

# 中長期的視点からの企業ガバナンスの実践

## 2010年の企業ガバナンス

近藤哲夫



## CONTENTS

- I 企業ガバナンスをめぐる議論の高まりの背景
- II 企業ガバナンスの考え方の変遷
- III 企業ガバナンスと企業の目的
- IV 企業ガバナンスとその主体
- V リスクマネジメントの視点から見た企業ガバナンス
- VI 2010年代の企業ガバナンスのあり方

## 要約

- 1 企業ガバナンスのあり方に関する議論が深まりつつある。企業の役割、日本の経済力との関係、国際的な議論の動向など多角的な視点から、理論的、実践的に精細な議論が重ねられている、きわめて奥行き深いテーマである。
- 2 企業ガバナンスを「企業を目的達成に向けて適切に方向づけと牽制を行うこと」と位置づけ、企業の目的は第一義的に利益の拡大であり、その利益は中長期的な株主の利益と捉えるべきである。株主は、資本の出し手だからではなく、牽制の役割を果たすのに最適であるがゆえに、企業ガバナンスの主体として位置づけられるべきである。
- 3 企業は、ガバナンスの主体として、中長期の視点から適切に牽制機能を発揮してくれる株主の招聘に努めるべきである。市場との対話を一層深めるとともに、長期保有の株主に報いるような仕組み、たとえばフランスの「ダブルボートティング」のような制度の導入を検討すべきである。
- 4 他方、従業員の企業との一体感は、日本企業の比類のない強みである。ヒトが企業の付加価値の源泉としての重要性を増していくなかで、ヒトの帰属意識を高めていくために、内部者による自社株式保有を奨励すべきである。
- 5 企業活動や組織の高度化・複雑化に伴い、企業価値を大きく左右しかねないリスクについては、取締役がより能動的に監理する動きが見られる。この点で、アメリカ企業の間で、企業にとってのIT（情報技術）の重要性に鑑み、取締役会の直下にIT管理委員会を設置する動きが注目される。

## Ⅰ 企業ガバナンスをめぐる議論の高まりの背景

企業とは何か、企業は誰のものかといった資本主義経済の大本にかかわるテーマに直結する企業のガバナンス（統治）のあり方への関心が高まっている。

企業ガバナンスのあり方については、古くから実務的、学問的に種々の角度から議論が積み重ねられてきた。本稿では、そのような議論を踏まえて、日本企業の置かれている環境を鑑みながら、2010年代を見据えた企業ガバナンスのあり方を考察する。

昨今、企業ガバナンスへの関心が急速に高まってきた要因として、大きく以下の5点をあげることができる。

### 1 企業の支配権をめぐる争いの顕在化

2005年来、ライブドアによるニッポン放送へのTOB（株式公開買い付け）、村上ファンドによる阪神電気鉄道、大阪証券取引所等への株式の大量取得に裏づけられた経営方針への介入など、大株主としての企業への発言力を行使する動きが相次いだ。その一方で、上場企業が株式の非上場に踏み切ることによって「外部の圧力に左右されることなく中長期的な経営施策を打ち出していく」という動きも現れた。

企業買収や大株主が企業の経営施策に注文をつけるようなことは、昨今始まったことではない。しかし、その当事者が広くメディアに登場し、率直なやや刺激的な発言を行ったことなどから、株式の支配証券としての側面が注目されることとなった。

## 2 会社法の現代化

2006年5月に改正会社法が施行された。会社法は、1990年代からほぼ毎年のように改正されてきたが、会社法の現代化と称される今回の改正は、日本企業を取り巻く情勢の変化を踏まえて国際競争力強化などを意識した「50年に一度の大改正」と位置づけられている。改正の内容は、会社機関設計の多様化や内部統制システムの構築など多岐にわたる。

とりわけ、M&A（合併・買収）の際の合併対価の柔軟化に関して、いわゆる「三角合併」が認められることの反響は大きい。たとえば、外国企業の日本子会社が日本企業を買収しようとする場合に、当該外国企業の株式を「買収の対価」として使えることになる。すなわち、時価総額の大きな外国企業による日本企業の買収がより行いやすくなり、この合併柔軟化を外国企業が強く要望していたことから警戒感は広まっている。

### 3 企業の社会的責任を問う声の高まり

企業が社会的存在として法と社会秩序を守るのは当然である。今日では、企業活動の影響度合いの拡大に伴い、企業の社会的責任を問うという形で、より能動的に社会の発展に働きかけることが期待されるようになっている。

ところが、会社の不祥事が後を絶たない。1980年代に見られたような会社を「守ろう」として総会屋などに利益供与を行うといった歪んだ愛社精神の発露によるものはさすがに下火になっているが、組織に不都合な情報を隠蔽し、または安易に虚偽の情報を提示するといったもの、組織の適正な管理の緩みに端

表1 国別GDP（国内総生産）の推移

|            | 1980年     | →       | 1990年     | →       | 2000年     | →       | 2005年     |
|------------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|
| 日本（十億円）    | 302,480.9 | （1.47倍） | 445,840.9 | （1.15倍） | 511,866.6 | （1.06倍） | 542,715.9 |
| アメリカ（十億ドル） | 5,161.7   | （1.38倍） | 7,112.5   | （1.38倍） | 9,817.0   | （1.13倍） | 11,131.8  |
| 中国（十億元）    | 763.2     | （2.43倍） | 1,854.8   | （2.62倍） | 4,859.5   | （1.52倍） | 7,394.1   |
| 韓国（十億ウォン）  | 138,502.6 | （2.32倍） | 320,696.3 | （1.80倍） | 578,664.6 | （1.24倍） | 719,839.7 |

