

優良新興企業と企業統治の一考察  
～日米を代表する企業の事例から～

A Study from Excellent Listed Upstart Ventures and Corporate Governance:  
Investigating from Companies Representing Japan and the U.S.

2013年 9月

倉田 洋 Hiroshi Kurata

優良新興企業と企業統治の一考察  
～日米を代表する企業の事例から～

A Study from Excellent Listed Upstart Ventures and Corporate Governance:  
Investigating from Companies Representing Japan and the U.S.

倉田 洋  
Hiroshi Kurata

**Abstract**

I conducted a comparative study on Japanese and the US excellent listed upstart ventures (Sony, General Motors, Ford Motor, Google, etc.) to find out how corporate governance should be. As a result, I would like to suggest there should be the so called tacit agreements in corporate governance, i.e. an equity ownership discipline, a corporate culture, and a long-term commitment to the management.

**1. 序論**

**1.1 研究の背景**

先の論文（「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」（倉田2013））で所有経営者により経営されている優良新興企業において、高いパフォーマンスを上げている新興企業が存在する背景には、所有経営者の経営に対する規律づけが有効に機能していることが示唆できることを考察した。これは、2000年以降に入ってから取締役会の制度改革やJ-SOX法など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、米国追随とも言える株主主権に重きを置いた企業統治制度が有効に機能せず、前述したようなこれまでの企業統治制度そのものの在り方を、実態に即したものに再考する必要があるのではないかと考えている。

そこで、筆者は上記の論文に加え先の「新興企業の統治構造と企業パフォーマンス～オー

ナシップからの考察」(倉田2012))で新興企業<sup>(註1)</sup>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際に、オーナー企業で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、高い業績を残している企業の企業統治が、所有経営者の所有と経営の一致による規律づけによってなされている可能性が示唆されてことを考察し、今般大企業への発展途上にあるこれら優良新興企業の企業統治はどうあるべきか、日米を代表する事例をもとに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～オーナー系ベンチャー企業からの考察」(田中・倉田2011)および「上場企業と非上場化～なぜ上場企業が非上場化の道を選ぶのか」(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、まず日本企業の企業統治の代表的かつ先進的な事例であるソニーの企業統治制度とその制度導入後の企業パフォーマンス推移、さらに米国で企業統治の先進的事例と言われソニーも手本としたとされる米国GMの企業統治と企業パフォーマンス推移の事例を取り上げる。その一方で、GMと相反するケースとして株式保有形態や経営体制が異なるフォードを取り上げ、これら両社のケースを比較検討し、その企業統治の違いを考察し、さらにグーグルなどに代表される米国の新興企業の企業統治の実態を明らかにした上で、何が企業統治を含め優良新興企業を優良企業たらしめているのか、さらに今後企業としてどうあるべきかを洞察したいと考える。

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、その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. 優良新興企業と企業統治の特長

これまで調査を行った優良新興企業は、支配株主として株式保有率50%以上を有する所有経営者によって率いられ、企業パフォーマンスもROA10%以上を上げている企業である<sup>(註1)</sup>。これらの企業に共通することとして、以下のことが挙げられる。

- ・東証第一部に代表されるような大企業とは異なり株式の分散化は進んでいない
- ・その一方で、所有経営者に率いられるオーナー企業が多く見られる
- ・所有経営者による絶対的な企業支配の下、所有経営者による「強いリーダーシップ」による経営がされている

- ・所有経営者による「長期的視点からの合理的な経営行動」を背景に「迅速な意思決定」と「リスクを取る経営」が行われている
- ・これらの結果として、高い企業パフォーマンスを残している

以上より、優良新興企業では所有経営者が強力なリーダーシップ、迅速な経営判断、資本家としてリスクを取る経営判断などを背景に経営を行い高い企業パフォーマンスを残している。近年所有経営者による自らの企業を私物化したような不祥事が発生していることから、一般的にネガティブに見られがちだが、それとは違ったオーナー企業群が存在していることが分かる。本稿では、まずこれら優良新興企業とは株式保有形態が大きく異なった株式の分散化が進み、企業統治制度も進んでいるとされる日米を代表する大企業のこれまでの取り組みと、それらが企業経営に与えた影響について、次章以降で述べていく。

### 3. 日米を代表する企業に見る統治制度とその成果

#### 3.1 日本企業のケース（ソニー）

前章を踏まえ、まず日本の大企業の企業統治の現状、その代表例としてソニーのケースについて見ていきたい。

バブル経済の崩壊後、日本企業の企業統治の在り方、特に経営制度の導入を巡ってはソニーが先鞭をつけたとされる「執行役員制度」が日本企業へ導入されていくことになった。実際にソニーを見本とし、大企業はその流れに乗り遅れまいとして、執行役員制度をこぞって導入する事例が目立った。

