

## 日本企業における企業統治システム設計の課題

青 井 倫 一\*

現在の日本企業において企業統治の課題にどう対応すべきかという大きな問題が生じている。アメリカン・スタンダードに対して日本型を主張する意見も多い。しかし、この企業統治の問題は日本企業における経営システムの根幹の議論であり、90年代からの環境変化によってこれまでの“日本の経営の錆付いた機能”が明らかになったというべきである。

グローバル競争の激化、直接金融への依存等の“ゲームのルール”の変化に有効に対応するために日本企業における意思決定プロセスの再構築が求められている。

多くの企業統治論はシステムの変革を論じている。しかし、同等に重要なことはCEOの付加価値である。この論文では“CEOのリーダーシップ”と“取締役会”のインタラクティブな緊張感のあるシステムの設計を勧める。

キーワード：コーポレートガバナンス、日本企業の戦略、トップマネジメントの付加価値、取締役会

### 1. はじめに

現在、多くの日本企業においてこれまでの企業戦略のありかたの再検討がなされ、企業の経営システム革新のひとつとして、現状の取締役会の制度改革、また取締役とはどうあるべきかという経営制度（システム）の再設計がなされている。企業によってそのような改革の形は異なるが、取締役と執行役員の分離、少数のメンバーからなる活性化された取締役会、社外取締役の活用、諮問委員会の設定、監査委員会の充実といった種々の変革の試みがなされていることは新聞・雑誌の報道によってよく知られている。しかし、これらの企業経営システム（企業統治）の変革が単なる流行

による“形だけのもの”に終始しないために、換言すれば、これらの変革の試みが日本企業におけるバイタリティーの再生、日本社会における経営資源の効率的活用の達成という成果を生むことを期待するために、企業統治という経営システムの変革をこの論文で検討することにする。

過去においても企業統治の問題が日米構造協議において議論されたが、その際の議論は結果として「株主代表訴訟」という項目に“不適切に集約”された感がある。企業統治の問題はT. フリードマン流に表現すれば日本企業の経営システムにおける“OSの変更”というレベルであって、“アプリケーションプログラムの追加”というレベルの問題ではない。その認識が企業関係者にとって極めて重要である。

“いかに企業を運営すべきか（how to run the company）”という課題についてはこれまで

\* 慶應義塾大学大学院経営管理研究科

多くの研究が集中してきたといえるが（ビジネススクールのカリキュラムの対象でもあった）、それに対して“いかに企業を統治すべきか（how to govern the company）”という課題には関心が払われることはあまりなかったといえる。とはいっても日本企業・社会だけがこのような企業統治という問題に関心を払うのを怠ってきたということではない。企業統治（コーポレート・ガバナンス）という表現自体は世界的にみてもそう古いものではないといえる。ここ10数年の話であるといつてよい（70年代には企業の社会的責任論という形での展開はあったが）。米国、英国においても企業統治システムへの関心がそれぞれ少し異なる理由で高まり、かれらなりにベスト・プラクティスは何かを検討している。

まず企業統治のシステム設計論を展開するにあたって、最初に着手しなければならない作業は、それぞれの国でなぜ企業統治という課題が注目を受ける状況になったかという“診断”の作業である。個々の国、地域の診断（需要分析）に応じて処方箋を書くことが適切であると思われる。例えば、日本において10年ほど前には“日本の経営論”が全盛期であり、“経営者資本主義”が“株主資本主義”にとって代わるといわれた。日本経済の成果を背景に、“日本の経営システム（経営者資本主義）”に自信を持った企業経営者が多かった。にもかかわらず、今なぜ日本企業の経営システムそのものの戦略的再検討が流行しているのかということである。もし日本企業の外部環境が構造的に不変で日本企業が単なる景気循環の底に位置するだけであれば、経営システムの改革の必要性はさほど高くないといえる。その場合“今のままで我慢する”というのが日本企業にとって優れた戦略対応ともいえるかもしれない。しかし、企業環境に構造的変化が生じている場合、“我慢という現状維持”選択の有効性は疑問である。“我慢する”ことによって日本企業は、よく言われる“ゆでガエル現象”になってしまう可能性が高いと思

われる。われわれとしては企業統治の問題は戦後に確立し、強化されてきた“企業”に対するわれわれの基本的作業仮説を大幅に変更する契機になると判断している。

そこで2節において現在の日本のビジネス社会において「企業統治」への需要がなぜ高まりをみせつつあるのかを主として企業戦略変革の視点から考察する。「取締役会の改革」の動きは企業の外からの圧力というよりは、企業環境の変化に対応するべく企業内部からの動きと判断するほうが適切である。ただ、多くの企業においては「取締役」についての従来の“感覚”が延長線として残っているので企業統治論に若干の混乱をもたらしている。

3節においては米国、英国の動向を分析することにする。留意しなければならないのは企業統治の形に唯一という解は存在しないという認識である。海外の企業統治の形をそのまま日本社会に輸入するのは適切でないのはいうまでもない。企業は社会・市場という枠組のなかで活動する組織であるから、企業が立脚する社会・市場の構成員の価値観に大きく依存するのは当然である。と同時に市場のグローバル化の進展によって“国内市場の論理”にコミットし続けることも困難になっている。社会、市場の要請する方向性が多様化している状況での企業統治というものを考察しなければならない。したがって各国の優れた考えを参考にして日本における企業統治のベスト・プラクティスを策定しつつけるという作業が現在、そして将来においても必要になる。

