

タイトル	コーポレート・ファイナンスの観点からみたガバナンス問題の整理
著者	赤石，篤紀
引用	北海学園大学経営論集，5(2)：1-14
発行日	2007-09-00

コーポレート・ファイナンスの観点からみた ガバナンス問題の整理

赤 石 篤 紀

目 次

- 第1節 コーポレート・ファイナンスでの制度的議論の位置づけ
- 第2節 株主による規律付け
- 第3節 効果的な取締役会の運営
- 第4節 経営者報酬の設計
- 第5節 米国型ガバナンスに対する日本企業の反応
- 第6節 ガバナンス問題の論点整理

第1節 コーポレート・ファイナンス での制度的議論の位置づけ

1. 不完全市場の問題と情報開示の限界

コーポレート・ファイナンスの1つの特徴は、完全市場を想定し、株主の富の極大化を果たしうる財務的意思決定を明らかにしようと試みる点にある。このようにコーポレート・ファイナンスの分析枠組みを捉えると、資本調達決定や投資決定といった個々の財務的意思決定の良し悪しを論じる以前に、制度的側面において論じるべき課題が存在することがわかる。それは、現実世界における市場の不完全性の問題である。

全ての経済主体の有する情報が同質的であり、瞬時に情報が行きかう効率的な完全市場では、全ての経済主体の保有する情報は量的にも質的にも同じである。そのため、主体間の情報の非対称性に起因する逆選択問題やモラルハザード問題などの情報問題の生じる余

地はなく、またインサイダー取引などの不正取引も起こりえない。そのため、市場取引が最も効率的に資源配分を行い、資源を運用する方法ということとなる。しかし、現実の市場は、企業（経営者）と投資家、投資家間、経営者と部門管理者といった種々の主体間に情報の非対称性が存在する不完全市場であり、種々の情報問題や不正取引が起こりえる市場となる。したがって、現実世界では、①種々の制度やシステムにより、いかにして情報の対称性という意味での完全市場に近づけるか、あるいは②不完全な市場を所与とした場合に、情報の非対称性の弊害が生じないようにするためには、どのような制度を構築すればよいのか、といったことが1つの問題意識として提起される。

不完全市場における情報問題に対処する1つの方法は、種々の法的規制を課すことにより、①経済主体間の情報の非対称性を緩和し、情報問題が発生する可能性を減じること、②情報の非対称性が存在したとしても、それが不正な取引に結びつかないようにすることである。このような考え方は、市場を規制する法律にも織り込まれている。例えば、米国証券取引法を範に制定された証券取引法に、英国の金融サービス・市場法の考えを加味したわが国の金融商品取引法では、企業情報開示に関する規制や相場操縦行為や内部者取引など不正取引に関する規制が設けられている¹。しかし、各種法制度による情報開示制度は、

経済主体間、とりわけ企業（経営者）と投資家の間の情報の非対称性を完全に解消するものではない。なぜなら、情報開示制度は、開示により競争優位性を喪失せしめるような自社の競争戦略上の重要情報までも公表することは要求しないためである。これは、そうした情報が競合企業の知るところになっては、当該企業の価値が損なわれることがあるからである。このような企業による重要情報の留保は、企業価値の維持にとっても重要であるが、同時に企業と投資家との間に大きな情報の非対称性が存在することを意味する。

2. 不完全市場におけるガバナンス問題

種々の法的要件が存在してもなお、経済主体間には情報の非対称性が存在する。それゆえ、不完全市場における情報問題に対処する第2の方法が提起されることになる。それは、情報の非対称性を利用したエージェントの利己的行動を抑制するような仕組みを設計したり、行動をとることである。特に企業経営に当てはめて考えてみると、現代企業では所有と経営の分離が進む中で、プリンシパルである株主とエージェントたる専門経営者との間に情報の非対称性が生じる可能性が高まっており、専門経営者の利己的行動をどのように抑制するかということが1つの問題となっている。とりわけ、近年では、企業における資本配分上の問題として、経営者の帝国建設の選好に基づいた過大投資が行われたり、経営者自身が個人的なコストを感じないために不採算部門の保持がなされるなど、株主と経営者の利害の不一致に基づく資本配分の非効率性が指摘されており（例えば、Williamson, 1964; Donaldson, 1984; Jensen, 1986, 1993 など）、その是正が問題とされているところである。

