

優良新興企業と企業統治
～所有経営者への規律づけの考察～

Excellent Listed Upstart Ventures and the Corporate Governance:
A Study from Equity Ownership Discipline

2013年 2月

倉田 洋 Hiroshi Kurata

優良新興企業と企業統治
～所有経営者への規律づけの考察～

Excellent Listed Upstart Ventures and the Corporate Governance:
A Study from Equity Ownership Discipline

倉田 洋
Hiroshi Kurata

Abstract

Studying 19 excellent listed upstart ventures of equity ownership among 174 firms in the Tokyo Stock Exchange Mothers, I investigate the high performance factors. I also find possible equity ownership discipline in the high performance factors.

1. 序論

1. 1 研究の背景

最近のオリンパスや大王製紙に見られる経営不祥事やMBOなど自ら株式非公開化を選択する上場企業が多く見られるが、これらの現象が意味するものとして2000年以降に入って上場企業が取り組んできた法制化を伴う内部統制強化など企業統治制度の仕組みがなかなか効果を発揮しないばかりか、米国追随の制度自体に疑問を抱かざるを得ない時期に来ているのではないかと最近考えるようになった。

そこで、筆者は先の論文（「新興企業の統治構造と企業パフォーマンス」（倉田2012））で新興企業^①の統治構造と企業パフォーマンスをオーナーシップの観点から調べた折に、オーナー企業で高い業績を残している優良新興企業が存在することに気が付いた。そして、その際にこれらの優良企業の中に、筆者が自ら起業した企業と先年までCFO（最高財務責任者）を務めていたネット関連企業2社が含まれており、企業内容をよく知る者として公表されている情報に加えて、経営者としての観点を交えて調査研究をしてみたい衝動に駆られた。一般的に、

2012年9月18日 受理

オーナー企業と言うと、先般の大王製紙の不祥事に見られるように会社を私物化するなどネガティブに見てしまいがちである。しかし、実際のところ後段で述べるが、所有と経営が未分離のままの企業が多数存在する新興企業の中に、高い業績を上げている企業が存在している。これらの企業はどのような特性を持つのか、さらに企業統治、特に所有経営者への規律づけは何によってなされているのかについて、研究を進めることとした。

なお、上記で述べた論文に加え、先の論文（「新興企業とコーポレート・ガバナンス」（田中・倉田2011）および「上場企業と非上場化」（倉田2011））もベースとした上で論究していきたいと考えている。

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および、ROAによる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触れ、特に新興企業で高い業績を残している優良企業の特性について調査し、オーナー企業での所有と経営の非分離による経営について考察を行い、何が所有経営者に対する企業統治の規律づけとなっているかを論究したいと考える。

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%以上を保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. 優良新興企業の調査

2. 1 オーナー企業とパフォーマンスの関係

オーナー企業とパフォーマンスの関係として、東証マザーズ⁽²⁾（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、調査を行った前回調査（倉田2012）より抽出した支配株主の株式保有率50%以上かつROA10%以上の企業19社（以下、優良新興企業）についての企業データを調べたものが以下の表2-1である。

調査に当たっては、企業の基本データである「事業内容」「売上高」「経常利益」（同利益率）「期末預金残高」のほか、経営の安定性を示す経営指標である「自己資本比率」、および「無借金」（有利子負債がゼロ、または現金同等物が有利子負債を上回る実質無借金を無借金状態とした）であるか否か、本業の稼ぐ力を見る「営業キャッシュフロー」さらに自由に使うことが可能な「フリーキャッシュフロー」（FCF（＝営業キャッシュフロー－投資キャッシュフロー））、収益性を見る「ROA（総資本利益率）」の9つの要素とした。