そして4節において日本における企業統治の議論を整理することにする。ここで考慮する対象の企業としては、基本的に大規模公開会社を想定している。したがって経営と所有の分離から生じる「エージェンシーの問題」が中心課題となる。またその整理は会社法などの法律的アプローチではなく、経営学的視点を中心にして展開することにする。といっても法律的アプローチが重要ではな

いということではなく、企業統治自体は極めて学際的な課題であり、それらを統合することの重要性をここで指摘しておく。

## 2. 日本企業における企業統治論への “需要分析”

この2年間に於いて日本企業の多くに於いてなぜ企業統治に於ける変革が高まったのかといえば、それは90年代のバブル崩壊から低迷する企業業績からいかにして立ち直るかという試みの一環といえるであろう。それまでの日本企業の戦略の最大公約数であった“日本経済の成長に乗る”ということがバブルの崩壊後持続できなくなり、この数年間の貧しい経営実績からみて単純な既存路線の延長線では企業の存続が期待できなくなるといふ判断が背景にある。そこでこれまでの企業戦略・事業戦略を根本から再編するための意思決定プロセスの模索が必要になったからである。ある意味では事業部門の代表者からなる形骸化したこれまでの取締役会の付加価値が問われるようになったといえる。このような取締役会の付加価値を問い、企業統治の新しい仕組みを要求するようになった理由をバランス・シートの左側である事業戦略、右側である財務戦略、そして企業不祥事に対する社会の圧力という視点で整理することにする。

### (1) 成長から競争へ

これまでの日本企業が最大の関心を向けてきたのが顧客（製品市場）である。この製品市場に於いてグローバル競争の激化ということがこの10年加速している。そして“勝ち組と負け組の選別”という表現に代表されるように、製品市場に参加しているすべての企業が事業収益を上げられる成長の時代ではすでになくなっていく。換言すれば“ほどほどの経営資源の投入”で“ほどほどの収益”が保証されるような市場環境ではなくなりつつあるといふよい。

したがってよく言われるように“選択と集中”ということの実践が企業戦略に於いてまったなしに必要条件となってきた。これまでの日本企業は経営資源の（量的）蓄積には注力してきた（そしてそれが日本企業の優位性といわれた）といえるが、グローバル競争の激化と一部市場の成熟化により、市場の選択と投入経営資源のタイミング（鮮度）および投入量の組み合わせによって事業成果が大きく変わるようになり、企業が経営成果を示すためには特徴のない事業ポートフォリオ戦略から企業の持つ強みが発揮できると判断されるコア事業への経営資源集中が戦略的に必須という状況になっている。言い換えれば、これまで“スクラップ&ビルド”戦略の遂行と日本企業は表明してきてはいたが、経営資源の量的蓄積を資源の効率的活用よりも重視してきたために、結果として“ビルド&ビルド”の戦略を遂行するという結果になった。

しかし、市場競争に於ける“ゲームのルール”の推移によって成長から競争へと中心課題が推移して、市場の競争圧力から、どの事業を優先すべきかの事業選択を迫られつつある。本当の意味での“スクラップ&ビルド”戦略というこれまで実施してこなかった『不連続性のマネジメント』を実施せざるをえない状況に追い込まれている。いまさら“ビルド&ビルド”戦略が単純に成果を生んだ“昔のよい時代”を振り返って懐かしんでも仕方がないという“忘れ去る”という割り切りが企業にとって必須になったといふよいのではなかろうか。

そして経営成果の評価という点で、経営者が受託者責任を十分に果たしているのかという厳しい疑問が、企業戦略は株主の利益に正当な関心を払っているのかという質問として株主から投げかけられているのが現在の日本企業である。

### (2) 間接金融から直接金融へ

しかもこのような“選択と集中”を加速する市

場の圧力が、企業のバランス・シートの右側における変化からも起こりつつある。これまでの銀行からの資金に依存する間接金融の時代から直接金融の時代へと移行することによって企業の資金調達における社債・株式の占める重要性が高まりつつある。資金調達において少数の銀行に依存できなくなり、フリーマンのいう“ファイナンスの民主化”に企業が対応しなければならなくなったのである。当然、株主価値の最大化という投資家に対する経営課題が企業経営にリアルに反映しなくてはならない状況になっている。また社債においては“確実に借金を返済できるかという尺度(情報)”として第三者による判断である『格付』という概念が重要になる。社債市場においては多くの投資家の判断に対する適切な企業からの情報提供が必要ということで、透明性ということを担保する“情報開示”ということが企業にとって避けられないこととなる。これまでのように企業が少数の銀行家の監視に耐えられればことたりという時代ではなくなっている。

一方、株主(投資家)の視点に立てば、株主の期待する収益性を企業戦略が株主持分をベースに創出できるかという保証を当然要求するであろう。単に、企業が会計上の黒字を計上しているだけでは株主からみた企業経営の最適性を保証するものではない。企業戦略の策定において株主持分の機会費用(資本コスト)を考慮することがあたりまえである。その要求に答えられない企業に対しては、資本市場の厳しい対応が待ち受けている。キャッシュフロー経営、MVAという表現が自然に使用されるのである。バランス・シートの“左側”で成長戦略を描くことも困難になりつつあるが、たとえ描けたとしても、バランス・シートの右側での対応(財務戦略)が適切でなければ、企業そのものの成長の速度はずるずると下降していく時代感覚が主流となっている。

過去の“株式持合システム”が崩壊し、外人株主が増加し、“普通の株主”が増加すれば、これ

まで蓄積した経営資源を有効に市場で活用して正当な経営成果を出しているかというあたりまえの問いが出現するのは自然であろう。そのような株主の問いかけに答えるためにROEの向上とか株主価値最大化というものが企業経営の重要課題として登場している時代となってきているのである。