注）2005年はIMFの予想  
出所）IMF（国際通貨基金）

を発するといったものは相変わらず多い。

企業の組織運営・リスク管理態勢に対する社会の目は厳しく、企業ガバナンスの適切な遂行への関心が高まってきている。

#### 4 日本経済の復興への取り組みとグローバル化の進展

1990年代バブル経済の崩壊とともに、日本経済は「失われた10年」とも呼ばれる長期低迷期を余儀なくされた。この間、アメリカが情報化をテコに好調な経済を維持し、ヨーロッパが統一EU（欧州連合）のもとで経済活力を高め、中国が市場経済化路線に沿って著しい成長を続けるなど、日本だけが取り残される格好となった（表1）。日本の施策がToo little, too slow（あまりに小出しで、あまりに遅い）と評されるなど、それまでの日本企業を規律づける方法は制度疲労を起こしているのではないかとの認識が高まってきた。

また、1990年代に企業の株式持ち合いが融解されていく過程で、外国人株主による株式保有比率が持続的に上昇した。東証一部上場企業の株式保有比率は、金融機関と事業会社を合わせて1989年に73.0%だったものが、2004年には54.6%と18.4%ポイント低下し

た。これを補う形で、外国人投資家の保有比率が1989年の4.2%から2004年の23.7%へと19.5%ポイント拡大した。それに伴い、米英流の企業ガバナンスの考え方に基づく株主行動が次第に敷衍されていくこととなった。

さらに、少子高齢化の進行に伴い、金融資産の貯蓄から運用への流れを振興しようという政策的な動きも、企業ガバナンスのあり方を再検討する機運を後押ししている。

#### 5 欧米における企業ガバナンスへの関心の高まり

企業ガバナンスへの関心の高まりは、欧米でも共通して認められる現象である。2003年に国連がとりまとめた「企業ガバナンスにかかわる主要課題」は、企業ガバナンス改善の機運が高まっている背景として、①英米での有力企業の相次ぐ破綻、②機関投資家の存在感の高まりとグローバルなポートフォリオ投資の拡大、③通信技術、市場取引技術の高度化によるアイデアのグローバルな伝播、④外部資金を有利に獲得するうえでの企業ガバナンス整備の重要性の認識、⑤健全な企業ガバナンスが国レベルでの魅力的な投資環境づくりに重要との認識――をあげている。

企業ガバナンスが、広く社会システムの一  
角を形成している以上、企業ガバナンスのあ  
り方はグローバルに一義的に定まるものでは  
ない。現在も試行錯誤のただ中にあり、日本  
でも、今後、2010年代を見据えてどのような  
姿を目指していくべきかが問われている。

## II 企業ガバナンスの考え方の変遷

### 1 アメリカにおける発展の概要

ガバナンスの語源は、ラテン語のguber-  
nare（方向を定める、舵をきる）とされる。  
つまり、企業ガバナンスとは、「企業を目的  
達成に向けて適切に方向づけと牽制を行うこ  
と」であり、その本質は企業の日々の業務執  
行担当者への規律づけのあり方ということが  
できる。企業ガバナンスに関する国際的な機  
関投資家のネットワークである「国際コーポ  
レート・ガバナンス・ネットワーク」のディ  
スカッションペーパーにも紹介されているよ  
うに、企業ガバナンスは決して昨日、今日生  
まれてきた問題ではない。企業が他人のお金  
を預かるということに伴って、株主と業務執  
行者の分離が組織化されるため、不可避免的  
に発生するものである<sup>文献1</sup>。

しかし、18世紀や19世紀には企業ガバナン  
スは政治的な関心を引かなかった。国家が経  
済的勢力の拡大に血眼になっていた時代であ  
り、富の創造に向けて邁進している経営者に  
制約を加えることにはほとんど関心が持たれ  
なかったとされる。

19世紀末頃になるとアメリカでは、鉄道、  
電力、通信などの公益事業の領域に大資本を  
有する企業が生まれ、公益サービスの充実が  
進んだため、企業による大量生産、大量販売

に拍車がかかった。M&Aブームとも相まっ  
て、企業の巨大化が進み、株主層の裾野が広  
がっていった<sup>文献2</sup>。

大規模に事業を展開する新たな企業群の台  
頭に伴って、職業的経営者が企業経営の任に  
当たるのが次第に常態化していく一方で、少  
数株主が幅広く分散していくこととなった。  
株主が企業の経営を制御できなくなっている  
事実が実証的に示されるに至り、企業経営を  
いかに効果的に規律づけるかという企業ガバ  
ナンスへの関心が急速に高まった<sup>文献3</sup>。

そこで、株主が持ち株を売り払うことで経  
営に不信任を表明することを通じ、経営陣へ  
の規律づけを行う方法が着目されることにな  
った。いわゆる「ウォールストリート・ルー  
ル」である。このような市場を通じた規制が  
効果的に機能するようにすべく、証券市場へ  
の信認を確保するために法規制の整備などさ  
まざまな施策が打たれた。この時代、取締役  
の主眼はいかに有能で辣腕の経営者を獲得す  
るかにあったとされている。

その後、1970年にペンセントラル鉄道が突  
然破綻したことを引き金に、取締役による企  
業の監視機能の強化が図られた。証券取引委  
員会は、「他の大手企業の取締役会と同じく、  
同社の取締役会が休眠状態にあった」ことが  
当時アメリカ市場6番目の大型倒産の一因と  
分析し、証券取引所は取締役の独立性の強化  
と監査委員会の設置を義務づけた。

この間のアメリカ企業の株主構成は、1900  
年代初頭に多数の小口株主に分散されていた  
が、50年にGM（ゼネラル・モーターズ）の  
企業年金基金が運用対象に株式を組み入れた  
ことを嚆矢として機関化が進展し、徐々に大  
口の投資家の存在感が高まった<sup>文献4</sup>。インデ