こうした問題は、所有と経営の分離の中で実質的な経営権限を拡大している経営者をいかにして規律付けるかというコーポレート・

ガバナンスの問題として取り上げられることも多い。コーポレート・ガバナンスとは経営者の任免と牽制を通じてより良い企業経営が行われるようにする制度や慣行（加護野, 2000, p.47）であり、ガバナンスに関する議論では、企業経営の上位概念となる企業の目的も扱われる。だが、コーポレート・ファイナンスの脈絡の中でガバナンス問題を取り上げる場合、その議論の多くが株主の存在を最重視するという前提をおくという点に留意しなければならない。つまり、コーポレート・ファイナンスでは、企業を株主の所有物と捉え、企業が果たすべき目的として株主の富の極大化を設定し、経営者に株主の富の極大化目的を達成しうるような意思決定を行わせる制度なり仕組みを考えるのである。そして、このような株主重視のガバナンスを志向してきたのが米国企業であり、近年では、わが国でも資本市場のグローバル化の流れの中で、その是非はともかくとして、株主の存在を最重要視する米国型のガバナンスが求められるようになってきている。しかし、問題はこれら米国型のガバナンスが真に価値創造（株主の富の極大化を含む）に貢献するのかどうかである。そして、その上で、論じるべき問題が、これらの仕組みや制度が経営風土の異なる日本企業でも何ら問題なく導入でき、またそこで価値創造に貢献するのかという問題である。

本稿では、上記のような問題意識にのっとり、米国型のガバナンス、換言すれば経営者に株主の富の極大化目的を志向させるような仕組みを順にみていく。具体的には、第2節で敵対的買収と株主行動主義を通じた株主による直接的な規律付け、第3節で取締役会を通じた規律付け、第4節で報酬構造の構築を通じた間接的な規律付けを取り上げ、それぞれの仕組みの意味ならびに問題について、米国での研究をもとに整理していく。その上で、第5節で株主の利害を最上位に置いたこれらの規律付けに対する日本企業の対応を述べ、

第6節で、財務マネジメントの脈絡でガバナンスを考える際の課題を明らかにしたい。

第2節 株主による規律付け

経営者を規律付ける方法の1つに、株主による直接的な規律付けがあり、これは Hirschman (1970) でいうところの退出 (exit) と発言 (voice) のメカニズムに分けて考えることができる。前者の退出とは、保有する株式を売却し、株主であることを辞することである。退出者が続出すると、当該企業の株価は低迷し、経営者の知るところとなる。場合によっては、敵対的買収 (hostile takeover) の脅威が生じ、自身の役職ひいては企業の存続が危うくなるため、株主の利害を重視するように促される。他方、後者の発言とは、株主が企業の所有者として企業経営の改善を促すように発言を行うことである。

1. 退出による規律付け；敵対的買収による規律付け

① 敵対的買収の効果

敵対的買収の効果は、①買収後に表れる効果 (事後的効果) と②買収の脅威の存在がもたらす効果 (事前的効果) の2つの面に分けて考えることができる。

前者の買収の事後的効果としては、以下のようなものがあげられる (花枝, 2005, pp. 295-296)。第1は、買収者の経営改革によって生じる効果である。敵対的買収を受ける企業は、非効率な経営などにより、本来有する潜在的価値と比べて市場での評価が著しく低いとされる企業である。したがって、敵対的買収によって大株主となった買収者や買収者に選任された経営者によって、劇的な改革がなされれば、効率的な経営が行われる可能性が出てくる。第2は、株主構造の変化に伴う株主からの圧力の増大である。被買収企業の株主構造は、敵対的買収を経て、多数の少数

株主からなる構造から少数の大株主からなる構造へと代わる。これにより、経営者に対する大株主によるモニタリングおよびコントロールが積極的に行われる可能性が増す。第3は、負債の規律付け効果と呼ばれるものである。敵対的買収では、レバレッジド・バイアウト (leveraged buyouts; LBO) と呼ばれる買収方法がとられることがある。LBOは、被買収企業の資産を担保にした借入によって、買収資金を調達して買収を仕掛ける方法であるため、LBOによる買収の場合、買収後の被買収企業の負債比率は非常に高くなる。この高い負債比率により、①利息や元本の支払いに多くの現金が使われ、経営者が自由に使えるフリー・キャッシュ・フローの発生余地を押さえられる、②高い負債比率は倒産の危険性を高めるので、経営者に効率的経営に対するインセンティブを喚起するといった規律付け効果が期待される。