以下にこれらに基づいた優良新興企業の企業データを示す。

表2-1 優良新興企業の企業データ

単位 百万円

	企業	事業内容	売上高	経常利益	営業利率	期末純利益	自己資本比率	無借金	FCF	ROA
1	A	ネット関連	2,704	1,012	37.4%	675	50.4%	○	223	31.5%
2	B	ネット関連	5,664	951	16.8%	721	51.3%	○	387	21.8%
3	C	ネット関連	637	217	34.1%	281	76.5%	○	46	28.1%
4	D	ネット関連	23,801	5,865	24.6%	10,039	56.7%	○	3,349	19.1%
5	E	ネット関連	3,263	1,594	48.3%	3,439	90.1%	○	932	18.8%
6	F	販売支援	37,572	3,237	8.6%	1,111	69.1%	○	-2,186	17.4%
7	G	航空会社	43,661	2,793	6.4%	16,412	64.3%	○	20,127	16.9%
8	H	ネット関連	2,675	640	23.9%	1,147	90.1%	○	503	16.5%
9	I	ネット関連	2,468	613	24.8%	1,032	55.5%	○	377	15.7%
10	J	ネット関連	1,193	95	8.0%	358	48.3%	○	62	15.3%
11	K	ネット関連	1,195	304	25.4%	829	90.2%	○	75	14.6%
12	L	ネット関連	2,968	595	20.0%	1,060	82.1%	○	34	14.1%
13	M	ネット関連	1,347	184	13.7%	173	65.5%	○	-52	13.1%
14	N	ネット関連	1,563	534	34.2%	1,379	76.5%	○	97	12.6%
15	O	ネット関連	9,462	372	3.9%	1,624	59.2%	○	177	12.1%
16	P	ネット関連	1,213	85	7.0%	1,144	81.3%	○	433	12.1%
17	Q	ネット関連	2,204	106	4.8%	549	67.0%	○	-211	10.9%
18	R	ネット関連	6,865	769	11.2%	2,018	70.2%	○	498	10.8%
19	S	ネット関連	2,374	418	17.6%	723	78.5%	○	150	10.2%

表2-1より、19社中17社をネット関連企業が占めており、19社すべてが自己資本比率50%を超えており、かつ無借金、フリーキャッシュフローは16社がプラスであり、収益性、安全性ともに高い企業が多数であることが分かる。ちなみに、株式保有率50%以上かつROA5%以上（10%未満）の企業26社は、ネット関連企業が14社と最も多く、次いで（ネット関連以外の）サービス業10社となっており、自己資本比率50%超の企業が16社、無借金企業が19社、フリーキャッシュフローは15社（いずれも26社中）がプラスとなっている。ここでもネット関連企業が半数を占め、加えて無借金企業も多数を占めることがわかる。これらの事実は何を意味するのか。

これらから考えられることは、ネットビジネスを背景に確固としたビジネスモデルを確立した企業が、高い自己資本比率を維持し、金融機関からの借入金もなく、潤沢な手許資金の下に高いパフォーマンスを上げている新興企業の姿が浮かび上がってくる。ここで、19社すべての企業が無借金経営でかつ潤沢な手許資金を有していることに注目し次の節では、この

関係について述べてみたい。

2. 2 優良新興企業と無借金経営の関係

ここでは、優良新興企業と無借金経営の関係について考えて見たい。新興企業の歴史的背景を考えて見ると、そもそも多くの新興企業は資金調達手段が多様化した2000年以降に創業しており、メインバンクとの関係が希薄であると言える。また、筆者の経験からも言えることだが、企業経営をする上で経営者ならば銀行借入をすると銀行からの経営に対する監視は不可避であり、大胆な投資や事業展開に横やりが入ることや、最悪の場合では銀行管理下に置かれる可能性もある。これらを極力避けたいと考えるのは当然のことであるし、加えて誤解を恐れずに述べるなら、銀行など金融機関との付き合いはメリットおよびデメリットを総合的に判断した場合、定期的な財務資料の提出など煩わしさの方が先に立つのではないか。銀行からの借入金がなければ、銀行に対して財務データを提供することもないし、預金協力や新金融商品の勧奨にも応じなくても経営に支障はない。

なお、ここで銀行による融資のメリットおよびデメリットを Rajan [1992]⁽³⁾ が分析しており、以下に述べる。

まず、銀行借入の特徴として、企業に対する監視機能が挙げられる。例えば、社債発行の場合、社債券保有者のように小さく分散した資金提供者よりも、銀行は企業の投資計画に関する情報を入手しやすく、非効率な投資計画ならば融資の実行を見合わせる事が出来るというものである。これに対し Rajan は、まさに銀行がその借入を通して経営への監視機能を強めることが、経営者の経営に対するインセンティブを削ぎ、パフォーマンスを低下させる可能性を指摘している。