まず、ソニーが導入した執行役員制度を含めた企業統治制度について時系列的に見ていきたい（表3-1参照）。初めに、執行役員制度は1997年に取締役会の改革策として、会社の業務執行と監督を分けることを目的に、「米国」型の制度（特にGM社）を模したとされている。この制度は、当時バブル経済崩壊後の後始末に苦しむ日本企業にとって、その再生につながる起死回生策として期待を集めた。そしてその後、この制度は瞬く間に日本企業に取り入れられたことは、衆知のとおりである。さらに、2003年には委員会等設置会社に移行し、社外取締役の選任や、取締役会の意思決定機能の強化と執行役員会による業務執行機能の分離を果たした。企業統治に関するソニーの取り組みは、我が国においては常にトップランナーして時代をリードし、注目を集めるものであったと言っても過言ではない。

表3-1 ソニーの経営改革の歴史

年	内容
1970	ニューヨーク証券取引所上場、それに伴い社外取締役2名選任
1976	CEO 制導入
1983	事業部制導入
1991	外国人社外取締役を登用
1994	事業本部制を廃止し、社内カンパニー制を導入
1997	執行役員制度導入
1998	報酬委員会・指名委員会を設置
2000	取締役役会議長と執行トップを分離
2002	アドバイザリーボード設置
2003	委員会等設置会社へ移行
2005	社内カンパニー制を廃止し、事業本部制に再編
2009	外国人(会長兼 CEO)が社長兼務
2010	株主総会の生中継、役員報酬の開示

日経新聞 2009年6月7日および日経ビジネス(2006年7月3日号)並びに当社有価証券報告書より筆者作成

しかし、それではソニーの米国を範とした企業統治制度がこれまでに同社の業績向上に寄与したのか、さらに経営者への牽制や適切な任免に機能を果たしたのか見ていきたい。

まず、業績については、ソニーがテレビを主力としたエレクトロニクス分野を中心に業績が低迷していることは、最早我が国では多くが知るところである(表3-2参照)。さらに、これら業績の低迷により経営者の任免が迅速かつ適切に取締役会によって行われたのかと言うと、後述するが疑問の余地があると考えるのは筆者だけであろうか。

経営者交代の経緯も時系列的に見ていくと、2005年6月にCEOに就任した同社のハワード・ストリンガーは、就任後の2005年度から3期(2006年3月期～2008年3月期)は黒字経営を維持したものの、その後は最終赤字に転落した(表3-3参照)。しかし、取締役会がストリンガーのCEOの交代を決定したのは赤字が4期連続となった2012年2月のことであり、その中でも主力のテレビ事業が近年では赤字事業に転落しており、また株価は就任時に比べると約半分(表3-4参照)に下落していた。ここで再度注目しておきたいのは、同社のこの時の取締役会を構成するメンバーである。当時の取締役会は15名で構成され(表3-5参照)、内訳は社内取締役にはハワード・ストリンガーを含め2名、残りの13名は社外取締役から構成され、さらに3名は外国人であり多様性の観点から見ても、理想的とも言える構成であった。しかし、

この理想的とも言える取締役会を以ってしても、当時の経営者の任免の決定については機を逸したものとして失望と批判を浴びる結果となったのである。社外取締役で取締役会議長を務めた富士ゼロックス小林陽太郎元会長は、「社外取締役が多く社内の経営情報が足りず、それが取締役会の機能不全を引き起こした」<sup>(注2)</sup>とコメントしている。

ソニーの例だけを見て、これまで日本の大企業が導入して来た米国にその範を採った企業統治制度がうまく機能していないと言い切るのは早計であるが、思うような結果を残せていないことも事実である。

それでは、次節でソニーをはじめとする日本企業が企業統治制度の手本とした米国企業のケースを見ていきたい。

表3-2 ソニーのセグメント別業績推移（連結決算） 単位：百万円

<売上高>	2006/3期	2007/3期	2008/3期		<売上高>	2009/3期	2010/3期	2011/3期	2012/3期
エレクトロニクス	5,150,477	6,072,378	6,613,810	セグメント変更 ➡	CPD	4,591,476	3,518,119	3,572,744	3,136,757
ゲーム	958,619	1,016,769	1,284,243		NPS	1,755,643	1,572,616	1,579,331	1,313,771
映画	745,859	966,260	857,934		映画	717,513	705,237	599,966	657,721
金融	743,215	649,341	581,121		金融	538,206	851,396	806,526	871,895
セグメント間取引他	-87,573	-408,073	-465,694		音楽	387,053	522,616	470,743	442,739
合計	7,510,597	8,295,665	8,871,414		セグメント間取引他	-259,898	44,014	151,963	70,279
					合計	7,729,993	7,213,998	7,161,273	6,493,212

<営業利益>	2006/3期	2007/3期	2008/3期		<営業利益>	2009/3期	2010/3期	2011/3期	2012/3期
エレクトロニクス	-30,930	160,536	441,487	セグメント変更 ➡	CPD	-108,598	-53,174	2,898	-229,807
ゲーム	6,747	-232,325	-124,526		NPS	-87,428	-83,265	35,569	-20,194
映画	27,436	42,708	58,524		映画	29,916	42,814	38,669	34,130
金融	188,323	84,412	22,633		金融	-31,157	162,492	118,818	131,421
セグメント間取引他	46,016	95,073	77,181		音楽	27,843	36,513	38,927	36,897
合計	239,592	150,404	475,299		セグメント間取引他	-58,359	-73,608	-35,060	-19,712
					合計	-227,793	31,772	199,821	-67,275