後者の事前的効果は、実際に敵対的買収が行われなくてもその可能性が存在するだけで、経営者を規律付ける効果があるというものである。一般に、敵対的買収がなされた場合には、既存の経営者は更迭される。それゆえ、現在の経営者は自らの地位を守るために、敵対的買収を受けないような行動をとるインセンティブをもつことになる。そのための最も確実な方法は、効率的な経営を行い、自社の株価水準を高めることである。ここに、敵対的買収の脅威の存在が経営者と株主の目的の一致を促すと考えられるのである。

② 敵対的買収の問題点

敵対的買収が有するマイナスの効果も指摘される。それは、敵対的買収の脅威が存在する場合、利害関係者の企業特殊的な投資が減退するというものである (Shleifer=Summer, 1988)。企業には、株主だけではなく、顧客や従業員や供給業者といった種々の利害関係者が関わっている。例えば、従業員は企

業に対し忠誠心をもち、企業特殊な能力の獲得にいそしみ、供給業者は特定企業への部品供給に特化した設備の導入といった企業特殊な投資を行っている。こうした企業特殊な投資は企業が競争優位を確立する上で不可欠なものであるが、企業特殊な投資を促すために、企業は利害関係者との間に暗黙の長期契約を結び、長期契約を遵守するという信頼ないし評判を確立する必要がある。

しかし、敵対的買収を企てる側は、暗黙の長期契約を守ることにコミットしていない。そのため、被買収企業の従業員の賃金カットや解雇、供給業者との取引停止などの手段によって、暗黙の長期契約を反故にして、従業員・供給業者から株主へ富の移転を起こす誘引をもつ²。このように、既存の経営者との間の暗黙的な契約が買収者によって破られると予想される場合、従業員は企業に対する忠誠心を低下させ、企業特殊な能力の獲得に必要な時間的投資に消極的になる。また、供給業者は、特定企業への部品供給のために特化した設備の導入といった企業特殊な投資に消極的になる。それゆえ、敵対的買収が一般的になり、買収者によるこの種の搾取的行動が利害関係者において危惧されるようになると、暗黙的契約が結ばれなくなり、利害関係者による企業特殊な投資が行われなくなる可能性が生じ、企業にも社会全体にも望ましくない影響が出てくると考えられるのである。

2. 発言による規律付け；株主行動主義

経営者の規律付けのために、株主がとりえるもう1つの選択肢が発言である。株主は、①株主総会で経営陣の提案に対して反対の議決権を行使したり、②自らの議案を提出したり³、③経営陣の意思決定に対するモニタリングを行う、④経営陣に自らの欲求・要望を伝えるといった方法で、自らの利益を守ることができる。株主がこのような発言オプションを積極的に行使することを、株主行動主義

(shareholder activism) という。

この株主行動主義の主体は、大株主や機関投資家（年金基金、投資信託など）である⁴。なぜなら、発言は退出と比べて費用がかかる上に、その効果は発言主体が企業に対して行使できる影響力や交渉力に左右される（Hirschman, 1970, p.40）ためである。また、運用資金が大きい機関投資家は、一企業について多数の株式を保有しているため、自らの退出行動が当該企業の株価を下落させ、自らの損失を拡大させるというジレンマに直面している。そのため、問題企業に対して、機関投資家は退出ではなく発言を第一に考えざるを得ない。

しかし、機関投資家による株主行動主義は、企業業績に有意な影響をもたないことが米国での実証研究で明らかとなっている⁵。その理由としては、成果変数たる業績尺度としてどのような尺度を用いるかといった実証分析上の方法論的問題⁶に加えて、株主提案などのイベントが複合的な意味をもつことがあげられる（例えば、株主提案が経営者と機関投資家の間の事前の交渉が失敗に終わったことのシグナルとして解釈される場合にはマイナスの効果をもつが、株主提案により業績の改善が期待される場合にはプラスの効果をもつ）。また、全ての機関投資家が株主行動主義者ではなく、この種の行動をとる投資家であってもその実は積極的ではなかったり、業績や価値にほとんど影響がないとされている行動をとっているために業績の改善に対する実証上の結果が出ていないという指摘もある。

