トピックス

コーポレート・ガバナンスについて

第二経営経済研究部研究官　　甲野　貴嗣

はじめに

いよいよ西暦2000年を迎え、長期にわたる景気の低迷に終止符を打つべく新しい動きがあちこちで見られる。企業経営についてみても、「経営革新」とか「企業評価・会社のモノサシ・××指標ランキング」などの話題がつきない。なぜこれらの事柄について多く取り上げられるようになってきたのか、あるいは経営革新とか企業評価・会社のモノサシ等に関する議論をより深く理解するための欠かせないキーワードとなるのが、コーポレート・ガバナンスである。

1　ステークホルダーという考え方とその方向

コーポレート・ガバナンスは、企業統治と訳される。確定した概念があるわけではない[1)]が、元来は、企業の意思決定はどうあるべきか、つまり、社長、取締役会、監査役、株主総会のあり方、あるいは企業経営の監視の仕組みといった観点から捉えられてきたように思う。特に、日本のコーポレート・ガバナンス議論において、1990年代中ごろまでは、そうした前提に基づく議論が多かったように思う。それは企業の不祥事……例えば、金融機関による巨額の無担保債務保証、偽造債券などを担保とする過大融資、総会屋に対する利益供与、入札談合、使途不明金など……が多発したことで、企業の社会的責任を確保するために会社はどうあるべきか、といった観点でコーポレート・ガバナンスに対する関心が高まったためであろう。

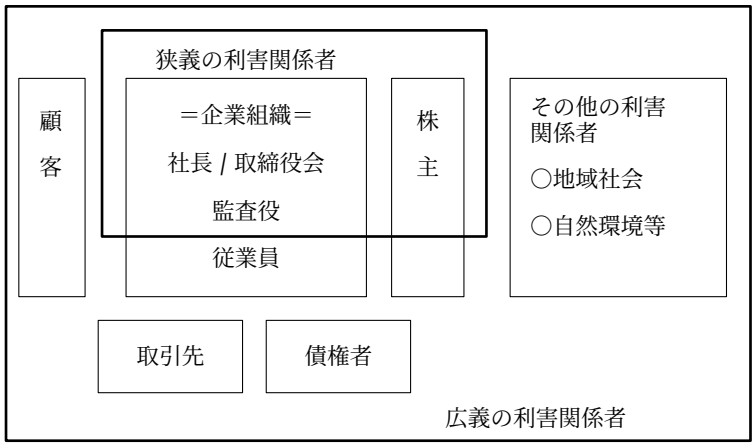
ところで、企業には、様々なステークホルダー（利害関係者）が存在するが、社長、取締役会、監査役の企業組織と株主は狭義のステークホルダー、従業員、顧客、債権者、地域社会・自然環境などは広義のステークホルダーに分類できよう（図表１）。不祥事がなぜ起こってしまったのか、再発防止するためにはどうしたらよいかという議論は狭義のステークホルダーに関する議論であった。一方、このところコーポレート・ガバナンスの議論は、広義のステークホルダーにまで広げて、会社とは誰のものか、全てのステークホルダーの効用を最大化するための仕組みを作る必要があるのではないか、といった観点で、捉えられるようになってきたようである。

1.1　ステークホルダーの主役は株主へ？

経済同友会が1999年２月にまとめた「企業白書」で、企業経営者が重視するステークホルダーについてみると、これまでも今後も、もっとも重視するのが「顧客」であるが、これまで２番目であった「従業員」は大きく後退する一方、「株主・資

1）日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムは、「株主の代理人として選ばれた取締役からなる取締役会が、委任された権限に基づき、経営方針・戦略について意思決定し、執行にあたる企業経営者の経営効率向上と株主に対する説明責任の履行を監視監督する行為」と定義している。