だからといって製品市場・資本市場は格段特別なことを企業に要求しているのではない。極めて自然な要求をしているのである。公開企業は健全な『営利組織』として生存するようにとの要求をしているという認識が企業経営者にとって大切であろう。そして株主持分に依る健全な営利組織であり続けるための仕組の構築が企業統治の再検討という形で浮上してきたといえる。低収益・遅い意思決定というこれまでの日本企業の欠点とされた項目に対して営利組織として存続するための“処方箋”を描くという作業が始まったのである。

### (3) 社会のなかの企業

ここまで製品市場における“ゲームのルール”の変更、バランス・シート右側の重要性の認識ということを強調してきた。しかし、もうひとつ経営、ことにコーポレート・ガバナンスにおいて考慮しなければならない重要な点は、いくつか続いた企業の不祥事への世間の非難、それへの対応ということもいえるのではなかろうか。企業は営利組織であるとの認識が必須であることはいうまでもないが、営利行動以前に、企業も社会的存在であるという認識がより重要となる。となると、日本社会、さらには世界各地において自社の行動における『規範、規律』ということをどう設定すべきかということ正面から考えねばならない。ことにこれから権限の委譲ということが企業にとって市場の変化に対応する際、必須な設計原理となるので、“勝てば官軍”とか“裁量に任せる、うまくやれ”といった類のこれまでの日本企業に特有の経営モードは許されるものではなくなる。将来において、倫理・環境問題と多くの社会的課題

に直面するであろう社員に対して企業の価値観を明確に提示して、しかもそれらが守られているかどうかの監査を企業自体がすることが望まれよう。とかく横並びになりがちな売上至上主義、収益至上主義、株主価値至上主義に対して、企業行動がとりうる行為の集合に対する企業自身の価値観の明確化、当社はこのような原則にこだわるという厳格な“内部統制、内部監査”を伴う『企業行動規範』のありかたが社会から問われる。企業におけるミッション・ビジョンが何かを明確にすることが要求され、そしてそれに対応するガバナンス構造も考えねばならないであろう。

以上述べた視点を要約すれば、企業を『外部の視点からみること』をどのようにして企業の意思決定プロセスに組み込むのかをそれらは要請するものといえる。日本においては企業、会社はとかく“閉じた社会”になりがちで、会社内部の視点でものごとを判断してきた。しかし、『株主という他人』、『市場・社会における他人』という視点で企業の行動、そして構造を評価した際には、どのような評価がされるのかを企業は市場・社会より先取りしなければならないのではなかろうか。『顧客の視点』、『社員の視点』ということには十分配慮してきた過去の日本企業ではあったが、これからは社会における健全な営利組織としてどうあるべきか、そのことを含めた『企業設計』を現在要求されているといっていよいであろう。

### 3. 企業統治における欧米の動向

企業統治の形は国によって、また時代によって異なる。したがって日本企業の企業統治の設計において“企業統治の直接輸入”が好ましいものではないともいえる。しかし、海外での企業統治がどのような理由で起こり、どのような形であるかを整理することは大いに参考になると思われる。日本においては米国型、ドイツ型といった企業・株主・取締役会そして監査役会（ドイツ）の“形

（株主、株主総会、取締役会、監査役会、そしてマネジメントの配置）”の比較がなされるが、それらの“形”の比較よりは、それぞれの国における企業統治の変遷を歴史的に分析することのほうがより価値のあることである（長い証券市場の歴史、したがって経験豊富な米国に学ぶ必要はことに大きい）。しかしそれは他の論文に譲り、ここでは最近の米国・英国の動向の簡単な整理に留めることにする。

#### (1) 米国の動向

米国における企業統治の最近の動向はまさに機関投資家の活動によるものであることはよく知られている。ここで投資家（株主）の性格について整理しておくことが機関投資家の動向を理解するために便利である。例えば野村証券金融研究所によれば投資家の類型をトレーダー、ガバナンス重視、経営戦略関与型に分類している。トレーダーに類型化されるのは多くの個人投資家であり、一銘柄あたりの投資額は小さいので投資においてはウォールストリート・ルールを採用する。したがって議決権の行使に関して無関心となる。そこで、“企業戦略を評価しなければタイミングをみて売却”という対応をする。しかし、ガバナンス重視型のカルパースのような公的年金基金、その他の大型年金基金の場合、分散投資をしてはいるが巨大なファンド規模であるので1銘柄あたりの投資規模は大きい。そこで投資収益の向上のためにはトレーダー型のような対応はできず、企業戦略の効率化、そのためのガバナンス構造変革に対して議決権の行使を積極的に行うようになる。買収ファンドや資本家的な経営戦略関与型の投資家は少数の銘柄へ集中投資をするので経営陣の交代や取締役を送り込むことによって経営戦略に関与し、投資収益を向上しようとする。

米国において80年代後半において敵対的買収・LBOの盛んな時期があった。その際にターゲットとなった企業の経営陣は敵対的買収防衛策で対

抗した。しかし、この対応が株主の利益に沿うものかどうかという疑いから一部の公的年金が企業にいろいろな株主提案をしたのは記憶に残っているであろう。その後、このような買収ゲームのブームが終わり、90年代前半、米国企業の業績不振の時期に、業績不振企業を対象にしてCEOの交代、CEOの報酬額の改革を公的年金や一部の企業年金が企業と直接交渉を行った。そして90年代後半になって企業業績が好調になっても、取締役会の構造が不備な企業を対象に企業年金、労働組合年金も参加して取締役会改革・経営者報酬制度などをテーマにして株主権を行使したのであった。たとえば有名なカルパースの原則は