(参考) セグメント補足

CPD (コンシューマープロダクツ&サービス) … テレビ事業「ブラビア」、デジタルイメージング事業「サイバーショット」、ホームオーディオ・ビデオ事業「ハンディカム」、パーソナル・モバイルプロダクツ事業、プロフェッショナル・ソリューション事業 (B2B ビジネス)、コンポーネント事業、半導体事業など

NPS (ネットワークプロダクツ&サービス) … ゲーム事業「プレイステーション (ハード、ソフト)」、パソコン事業「VAIO」、ネットワークビジネス事業「So-net」など

(同社有価証券報告書より作成)

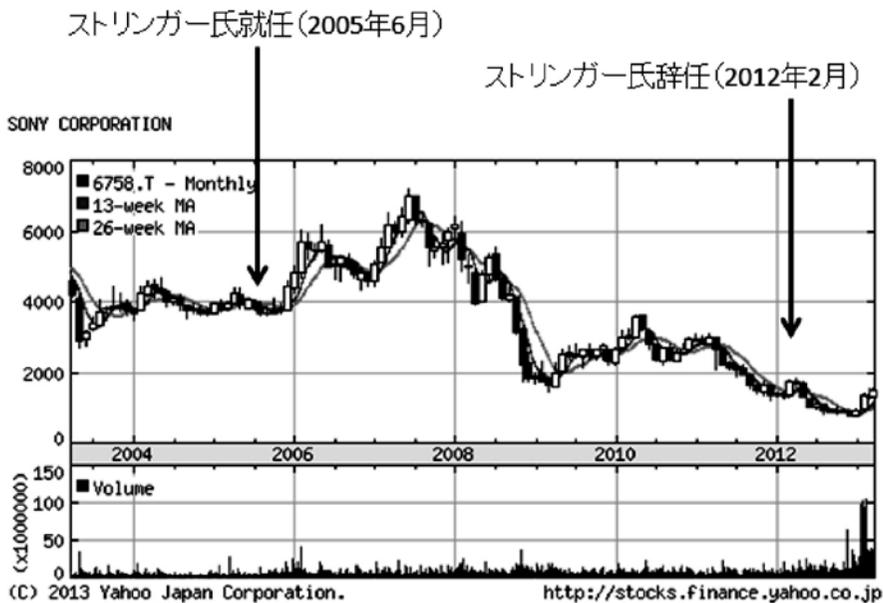
表3-3 ソニーの業績推移（連結）

単位：百万円

	2006/3 期	2007/3 期	2008/3 期	2009/3 期	2010/3 期	2011/3 期	2012/3 期
売上高	7,510,597	8,295,695	8,871,414	7,729,993	7,213,998	7,181,273	6,493,212
営業利益	239,592	150,404	475,299	-227,783	31,772	199,821	-67,275
税引前利益	299,506	180,691	567,134	-174,955	26,912	205,013	-83,186
当期純利益	123,616	126,328	369,435	-98,938	-40,802	-259,585	-456,660

(同社有価証券報告書より作成)

表3-4ソニーの株価推移（2005～2012年）



(ヤフーファイナンス資料を引用し、筆者一部加筆)

表3-5 当時の取締役会メンバー15人

役名	職名	氏名	出身企業など
取締役	指名委員	ハワード・ストリンガー	ソニー会長兼社長 CEO
取締役	指名委員	中鉢 良治	ソニー副会長
社外取締役	取締役会議長 指名委員会議長	小林 陽太郎	富士ゼロックス 元会長
社外取締役	監査役会議長	山内 悦嗣	公認会計士
社外取締役	指名委員	ピーター・ボンフィールド	NXP Semiconductor N.V 会長
社外取締役	指名委員	張 富士夫	トヨタ自動車 会長
社外取締役	報酬委員会議長	安田 隆二	一橋大学教授
社外取締役		内永 ゆか子	ベネッセコーポレーション副会長
社外取締役	監査委員	矢作 光明	三井住友銀行 副頭取
社外取締役	報酬委員	謝 正炎(サン・シェー)	LinHartGroup ファウンダー&チェアマン
社外取締役	指名委員	ローランド・ヘルナンデス	MGMResortInternational 取締役
社外取締役	監査委員	安楽 兼光	日産自動車 元副会長
社外取締役	指名委員	小島 順彦	三菱商事 会長
社外取締役	報酬委員	永山 治	中外製薬 社長
社外取締役	指名委員	安西 祐一郎	慶應義塾大学 元塾長

(同社有価証券報告より作成)