これは、銀行が企業の投資計画に関して十分な情報を有しており、融資条件設定などでその投資から得られる収益について強い交渉力を持つことが可能であり、このため企業からみれば、投資から得られる収益を銀行に奪われてしまう可能性や、投資効率向上に向けた企業経営者の努力に対するインセンティブが削がれてしまうという議論である。

それ故に、アーリーステージのベンチャー企業ならいざ知らず、上場を果たし企業基盤も確立された新興企業にとっては、手許資金を背景に所有経営者が銀行借入を回避したとしても、ある程度それは納得のいく行動と言えるのではないか。

次に、資金調達を考える場合、ベッキングオーダー理論 (Myers [1984])⁽⁴⁾ を考慮する必要がある。この理論は企業が資金調達する場合に、増資や銀行借入れなどの外部資金よりもまず手許資金などの内部資金を優先し、そしてどうしても外部資金調達が必要な場合には、まず社債発行を優先し、次に転換社債発行を行い、最後の手段として株式による資金調達を行うというコーポレートファイナンス理論である。この理論は、外部投資家と経営者間の「情

報の非対称性]、すなわち企業業績見込みや事業リスクなどについて経営者が外部投資家より多くの情報を保持しているとして展開されるが、内部資金で資金調達する場合は、このような情報の非対称性という問題そのものがなくなる。この点は、企業経営者にとってみれば外部からの借入をせず自社で生み出したフリーキャッシュフローの範囲の中で経営を行なうという企業行動は、既に述べた優良新興企業すべてが無借金経営をしている事実と合致しているとも考えられ、所有経営者の銀行など外部からの借入を是としない経営姿勢が現れていると言えるかもしれない。

しかし、ここで問題なのは、自らが生み出したフリーキャッシュフローの範囲の中で、身の丈に合った経営活動を行っているかということである。換言すれば、所有経営者が高い株式保有率、即ち企業支配権を背景に好き勝手に企業を私物化しないような規律づけが、これらの優良新興企業に存在しているかである。これについて、次章で考えてみたい。

3. 優良新興企業の企業統治の現状

3. 1 新興企業と所有経営者

前章を踏まえ、新興企業の企業統治の現状について確認しておきたい。新興企業全般の特性としては、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散見されるが、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。しかし、これまで見てきたようにこれらの優良新興企業が高いパフォーマンスを上げているのも事実である。次に、これらの優良新興企業では、所有経営者が好き勝手な経営を行わないような規律づけが存在するのか、経営学上の諸問題などから考察したい。

3. 1. 1 エージェンシー理論

まず、エージェンシー理論から見て行きたい。これは、プリンシパル（雇い主、あるいは依頼人）と呼ばれる個人または組織が、自らの利益のために、エージェント（雇われた者、あるいは代理人）と呼ばれる他者に権限を委任する関係（エージェンシー関係）を考察するとき、プリンシパルはいかにしてエージェントを動機づけるかという理論である。

Aghion と Tirole [1997]⁵⁾ は、このプリンシパルとエージェントのエージェンシー間の関係で経営に対する自由度の権限の配分に関する問題を考察している。この論文は、一般的にプリンシパルとエージェントの関係を議論しているが、ここでは一例として、プリンシパルを資本家、エージェントを雇われ経営者と置き換えて考えてみたい。このときの投資案件を自由に選ぶことのできる権限を雇われ経営者（エージェント）に多く配分した場合、雇われ経営者には自己にとって有利な投資計画を選択してしまう可能性が発生し得る。その一方で、