ックス運用を主軸とする機関投資家にとっては、機動的にウォールストリート・ルールを行使することは実質的に不可能だったため、経営内容に満足しない場合には、社外の経営者候補を誘ってTOBをかけさせるという方法が注目されることになった。

敵対的TOBを通じて経営者を規律づける方法は、KKR（コールバーグ・クラビス・ロバーツ）によるRJRナビスコの買収に代表されるように、多くの耳目を集めた。だが、企業の強みを引き出して企業価値を高めていくよりも、財務的な収益性を強く意識した企業運営が行われるなど、社会的には必ずしも歓迎されるものばかりではなかった。30余州で企業の乗っ取りを防止する法律が施行され、企業側も敵対的買収を困難にする施策を盛り込むなど防衛策を装備するようになったことから、機関投資家は経営陣を規律づけるための別の方法を模索していくこととなる。

1990年代以降は、投資家はこれらに代わる手法として、取締役会を通じて経営陣を規律づける方法を本格化させていった。IBM、アメリカン・エクスプレスなど名立たる大手企業で、大口株主の圧力を受けて経営者が交代した。その後アメリカでは、株式市場がおおむね好調に推移したこともあり、機関投資家の声が取締役会を通じて経営陣の構成や判断を大きく左右するケースは下火になった。しかし、企業と経営陣をいかに監督し規律づけていくかという企業ガバナンスへの関心は沈静化することなく、今日に至っている。

## 2 日本における企業ガバナンス

日本でも、1900年代初めには、資本家がもっぱら「その場主義的」な利益の獲得を行っ

たり、労働者が職を求めて企業を渡り歩いたりしていたのが実情であった。総じて企業ガバナンスはアメリカのそれとかなり似通った状況にあったといえる。

ところが、第二次世界大戦後、日本経済を再興するために、唯一の競争力のある経営資源であるヒトを活用しつつ、希少な資源であるカネを統制的に配分する体制がとられた。株主の権限を効果的に封殺する仕組みを組み込むことで、会社が目先の利益に追われることなく、もっぱら先進国へのキャッチアップに取り組むことが可能な環境が用意されたのである。元青山学院大学大学院教授の井手正介氏は、この間に定着していった日本特有の慣行とガバナンスの仕組みとして、「人本主義」「間接金融システム優位の確立」「企業によるリスク回避と低収益の許容」「株式持ち合いと護送船団方式」の4点をあげている<sup>文献5</sup>。

「神の見えざる手」の機能、つまり自由な財の取引を確保することで財の効率的な配分を促し、もって会社の優勝劣敗を鮮明にして経済競争力の維持・強化を狙うという機能は、会社や国の競争力を蓄えていく過程では、補足的な役割しか期待されなかったのである。

## 3 企業によるリスクマネジメント

企業ガバナンスが「企業を目的達成に向けて適切に方向づけと牽制を行うこと」であり、その本質を「企業の日々の業務執行担当者への規律づけのあり方」と捉えれば、企業ガバナンスが有効に機能するためには、企業の姿を当事者が正しく観察できることが不可欠である。そこで、牽制が正しく機能するようにするための監査が、株式会社制度と不可

分のものとして取り上げられるようになった。19世紀にイギリスで、国の認可を受けなくても、誰でも自由に会社を設立できるようになった際には、その見返りとして財務表示と会計監査が義務づけられた。

ところが、正しい財務表記を導き出すに至るまでのプロセスが必ずしも確保されていないという事実が露呈した。数々の企業の不祥事も、事業活動を適正に遂行するためのプロセスにほころびが生じていることに起因するものである。

2001年のアメリカでのエンロン事件、ワールドコム事件のような、ある意味できわめて原始的な犯罪行為を阻止できなかったことの衝撃の大きさを反映して、企業の適正な内部統制の確保が企業ガバナンスの大前提として強く要請されることとなった。

企業が事業環境に応じて日々変化していくなかで、プロセスを適切に更新し運用していくことは容易ではない。他方で、企業活動の広がりとその推進方法の多様化、複雑化に伴い、企業価値を大きく左右する要素として取締役が注視すべきリスクは大きくなる一方である。財務や監査にかかわるリスクはその一角に過ぎない。取締役は、主として企業業績の評価と経営者への人事・報酬を通じた牽制だけでは、期待される職責を十分に果たせない状態になっている。

## 4 企業ガバナンスの視点

アメリカでは、企業ガバナンスの議論は主として、株主の利益の視点に立脚しながら、それをどのように確保していくかという側面に当てられてきた。しかし、1930年代の大恐慌の時期や、反戦・人権意識が盛上がった

60年代など、企業の役割と責任が正面から問われていたのも事実である。1980年代でも、株主は良いリターンの恩恵を受ける必要があるが、その他の関係者の持つ真っ当な関心には適切な注意が払われねばならないという主張が経営者団体から行われていた。

企業ガバナンスを論じる際の視点として、それぞれの時代、地域の状況を踏まえて、会社は何のために存在し、その責任は何か、どのような仕組みでそれを実現していくかが、繰り返し問われている。

また、戦後の日本の事例がとりわけ鮮明だったように、企業ガバナンスの議論は、会社の活力や一国経済の視点と密接に結びつく。

さらに、企業のリスクマネジメントや、その第一歩としてのコンプライアンス（法令遵守）や内部統制の視点も、企業ガバナンスの議論として近時関心を集めている。

## III 企業ガバナンスと企業の目的

まず、伝統的な視点から論を進めてみる。「企業を目的達成に向けて適切に方向づけと牽制を行う」という企業ガバナンスの定義に基づき、企業の目的は何かという点と、どのような主体が規律づけを行うのが適切かという点を明らかにしていく。