図表１　コーポレート・ガバナンスに関連するステークホルダー（利害関係者）



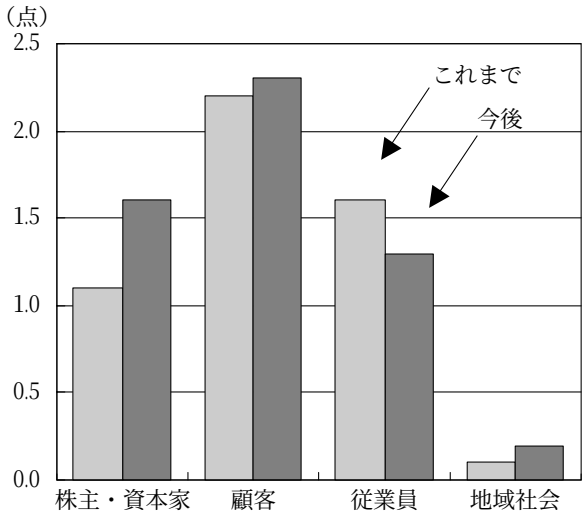
（注）各種資料より作成

図表２　ステークホルダーとその関心

	関　　心	望ましい経営内容
株　　主	収益の最大化 資産の保全	利益率の高い経営 健全な経営
投　資　家	投資効率	投資効率の良い投資先
債権者(銀行)	債権の保全 貸付先の成長	健全な経営 企業の成長
従　業　員	給料の上昇 雇用の安定 昇進の可能性	利益率の高い経営 健全な経営 企業の成長
消　費　者	安価で良質な財貨	生産性の上昇
取引先企業	取引の安定 取引の拡大	健全な経営 企業の成長
国　　家	安定的かつ適正な経済活動	健全な経営

出所：「日本のコーポレート・ガバナンス」（経済企画庁・経済研究所）

図表３　経営者から見たステークホルダーの優先順位



（注）点は（「１番目に重要」の件数×３＋「２番目に重要」の件数×２＋「３番目に重要」の件数×１）/合計数（満点は３点）

出所：「企業白書1999」（経済同友会）より作成

本家」が大幅に伸びて２番目となってきた（図表３）。これは、今後日本の会社が、従業員重視の日本的経営から株主重視の米国型経営（グローバル・スタンダード？）に転換しようとしていることを示唆していると言える。

しかし、「株主重視の経営といっても、株主は本当にそれを望んでいるのだろうか？」、あるいは「従業員は今後軽視されていけば志気の低下につながるのではないか？」といった疑念が沸かないでもない。本当のところはどうなのかという意識を持ちつつ、経営者の意識の変化の背景に何があるのかを以下で見ていく。

1.2　法人資本主義の終わり

日本では法人が相互に株式を持ち合うことで株式の大半を法人が所有する、という資本主義国の中で特異な状態になっていることをやや皮肉り法

人資本主義である、とされる。戦後日本の経済成長を考えれば、法人資本主義のシステムはよく機能していたと言える。銀行と事業会社の株式持ち合いをもたらしたメインバンクシステムが事業会社にとっては、長期安定的な資金調達を可能にし、銀行にとっては、企業の経営に関与することで貸し出しリスクの低下を可能にするなどのメリットがあった。また、事業会社相互の株式の持ち合いをもたらしたケイレツ[2)]は、企業の安定的な取引関係を可能にし、継続的な契約を結ぶことで製造コストを引き下げたり、安定株主化を図ることで敵対的買収を回避するなどのメリットがあった。

ところが、バブルの崩壊で、銀行や企業は株式保有のリスクを取る余裕を失い、会計基準の国際化で資本の圧縮による効率化や安定性の向上、さらに2002年３月期に予定されている持ち合い株式