資本家（プリンシパル）が雇われ経営者に対して収益に関しても取り分の自由度の権限を大きくした場合、雇われ経営者は選択対象の投資案件について、努力を重ねて各方面から投資案件に関する情報を収集し、真剣に投資案件を検討するインセンティブが高まる。結果として、メリットを享受するため雇われ経営者は質の良い投資案件を選択する可能性が高く、その結果として投資の成功の確率が高まり得ると考えられる。そして、雇われ経営者は自己へのメリットの大きさと投資案件の収益の大きさが互いに相関していれば、雇われ経営者にとって合理的な投資を選択する状況にあると言える。通常では、このようなことを資本家が容認するとは考えにくいオーナー経営者の場合、つまり資本家と経営者が一致する場合に関しては、このようなケースが成立し得ると考えられる。したがって、高い所有株式保有率を持って企業支配を行い資本家も兼ねる所有経営者にとっては、さらに投資計画を真剣に検討するインセンティブを与えることになり、企業が高いパフォーマンスを上げることは所有経営者にとっても資本家として両者の利害が一致することは自明であり、ここに非合理的な経営や投資判断が行われるという問題は発生しにくいと考えられる。

3. 1. 2 ホールドアップ問題

次にホールドアップ問題について見て行きたい。本論文におけるホールドアップ問題（岩井 [2003]）^⑥とは、株主と従業員間のものであり、これは株主権が強く株主が容易にその権利を行使できる状況にあれば、例え従業員が努力をした結果として企業の業績が向上したとしても、その利益が高配当の形で株主に分配されてしまえば、従業員は努力をして業績を向上させるインセンティブを失い、その結果高いパフォーマンスを残すことは困難となる。

特に、新興企業に多いネット関連企業では、競争力の源泉が人的資本にあり、株主権を強めることが上記のように従業員の業績アップのインセンティブを奪い、その結果として逆に企業価値を低下させてしまう可能性が考えられる。しかし、一方でネット関連が多い優良新興企業の場合では、大株主で資本家でもある所有経営者は、企業の業績を高めるために合理性のない配当は求めないであろうし、むしろ競争力の源泉が人的資本にあるのならば、そこへの投資は惜しまないであろうことは想像に難しくなく、その結果として高いパフォーマンスにつながっているとも考えられる。筆者の経験でも、ネット企業は人材が重要な資産であり、各種研修や業務環境改善に資する投資などに注力した覚えがある。

3. 1. 3 フリーキャッシュフロー問題

さらに、フリーキャッシュフロー問題（Jensen [1986]）^⑦について考えて見たい。フリーキャッシュフロー問題とは、採算がとれるような活動への再投資を差し引いた後に残されるフリーキャッシュフローは、増配や自社株の買い戻しを通じて株主に還元すべきと考える議

論である。それは、株主に返還されなければ、経営者はそのような自由に使える資金を、経営者の私的な満足のために採算性の乏しく、株主の利益にならない新規投資に投じる危険性があるため、株主還元しなければ投資に対する規律づけが失われる可能性があるというものである。

しかし、これまで見てきたとおり優良新興企業では企業内に財務上の余裕を持つこと、つまり無借金経営を積極的に目指し、手許資金をきちんと確保かつ管理し、その範囲内で研究開発設備投資などの長期投資を行うことで所有経営者が資本家としてコミットすることが、結果として長期的に株主の利益にならない投資を行わないように所有経営者に規律づけを与えることになり、結果として経営効率を高めることにつながると考えられる。言うなれば、これら企業の無借金経営には銀行などから外部資金の導入をしないという退路を断った規律づけが存在しているとも考えられる訳である。

残されたフリーキャッシュフローの一部を株主に返還せずそのままにしておくのは、フリーキャッシュフロー問題から考えれば望ましいことではないが、一方で手許資金が乏しければ、投資すべき大きなチャンスが巡ってきたとしても機動的に投資を行うことが困難になり、最悪の場合には競合他社に後れを取ることになりかねない。他方で、企業経営では予期せぬ不測の事態に襲われることもあり、常に最悪の事態を想定して経営にあたらなければ、ちょっとした事態で企業の存続自体を危うくしてしまうこともあり得る。さらに、事業自体には競争力があっても、短期の資金繰りに行き詰って、破綻することもある。翻って、キャッシュフロー管理を社内に周知徹底した上で厳しく行うことが、社内の規律維持を促し安全性を高め、結果として株主の長期的利益に合致していくのではないだろうか。