### 3. 2 米国企業のケース① (GM)

株式が分散して所有され、専門経営者が経営の舵取りを行う一方で、その経営者に対して、株主や株式市場が睨みを効かせて統治を行うというのが、これまでに広く世界に知られた米国の企業統治の姿である。これは、日本にも企業統治のあるべき姿として強い影響を与えている。

まず、米国の企業統治を思い起こしてみると、思い浮かぶことは90年代に GM や IBM など米国を代表する大企業で起こった経営者の解任劇<sup>(注3)</sup>である。これらは、株主の意向を反映した社外取締役が、その過半数を占める取締役会において経営者を解任したものである。こうした解任劇は、米国では株主や株式市場による企業統治が制度と実態の乖離が小さいことを思わせ、取締役会が米国の企業統治に与える影響力が大きいことを示すものと言える。では、そうした企業統治が機能している企業では、企業運営や業績にも良い影響が出ているのだろうか。ここでは、米国を代表する大企業であり、米国だけでなく世界の企業に対しても多大な企業経営や企業統治の影響を与えてきた GM のケースを見ていきたい。

GM の歴史は、馬車の製造・販売で財を成したでウィリアム・デュラントが、経営不振に

陥っていた自動車会社デュイックの再建を担い、それを母体に1908年に誕生している。デュラントは、当時乱立していた高級車「キャデラック」や大衆車「シボレー」などの自動車会社の買収を繰り返し、それらを傘下に収め成長を続けたものの、計画性のない事業拡大であったため、間もなく経営危機に見舞われ1920年にデュラントは経営から身を引いている。その後、彼に代ってGMの経営を担ったアルフレッド・スローンは、買収によって抱え込んだ多数の自動車会社やブランドを大幅に整理し、経営陣の責任と権限を明確にした分権的な事業部制の仕組みを導入するなど、今日の企業経営のお手本とも言える経営手法でGMを世界的な企業へと成長させる礎を築いた。その後、1931年にGMはフォードを抜き、2007年まで70年以上自動車販売台数世界一を続けた。そのGMの企業経営を支えるものとして、1992年に制定された同社の企業統治制度は「GMモデル」とも言われ、先進的な企業統治制度として広く世界に知られ、企業統治のあり方についても米国のみならず世界の規範となった。

しかし、その後のGMがどうなったのかは、言うまでもないことであるが、2007年に史上最高の赤字決算に陥り、2009年6月には日本の民事再生法に当たる連邦破産法11条（チャプター・イレブン）の適用を申請し、経営破綻した。この破綻に先立ち2009年3月に2000年6月よりCEOを務めていたリチャード・ワゴナーが辞任しているが、この辞任を主導したのは、本来であれば経営者の任免を決める取締役会ではなく、実質的に破綻処理を進めていたオバマ政権であり、事実上の解任であった。同社の企業統治制度における取締役会（社外取締役が過半数）は、ワゴナーCEOをはじめとする経営陣に対して、「監視役の実効性はほとんど機能しなかった。ワゴナー氏に同情しがちなCEO経験者の社外取締役はワゴナー氏の真の味方ではなかった」<sup>(註4)</sup>としている。ワゴナー氏は2000年6月にCEOに就任しており、上記解任時の2009年3月まで約9年間の間、社外取締役はその任を果たしていたのか疑問である。米国のみならず、世界の企業にとってお手本とされた企業統治制度であったが、実際のところ重要な場面では、その真価が発揮されることはなかったと言えるに等しい結果となった。次に、GMとは対照的であるフォードのケースを見ていきたい。

表3-6 GM 企業概要

市場情報	米国ニューヨーク市場				
本社所在地	米国ミシガン州 デトロイト				
事業内容	自動車製造				
代表者	COO兼社長 フリッツ・ヘンダーソン(2009年破綻時)				
業績推移(連結決算)	単位:US百万ドル (経営破綻)				
	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
売上高	193,050	205,601	181,122	148,979	47,115
営業利益	-17,229	-5,658	-6,253	-21,230	-16,095
税引前利益	-10,621	-2,423	-43,297	-29,741	107,776
当期純利益	-10,417	-1,978	-38,732	-31,051	109,003

当社AnnualReportより作成

### 3. 3 米国企業のケース②（フォード）

結果的に米国自動車産業のビック3のうち、フォードのみが生き残ったのはなぜであろうか（ビックスリーの一角であるクライスラーも2007年破綻）。何がGMとフォードを分けたのか、ここでは企業統治の違いから考察したい。

フォードはヘンリー・フォードが実質的経営者となって1903年に立ち上げた自動車会社であり、1908年には自動車産業史上、もっとも有名な自動車である「T型フォード」を発表して大きく成長を遂げた。

T型フォードはコストパフォーマンスに優れ、生産が注文に追いつかないほどで、発売からわずか1年で1万台以上が売れ、フォードはこれを機に商品ではT型フォード、それを製造する生産システムとしてフォード・システムを生み出している。