図表４　日米のコーポレート・ガバナンスと経済環境等をめぐる歴史

	日　　本	経営指標等	米　　国	経営指標等
1960年代	株式持合 メインバンク制度	利益の増減 配当利回り	経済の繁栄（ゴールデン・シックスティーズ） 経済の成熟化 コングロマリット化 ⬇	
1970年代		含み益	（経済の非効率化） 違法献金問題、企業活動の国際化による海外贈賄・リベート問題、不正経理 独禁法など規制強化 コーポレート・ガバナンス議論の高まり	EPS （一株当り利益） ROE （自己資本利益率）
1980年代	多角化経営 エクイティファイナンス 財テク ⬇ （経済の非効率化） ⬇	マーケットシェア Qレシオ（株式・土地などの含み益を加えた純資産に対する株価の比率）	リストラクチャリング M&Aブーム （TOB、LBO） 効率性の追求	キャッシュフロー
1990年代	バブル崩壊 ⬇ リストラクチャリング コーポレート・ガバナンス議論の高まり	EPS （一株当り利益） ROE （自己資本利益率）	ポイズンピル・ゴールデンパラシュートの盛行[3)] 年金ファンドの機関化 ⬇ 経営者の高額報酬等の批判 社外取締役の強化	EVA （経済的付加価値）
今後		キャッシュフロー EVA （経済的付加価値）		

出所：各種資料より作成

2）ケイレツ：1989年から91年にかけて行われた日米構造協議で、日本は資本主義を標榜しているにも関わらず企業や社会が閉鎖的であるとして批判された。その代表的なものとしてケイレツが取り上げられ、国際用語にもなった。

3）ポイズン・ピル：経営陣の同意なしに第三者が株式を買い占めた時に、市場価格を大幅に下回る価格で新株を市場に放出できる規定。
ゴールデン・パラシュート：企業が買収された時に、経営陣が多額の報酬を受け取ることを定めた定款等の規定。

の時価会計の導入がその圧力をさらに高めており、今後も継続して株式の持ち合いは崩れていくであろう。

そもそも、株式の持ち合いは、A社株をB社が持つ、B社株をC社が持つ、C社株をA社が持つ、という単純な構造に置き換えて考えると、実態として、資本が空洞化することとなり、株式会社制度の理念から非常に懸け離れてしまう。加えて、行き過ぎた株式の持ち合いは企業経営のもたれ合い、不透明な経営・方針の非開示など多くの弊害をもたらし、非効率な経済構造の温床ともなった側面があることは、よく指摘されることである。

そうした一方で、新しい株主として注目されているのが、バブル崩壊以降一貫して株式保有比率が増え続けている年金信託・外国人投資家である[4)]。米国のカルフォルニア公務員退職年金基金カルパース（CalPERS：Calfornia Public Employees Retirement System）は、日本にコーポレート・ガバナンス実務の採用を求めており、いずれ機関投資家として株主議決権を行使してくることが予想される（図表５）。加えて、日本の年金信託も、相次いで株主議決権の行使を表明しており、「モノ言う株主」が増加することで、かつての法人資本主義の時代は終わろうとしている。

図表５　カルパースの提言

1	その会社および関係会社から独立した取締役を取締役会に含めること。
2	最高経営者のパフォーマンスや経営戦略計画の意思決定を効率的および効果的に行う為、取締役会の規模を適切なものに縮小すること。
3	その会社および関係会社から独立した監査人の選任をすること。

（注）提言のうち一部を抜粋した。
　　カルパースの運用資産は世界最大で25兆円といわれる。
出所：新聞報道等より作成

図表６　各国コーポレート・ガバナンス比較

項　　目	日　　本　　型	英　　米　　型	ド　イ　ツ　型
企業観 （企業は誰のものか）	形式上：株主 実質的：従業員	株主	株主と従業員 （労使共同）
利害関係者の優先順位	債権者＞正社員＞経営陣＞株主＞非正社員	経営陣＞債権者＞コア従業員＞株主＞大半の従業員	不詳
金融システムの特徴	間接金融主体	直接金融主体	間接金融主体
株主の特徴	銀行・企業中心 保有の集中	機関投資家・個人中心 保有の分散	銀行・企業中心 保有の集中
経営の主たる監視主体	メインバンク・親会社	株主・市場	ハウスバンク・監査役
監視手法	個別的	市場的	個別的
利害関係者と企業との関係	長期的・暗黙的	短期的・明示的	長期的
経済システムとしての特徴	企業内の資源再配分に適 （ベンチャーに不適）	企業間の資源再配分に適 （ベンチャーに適）	（日本に近い）
証券市場の特徴	金融機関の株式所有割合が多い	機関投資家の株式所有割合が多い	株式市場は小規模 株式会社が少ない（合名・合資・有限会社が多い）