3. 1. 4 非上場化からの考察

次に視点を変えて考える。これまでに上場後に非上場化を選んだ企業がある。なぜ非上場化したのか、その背景と共に考察してみたい。中でも、2005年に非上場化への先鞭をつけたワールド社(表3-1参照)の例に沿って考察したい。バブル経済崩壊後の日本では、いわゆる「米国型」の統治のもとで企業経営が展開されていくことが良しとされ、「企業は株主のもの」とする株主主権が確立され、株主主権に従うことが求められた時代であった。しかし、こうした時代の流れに疑問を投げけたのが、ワールドによる株式の非上場化(上場廃止)であったと考えられる。ワールドの非上場化は、米国型に従うことが本当にいいのか、また良い企業経営につながるのか、さらに社会から求められる企業の中長期に渡る健全な発展に貢献するのかという疑問を上場企業経営者や市場関係者に突き付けたものとも言える。ワールドが上場廃止に至った理由として、所有経営者でもある同社社長は「企業の利益や資産がすべて株主のものという議論には違和感がある」「従業員、株主など、どれか一つの利害関係者だけを特

別視すると企業価値は損なわれる。みんなにメリットがある状態がベスト」、さらには「大きな改革をしていく段階でワールドグループに必要だと思った。行き過ぎた株主中心の経営から、従業員や取引先人材を中心とした経営にする目的もある」⁽⁸⁾と述べている。どれも妥当な見解であり、その通りである。さらに、筆者自らの経営者としての経験から非上場化という問題を考えた場合、株主に対してその説明責任を果たす上で、それまでにない画期的なことや革新的な取り組みが出来なくなったことも考えられるのではないか。事業を展開する上で、「素晴らしい」、「さすがだ」というレベルでは競合企業に徒に模倣されるだけなのである。むしろ、「なんであんなことを」、「あれで申し訳ないだ」、「何てバカなことを」などといった業界から見て非常識とも取れる差別化戦略を採った方が、競合企業に模倣されることなく独占的な事業展開が可能となる。しかし、これは短期的な利益を求める株主がいるなど、株式の分散化が進んだ企業では株主や市場関係者へ納得いく説明責任を果たすことは困難であり、株主軽視との批判の対象にも成り得る。しかし、逆に考えるなら前述した非常識とも見える差別化戦略は、所有経営者が経営するオーナー企業でこそ取り組みが可能となるのではないか。もちろん上場企業である以上は少数株主の保護も怠れないが、オーナー企業では投資など意思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、決めるのも所有経営者であれば、責任を取るべき人も所有経営者である。ここでは、所有経営者は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の一面も覗かせながら、企業を率いていると考えられる。ここに現実にも則した形で実践的な企業統治がなされ、その結果として高いパフォーマンスが実現されると言えるのではないだろうか。また、それが加えて長期的企業価値の最大化という経営者としての使命感につながり、自ずと所有経営者の私利私欲な行動を排除する規律づけを生み出す素地になっているのではないだろうか。

3. 1. 5 ステークホルダーからの考察

さらにここで、所有経営者を規律づけするものを、従業員や取引先などステークホルダー側から考えて見ると、企業の経営者の意思決定、例えばその場やその時点での経営判断、将来の投資計画の意思決定、組織変更、人事政策などには、他の経営陣、従業員、そして取引先などステークホルダーの理解や支持を必要とする。実際に筆者のいた新興企業でも、取締役会に準じる「経営会議」と称する部門長クラスを集めた会議を週1回行い、そこで諸々の投資案件や企業の執行レベルでの方向性などを検討し、合議制での意思決定を行い、それらの重要度に応じて月1回の取締役会に諮っていた。したがって、経営者の意思決定の際には、従業員クラスにも意見を述べる機会が与えられていた。もし、経営者が彼らの意見を全く聞き入れずに自らの利益を優先するような意思決定やモラルハザードな行動をとれば、従業員や

表3-1 ワールド社 企業概要

市場情報	東証1部	2002年12月～2005年11月
	大証1部	1993年11月～2005年11月
本社所在地	兵庫県神戸市中央区	
業種	繊維製品	
事業内容	婦人、紳士及び子供衣料品並びに服飾装身具の縫製加工工業	
代表者	代表取締役社長 寺井秀哉	
従業員数	(連結)16,081名 (単体)2,234名 (2012年3月期)	
業績	連結決算	