それでは、フォードの企業統治に対する考え方を見てみると、ヘンリー・フォードとダッジ兄弟の間で行われた会社観を巡る訴訟合戦の顛末に、その考え方の一端が見て取れる。ダッジ兄弟は当初からの部品供給者であり、株主でもあったが自動車産業の隆盛に伴い、やがて自分たちで自動車会社を設立しフォードから離れていったが、大株主として地位は維持していた。やがてフォード社が事業規模を拡大してくると、それに伴い利益も大幅に拡大したため、ダッジ兄弟は株主としての配当を求めたが、ヘンリー・フォードは株主への配当は極力抑え、大量生産システムへの設備など会社の拡大や利益還元による従業員への賃上げや自動車販売価格の引下げを優先と考え、これに応じなかった。ダッジ兄弟はこれを不服として、1916年に訴訟を起し3年近く争われた結果、判決は株主であるダッジ兄弟の勝訴となり、ヘンリー・フォードは配当の支払いを命ぜられた。この判決が今日の米国における株主主権の考え方の基礎となったという見方が強い。また、この敗訴を契機として、ヘンリー・フォードは不本意ながら少数株主の株を買い取るようになった。しかしその一方で、ヘンリー・フォードが裁判の中で一貫して主張した「配当を抑え、その分を従業員や消費者に還元する」という彼の会社観は当時の社会に敬意をもって受け止められた。

その後、フォード一族がフォード社の大株主として経営にも長期間にわたり経営者として関与している。1956年にフォード社は株式を上場するが、その際にフォード一族の経営への関与を残すため、特殊な株式である複数議決権株式<sup>(注5)</sup>を発行している。これは、フォード一族で株式の所有比率は全体の数%でありながら、議決権比率は約40%を占める構造となって現在に至っている。これは現在もフォード社の所有と経営はフォード一族にあると言える。

これは、先に述べたようにGMには所有経営者と呼べる大株主が存在せず、米国企業の典型ともいえる株式の分散化が進み、つまり企業の所有と経営の分離により専門経営者が企業を支配している姿と、フォードのそれは全く姿が異なるものである。この株式保有構造の差が、企業統治のスタイルの差となって顕在化、つまり長期的な視点から経営を行うフォー

ド社と短期での成果を株主から求められ続けたGMの差となって現れたと言えるのではないか。さらに、ここに「オーナーシップ」という企業経営に不可欠の要素を考える契機が存在すると言える。

表3-7 フォード企業概要

市場情報	米国ニューヨーク市場				
本社所在地	米国ミシガン州 デアボーン				
事業内容	自動車製造				
代表者	会長 ウィリアム・クレイ・フォード Jr.				
業績推移(連結決算)	単位:US百万ドル				
	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度
売上高	168,884	143,584	116,283	128,954	136,264
税引前利益	-4,286	-14,895	2,599	7,149	8,681
当期純利益	-2,795	-14,766	2,717	6,561	20,213

当社AnnualReportより作成

### 3.4 米国企業のケース③ (グーグル)

最近の米国企業でもフォード社と似たような株式保有構造を採って上場した会社にネット企業のグーグルが挙げられる。グーグルは基本的にはフォード社と同じ種類株<sup>(注6)</sup>である複数議決権株式を発行し、現在の経営陣が会社の支配権を維持するものとなっている。しかし、こうした経営陣に支配権を残すというやり方には、株式市場関係者からの評価は否定的であった。さらに興味深いことに、機関投資家などに対して議決権行使の方針をアドバイスする米国のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービス社(以下、ISS)はグーグルの上場直後に企業統治の評価を行い、独立性が明確となっている社外取締役の不足や上述した種類株が、経営陣が保有する株式の1/10の議決権でしかないことをネガティブに評価し、同社の企業統治のランク付けを最下位のランクとしている。一方で、皮肉にもこの時のGMのランクはISSによると最上位にランクされており、その後の業績推移を考えると企業統治の評価と全く逆の結果になっている。

同じネット企業で見てみると老舗的存在である米国Yahooは、企業統治について外部より高い評価<sup>(注7)</sup>を得ていたが、こちらも株価は2004年から現在までに約半分以下に下落している(図3-1参照)。

これまで日本の上場企業は主に米国の企業統治スタイルを模範としてきたが、その米国でも必ずしも企業統治のスタイルと業績パフォーマンスが連動して相乗効果を生み出していない現実が存在することがわかる。

図3-1 米国 Yahoo の株価推移 (2004 ~2012年)