1. 説明責任
2. 透明性
3. 公正性
4. 議決権行使方法の改善
5. 最善の行動規範採用
6. 長期ビジョン

となっている。

以上のように米国での最近の企業統治の動向においては投資収益の向上を求める機関投資家（公的年金、企業年金、組合金金）の要請によるものである。

## (2) 英国の動向

英国における企業統治の動向はキャドバリー報告、グリーンベリー報告、そしてハンベル報告に代表される。キャドバリー委員会では、企業統治とは企業が監督、コントロールされるためのシステムと定義し、取締役会の構造と手続きに力点がおかれているところが、米国においては株主の権益に焦点がおかれているのと好対照である。この報告では英国上場企業の財務的側面を主として調査していて、大部分がロンドン証券取引所の上場基準の要件となっている。社外取締役の役割、取締役会に十分な数の社外取締役を入れることの重要性、株主に対して企業業績を再評価して報告す

るという取締役の責務、監査委員会を創設することの必要性などが報告書の焦点となっている。これらは90年代初期における上場企業数社の（株主にとっての）予想外の倒産という事件を契機に開かれた委員会の性格を反映している。そしてこの報告を進展させたのがハンベル報告である。

またある取締役に対して多額の報酬が支払われてきたことを受けてグリーンベリー委員会が設置された。ここでは取締役の報酬に焦点がおかれ、企業の業績と常勤取締役の報酬の大きな部分が連動すべきという見解を示し、上場企業の取締役をコントロールするための仕組みとして企業統治を位置づけている。英国の企業統治は上場企業に対する株主の信頼性を担保するものと判断している。

米国と英国を“合併”したかたちで、トロント証券取引所（カナダ）においては、企業統治とは株主価値を増加する目的での、企業の事業と業務を監督管理するプロセスと構造と位置づけている。それは株主、取締役、マネジメントの間の説明責任を実現するメカニズムを規定するものである。そして事業の監督管理においては他の利害関係者である従業員、顧客、サプライヤーそして地域社会への影響も考慮しなければならないと規定している。

以上のように英国では上場企業に対する株主の信頼性を担保するシステムとしての企業統治の色彩が濃いものであるといえる。一方、米国の場合、投資収益の向上をめざす機関投資家の役割が企業統治において指導的であると指摘される。

## 4. 日本企業における企業統治の課題

2節で展開したように、メガコンペティションという言葉に表現されるグローバルベースの競争の激化に対応し、日本企業において経営資源の充実（量の蓄積）に重点をおいた企業戦略を再編成しなければならない状況になっている。“ほどの経営資源”の投入ではその事業からの収益は

期待できないのがこれからである。しかも、企業戦略の再編成を“ゆっくり”策定している時間の余裕はあまりないと考えられる。そのため、外部からみた適切な収益性を求める事業再構築の意思決定、それを可能にする意思決定システムへの変換が現在の日本企業に求められている。

と同時に、企業におけるバランス・シートの右側の変化もまた、新たな企業の対応を要求するものである。資金調達重点が社債・株式に移行するにつれ、市場の収益性の要求に答える、そして市場が企業の収益性を評価できるような情報の開示（透明性）が要求される。これまで銀行借入に大きく依存した時とは異なる情報対応が必要になっている。

また、企業は社会の一員であるから、企業行動そのものも社会の価値観からは無縁ではない。倫理、環境、雇用といった社会にとって重要な課題についての企業対応の適切性は常に問われる。

日本企業においては少なくとも上に挙げた3点の課題を今、解決しなくてはならないのは3節で述べた米国、英国企業とは少し状況が異なるであろう。米国経済、米国企業の好業績を受けて、企業統治の究極的な形が現在の米国企業の採用している形であるとの主張が日本国内で強い。しかしそう判断するのは早計である。米国においても長い歴史のなかで今のような形を作ってきており、その形は将来変化していく可能性を秘めている。だといって、これまでの日本企業が維持してきた企業統治の形をそのまま継続していけると考えている人はいまや少数であろう。

要は、日本企業にとって“ワーカブルな”企業統治、将来の企業環境を踏まえての企業統治の仕組みを模索することである。将来に向けて、活力を持って収益を獲得できる企業へと移行するための企業統治の仕組みを構築することしかないであろう。

そして、認識として重要なのは、企業統治の仕組みだけで十分ではなく、経営者（CEO）の資質、価値観も重要な要素であるということである。日

本においては企業統治の仕組みは経営者に対して市場、社会からのフィードバックをどう機能させるか、その仕組みを構築していくことである。その意味では当然「企業」というものをどう定義すべきかという個人の判断、意識が、これからの日本企業の企業統治のありかたを考察する鍵となろう。経験的には“企業は誰のものか？”という議論よりは“企業は何のために存在するのか？”という議論のほうが日本ではなじみのあるものである。が、このことは市場という海の上に浮かんでいる船としての企業という認識を企業人に対して希薄にさせるものであった。ことに投資家から成立する市場に依存している船という経営陣の感受性が極めて希薄だったといっていよい。

戦後、日本においては、企業自体がある種の“社会”というイメージを確立してきたのも事実である。同時に、企業は営利組織という認識も存在する。これまでは収益と雇用の両方を同時に追求できた時期、しかもそのことが効果を生んだ時期もあったが、これからしばらくは、その可能性は極めて低く、トレードオフの問題が現在の日本企業の苦悩かもしれない。