単位:百万円

	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	2010年3月期	2011年3月期	2012年3月期
売上高	333,434	358,276	342,758	314,117	305,541	329,894
営業利益	25,341	20,188	17,696	11,241	8,917	11,764
経常利益	24,513	14,393	13,508	7,777	6,542	9,286
当期純利益	14,189	5,722	5,019	2,346	154	2,563
純資産	40,431	43,931	42,930	40,981	38,930	26,868
総資産	254,313	240,558	225,263	210,167	207,622	210,767

顧客がその企業から離反してしまうことにもなりかねず、結果として経営に重大な支障を来す事態になりかねない。実際のところ、これまで見てきたとおり優良新興企業ではネット関連企業が多数を占めているが、筆者の経験に照らせば、殊更にネット関連業界では他の業界に比べ人材の流動性が高く、所有経営者がモラルハザードを起こせば、それを敏感に察知した従業員は離職という行動に出ることが比較的容易に想像でき、かつ現実に起こり得る事態であり、その結果として従業員を失うことの損失は時間的、収益的にも所有経営者にとって大きな痛手となる。それ故、もしも意思決定に対して異を唱える主要な従業員（部門長クラス）が居たとすれば、徹底的にお互い納得のいくまで話し合ったことを今でも思い出す。

よって、こうした従業員や企業関係者、いわゆるステークホルダーの所有経営者に対する意見の表明や離職の可能性も所有経営者のモラルハザードを抑止し、行動を規律づける機能を果たしていると考えられる。

3. 1. 6 長期的コミットメントからの考察

これまでの考察から、所有経営者に率いられた企業はその所有と経営が一致しているからこそ長期的コミットメントの下に、事業展開が可能になっていると考えるのが妥当ではないだろうか。「一般論では、企業に長期的なコミットメントを持つ株主は、モラルハザードを起こしにくい。モラルハザードを起こせば、長期的な損失につながることが多いからである。」⁽⁹⁾ 「長期的な利益を求める株主なら単純に配当をはき出せというのではなく、会社の人的資産を守って企業価値を高める方がプラスに考えるだろう」⁽¹⁰⁾ という意見もある。この場合、長期

的コミットメントを求める株主とは、専ら所有経営者であり上記のとおりモラルハザードを起せば直接かつ最大に長期的な損失を蒙ることは明白であるし、企業の長期的発展を求める立場からすれば、無理やり配当を迫ることも考えにくい。

この節では6つの経営上の諸問題を通して、様々な観点から所有経営者へ規律づけを与える要因について考察を行ってきたが、長期的コミットメントを背景に所有経営者への規律づけがなされ、その結果として、これまで見てきた優良新興企業は高いパフォーマンスを残していると考えられるのではないだろうか。

3. 1. 7 優良新興企業の統治構造

ここで、所有経営者が自らの企業に起こし得る予想される不正に対し、前節での6つの経営上の諸問題から考察された優良新興企業の所有経営者へそれを防止する規律づけを行う要因を以下の表3-1にまとめた。

表3-2 所有経営者への規律づけ

諸問題	所有経営者に予想される不正	所有経営者への規律づけ
① エージェンシー理論	不必要な投資を行うなど企業の私物化	パフォーマンス向上(経営者/株主の利害の一致)
② ホールドアップ問題	過大な配当請求を行うなど非合理的な株主権の行使	パフォーマンス向上(経営者/株主の利害の一致)
③ フリーキャッシュフロー問題	無償金繰入により金融機関など外部にケツクがされない中での放漫経営	外部調達を行わない資本の陣による経営
④ 非上場化	外部株主不在により、経営への監視がされないことによる放漫経営	決断と責任の所在の一致(経営への使命感) 長期的な企業価値の向上
⑤ スタークホルダー	所有経営者のワンマン化による企業私物化など	従業員離職によるパフォーマンス・企業価値低下の防止
⑥ 長期的コミットメント	所有経営者の私利のための非合理的な配当請求や経営長期化による企業私物化	利害の一致(モラルハザードでの被害者は自分自身) 長期的な企業価値の向上