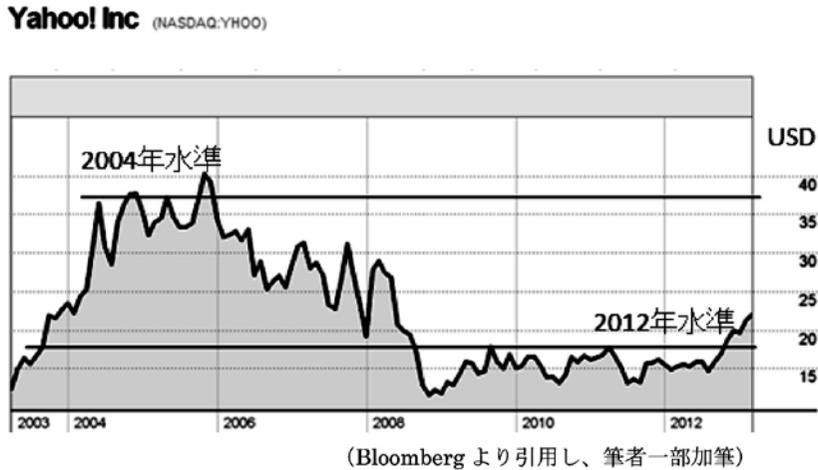


表3-8 グーグル企業概要

市場情報 米国ナスダック市場  
 本社所在地 米国カリフォルニア州 MountainView  
 事業内容 IT関連  
 代表者 CEO ラリー・ページ

業績推移(連結決算) (単位:US百万ドル)

	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
売上高	21,796	23,651	29,321	37,905	50,175
営業利益	6,632	8,321	10,381	11,742	12,760
税引前利益	5,853	8,381	10,796	12,326	13,386
当期純利益	4,227	6,520	8,505	9,737	10,737

当社AnnualReportより作成

### 3. 5 株式保有形態に伴う経営体制が企業統治に示唆するもの

これまで見てきたように、ソニーにしても GM にしても周囲からは企業統治制度はお手本とも言われ、申し分のないものであった。しかし、それが機能していたのかと言えば疑問の余地が残るところである。まさに「仏作って魂入れず」の状況であり、表3-5にあるとおりソニーの取締役会は綺羅星のごとくスター経営者や著名な学者を配したが、実際には会社内部までの実情を知り得ない社外取締役が判断できることは限界があり、企業統治体制をアピールするだけの体外的なお飾りの存在に過ぎなかったということではなかったか。それに対し、フォードやグーグルは、企業統治体制に対して株式市場はじめ外部からの評価は低く、かつ批判は高かったものの、結果としてフォードは生き残り、グーグルも業績を大きく伸ばし株

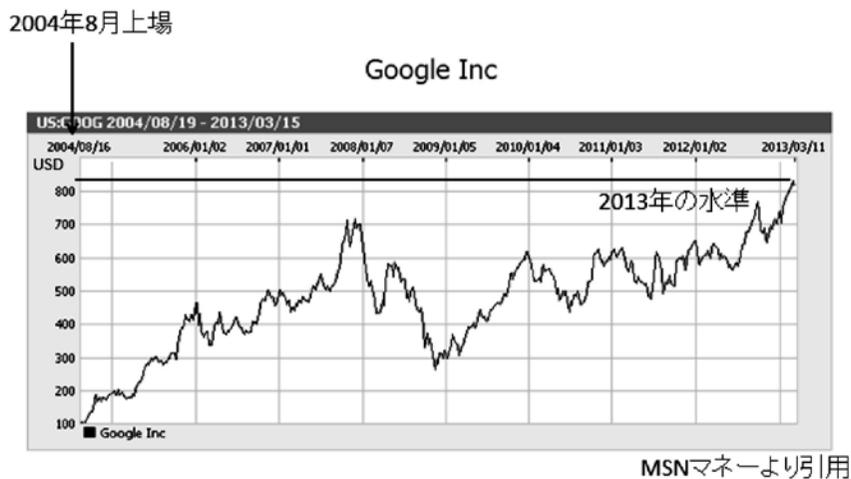
価値推移を見ても株式公開時より株価が8倍以上と現在までに大きく伸ばしたことは事実である(2004年8月の株式公開時より株価は8倍超、2013年3月時点、図3-2参照)。株主から見た場合、例えばGMとフォード、ヤフーとグーグルどちらが良かったは、改めて問うまでもないことである。

