治』、白桃書房、2003年

田中彰夫・倉田洋『新興企業とコーポレート・ガバナンス』、産業能率大学紀要、2011年

手島宣之『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス』、白桃書房、2004年

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

新原浩朗『日本の優秀企業研究』、日本経済新聞社、2003年

平田光弘『経営者自己統治論』、中央経済社、2008年

Jensen.M.C. and W.H.Meckling, Theory of firm : Management Behavior, Agency Costs, and
Ownership Structure, Journal of Finance Economics, Vol.3, No4, 1976, pp.305-360

Sturz,R.M. (1988) : Management control of voting rights : financial policies and the market for
Corporate Control, Journal of Finance Economics, Vol.20, No1-2, 1988, pp.25-54