①エージェンシー理論においては、所有経営者として所有と経営が合致していることからエージェントとしての所有経営者にとって、「自己メリットの大きさ」と「投資案件の収益の大きさ」が互いに相関していれば、所有経営者にとって真剣に投資案件を選ぶことにつながり、自己に都合よい情実的な投資案件を選ぶ危険性を排除することができ、ここにモラルハザードが発生しうる余地は、余程の悪意がない限り排除できると考える。

②株主と従業員間で発生するホールドアップ問題では、大株主でもある所有経営者は自分の経営する企業に対して自らの企業の財務体質を弱体化させるような無理な配当は求めないであろうし、競争力の源泉が人的資本にある企業であれば、そこへの投資を行うことが最も効果的あり、ここでもモラルハザードは一般的に起こりにくいと考えられる。

③フリーキャッシュフロー問題からは、従来の意見では無借金経営を背景に金融機関などによる外部からのモニタリングがなく、その一方で過度な現金保有は経営者を甘やかせるなど否定的な意見が多いが、ここでは優良新興企業が無借金経営を行うことの本質としては、外部資金を制限することによる退路を断った規律づけがそこに存在し、所有経営者の私利私欲的な企業私物化を排除していることにあると考えられる。さらに、合わせて企業内のキャッシュフロー管理を徹底し、所有経営者をはじめ社内全般に対して一円たりとも無駄にできないという緊張感を伴った規律づけも生むことになるのではないと思われる。

④従来の見方では非上場化は外部株主を排除することで、所有経営者がやりたい放題な経営を行うなどといったうがった見方がされていることも否定できないが、視点を変えて非上場化した企業のケースから学び取れることとして、サラリーマン社長が経営する企業と比べ所有経営者の下では、画期的なことや革新的な取り組みが可能であること。さらに重要な意思決定において決めるべき人も所有経営者であり、責任を取るべき人も所有経営者であり、所有経営者は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の部分も覗かせながら、企業を率いていると考えることもできる。ここに現実にも口を出さず資本家の部分も覗かせながら、企業を率いていると考えることもできる。ここに現実にも口を出さず資本家の部分も覗かせながら、企業を率いていると考えることもできる。ここに現実にも口を出さず資本家の部分も覗かせながら、企業を率いていると考えることもできる。ここに現実にも口を出さず資本家の部分も覗かせながら、企業を率いていると考えることもできる。

⑤ステークホルダーサイドからは、経営者が彼らの意見を全く聞き入れずにモラルハザード的な意思決定や行動をとれば、従業員や顧客がその企業から離反してしまうことになりかねず、結果としてパフォーマンスの低下や企業価値の低下を招くなど、深刻な事態も想定される。

⑥所有と経営が一致しているからこそ可能となる企業に対する長期的コミットメントから考えると、所有経営者の長期にわたる経営は企業の私物化へつながるといった一般的な見方もあるが、しかし、所有経営者は自身がモラルハザードを起こせば長期的な損失を自らが最大限に蒙ることは明白であるし、また所有経営者の私腹を肥やすためだけに無理やり配当を迫るといった不合理な行動をとることも考えにくい。つまり、ここにもモラルハザードが発生し得ない必然的な規律づけが存在していると言えるのではないのか。

4. まとめ

4. 1 結論

これまで見てきたように、新興企業には株式の分散化が進んでおらず、企業統治も後進的な負のイメージが一般的に言われている。確かに、現行の企業を取り巻く社会環境から見れば、これまで見てきた優良新興企業の所有経営者は株主総会で自らの地位を否決されることもなく、銀行など外部からの牽制や監視を受けることのない絶対的立場にあると言っても過言ではない。実際のところ近年、新興企業で所有経営者の企業統治能力欠如が原因と考えられる企業不祥事が発生していることも事実である。しかし、これまで見てきた優良新興企業の経