出所：「企業のガバナンス構造の国際比較」（深尾光洋・森田泰子）等により作成

４）昨年の外国人の株式買い越し額は約９兆円で過去最高となり、90年以降では累計で約27兆円となった。

1.3　日本のコーポレート・ガバナンスは機能しているか

次に、企業経営に対するコントロールをどう制度化しているかという点について、日本と欧米のコーポレート・ガバナンスと比較してみる。まず、英米型では、主に**社内出身者**で構成される**業務執行**委員会を**社外**取締役中心で構成される取締役会が取締役会内部に**監査**委員会を設けて監督している。これに対して、ドイツの会社組織は労使の共同決定システムが導入され、二元制であると言われている。これは、主に**社内**出身者で構成される**執行**委員会を**従業員および株主**等の社外出身者で構成される**監査**役会が上位機関として監督している。英米型、ドイツ型とも、社外の目を経営の監視に取り入れることで、企業経営に対するコントロールを確保しようとしていると考えられる。

では、日本ではどうかというと主に**社内出身者**で構成される（**業務執行**の）取締役会を**社内**取締役中心で構成される**監査**役が監督するシステムとなっている。経営者が経営をするにあたって、市場や外部からの目を気にしなくて済むシステムであると言えよう。平成５年には米英型とドイツ型両者の長所を取り入れるべく、商法が改正された。米英型の長所を取り入れ、監査役の一部に社外監査役の選任を義務付ける（商法特例法18条１項）一方、ドイツ型の長所を取り入れ、監査役の地位を強化し、監査役の監査役会化（法制化）を図った（商法特例法18条の２）[5]。しかし、実際には社外監査役の多くが当該企業及び系列企業出身者で占められており、また、情報収集やスタッフ等の面において十分な手当てがなされてないなど、監査が実質的な意味で機能するようになったとは言えない。そこで最近では、取締役会の改革が焦点となりつつある。取締役会のダウンサイジング、社外取締役の導入、取締役報酬の明確化などが、その具体的内容であるが、企業経営者のアンケート（1999年の企業白書）によれば、まだ浸透して

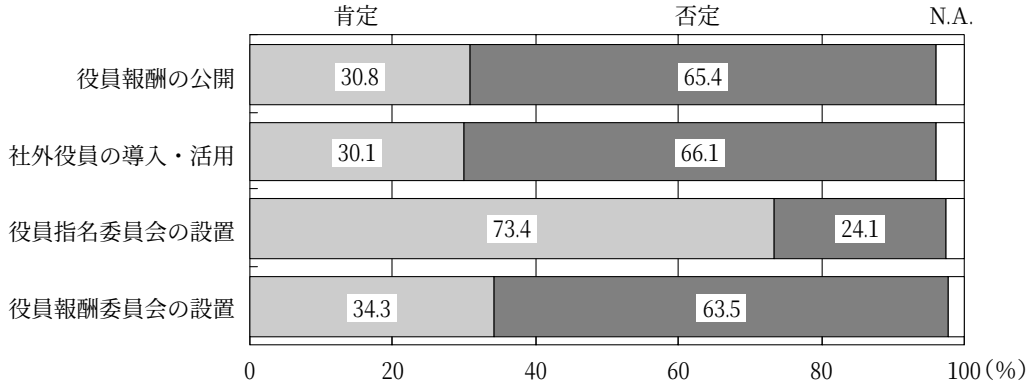
図表７　先進５カ国のコーポレート・ガバナンス比較

	1998年	1997年	1996年
イギリス	9.2	9.2	8.7
アメリカ	7.7	7.2	7.2
フランス	5.6	5.7	5.6
ドイツ	4.9	4.5	4.5
日本	4.0	3.4	3.3