### 1 企業の目的は何か

企業は社会的に影響のある存在として、公益を増進していく役割を担うことへの期待が高まっている。しかし、営利法人である会社にとっての第一義的な目的は利益の追求であり、そのための事業を通じて社会の役に立つことである。



そこで、企業が追求する利益とは何かが、次に問われる。これについては、もっぱら株主の利益（すなわち、株価や時価総額）とする考え方と、企業を取り巻くさまざまなステークホルダー（利害関係者）の利益の総和とする考え方の、大きくは2通りの捉え方がある。

株主価値の極大化の考え方は、きわめて素朴でわかりやすい。現実の企業運営の姿や一般的な認識はともかく、制度上は会社の所有者はあくまでも株主である。またガバナンスの歴史が、主として株主の利益をどのように保全していくかという視点から、会社の組織運営のあり方を模索するものだったことも、この考え方を支持する要因となろう。

この考え方によれば、顧客、従業員、顧客などその他のステークホルダーは、企業の経済価値を極大化するための要素、手段として捉えられることになる。

他方、ステークホルダーの利益総和を極大化するという考え方は、企業を、顧客、従業員、株主、金融機関、政府などさまざまなステークホルダーからなる社会経済的システムとみなす。企業のパフォーマンスはすべての主要ステークホルダーからの支援を受けられるかどうかにかかっている、という現実を素直に反映した考え方である。

この考え方は、企業の規模が拡大し、その活動が社会や市場に影響を及ぼしている現実に鑑み、企業は単に株主による利益追求の道具ではないという立場に立脚している。

## 2 株主価値極大化論とステークホルダー論のどちらに立脚すべきか

株主価値極大化論とステークホルダー論は

それぞれ、企業の機能や性格のどこに軸足を置いているかの差であり、どちらかが絶対的に正しいという類のものではない。

しかし、株式会社という制度が株主の存在なしにはそもそも成り立ち得ないこと、またその株主が企業の活動の成果に対する分け前の請求を一番後にしか行えないことは、重い事実である。株式の形で広く資金を調達できるという恩恵を株式会社にかかわるすべての人が享受している以上、そして資金の出し手として篤志家を想定していない以上、株主は相応の重みを持って遇されるべきである。制度上も、株主総会には大きな権限が認められている。

このような衡平の観点以外に、実効性の観点から見ても、株主価値極大化論が勝っている点がある。

ステークホルダー論によれば、株主以外にも従業員、地域社会など多様なステークホルダーの利益に配慮し、その全体最適を図るべきということになる。しかし、経営者が意思決定に際して配慮すべき要素が多彩になり、結果として経営者の業績を判断するための軸が不在になってしまうという指摘もある<sup>文献6</sup>。ステークホルダー間で利害の衝突がある場合の解決指針にはなりづらいことも否めない。

また、企業が相互に経済的利益の拡大を目指して競い合うことは、全体として資金など経営資源がより有効に活用できる会社に配分されることにつながり、結果として経済成長を支える仕組みの一翼を担うことになる。加えて、有限責任の株式が幅広く売買されることで、投資家に対して金融資産の運用の場が提供されているという実態もある。このよう

な、企業に期待される役割を果たしていくためには、企業運営の目は第一義的に株主価値の極大化に向けられる必要がある。

それゆえ、企業の目的については、株主価値の極大化に軸足を置いて考察するのがより適切と考えられる。

### 3 株主価値極大化論への疑問

株主価値を重視する考え方によれば、企業活動の成果の測定方法として株価や時価総額に拠ることになる。これに対して、日本では2006年初めに起きたいわゆる「ライブドア・ショック」の影響から、時価総額を指標とすることに躊躇する声も出ている。

確かに、株価や時価総額は企業の活動の成果を反映する指標であり、指標それ自体に拘泥することは本末転倒といわざるを得ない。「もっぱら株価を上げようと、経営者が手段を弄する株価至上主義」は、「企業が持つ価値を高めようと努力した成果が、投資家に評価され、時価総額を高めていくという時価総額主義」とは全く別物である。

しかし、外見から両者を峻別することは難しいのも事実である。また、株主価値極大化のための諸制度の限界として、株価が過小評価されているのを改善するためには有効に機能するものの、過大評価されている株価を是正する方向には機能しづらいという点がある<sup>文献7</sup>。つまり、経営が拙劣であるがゆえに企業価値が改善しない場合には、外部からの敵対的買収によって経営陣のすげ替えと企業収益力の強化を期待できる。しかし逆に、バブル期のように株式市場が過大評価している場合、経営陣が取締役や株主に対して市場が期待しているような収益を上げられないとい

った告知をすれば、弱気な経営陣は首をすげ替えられてしまう恐れもある。

さらには、企業の価値自体が拡大しない場合には、株主が従業員や顧客の取り分を侵奪して、自分の利益の極大化を図る恐れがあるのではないかという指摘もある。

### 4 中長期的な企業価値向上

このような株主価値極大化への懸念に応えるには、極大化の時間軸を組み込むことが肝要である。実際、今日では株主価値極大化の立場に立ちつつも、中長期的な視点で株主価値を向上させるという考え方が主流になっている。

株主の利益とステークホルダーの利益は一見、衝突しているが、その差は実際にはいわれるほど大きくない。企業が株主のために持続的に収益を上げ、良い評価を維持していくには、従業員や取引先、債権者、地域社会の利益にも相応の気配りをすることが不可欠である。端的には、企業にとって従業員は価値創造の源泉であり、人的資産と称されるように、企業にとっての重要資産との認識が広がっている。アメリカのあるソフトウェア会社によれば、「午後5時に当社の資産の95%が散り散りになってしまう。翌朝彼らがまた戻ってきたくならないような環境を用意しておく必要がある」とのことである<sup>文献8</sup>。従業員の力を十分に引き出すことができれば、長期的に企業の収益力は減退してしまう。