第3節 効果的な取締役会の運営

1. 取締役会の役割と現実：取締役会の独立性の問題

株主による経営者の直接的な規律付けに代わる方法が、取締役会によって経営者をコントロールすることである。取締役会の使命と

しては重要事項の決議があり、①最高経営責任者の選任、②経営陣の監視、③合併・買収の決定、④経営陣の報酬変更、⑤借入や新株発行による企業の資本構成の変更などがある。これらの機能を実行する上で、その構成員たる取締役は株主の利害を第一に考える。

しかし、多くの企業では、取締役会は経営者の影響力を監視し、経営者に株主の利益に即した行動をとるよう促すための真に独立した存在であるというよりも、イエスマンの集合体のようになっているという(Becht=Bolton=Röell, 2002, pp.22-23)。このように、取締役会が経営者の虜囚となっている重要な理由の1つは、経営者からの取締役会の独立性の欠如である。つまり、経営者が取締役の選任について大きな影響力をもっているがために、取締役会が経営者に対して影響力を行使し得ないという問題である。

こうした問題を解消し、取締役会の独立性を維持する1つの試みとして、社外取締役(independent director)の導入がある。その根底にある考え方は、経営者に何ら依存することのない社外取締役であれば、経営者にはばかることなく、株主の利益を守るよう行動するであろうというものである。このような考え方は、米国において広く受け入れられている。例えば、ニューヨーク証券取引所(NYSE)は、①上場企業の取締役の過半数が社外取締役であること、②執行役を兼務しない取締役は彼らだけで定期的に集まらなければならないこと、③取締役候補者選考・コーポレート・ガバナンス委員会や報酬委員会や監査委員会は構成員全員が社外取締役であることなど、を上場会社に求めている。

しかし、社外取締役は万能ではなく、①企業に関係していない社外取締役は、効果的な監視役となるのに必要な知識や情報を欠いている、②自らの取締役再任について経営者に依存している、③集中化した所有構造にあっては、少数株主の利益を守りえる存在とはな

りえない(大株主からの独立性の問題)といった欠陥を有するとの指摘もある。

また、社外取締役導入の効果について、英米では画一した実証結果は得られてはいない⁷。例えば、独立性の高い取締役会の方が業績悪化の場合に経営陣を更迭する可能性が高い、社外取締役の指名が株価の上昇につながるといった結果を提示する研究(Weisbach, 1988; Rosenstein=Wyatt, 1990)もあれば、会社業績と取締役会の構成の間に有意な関係はみられないとする研究(Hermalin=Weisbach, 1991; Byrd=Hickman, 1992; Mehran, 1995)も数多く存在する。

2. 取締役会における諸問題

また、取締役会については、独立性以外の問題も提起されており(Kim=Nofsinger, 2007, pp.49-51; Becht=Bolton=Röell, 2002, pp.22-23)、これらの問題の解決について議論されることもある。

第1は、最高経営責任者が取締役会会長職を務めるという状況の下で、取締役会は経営者を真剣に評価したり、経営者に対峙できるのかという問題である。この種の問題の解消策としては、取締役会長と最高経営責任者の兼務を禁止することなどが提示されている。

第2は、取締役が会社に対する利害を持っておらず、このような状態で、株主の利害を代表できるのかという問題である。このような観点から、取締役に対する自社株式の保有基準の設定が議論される。

第3は、取締役会が単純に大きすぎ、全ての取締役が積極的に関与する可能性を排除し、必要な業務の遂行を難しくするという問題である。取締役の人数が多い場合、「他の取締役が監視業務を行っているだろう」と都合よく信じてしまう他者依存が生じたり、礼儀正しきや人の意見を黙認することが重視され、適切な意見や率直な意見が犠牲にされる可能性が高くなる(Jensen, 1993)。したがって、

この種の問題に対して、取締役会の規模縮小が提起され、一定の効果が認められている（Yermack, 1996）。

第4は、取締役会が経営陣からの独立を達成した場合でも、取締役会は口やかましい監視者であるよりも、対立的ではないアドバイザー役を演じることを好むという人間本来が有する性質上の問題である。