#### (1) 環境変化が要請する制度改革

つぎに現在議論が集中している取締役会、取締役、監査役会、諮問委員会といった“形”に焦点を当てよう。まず、どのような形がなぜ提案され、それが有効であるかどうか検討することにする。まず、取締役会、取締役のありかたに関してはつぎにあげるのが現在の議論の公約数であるといっていよい；

##### 「取締役会」

基本は取締役会の形骸化、すなわち無討議、無発言、形式化した議事録、責任感の欠如を避けた、本来の取締役会の機能を取り戻すことである。そのためには

1. 法定事項以外の決議事項の明確化
2. 執行役員の監視機能の強化

3. 取締役会の構成（人数，選任，報酬等）
4. 実質的な代表取締役の解・選任権の有無
5. 報酬・選任・監査委員会の有無と直接接触
6. 議事録作成の内容の充実 等

を検討しなくてはならない。

「取締役」

執行役員としての機能と取締役会メンバーとしての責任の明確化が鍵である。そして

1. 権限・責任の明確化
2. 選任の方法と適格性
3. 報酬
4. 株主からの受託者としての責任の認識

といった点に留意が必要である。

要は企業戦略の策定は執行役員が行い，取締役会は策定された企業戦略の承認・評価を行うという認識である。執行役員，取締役という表現に比重をおくのではなく，企業戦略の策定と，株主（外部）からみた企業戦略の評価・コントロールという，機能の分離を行うことが現在の日本企業の企業統治に貢献するとの判断である。これまでの日本企業における取締役，取締役会の現実，経営の意思決定の監督機能と業務執行機能が未分化であり，また多くの取締役は米国企業におけるオフィサー（日本における執行役員）の役割を果たしてきたといえる。したがって業務執行の任にある取締役が他の業務執行担当の取締役を監督管理するという機能は（商法には定められているが）ほとんど働かなかったといえる（結果責任は負わねばならないが）。さらに言えば，日本社会において取締役という地位が企業社会における階層において社員の最終昇進目標になっているという企業文化の存在も指摘できよう。

しかも，日本企業の経営システムの変更は，単に取締役と執行役員の分離，少数の取締役からなる取締役会といった「形だけを優先した」変更ではなく，日本において企業というものの価値をどう定義すべきかをグローバルな競争のなかで模索するという困難な課題でもある。企業は利益を追

求する組織と位置づける見方が一方にあれば，戦後からの経験に基づく“社会（家庭）化”した組織という見方も存在する。このような多様な見方，“企業は誰のものか？”と“企業は何のために存在するのか？”の間で揺れているといっていよい。

しかし，“取締役会のありかた”についての議論がなぜ今になってこれほど強調されるようになったかといえ，取締役会の形骸化という指摘がある。このような指摘は過去においてもなされてきたという認識が重要である。皮肉な表現を使用すれば“活発な取締役会”というものが戦後の日本企業に日常的に存在したのであろうかということである。換言すれば取締役会が最近形骸化したから取締役会の問題が露呈したということではないということである。しかし，そのような取締役会であっても日本企業は80年代までは世界で賞賛される業績をあげてきた。2節で検討したように，企業環境の推移がこれまでの取締役会の欠点，企業統治の弱点を浮上させたといえる。

日本企業はこれまで経営資源の蓄積を重視してきた。人材・技術・新規市場開拓・新規事業開拓と経営資源の蓄積が企業を強化するという認識を戦略の柱に据えてきた。その反面，蓄積した経営資源を時点毎に効率的に活用してきたという証明には敏感，積極的ではなかったといっていよい。しかし，このような企業のスタンスが長期において維持（支持）されてきたのも事実である。成長率の高い国内市場の存在，有利な為替条件，銀行を主体にした間接金融制度の存在，株式持合制度等が，これまでのスタンスを維持させてきたといえる。またメインバンク制度を中心とする銀行システムが企業統治の一部を担当したともいえる。

しかし，上に列記したような日本企業の外部環境は90年代になって大きく変化した。製品市場の成熟化とメガコンペティションの到来は事業において勝者と敗者の2極化現象を生み出しつつある。単に参加するだけではいつまで待ってもリターンは期待できなくなる“ゲームのルール”が波及し



はじめた。経営資源の蓄積がいつかは長期的収益を保障するかもしれないが、それまで企業は存在できるか可能性は低まり、“選択と集中”という表現にみられるように投資経営資源の“閾値”という概念が注目されるようになった。このような“ゲームのルール”の変更前において過度の多角化・投資をバブル期までに行った企業が現在、ミスマッチによる経営資源の再配置に苦悩しているのである。また、市場の需要・競争条件の変化が加速しつつあるので、企業における意思決定のタイミング自体も収益性に影響を与えるようになった。一步いつも遅れることは過去と異なり、企業の収益性にとってリスクの高い行動となりつつある。

そのようなリスクの高まる環境のもと、企業への投資家は企業の市場戦略の収益性をこれまで以上に強く問うようになってきた。企業は投資家の関心にこれまでのように鈍感ではいられなくなりつつある。今後年金基金その他の存在が進めば、投資家としての株主はますます企業に対して高い収益性を問うようになろう。また、社債市場においては企業の格付が重要なシグナルになっていることは衆知のことである。格付という“他人の評価”が企業の資金調達コストに大きな影響を与える世界になっている。