また、企業不祥事に至らなくても、企業が社会からの期待を逸脱した動きを続ければ、消費者から敬遠されることになる。たとえば、労働市場の流動性の状況を省みずに安易に大規模なリストラを行うようでは、中長期



的に収益の悪化につながりかねない。

もちろん、理屈の上では長期と短期を区別する必要はない。市場が効率的であれば、一連の短期的な最適化の総和が長期的な最適化ということになるからである。しかし、こうした無垢な効率性仮説が常に機能しているわけではない。ストックオプション（株式購入権）のような経営陣への報酬手段が、設計次第では経営陣の目を短期的な株価の変移に向けがちになること一つをとってみても、「中長期」という時間軸を強調することは大いに意味がある。またアメリカでも、法的には短期の視点と長期の視点を区分して議論されており、一般に株主にとって重要なのは長期の価値創造であると認識されている<sup>文献9</sup>。

やや標語的ではあるが、「株式市場は長期的には企業価値の測量機になり得るが、短期的には人気投票の場である」との意見は至言である<sup>文献10</sup>。

## 5 中長期的時間軸の有効性とIT化

IT（情報技術）化の進展も、株主価値の極大化に取り組むうえで中長期という時間軸を強調することの有効性を増幅させている。

IT化がもたらす最大の変革は、情報の伝達手段の拡散（誰でもインターネットなどを通じた情報の発信主体になり得る）と、情報伝達の速度の加速（瞬時に広範囲への情報伝達が可能になる）である。

加えて、企業の活動が社内外から継続的にモニターされる環境になりつつあるため、企業にとって不都合な情報を隠し通すことが困難になっている。象徴的な出来事は、ある企業にクレーム電話を掛けてきた消費者に対して、対応した社員が「あなたは顧客ではなく

単なるクレーマーだ」と発言した音声が録音され、インターネット上で公開されたという事件である。インターネットが利用されることで、事件の全容が臨場感を持って直ちに公衆の知るところとなり、企業イメージにとって大きなマイナスとなった。

企業は、手抜きをしないで地道かつ誠実にステークホルダーへの目配りが続けていかなければ、中長期的な企業価値の向上はおぼつかない。この事実がIT化が進むことで一段と重みを持つてくることになっている。

## IV 企業ガバナンスとその主体

### 1 株主によるガバナンスの実践

企業の目的が中長期的な株主価値の極大化であるとして、それに向けて企業を方向づけし牽制する企業ガバナンスの主体として、誰が適切であろうか。

目的を株主価値の極大化と定める以上、その達成に向けて規律づけを行う主体についても、株主と考えるのが素直である。他方で、企業が永続的な存在として活動し続けることを前提に考えれば、企業文化や企業風土を受け継いでいくのは、カネの出し手である株主というよりは、知恵や労働の出し手である経営者や従業員と考える方が実態に即しているとも考えられる。

結局この問題は、どの主体が最も有効に企業の目的達成のための規律づけを行い得るかという実効性の視点で考えるべきであり、その点では、株主の判断に委ねるのが最適という考え方を支持する向きが趨勢であるように見受けられる。たとえば、株主は他のステークホルダーに比べるとその利益が均一的であ

るため、企業の活動を最も合理的かつ冷静に判断できる存在が株主であることをあげて、株主の声を重用すべきとの見方もある<sup>文献11</sup>。

株主が他の主体に比べてガバナンスの主体として望ましいもう一つの理由として、企業が現状に甘んじることなく、積極的にリスクをとるように向かわせる力が働きやすいということもある。株主が残余財産しか享受できず不安定であるのに対し、従業員や債権者などのステークホルダーが主として享受する経済的利益の額は相対的に安定している。また、株主がポートフォリオ投資を行うことで収益源を多様化し、特定企業のリスクを分散しやすいのに比べれば、従業員や経営者はより安定を志向する傾向がある。

IT、バイオ、ナノテクなど新規事業でアメリカ企業が優位に立っているのは、アメリカ企業がリスクテイクを促しやすいスタイル、すなわち株主によるガバナンスに積極的だからという指摘もある<sup>文献9</sup>。

つまり、株主は単にカネの出し手であるからではなく、株主の置かれた立場が、経営陣を規律づけて企業の目的である中長期的な企業価値の向上を実現するための健全な緊張感を与えるのに最も適切であるがゆえに、企業ガバナンスの主体として適切と位置づけられるのである。

## 2 企業によるガバナンスの 適任者の招聘

株主を企業ガバナンスの主体と位置づけるとしても、株主なら誰でもよいわけではない。あくまでも、それら株主が「企業の目的＝中長期的な企業価値の極大化」を明確に意識していることが大前提となる。株価の値動

きにしか関心がなく、そもそも企業の業容にさえ興味を示さないような株主に、企業ガバナンスの役割を果たせるのか、ということである。たとえば、アメリカではヘッジファンドが株式全体の約10%を保有し、株式市場の出来高の40%を占めるに至っているが、その平均保有期間は60日に過ぎないという<sup>文献12</sup>。

企業としては、どのような株主でも構わないので、とにかく安価に資本を調達できればよいということにはならないだろう。しかし、他方で企業は株式を公開している限り、たとえ企業ガバナンスの役割を担う意図のないことが明白な株主であっても、これを門前払いすることは許されない。

したがって、企業の側としても、株主がガバナンスの主体として適切な判断をできるように株主に説明し、動機づけていく作業を地道に続けていくことが必要である。

具体的には、企業が考える中長期的な企業価値を極大化するためのステークホルダーとのかかわり合い方を、常に市場に向けて発信し続けることが必要である。また、たとえばジョンソン・エンド・ジョンソンの「我が信条」のように、企業の基本理念を掲げて内部者に日々これを意識させ、実践させていくという方法もあろう。つまり、企業の考える中長期的な企業価値向上のための理念と内部者が遵守すべき行動を宣言し、繰り返し繰り返し社内外に訴えかけていく。株主は企業がこの宣言に則って活動することを株式投資を行う前に知り得る立場にあり、結果としてこれに賛同する株主を招聘しやすくなる。