次に、先に見てきた米国グーグルなどのような新興企業が、株式公開した際の資本政策を考えてみたい。ここで興味深いのは、米国でこれらの新興企業は所有経営者たちが株式公開する際に、株式市場を中心として批判の大きかった種類株の制度を使い会社の議決権、つまり支配権を維持したまま、創業者としてキャピタルゲインを得るという株式公開のメリットを享受していることである。翻って、日本ではどうであろうか。確かに日本の制度にも種類株は2005年の会社法改正とともに整っている<sup>(註8)</sup>が、米国のように所有経営者の議決権を維持しつつ、上場のメリットも取れるような制度はあるものの、新規上場の際の証券取引所の上場審査<sup>(註9)</sup>をクリアできるかどうかは所有経営者としても判断の難しいところである。所有経営者としてはまず株式公開させることを優先し、所有経営者が保有する株式は一部のみ放出し、残りは分散させず手許に残す形で、会社株式1株につき1議決権での支配権を維持するという方法しか選択肢がないのが現状<sup>(註10)</sup>であるため、おのずと株式保有率が過半を超えることになる。米国でも日本でも所有経営者が株式公開に際し、支配権を維持することはその国の制度の下で、やり方こそ異なるものの行っている結果は同じであると言える。その一方、現実的にはグーグルや日本の優良新興企業が所有経営者の下で、高い業績パフォーマンスを残してきたことは事実であり、先の第2章で述べたとおりこれらは所有経営者が自律的企業統治を背景に、長期的な企業経営へのコミット、強いリーダーシップ、迅速な意思決定とリスクテイクといった企業経営のやり方がその独自の企業風土に昇華し、経営に機能してきたものと言えるのではないかと。ここで筆者は「独自の企業風土」という言葉を使ったが、これをもう少しこなれた言葉で表現するならば、所有経営者の経営へのコミットや強いリーダーシップなどは社員にとっても、元々そのオーナー企業に当初から存在するものであり、その企業にとっては暗黙知<sup>(註11)</sup>になっていると言える。これまで見てきた優良新興企業では企業内での暗黙知による企業統治がなされ、それが社員に機能し高い経営パフォーマンスに繋がっているのではないだろうか。逆に、ソニーやGMなどはその組織の大きさゆえに、暗黙知が局所的に留まり、その一方で米国型統治システム制度として導入した執行役員制度や社外取締役が過半数を占める取締役会など米国流の原則主義的な企業制度は、表面的な浸透に留まり、その結果会社組織全体への浸透がなされず、それが業績の向上に結びついていないと考えられるのではないかと。

これら2つのタイプの企業統治を対比すると、所有経営者がオーナーシップとしての経営責任および所有企業への全人的な関わりや長期的視点からコミットするのに対して、上記

のソニーや GM に代表される企業の専門経営者や社外取締役は経営へのコミットが、どうしても短期的・部分的に留まることになる。ここに、経営に対する両者の決定的な差が生じることになり、どちらが経営への真剣度が高いかと言えば、前者に軍配が上がることは明白である。

図3-2 米国グーグルの株価推移 (2004～2013年)



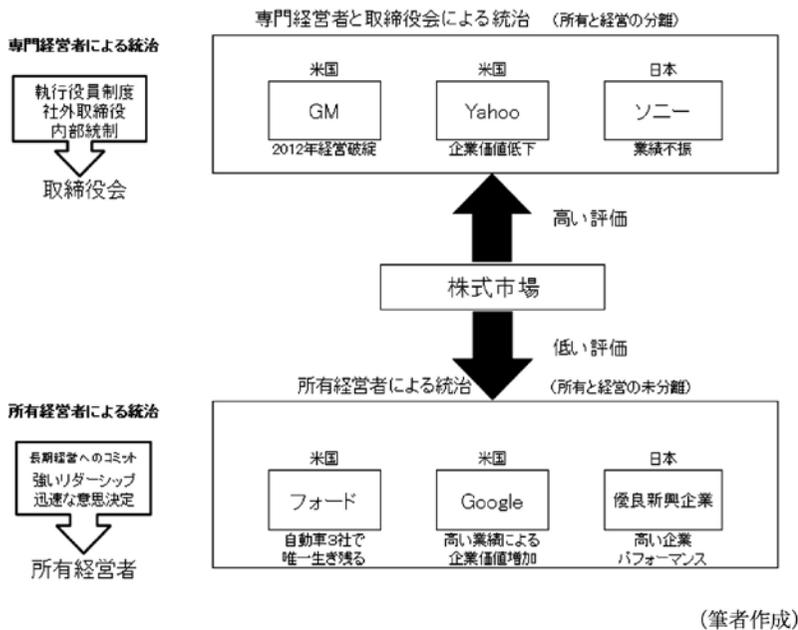
#### 4. まとめ

##### 4.1 結論

これまで見てきたように、ソニーや GM の企業統治に関するケース、その一方でそれらとは株式保有構造や企業統治に関して対照的であるフォードやグーグルのケースから何が見出されるであろうか。これまで日本では米国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、日本人の文化的・感情的な反発が、株主主権による企業統治制度を受け入れないためと解釈してきた意見もあるが、筆者は調べを進める中で、日本企業の企業統治改革への抵抗とされた動きは、米国追随の株主主権を受け入れることによって生ずる新たな問題を、深刻化させないための所有経営者たちの合理的行動の一つであったのではないかと、さらにそれらを前述した日米を代表する企業の具体例を踏まえて論を進めるならば、優良新興企業には所有経営者が創業時から根付かせた企業文化や経営への長期的コミットメントなど、先に述べた暗黙知による企業統治がそこにはじめから存在し、機能していたと考える方が合理的ではないかと考える。加えて、米国のグーグルに代表される新興

企業が株式公開を行うに際し、種類株という手段を使い経営権を維持し、その上でこれら企業の暗黙知（この場合、企業風土や企業文化そして自律的な組織など）を守っていると言えるのではないだろうか。断定的なことは尚早であり更なる調査研究を要するが、これまでは「所有と経営の分離」は、企業の発展とともに進んでいくもの<sup>(注12)</sup>と当然のように捉えられてきたが、今後は米国のグーグルや日本の優良新興企業に見られるように「所有と経営が非分離」のままで発展していく企業が、ある程度存在感を強める可能性があること、そしてそれに伴って日本や米国など先進国は企業統治制度をこれまでのように画一的でなく、その多様性を認めて企業統治制度の運用を試行錯誤とともに進めるべきとして本稿の結論としたい。