換言すれば、資金調達に占める社債・株式の割合が高まるなかで、企業を外からみた評価（市場の評価）が鍵となりつつあるということを示す。その意味でバランス・シートの右サイドの変化が企業経営システムの変更をいやおうなしに要求しているのである。バランス・シートの左サイドの収益性を問うようになったのである。また、外人株主（純粋な投資家）の比率が高い企業が経営システムの変更の先を歩みつつあるという事実は上の議論を補足するものである。

要するに、企業の市場戦略の展開においてタイミングそのものの要求が高まり、また競争戦略の強化のためには経営資源の重点投資が要請されるようになった。また企業への投資家は収益性の担

保を要求し、その収益性を外部から計算できるような経営の透明性を要求しはじめたのである。このような要請に対応できない場合、企業の存在感が後退していく確率が高まりつつあるのが現況といえる。

## (2) 制度改革の有効性

ここで現在進行中の企業統治における制度改革の有効性を検討してみよう。実施されている取締役会の制度改革は、取締役の数を削減して、何人かの取締役を執行役員にするという形が多い。時間をどの程度かけるかにより、取締役から執行役員へのシフトの形をとるか、これまで取締役になった人をまずは執行役員にするという形をとるかに分かれる。そして少数の取締役からなる取締役会で企業戦略の検討をし、半数に満たない社外取締役をそれに参加させるという形をとると思われる。

しかし、これは“形”の議論にすぎない。形の変更が有効性を発揮するという保障はない。例えば、米国において優良企業において社外取締役の比率が高いということがあっても、社外取締役が企業の収益性の向上に機能しているのか、または、収益性を高く維持できてきた企業だからこそ、外部環境に敏感なので、その結果、社外取締役の比率を高めているのかはさだかではない（相関の世界）。また 取締役と執行役員の分離が企業業績に高い効果があるかどうかは今後の調査を待たねばならない。株主の利害の代理人としての取締役という視点は重要であるが、同時に、これからは企業にとって長期的な視野からの“望ましい株主”という視点も浮上してくるであろう。

ここで日本企業における取締役、監査役そして執行役員の機能についてこれまでどのように働いてきたかを考察する。一番の課題は、執行役員としての機能と、取締役会のメンバーとしての責任の明確化にある。これまでの日本企業の取締役は執行役員としての機能を果たすことで十分と認識してきたと述べた。問題はそのような執行役員の

行為を株主の視点で監視すべき機能があまり働いてこなかったことにある。もちろん会計監査はなされてきたであろうが、業務監査が、ことに株主の視点にたってなされてこなかった傾向がある。換言すれば本来の取締役会の機能が働いてこなかったといえる。したがって執行役員はあまり株主との間の緊張感を“自然に”感じてこなかった。顧客・従業員・組合といった集合との緊張感を優先した結果、資本効率の低下に敏感に対応しなかった。そこで現在、株主からの正当な“揺り戻し”を受けているといってよい。

もちろん、執行役員はこれまで取締役を兼ねていたから、他の取締役（執行役員）の監視をすべきであったとは理屈では主張できるが、取締役の選任がCEO（代表執行役員）の手にあるという現状では取締役にそのような監視のインセンティブは働かないと判断できる。執行役員における階層性が取締役ににも働いているのが現状である。

取締役が執行役員の監視の機能を果たさないのなら監査役が取締役でもある執行役員の監視をすべきであったといえる。しかし、現状においてCEOが実質的に選択する監査役で、しかも調査要員をあまり持たない現状ではそれも期待できないであろう。

要するに執行役員の行動を監視（評価）する仕組が商法上あるとはいえ、現実には機能していないし、また現実の取締役もそのような機能を期待されているという意識は極めて薄いし、またインセンティブも存在しない。そのような状況下において、日本企業の取締役執行役員はあたりまえに執行役員としての機能だけを果たしてきたといえる。

### (3) 制度改革の方向性

ではどうすべきか？ これまでの日本企業の経営システムの仕組を踏襲すればCEOという個人の力量に期待するという方法がある。そして株主としてはCEOの人選、選択に最大限の関心を払

うことが最適ということになる。取締役の人選、執行役員の監視などの仕事を優秀なCEOに委託するということである。しかし、CEOの選択の十分な情報を株主が持つことが可能であろうか、そしてそのようなことに係わるインセンティブを株主が持つかということになる。それよりは市場で株を売却するという、その企業からの退出が自然であろう。もちろん、大株主や金融機関がそのような役割を果たしてきたという過去の例もある。それに代わるものとして将来は、外部からの参加者が多数を占める諮問機関が、その決定に拘束力を持てれば、CEOの選択に関与するという案もある。これらはCEO個人に対して外部からの“圧力”を効かせることにより、経営における緊張感を持たそうということである。そのような諮問機関の構成員にCEOにそのような圧力をかけるインセンティブが設計できるかという問題は残る。

CEOの株主による人選が実際的ではないとしたら、他の方法としては取締役会のトランスフォーメーションであろう。無討議、無発言、形式化した議事録といった形骸化を避け、執行役員の策定した企業戦略の承認と評価を主体にして、企業の方針性、倫理、環境問題などを議論、決定する機関に取締役会を変えることである。その場合、取締役の人選はCEOを除くと、外部からという確率が高くなるであろう。そしてこれまで取締役会、経営会議などで行われてきた行為はすべて執行役員からなる組織で決定されることになる。この形は現在の米国企業で採用されている方式である。

上に述べたことは、現在日本企業で採用されている、監査役制度や諮問機関、アドバイザーボードの役割の多くを取締役に移行させるということである。したがって、これまでの日本企業における“役員”という称号はすべて執行役員を指すということになる。社外取締役という制度に対して、“外の人に事業が分かるのか？”という反論があるが、事業における意思決定は執行役員が