仮にそのような宣言が経営陣の保身の道具として使われていると考えるのであれば、株主は取締役を通じて経営陣を交替させたり、

そうした宣言自体を取り下げさせたりすることもできるのである。

### 3 種類株などを活用した ガバナンスの適任者の確保

さらに、より直接的な手段としては、種類株を活用して既存株主の権益を一定限度確保したうえで、資本を調達するという方法もある。たとえばグーグルでは、複数の議決権を持つ種類株式を創業者など3人が多数保有しており、同社の議決権の過半をその3人が保有している。そこでは株主の資本提供者という側面もさることながら、それ以上に企業ガバナンスの主体としての側面が注視されているということができる。

ただし、種類株の場合には、企業の経営者がガバナンスの主体を選定することになってしまう。その効果は批判の大きい日本の株式持ち合いと変わらない。中長期的な企業価値の向上という目的のために、経営陣に緊張感を持たせる主体を招くという観点から考えると、種類株よりも、たとえば株式の連続保有期間に応じて議決権の個数を変える仕組みの方がより適切であり、民主的な仕組みということができる。このような仕組みは、実際にフランスで「ダブルボートティング」と呼ばれて、多くの企業で利用されている。2005年時点で、フランスの大手企業株式指数である「CAC40」の構成企業40社のうち23社と、過半数がこの仕組みを採用している。

ダブルボートティングの制度はフランス商法に明記されており、その典型的な仕組みは、2年以上連続して株主である者には2倍の議決権を付与するというものである。連続性の確認のために、対象を登録株式（株主名が企

業の株主名簿に登録されている株式）に限定しており、会社側にとってこの制度を運営するためのコストはそれほど大きなものとは認識されていないようである。

企業がダブルボートティングの制度を採用する狙いとしては、長い目で企業を支援してくれる株主の声をより多く反映させること、また登録株式の割合を増やしていくことが想定されている。ただしその効果の点では、登録株式の割合は発行済み株式数の3%に過ぎず、実効性よりも企業の姿勢を示すアナウンス効果の方が大きいように思われる。

ダブルボートティングのように株式の連続保有期間に応じて議決権の個数などが変わる仕組みは、アメリカでは「期間対応型議決権」と呼ばれている。ニューヨーク証券取引所などは上場企業が新たに期間対応型議決権を採用することを禁止しているが、いくつかの企業は引き続きこの制度を採用している。

AFLAC（アメリカンファミリー生命保険）の場合、48カ月連続で株式を保有する株主には10倍の議決権が与えられる。保有の連続性は、登録株式の場合は登録期間から算出して確認するが、それ以外の株式の場合には保有期間が48カ月未満として取り扱われる。実際に48カ月以上連続で保有している株主は、その旨を会社あてに通知すれば、10倍の議決権が認められるという仕組みになっている。

## V リスクマネジメントの視点から 見た企業ガバナンス

2001年にアメリカで相次いで発生した大規模な会計不祥事による企業破綻を受けて、企業の内部統制の強化がリスクマネジメントの

観点からきわめて重要な課題として認識されるようになった。企業がバナンスの観点からは、取締役は株主のために企業の経営状況について適宜監視を行っており、これは通常、経営陣からの報告と経営陣への指示、評価を通じて行われる。

たとえば、ニューヨーク証券取引所は上場企業に対し、指名、報酬、監査の3つの委員会を取締役会の直下に設けることを要請している。指名委員会と報酬委員会の設置は、まさに経営陣への評価という実権をテコに、経営陣を通じて企業のリスクマネジメントを行わせようという考え方の現れといえよう。

この3つの委員会はアメリカの上場企業にとって必須の委員会だが、それ以外にも、企業はその置かれている事業環境に応じて取締役会の直下に種々の委員会を設置している。GE（ゼネラル・エレクトリック）やシティグループの社会的責任委員会、デューク・エナジーの核監視委員会、シスコシステムズの買収委員会などがそれに当たる。このような特別の委員会の一つとして、近年、ITにかかわるリスク監視を手がける委員会を設置するところが現れている。フェデラル・エクスプレス、ノベル、プロクター・アンド・ギャンブルなどが代表例である（表2）。

ITリスクに限らず、さまざまな企業リスクのマネジメントは主として経営陣によって経常的に遂行される。ITリスクであればCIO（最高情報責任者）が主管して管理することになる。しかし、ITの広がり複雑さ、企業活動への定着度合いと位置づけの重要性が増している現状に鑑み、ITにかかわるリスクマネジメントの適否が企業価値に大きな影響を及ぼすようになってきているとの認識が広ま

表2 取締役が委員のIT監視委員会を設けている主なアメリカ企業

| 企業                                                 | 委員会の名称                             |
|----------------------------------------------------|------------------------------------|
| フェデラル・エクスプレス*                                      | 情報技術監視委員会                          |
| プロクター・アンド・ギャンブル                                    | イノベーション・技術委員会                      |
| ユナイテッド・ステーションナズ                                    | 技術アドバイザリー委員会                       |
| メロン・ファイナンシャル                                       | 技術委員会                              |
| PNC                                                | オペレーション・技術委員会                      |
| エリー・インデムニティ                                        | 技術委員会                              |
| ホーム・デポ                                             | 情報技術アドバイザリー評議会                     |
| グレート・アトランティック・アンド・パシフィック・ティ                        | IT監視委員会                            |
| ノベル                                                | IT監視委員会                            |
| *フェデラル・エクスプレスの情報技術監視委員会の構成                         |                                    |
| ジュディス・エストリン（議長）                                    | 元シスコシステムズのCTO、インターネット技術会社CEO       |
| ジェームズ・パークスデイル                                      | ベンチャーキャピタル会長、元ネットスケープ・コミュニケーションズ会長 |
| J・R・ハイド三世                                          | 投資会社会長、自動車部品販売会社会長                 |
| シャーリー・ジャクソン                                        | 技術大学学長、NYSE取締役                     |
| 注）CEO：最高経営責任者、CTO：最高技術責任者、IT：情報技術、NYSE：ニューヨーク証券取引所 |                                    |