（注）点数は10点満点。社外取締役の導入、取締役会に付随する各種委員会の有無、経営陣の報酬の開示、コーポレート・ガバナンス規範の有無、等を総合評価している。

出所：デービス・グローバル・アドバイザーズ社調査

図表８　役員制度について



出所：企業白書1999（経済同友会）

5）監査役の地位強化：本文中の「社外監査役制度の導入」と「監査役会の法制化」に加え、「監査役の任期を２年から３年に延長」（商法273条１項）が３本柱と言われる。

いるとは言えないようである（図表８）。

２　企業のモノサシとコーポレート・ガバナンス

企業のモノサシ即ち、企業をどう評価するかという議論にもコーポレート・ガバナンスの理解が欠かせない。株主を重視するのか、重視するとすればなぜ重視するのか、それは何を持って量られるのか、経営者だけでなく、投資家にとってもコーポレート・ガバナンスの理解を深める必要性が増している。

経営者は、経営の目標を顧客満足度に置くのか、出資者である株主の満足度に置くのか、従業員の満足度に置くのか、自然環境との共生を目指したり、地域社会の発展を見据えるなどの社会的責任の遂行に置くのか、等によって様々な経営尺度・指標を使うこととなる。

例えば、株主を重視する指標のうち、もっともポピュラーで、日本でも広まりつつあるのが、ROE（自己資本利益率）であろう。企業は、株主資本（自己資本）と他人資本（借入金など）を投下して事業を行うことで収益を得る。収益から

図表９　今後重視すべき業績評価指標
（今後あるべき指標―現在の指標のポイント差）

上　昇　指　標	差	下　降　指　標	差
ROE（株主資本利益率）	25.1	売上高	▲18.1
キャッシュフロー	15.2	経常利益	▲7.5
ROA（総資産利益率）	14.1	マーケットシェア	▲6.5
EVA（経済的付加価値）	10.3		
EPS（一株当り利益率）	8.5		
ROC（使用資本利益率）	7.1		
顧客満足度	16.7		
企業倫理	16.3		

出所：「企業白書1999」（経済同友会）より作成

図表10　企業のモノサシと特徴

企業のモノサシ	特　　徴
EPS（一株当り利益）［Earnings Per Share］	当期利益/発行済株式数。 もっとも直接的な株主を意識した指標であると言える。
ROE（自己資本利益率）［Return on Equity］	当期利益/自己資本（株主資本）。 株主資本をいかに効率的に使っているかを示す。ただ、会計上の利益を用いており、税金の支払いや特損益を加減していない、縮小均衡の罠に陥る、などという指摘もある。
ROA（総資本事業利益率）［Return on Assets］	事業利益/総資本（＝自己資本＋他人資本）。投下資本の効率をみる点でROEと似ているがROAは株主だけでなく債権者も含めた資金提供者の立場から見ている。
CF（キャッシュフロー）［Cash Flow］	税引前営業利益＋減価償却。 企業がその期に稼いだ現金。減価償却を考慮することで、利益の概念をより実質的なものとしている。また、含み損益経営から決別し、2000年度からの時価会計導入に合わせストック経営からフロー経営への転換において重視される。
FCF（フリーキャッシュフロー）［Free Cash Flow］	CF―（設備投資額＋運転資金増加額）。 CFから事業の継続に必要な資金を引いた額。将来のための投資、配当、自社株買い等の原資となる。企業価値拡大のための指標として見ることができる。
EVA（経済的付加価値）［Economic Value added］(*) EVAは米スターン・スチュワート社の登録商標	税引後営業利益―資本コスト（＝金利＋リスクプレミアム）。 これがプラスであれば、資金提供者が要求した以上の利益を上げていることとなる。米国の有力企業が、事業効率の向上のため、各事業部ごとの評価、投資決定の基準、経営者の業績評価に導入した。