行うのであるから、そのような反論は適切とはいえない。もちろん、社外取締役の選択の問題は重要である。米国、英国の例にみられるように、社外とは独立取締役を意味することになる。広い経験、高い学識と教養から選任され、取締役会に価値ある洞察をもたらす専門的知識の提供とともに、マネジメントの監視という点で、マネジメント・利害関係者から独立していることが重要である。これは個々の取締役の能力というよりはシステムとしての有効性の問題である。しかし、独立取締役にとってのインセンティブは何であるかという問題は依然残る。

要するに、どのような経営システムの形をとっても問題は残るということであり、状況に応じて経営システムを変化させていかなければならないということであろう。したがって、これから将来にかけて日本企業にとってどのような課題を最優先すべきかによって経営システムは決まるであろう。

#### (4) 企業設計：トップの付加価値

企業設計の担当である現在の日本企業のトップマネジメントにとって考慮しなければならない点は乱暴にいて2つに集約されると思われる。ひとつは『企業統治』はどうあるべきかということであり、もうひとつは『企業戦略の再構築』である。これまでのミドル・アップという日本企業の長所は維持すべきかと判断できるが、これら2つはまさにトップの責務である。その意味ではこれからの企業設計で問われているのは『トップの付加価値』ということであろう。

企業戦略の再構築における重要課題は“将来の当社の収益はどの分野から獲得すべきか？”という戦略課題の解決と、そのことを社員が実行しやすくするために“どのような経営組織・評価システム”を構築すべきかということである。コア事業、選択と集中ということは前者への指針であり、そのことは継続している事業そのものの“機

会費用”を強く意識した経営資源配分をこれからはしなければならないということの意味する。もちろん日本の企業においては将来に向けての経営資源再配分の方向性検討はすでになされているであろうが、実はもっと頭を悩ます問題は、そのような変革に対してどの程度の時間が市場によって許されているかの判断である。10年経てば環境変化に順応して企業は自然に変化するであろうが、何年以内で変革しなくてはならないのかという判断、これは日本企業のトップ層においても多様な幅を持っている。企業戦略の変革の方向性のみならずその速度を意思決定すること、このことこそトップが企業に附加すべきものであると思われる。このことはトップが株主の代理人という認識をもっていれば幾分容易なのかもしれないが、“従業員の代理人”という意識を強く持ちすぎていると『連続性』を重視するあまり、この判断に楽観的なバイアスがはいる可能性が高い。現在の状況では、企業は営利を持続的に獲得する組織との要請の下、“株主の代理人”という視点を強調するシステム設計が優先されるべきではないと思われる。

また、スピード経営を達成するためには、“どこで意思決定のスピードが落ちているかの分析”をしなければならない。取締役と執行役員の分離、分社制などという制度・組織の変革も重要ではあるが、それ以上に重要なのはトップマネジメントによる『明瞭な戦略と明確な意思決定』ではなかろうか。『暗黙の戦略と部下への多様性を持つ指示』が続くようでは組織を簡素化しても“自然渋滞の高速道路”と表現されてもよいスピードの経営となろう。要は、これまでのトップマネジメントの責務が『本来の責務』にもどるべきということである。当然、それに対応して報酬制度も変更されるべきであろう。

日本企業における企業統治の問題の元凶は、戦略から論じれば、制度というよりCEO、執行役員というマネジメントの付加価値そのものが問われているといえる。

(5) CEO の選択・ネガティブ・フィードバック機能

現在の日本企業においては CEO の権力は強大である、それを行使しているかどうかは別にしても。したがって企業変革において CEO が変革のリーダーになれば企業変革は容易という考えもできよう。問題は CEO が誰をみて、何をみて行動するかであろう。誰が CEO か、そしてその人の価値観、世界観のありかたがその企業の将来像に与えるインパクトは過去に比較して格段に高まるであろう。“経営は人（トップ）”ということは否定できないが、同時に、システムとして経営の品質を維持することも重要である。そのためには CEO に対するネガティブ・フィードバック機構の設定が必要である（ある法律学者の言によれば、馬車の御者が取締役会、先頭の馬が CEO ということになる。しかし、多くの CEO は御者のつもりである）。形の上では取締役、監査役が存在するが、現実にはそれら取締役・監査役は日本企業においては CEO が選択しているので、CEO により選ばれた人々が CEO の評価・選択をすることを期待するのは現状では無理であるといわれている。

そのために、社外（独立）取締役の登用、諮問委員会、独立性をもった監査役制度が試みられている。どの方法が個々の企業に合っているかは企業によって異なるが、CEO からの独立性をいかに担保すべきかが重要と判断できる。また、解決しなければならないのは、それらの人々が積極的関与するようにどのようなインセンティブを設計すべきかということである。どの方法がいいのかは多様な見方が存在しているが、現状では“原理的な”議論ではなく、何がうまく“ワーク”するかという視点でシステムの改良を積み重ねていくという姿勢を持つべきではなかろうか。ただし、一部にみられるような取締役と執行役員の役割の混同による誤解は避けるべきであろう。これまでの日本においては多くの取締役は実は執行役員と

しての役割だけを果たしてきているといっていよいであろう。その結果、内部志向の色彩が強く反映された。そこで、企業戦略の策定・執行の任に当たる役割と、株主および社会の立場から、その戦略を承認・評価する役割を『制度（システム）』として分離することはどのようなフィードバック機構を設計しても必須ではなかろうか。形式的と言われるが、企業的意思決定プロセスを大きく Decision Control と Decision Management に分離する、換言すれば 投資計画の策定、計画案の選択、投資の実行、そして成果の監督となる一連の意思決定において、投資計画の策定と選択された投資の実行がマネジメントの領域に、そして計画案の選択と実行された投資の成果の監視が取締役会の領域という分離が必要かと判断される。これまでの日本企業は上記のすべてをマネジメントが担当し、その結果として市場・社会からのネガティブ・フィードバックが機能しなくなったのではと考察できる。