第4節 経営者報酬の設計

1. 経営者の報酬体系

直接的な経営者の規律付け以外に、株主の利害を保護する方法として、経営者の目的と株主の目的が一致するように経営者の報酬体系を設計し、間接的に規律付けようとする試みがある。経営者の報酬は、大きく以下の2つの構成要素に大別される^{8,9}。

1つは基本給であり、企業成果に関わらず支払われる固定的報酬である。仮に、経営者の報酬が固定的報酬のみで構成される場合、将来の企業成果が不確実なために生じるリスクを経営者が負担することはなく、その意味で経営者のリスク負担は軽減される。しかし、企業成果に関わらず固定的な報酬を受け取れるため、企業成果を高めようとする経営者の努力や行動が生まれにくくなる。

もう1つの構成要素が、業績に依存して支払われる金額が変わる変動報酬である。この業績変動部分は、さらに短期的な企業成果に依存する短期ボーナスと長期的な企業成果に依存する部分に分けられる。経営者の報酬が業績連動型のみで構成される場合、企業成果を高めようとする経営者の努力や行動が促されるのでインセンティブ効果は高いものとなる。しかし、企業成果が経営者の努力水準以外の要因に大きく規定される場合には、経営者に過大なリスクを負わせるという問題が生じる。

そのため、経営者の報酬体系を考えるにあ

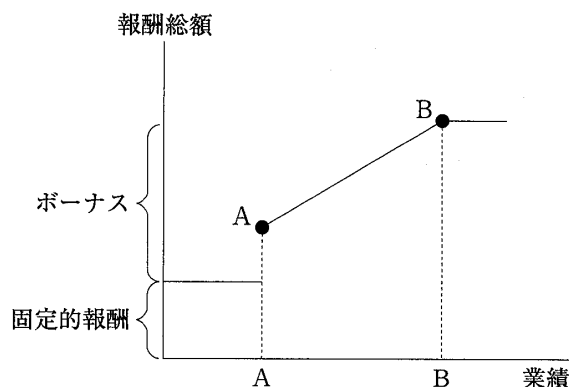
たっては、経営者と株主の利害を一致させるために、エージェントたる経営者に、どのような報酬の与え方をすればよいのかが、つまりインセンティブ効果とリスク負担を上手くバランスさせるような報酬体系の構築が主たる問題とされる。

2. 基本給と短期ボーナスの設定

米国において、経営者の基本給は、一般に、経営者の給与を調査した統計に基づくベンチマーク法によって決定され、経営者の性質（年齢、経験）よりも企業の性質（業種、規模）との関連性が強い傾向がある（Kim=Nofsinger, 2007, p.12; Becht=Bolton=Röell, 2002, pp.24）。そして、基本給に短期ボーナスを足し加えることで、年次の報酬が決まる。図表1は、一般的な業績連動型の年次報酬の設計パターンを図示したものである（Jensen, 2001; 花枝, 2005）。その特徴は、①業績がある水準（A）未満の場合には一定の固定的報酬（基本給）のみが支払われ、業績がある水準を超えると基本給に加えて業績に応じたボーナスが支払われる、②短期ボーナスの上限（点B）が設定されているという点にある。

このような業績連動型の報酬体系の問題は、業績がAやBの周辺に位置する場合に、経営者に利益操作を行う誘引を与えるという点である。例えば、Aに対応する最低限の業績を

図表1 経営者の報酬体系の一例



達成できない場合には、どれだけ業績が低かろうと固定的な報酬を受け取れる。そのため、今期できるだけ費用計上し、売上を先に伸ばすことで、今期の利益を抑えて次期に利益を先送るような利益調整の誘引が生まれる。あるいはA以上の業績水準を達成するために、今期の費用をできるだけ次期の費用として計上したり、売上を早めに今期に計上する会計処理を行う誘引が生じる。この利益の水増しの誘引は、経営者の在任期間がそれほど長くない場合に生じる。また、基準となる業績に比べて実際の業績がどうであったかでボーナスが決まる場合もあるが、このような報酬体系の場合、今期高い業績を達成すると、次期の目標業績が高く設定されてしまうので、今期の業績を程々の水準に留め置く誘引も生じる。また、B以上の業績が予想される場合、報酬に上限があるため、経営者はできるだけ今期の業績を抑え、次期の業績の維持に備えた会計処理を行う誘引が生まれる。こうした問題を考えると、完全に業績に連動した線形の報酬体系が望ましくなるが、その場合には経営者のリスク負担が過度になるという問題が生じる。