りつつある。そこで、取締役レベルが直接に関心を持ってITリスクの監視に乗り出すという動きが出てきているのである。

IT監視委員会は、一般に、全社的リスクマネジメントの立場からITと経営の両方の領域に精通した取締役、特に社外取締役にによって構成されるという位置づけになる。実質的には、CIOへの牽制機能を果たすことが期待されており、とかく技術的で詳細な話に陥りがちなITにかかわるリスクを「普通の言葉で」説明させることが期待されている。

このため委員会のメンバーとしては、IT企業の経営者や、他社でCIOの実績を示した経営者、ITと経営の両方の領域に見識を持つ学識経験者、コンサルタントなどが就いている場合が多く、CIOはこの委員会への報告役に回るのが普通である。委員会の議題や議事進行は委員である取締役の主導のもとで行

われるため、CIOやそのスタッフにとっては、ITにかかわるリスクをいかに的確に捉えて、わかりやすく、かつ正確に伝えるかというトレーニングの場にもなる。

財務や監査の正確性、適切性の確保は、企業価値にきわめて重要な役割を果たす。それを担保するための内部統制の強化は、アメリカのSOX法（いわゆる企業改革法）でも要請されている。日本でも、2008年度を目処として、「日本版SOX法」の施行が予定されている。アメリカで財務の健全性にかかわるリスクの次の課題としてITリスクが認識され始めていることは、企業がバナンスのあり方を考えるうえでも押さえておくべきだろう。

## VI 2010年代の企業ガバナンスのあり方

### 1 2010年代の企業ガバナンスの視点

日本経済は2002年頃から回復過程に入り、いざなぎ景気を上回る息の長さで景気拡大が続いている。2005年半ば以降、株式市場でも復調の様子がはっきりと確認されている。しかし、日本企業を取り巻く環境は1960年代のいざなぎ景気の頃とは一変しており、今後さらなる経済発展を確かなものにしていくための企業ガバナンスを構築していくことが求められている。

これまで述べてきたような企業ガバナンスに関する議論を踏まえつつ、2010年代を見据えて日本にふさわしい企業ガバナンスのあり方を構想していくうえで、次の3つの視点を織り込むことが重要であろう。

第1は、企業や日本経済全体の収益性の回

復、増強の視点である。

事業会社間の持ち合いや金融機関による安定保有が行われていた時代に回帰する道は、実質的に閉ざされた。外国人株主の保有比率が25%近くまで上昇する一方、少子高齢化の進行に伴って資金運用への関心が機関投資家、個人投資家を問わず盛り上がっている。友好的、敵対的を問わず、M&Aはごく普通の一つの経営判断として受け止められるようになった。企業は、株主を意識しながら収益性の維持、増強と企業価値の向上に努めることが名実ともに求められている。

第2は、グローバルな均一化が進む事業環境の視点である。

2005年にアメリカでベストセラーになった*The World is Flat*（平坦化する世界）が表しているのは、グローバル化とIT化の進展により、事業環境の世界的な均一化が進展している様相である<sup>文献13</sup>。つまり、①リアルタイムで地理的距離や言語的格差を乗り越えて、知識や作業を共有し協働することが可能な世界の拡大、②この舞台を活かすための試行、経験の十分な蓄積、③東欧、BRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）など30億の人口のこの舞台への本格的参入——という事象が所与のものとなっており、日本企業もそこで事業を遂行していくことが求められる。

東欧やBRICs諸国がかつての日本のように先進諸国を目標に急速に経済的なキャッチアップを果たしつつあるなかで、日本の産業の優位性を維持し続けるためには、情報産業、バイオ産業に象徴される創造力とイノベーションを活かし切るような分野の競争力を高めていくことが重要である。2010年代の企業ガバナンスは、このような課題に資するもので

あることが求められる。

第3はヒトの活力を活かす視点である。

1990年代のリストラの過程で、企業が定年まで従業員の面倒を見るという父権的な期待は相当程度払拭された。一人ひとりがその適性や能力に基づき思い切ってリスクをとれるような起業社会の創造が求められている。

他方で、少子高齢化が進展し、人口純減段階に入った日本にとって、優秀な労働力を確保していくことは死活的な問題である。女性の労働市場へのより本格的な参入や、退社後の再入社も歓迎されるような企業OBネットワークの構築が求められるだろう。労働市場の流動性が高まるなかで、ピーター・ドラッカーが最後まで日本経済の強みとして賞賛し続けたような企業への帰属意識、家族的な労働環境をいかに維持していくかは、日本企業の競争力を直接に左右することになる。

これら3つの視点に立つならば、2010年代の企業ガバナンスの姿として、まず株主による経営者の規律づけを主軸に据えるべきである。そのうえで、企業による家族主義の一体感を維持していくために、特に従業員を中心としたステークホルダーへの十全の配慮が必要である。そのために、中長期的に株主価値の極大化を進めていく姿勢を堅持すべきであり、これを裏づける施策が求められる。加えて、従業員と企業との一体感を醸成していくための取り組みも不可欠である。さらに、企業活動に伴うリスクをコントロールするうえで、必要に応じて取締役レベルで特定リスクを監視する姿勢も求められよう。