## 5. 最後に

製品市場の成熟化、グローバル競争の激化、資金調達における間接金融から直接金融へのシフト、他人の評価が資金調達コストに響く格付機関、株主としての年金基金や機関投資家の存在、グローバル化による外人株主の増加、株式持合の解消、国際的な会計ルールの要求と、多くの企業環境の推移がこれまでの日本企業の経営インフラを崩壊させつつある。そこで市場・社会からのフィードバックが機能する新たな仕組みが必要され、そこにおいては投資家が投資の収益性の担保を企業に要求し、しかもその収益性の計算を外部からできるような経営の透明性を求めている。また株主の代理人としてマネジメント（執行役員）の行動を監督する機能組織の確立をも要求している。これらが日本における企業統治の問題の核であると思われる。

この企業変革の過程においては、CEOの個人としての市場観、価値観、企業観が重要であることはいうまでもない。そこで、どのような視点を持つべきかを、CEOおよびCEO候補者が『学びつづける』という姿勢が望まれる。そのためにも、システムとしてCEOに企業の外側の視点からネガティブ・フィードバックしていくことが必要である。そのためにも取締役会と業務執行役員の分離が重要な手段のひとつである。

極論すれば株主持分の最大化という目的関数に対して、企業としてどのような制約条件を設定していくのか、そのことが企業の価値観であり、企業経営の課題となる。グローバル・スタンダードに対する反発もあるが、米国を含め、他企業の参考にできるガバナンスのありかたを“ベスト・プラクティス”として自社のなかに組み入れていくという多様性を認めた実験、それが現在の日本企業における企業統治のシステム設計に求められているのではなかろうか。

株式会社の特徴、それは所有と経営の分離であり、そのことによってリスクの高い経済活動に企業が従事できるようになった。その結果は社会にとっても望ましいものでもあった。しかし、企業成長に伴う企業活動の拡大・複雑化は一方で経営の専門化を要求し、マネジメントの権限を強化・拡大していった。また同時に外部株主の経営に関する関心は希薄化していった。このような状態で、経営情報の偏在がマネジメントの自己利益・効用を優先する可能性を産出した。まさに“残余財産権者として弱い立場にいる”株主にとって“エージェンシー問題”が無視できない状況が出現したのであった。

また、企業の成長は、利害関係者の増大を産み、“企業の社会化”という表現があてはまるようになり、社会制度のなかで企業が果たす役割も加速度的に増加した。企業行動自体が社会において“質点の動き”として位置づけできなくなった。企業の意思決定が社会に与える影響が無視できな

いほど増大したといえる。

このような状況においてわれわれが模索するのは最適解としての企業統治の原形ではなく、日本企業にとっての“ワーカブルな企業統治”であろう。それは当面、経営による内部監査の充実、説明責任の強化、経営の透明性の強化を伴って執行役員と取締役の分離ということになるのではなかろうか。ワーカブルという表現は、企業統治の様々な提案（監査役会の充実とはトータルに学ぶということで、最初に都合のよい部分だけをもってくべきではない。

企業統治ということはCEOに対して制約を課すものだという認識も多い。しかし、この制度は変化の時期においてCEOがスピード経営を実行するための“安全な場”を設定するものである。ある種の制度を設定しているからこそ経営のスピードを上げてスピード違反で捕まらないのだという認識が必要である。そこで要請される形は『リーダーシップを持ったCEOと彼に外部の視点で強くフィードバックをかける取締役会』、この“緊張感”を持ったCEOと取締役会のインタラクションの設計こそ日本企業における企業統治の設計原理ではなかろうか。

## 参考文献

- 「日本企業の取締役ならびに取締役会の課題」研究報告、日本能率協会、1999年
- フリードマン、トーマス（2000）『レクサスとオリーブの木：グローバル化の正体、上・下』草思社
- 矢作恒雄、青井倫一、嶋口充輝、和田充夫（1996）『インタラクティブマネジメント：関係性重視の経営』ダイヤモンド社
- Institute of Directors (1999) *Standards for the Board*. London: Institute of Directors.
- Jensen, Michael C. (1998) *Foundations of Organizational Strategy*. Harvard University Press.

## **Japanese Firms and the Design of the Corporate Governance System**

Michikazu Aoi, D. B. A.\*

### **Abstract**

This paper focuses on the system design agenda of the corporate governance structure for Japanese firms. Japanese firms that had once enjoyed the Japanese dreams of the late 80's now face many difficulties in strategies, organizations and particularly management systems. These have resulted from the shift of the environment which surrounds them. The rules of the game have changed drastically and Japanese firms have to rearrange or redesign what they once thought to be right.

Many lessons can be learned from the corporate governance systems of the U.S.A. and the U.K., but most of the difficulty lies on the type of capitalism for which they stand. The relational-based capitalism on which they are based may not be effective during a rapid change of environment. Should Japanese firms redesign themselves for market-based capitalism? Some measures are discussed in this paper from the viewpoint of the "demand analysis" of corporate governance.

Keywords : Corporate governance, Strategy of Japanese firms,  
Value added of top management, Directors' boards

---

\*Graduateschool of Business Administration, Keio University