3. ストック・オプション

長期的なインセンティブ報酬として、ストック・オプションがある。ストック・オプション制度とは、ある一定の価格（権利行使価格）で、自社株式を購入する権利（オプション）を報酬として付与する制度である。オプションを付与された経営者は株価が権利行使価格を超えれば、その差額を利益として得ることが可能となる。オプションが価値をもつのは権利行使価格を超えて株価が上昇するときなので、ストック・オプションは株価が上がるように企業経営を行う誘引を経営者に与えると考えられている。しかし、その一方で、ストック・オプション制度の導入については、いくつか問題が指摘される（例えば、

Kim=Nofsinger, 2007, pp.16-17)。

第1は、企業がよりリスクの高いプロジェクトを選択したときに株価が上昇する傾向にあるために、経営者がよりリスクの高い事業戦略を選好するようになるというものである。この種のリスク選好は、経営者と債権者の間の利害対立を生み、資産代替問題と呼ばれる問題を引き起こす。

第2は、利益操作の可能性を高めることである。アナリストや投資家は会計上の利益に注目するが、企業は適正な会計処理の範囲である程度利益を操作することができる。その結果、経営者はオプションの行使に都合がよいように特定の事業年度に利益を最大化させるインセンティブをもつ。こうした利益操作は、翌年度以降の利益の減少（結果的に株価の下落も）をもたらす可能性がある。また、最悪の場合には、利益調整の域を超えて、粉飾決算という事態を招きかねない点にも留意する必要がある。

第3は、経営者は株価に対して部分的な影響しかもっていないにもかかわらず、株価によって報酬の大部分が規定されてしまうというものである。株価は会社業績によって影響を受けるが、景気状況など経営者の裁量が及ばない他の要因にも大きく依存するため、経営者の努力や行動とは無関係に報酬が決められるという問題を孕む。

第4に、権利行使価格が現在の株価水準と比べて非常に高く設定される場合、インセンティブとしては全く機能しないという問題である。このような状況は一般に考えられているよりも多く、相場がピークに達していたときでさえ、米国企業の経営者に与えられていたストック・オプションの1/3が権利行使価格を下回っていたという（Rappaport, 2006, p.72)。

こうした問題から、株主と経営者の利害を一致させる制度として、1980年代以降ストック・オプション制度を積極的に導入して

きた米国でも、近年ではストック・オプション制度に対する懐疑的な見方が広がっている。

第5節 米国型ガバナンスに対する日本企業の反応

第2節から第4節では、米国型のガバナンス制度についてみてきた。本節では、このような株主を最重視するガバナンスに対する日本企業の反応をみる。

1. 日本における株主による規律付け

① 日本における敵対的買収

わが国では、金融機関や事業会社間の株式の相互持合いにより、敵対的買収はこれまであまりみられることはなかった。しかし、長らく続いた不況の中で株式の持合いが崩れ、わが国資本市場にも市場原理が持ち込まれる中で、優良な親会社や取引先をもつ企業、潤沢な手元流動性をもった企業、換金しやすい優良資産を豊富にもった企業に対する敵対的買収が試みられるようになった。また、王子製紙による北越製紙に対する敵対的買収の試みに代表されるように、敵対的買収が業界再編のための一手段として考えられるようになってもいる。この敵対的買収の動きは、外国企業による三角合併解禁により、ますます促進されるともいわれている。

こうした企業に対する敵対的買収の試みがみられる中で、わが国企業の株主に対する意識は変化し、配当性向の引き上げなどにより、株主重視の姿勢を表明する企業が相次いでおり、わが国でも敵対的買収の脅威の事前的効果が示されるところである。また、米国で敵対的買収が頻発した時期と同様に、わが国企業でも敵対的買収防止策の導入が議論されはじめなど、両国企業のおかれている環境ならびに対応は時を経て類似したものとなっている。