（注）各種資料より作成

他人資本には利子を支払い、そこから税金を引いて最後に残った利益が株主に帰属する。したがって、ROEは、株主の持分に対する投資収益率を表し、効率性を見る指標と言える。ただ、ROEの算出では、税金の支払いや特損益を加減しておらず会計上の概念に過ぎない、等の問題点も指摘される。

株主のことをもっと考慮するのであれば投下した資金以上にどれだけのキャッシュを創造できるかと言う点に着目した、CF（キャッシュフロー）等を用いる方がよい場合もある。

2.1　投資尺度以上の役割を果たすEVA

さらに1980年代より米国の有力企業の間で注目を集めたEVA（経済的付加価値）という考え方は、まさに、コーポレート・ガバナンスについて考えさせられる。EVAは、税引き後営業利益－資本コストで求められ、資金提供者が要求した以上の利益を企業が上げているかどうかを見る指標である。利益から資本コスト、即ち、資金提供者への支払利息や株主の要求収益（金利＋リスクプレミアム）を引いているので残った額は全てリスクテーカーである株主のものとなる。ゆえにEVAは、企業評価の指標という以上に、各事業部の業績評価にも用いることができるし、さらにや投資決定の基準や経営者の評価などにも用いることで、株主利益の最大化を目標とした一貫した経営を行うためのツールにもなりうる。

3　エコファンドとコーポレート・ガバナンス

エコファンドとは、環境保全に積極的に取り組む企業の株式を組み込んだ投資信託のことで、欧米ではすでにグリーン・インベストメント（企業の環境配慮度を考慮して行う投資）といわれ、一般的な商品としての市民権を確立している。

しかし、環境意識の高まりという漠然とした

図表11　今後ますます強まる環境規制

施行時期	規　　制
2001. 4	家電リサイクル法
2001. 1	化学物質排出管理促進法
2000. 4	容器包装リサイクル法
2000. 1	ダイオキシン類対策特別措置法
1999. 4	地球温暖化対策推進法
1997. 12	環境アセスメント法
1997. 6	新エネルギー利用促進特別措置法

（注）容器包装リサイクル法は1997. 4施行より、家電リサイクル法は1998. 12より一部施行されている。
出所：各種資料より作成

ムードだけでエコファンドが買われているわけでもなければ、高いパフォーマンスを上げているわけでもないと思われる。企業にとっては、環境対応を怠ることで環境汚染による損害賠償の履行が求められたり、グリーン調達（製品や企業の環境配慮度を評価して自治体や企業が取引相手を選択すること）で排除されるリスクは避けなけらばならなくなっている。さらに重要なことは、自然環境が企業のステークホルダーの一つとして考えられ、環境意識の高い企業が逆にコーポレート・ガバナンスを確立しつつある企業として見直されていることである。

日本では三菱商事が環境格付けを行う計画を発表しているが、世界では既に、33種類もの環境格付けシステムが実施されており、自然環境は無視できないコーポレート・ガバナンスの重要な柱の一つであるといえよう。

おわりに

日本のバブル崩壊後、景気の低迷が長期化した原因の一つとして、日本において原理的には「会社は株主のもの」という「株式会社制度」をとっているにも関わらず、現実には企業が株主を軽視し非効率な企業経営を続けてきたことが挙げられよう。平成不況は、この一過性のものというよりも、特に企業の体質や構造的な問題がもたらした

不況であり、ガバナンス不況と呼ぶ人もいるくらいである。もしその通りだとするなら今後の会社経営においては、「会社とは誰のモノか」という会社法の根本的命題について再考しなければならないだろう。そうしたコーポレート・ガバナンスについての深い理解とコーポレート・ガバナンスの社会への浸透が、平成ガバナンス不況からの脱出のカギとなると考える。