その具体的方策として、以下の4点の取り組みを進めるべきである。

## 2 求められる4つの施策

### (1) 企業姿勢の市場への発信

株主は、資本の出し手にとどまらず、企業ガバナンスの主体としてきわめて重要な役割を果たす。企業は、中長期的に株主価値を極大化していくという目標に共感してくれる株主を積極的に招聘する必要がある。短期的な視点で投資する機関投資家の割合が大きい企業ほどM&Aの対象になりやすく、またその際のプレミアムも低くなりがちという調査もある<sup>文献14</sup>。企業は、中長期的な姿勢で株主価値の極大化を進める視点にこだわり続けることを市場に対して持続的に発信し、かつ実践することで、自らの姿勢を顕示していくべきである。

### (2) 期間対応型議決権の検討

中長期的に株主価値の極大化を推進するためには、さらに踏み込んで、中長期の視点で株式を保有し業績を評価してくれる株主に報いる仕組みを導入することが一層効果的である。イギリスで年金基金の受託者を対象に行われた調査でも、「株式を長期保有する株主には、短期的に売買を行う株主に比べて何らかのインセンティブがあるべきである」という考えに、69%が賛同している<sup>文献15</sup>。ダブルボートティングや期間対応型議決権のような制度の導入に取り組むべきだろう。

無論、ダブルボートティングや期間対応型議決権は、会社法上の株主平等の原則の観点から慎重に検討すべき課題である。株主の属性に応じて議決権の個数を変えるような制度を認めると、たとえばライバル会社の従業員である株主の議決権を減殺するとか、本店や工場の所在地の住民である株主には議決権を増



やすといった種々のバリエーションが出てくる可能性がある。その結果、経済合理的な資金配分が阻害され、ひいては企業や国の経済力にとっての足かせになりかねない。

しかし、株主平等の原則も、株主優待のように合理的な理由があれば例外が認められないわけではない。企業がバナンスという大事を託すにふさわしい主体の声をより大きく反映させるという観点から、株式の保有期間に応じて議決権の個数を変える仕組みは、十分に合理性が認められると思われる。必要であれば法改正を行って、こうした制度の導入を前向きに進めるべきである。

### （３）経営者や従業員による株式保有の促進

終身雇用への期待が減退する一方で、経営者や従業員と企業との一体感を醸成するための取り組みとして、経営者や従業員による自社株式の保有を奨励していくことが有効であろう。

アメリカでは、経営者への株式による報酬の支払い、従業員の福利厚生の一環として提供する株式投資プランなど、内部者の株式保有比率を高める施策に前向きである。2005年の「フォーチュン100社」について、「委任勧誘状」に明記されているデータに基づき内部者の株式保有の比率（議決権ベース）を算出したところ、その平均は7.6%であった。

これに対し、日本の売上高上位100社を対象に同様の計算を行うと、その平均は1.8%にとどまっている。あくまでも一つの目安だが、日本でも経営者や従業員の自社株保有比率を高めていく余地はある。日本版ESOP（従業員株式保有プラン）などの施策に、改めて前向きに取り組むべきである。

### （４）取締役会直下の委員会によるIT監視

企業価値に大きな影響を及ぼすリスクについて、取締役のレベルで監視していく必要性が高まっている。財務評価の適切性を確保するための内部統制の強化への取り組みが始まったところである。企業が置かれている事業環境に即して、ITその他の重要リスクについても取締役会レベルで経常的に監視していく体制（委員会の形、諮問委員会の形など）を検討していくべきである。

企業がバナンスについては、さらに機関の構成の仕方や経営陣の報酬体系、敵対的買収の対抗策など、具体的な運用のあり方が模索される。具体的にどのような運用施策が望ましいかは、まさに企業が置かれている状況によって千差万別であろう。しかし、どのような施策を検討していくにせよ、中長期の時間軸から株主の視点に立脚した企業がバナンスの考え方の上に、日本企業にふさわしい仕組みを構築するという軸を堅守すべきである。

#### 参考文献

- 1 Adrian Cadbury and Ira Millstein, "The New Agenda for ICGN," July 2005
- 2 高森寛・井出正介編著『金融・契約技術・エージェンシーと経営戦略』東洋経済新報社、2006年
- 3 Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, 1932
- 4 John C. Bogle, "The Ownership of Corporate America - Rights and Responsibilities," April 2005
- 5 井手正介『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



- 6 Michael C. Jensen, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function," *Journal of Corporate Finance*, Fall 2001
- 7 Michael C. Jensen, Kevin J. Murphy and Eric G. Wruck, "Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them" (July 12, 2004). Harvard NOM Working Paper No. 04-28; ECGI -- Finance Working Paper No. 44/2004
- 8 Stanford M. Jacoby, *The Embedded Corporation: Corporate Governance and Employment Relations in Japan and the United States*, Princeton University Press, 2004
- 9 Anant K. Sundaram and Andrew C. Inkpen, "The Corporate Objective Revisited," *Organization Science*, May-June 2004
- 10 John C. Bogle, "Corporate Governance: What's Next?" March 2005
- 11 Henry Hansmann, *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, 1996
- 12 クレイトン・クリステンセンほか「株主は革新の親にあらず 長期思考で常識破れ」『日経ビジネス』2005年11月28日号（特別編集版）
- 13 Thomas L. Friedman, *The World Is Flat: A Brief History of the Twenty-First Century*, Holzbrinck Gordonsville, 2006
- 14 Jose-Miguel Gaspar, Massimo Massa and Pedro Matos, "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, April 2005
- 15 Stefan Stern, "The short-term shareholders changing the face of capitalism," *Financial Times*, March 28, 2006

著者

近藤哲夫（こんどうてつお）  
財務部財務企画課長  
専門は金融制度、金融機関経営など