営者は、時に資本家としての顔を覗かせながら、経営者としての自らの意思決定の下にリスクを取りながら企業を率い、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ち、企業経営では長期的な視点から合理的な行動が伴わなければ資本家、大株主としての自分に災いが降りかかるという自らの企業のパフォーマンスとの利害が一致しており、規律づけとの関連性が高いことがわかる。その他にも優良新興企業では、所有経営者を規律づけする仕組みを、外部資金を引き入れない退路を断った無借金経営の中に取り入れることや、経営者である一方で資本家としても、所有と経営の利害を一致させることで投資を必然的な形で自らの企業の長期的発展に向け競争力の源泉である人的資本へ振り向けるなど、現実には則した形での長期的コミットメントを活かしつつ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。

他方で、優良新興企業と所有経営者の関係から、従来企業統治の仕組みとしては、個人企業から企業成長と共に、法人化、株式上場、そして最も進んだ成熟した段階では株式が広く一般に分散所有されて所有と経営の分離がなされ、その結果創業者とは縁遠い経営者、特に外部招聘された経営者が経営を執行するという段階論的な見方が一般的であるが、この見方に対して疑問を投げるものではないか。加えて、これまで日本では米国や英国での企業統治で成果を上げているとされる株主主権による企業統治を導入して来たが、日本でのこれらの取り組みが法制度の改正など様々な施策に対して思ったような成果を上げないのは、日本人が文化的・感情的に反発し、それを受け入れないためと解釈されてきた。しかし、見てきたように日本企業の企業統治改革への抵抗とされた動きは株主主権を強め過ぎた結果、ホールドアップ問題など新たな問題とされ株主軽視とも捉えられた株主主権による問題を、さらに深刻化させないための合理的行動であったと捉えることができるのではないか。また、グローバルな視点から米国や英国での株主主権による企業統治が支配的だからといって、そうしたやり方が他国にも望ましいとは必ずしも限らず、世界各国の企業統治のあり方を評価する際には、わが国にも言えることであるが企業の特性や環境、そして文化的価値と適合した企業統治があることを認識する必要があるのではないか。日本の優良新興企業でなされている所有経営者への規律づけは、新興企業と言うミドルサイズの中堅企業に存在する自律型企業統治の存在の可能性を示唆しているものと言えるのではないかと結論付けたい。

4. 2 今後の研究課題

最後に、今後の研究課題について述べてみたい。新興市場の歴史がまだ10年程度と浅い中で、これら優良新興企業が今後どのような成長を遂げていくか、継続的に調査研究を試みたい。また、結論でも述べたがそれらを踏まえた上で、優良新興企業でのステークホルダーを重視

した企業統治を通して、今後の日本の発展を担っている優良新興企業の企業統治のあり方について新興企業経営を経営した経験者として引き続き研究課題としたい。

〔注記〕

- (注1) 主に、東証マザーズ、JASDAQ（大証ヘラクレスと合併）、名証セントレックスなどの新興市場に上場するベンチャー企業。
- (注2) 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3) Rajan, Raghuram, G., "Insiders and Outsiders, The Choice between Informed and Arm's-Length Debt" , Journal of Finance, 47, 4, 1992, pp1367-1400
- (注4) Myers, Stewart C., "The Capital Structure Puzzle" , Journal of Finance, 39, 3, 1984. pp575-592
- (注5) Aghion, Phillippe, and Jean Tirole, "Formal and Real Authority in Organizations" , Journal of Political Economy, 105, 1, 1997, pp1-29
- (注6) 岩井克人 『会社はこれからどうなるのか』、平凡社、2003年、P86
- (注7) Jensen. M.C., "Agency Costs of Free Cash Flow" Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review, 76, 2, 1986. pp323-329
- (注8) 吉村典久 『日本の企業統治 神話と実態』、NTT出版、2007年、P27
- (注9) 日本経済新聞、経済教室「企業統治の新地平」加護野忠男、2004年5月18日
- (注10) 日本経済新聞、経済教室「さまざまな視点」岩井克人、2007年9月11日

〔参考文献〕

- 倉田洋 『上場企業と非上場化』、産業能率大学紀要、2011年
- 倉田洋 『新興企業の統治構造と企業パフォーマンス』、産業能率大学紀要、2012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
- 広田真一 『株主主権を超えて』、東洋経済新報社、2012年
- 松岡真宏 『逆説の日本企業論』、ダイヤモンド社、2003年