図4-1 経営者形態の違いによる企業統治の比較



#### 4.2 今後の研究課題

最後に、結論でも述べたが企業統治に対する暗黙知を構成する要素やその成り立ちを今後の研究課題として、さらに研究対象もジャスダックに上場する新興企業や東証マザーズ上場後に成長を遂げ東証一部への指定替え行った新興企業などにも調査対象企業を拡げ、調査研究を行っていくことにしたい。

〔注記〕

(注1) 株式保有割合50%以上かつROA10%の新興企業は19社（東証マザーズ上場企業174社）

	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% 29.9%	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)

2012年2月時点で東証マザーズ上場企業の有価証券報告書より調査

(注2) 日本経済新聞、2012年2月26日付朝刊

(注3) GMでは1990年に会長に就任したロバート・ステンペルが大規模な合理化策でGMの経営再建に努めたが、92年に取締役会に解任された。1993年には経営不振を理由にIBM会長ジョン・エイカーズを取締役会が解任している。

(注4) 日本経済新聞、2009年6月5日付朝刊

(注5) フォードはこの時、複数議決権株式（dual-class common stock）を発行した。これは株式の議決権の60%を普通株式、残り40%をクラスB株に分け、クラスB株のほとんどをフォード一族で保有した。（クラスB株とは、この場合議決権について特定株主の権限を高めた株式のことである。）

(注6) グーグルの株主の議決権は、一般株主向けに「クラスA株式」と創業者らが保有するクラスA株式の10倍の議決権を持つ「クラスB株式」があり、その結果、クラスB株式を保有するグーグルの経営陣（3人）は37.6%の議決権を保持している。

(注7) 米国Yahooは、米国コーポレート・ガバナンス委員会が主催する年間最優秀企業候補に度々ノミネートされている。

(注8) 現在日本における種類株について、会社法で発行可能な種類株は以下の9種類である。

- ①剰余金配当についての種類株式、②残余財産分配についての種類株式、③議決権制限株式、④譲渡制限株式、⑤取得請求権付株式、⑥取得条項付株式、⑦全部取得条項付株式、⑧拒否権付き株式、⑨取締役・監査役選任についての種類株式。

(注9) 議決権数が異なる種類株のうち、東証で上場が認められているのは、①議決権付種類株式1種類と無議決権種類株式を発行する場合の両種類株、②買収防衛策としての種類株の2つとなっている。特に、②買収防衛策としての種類株発行により、普通株主の議決権や財産権が制限される可能性がある場合には、東証が普通株式の権利が保護されているかどうかを審査することになっている。このように現状では、種類株を活用した東証への新規株式公開は事実上制限されていると考えられる。

(注10) これまで日本では、イー・アクセスが種類株残存で株式公開を行った例があるのみとなっている。

(注11) 従来「暗黙知」とは、認知の過程あるいは言葉に表せる知覚に対して、(全体的・部分的に)言葉に表せない・説明できない身体の作動を指す言葉であるが、ここでは経営者や社員が有する個人の行動、経験、理想、価値観、さらにはコツやカンなどの「暗黙的な知識」の意味として用いている。この暗黙知が組織内で代々受け継がれ企業風土・企業文化、さらには組織の規律性を育むと考えている。そうした暗黙知の共有・継承が日本企業、とりわけ所有経営者が率いる優良新興企業の「強み」でもあるという意味で用いている。

(注12) 米国のアドルフ・バーリとガーディナー・ミーンズは、1932年に発表した「The Modern Corporation and Private Property」の中で、会社は株式所有の分散化が進むことにより、会社の所有つまり株式を持つことと支配つまり会社を実質的に動かしていく力とが分離し、「所有と経営が分離する」としている。以来、米国を中心にこの考え方が広まり一般化している。

#### [参考文献]

植田統『日本的「失敗」の本質』、朝日新聞出版、2013年

倉田洋『上場企業と非上場化～なぜ上場企業が非上場化の道を選ぶのか』、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～オーナーシップからの考察』、産業能率大学紀要、2012年

倉田洋『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』、産業能率大学紀要、2012年

ジェームズ・C・コリンズ『ビジョナリー・カンパニー』、日経BP社、1995年

田中彰夫・倉田洋『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』、産業能率大学紀要、2011年

野中郁次郎・竹内弘高『知識創造企業』、東洋経済新報社、1996年

野中郁次郎・リクルートマネジメントソリューションズ組織行動研究所、『日本の持続的成長  
企業』、2010年

広田真一『株主主権を超えて』、東洋経済新報社、2012年

長谷川正人『なぜアップルの時価総額はソニーの8倍になったのか?』、東洋経済新報社、  
2011年

吉村典久『日本の企業統治 神話と実態』、NTT出版、2007年