② 海外機関投資家の株主行動主義

わが国の株主行動主義の中心は、海外機関投資家である。米国の年金基金や運用機関は、1974年従業員退職所得保障法により株主議決権行使が義務付けられ、海外株式に対しても米国株式に準じて株主議決権行使をすることが明確になると、海外分散投資先の日本株についても株主議決権行使を本格的に行い始めた（年金総合研究センター、2003, p.96）。また、海外市場上場などにより外国人投資家の持株割合が高まった企業が、海外機関投資家に対するIR活動を重視するとともに、株主総会での定足数を確保できるように海外株主判明調査や株主議決権行使の勧誘を行うようになったことも、海外機関投資家の積極的行動を促す一因とされる。

わが国機関投資家でも、株主として積極的に行動しようとする向きが出てきている。例えば、1,400社以上の年金基金を代表する企業年金連合会（2005年10月に厚生年金基金連合会から名称変更）は、①株主議決権行使基準を設定したり、②コーポレート・ガバナンス推進会議を形成したり、③コーポレート・ガバナンス・ファンド（野村證券に運営委託）を設定したりしている（ロナルド・ドーア、2006, pp.132-133）。

しかし、企業年金連合会に比べ、投資銀行や信託銀行などの金融機関による影響力の行使はあまりなされていないようである（ロナルド・ドーア、2006, pp.134-135）。そこには、①金融機関の経営者たちも発言する株主に悩まされた経験があるため、経営者に同情的で容赦なく非を追求する気にはなれない、②金融機関の経営者も事業会社の経営者も同じ経営者階級のメンバーとして、共通の世界観、仲間意識をもっているという理由がある。

2. 日本企業の取締役会改革

① 日本企業の取締役会の問題と委員会設置会社制度の導入

わが国の旧商法でも取締役会は、株主総会によって選任された取締役によって構成され、業務執行に関する意思決定機関であると同時に、代表取締役または業務担当取締役の業務執行を監督し（旧商法 260 条 1 項）、代表取締役の選任・解任の権限が与えられ、代表取締役の業務執行を監督する機関と位置づけられていた（旧商法 26 条 1 項）。しかし、旧商法の取締役会制度には①業務執行の監督者が業務の執行を行っているという問題があり、加えて実際面では②取締役の人数の増加により機動性を欠く、③取締役の大半が内部（従業員）取締役であるため、取締役会が代表取締役の実質的支配下に置かれている、といった問題が指摘されていた（宮島＝新田，2007，p.28，p.31）。

このような問題も、株主の影響力が小さく、企業業績が比較的良好に推移してきたわが国企業においてはさほど大きな問題とはならなかった。しかし、企業業績が低迷し、株主の影響力が増した 1990 年代より、取締役会の機能不全が問題となり、わが国でも取締役会の機能改善に向けた種々の改革が行われるようになった。その中でも代表的なものが、会社法における委員会設置会社制度の導入である。委員会設置会社制度は、米国の取締役会制度を範に、1998 年（平成 14 年）の商法改正によって委員会等設置会社制度として初めて導入され、会社法の下でその名称が改められたものである。委員会設置会社の最も大きな特徴は、監督と執行の制度的な分離にあり、取締役会の役割は、基本事項の決定、三委員会（指名委員会、監査委員会、報酬委員会）の委員の選任、執行役の選任などの監督機能に特化され、業務執行は取締役会によって選任された執行役が担当し、会社を代表する者も代表執行役となる（業務の意思決定も大幅

に執行役に委ねられ、取締役は原則として業務執行をすることは認められていない）。また、各委員会を構成する取締役の過半数は社外取締役でなければならないとされており、社外の視点の導入もこの制度の大きな特徴となる。

② わが国取締役会改革の現状¹⁰

上記の委員会設置会社制度は、定款の定めによる選択的なものであり、強制的なものではない。したがって、わが国企業の全てが委員会設置会社というわけではない。2005 年 3 月時点で委員会設置会社に移行している東証 1 部・2 部上場企業（全 2,007 社）は、オリックスやソニーなど 43 社にとどまっている。

しかしながら、委員会設置会社以外の企業であっても、取締役改革がなされていないわけではなく、執行役の分離（執行役員制の導入）による取締役会の規模的縮小や外部取締役の導入が行われている。例えば、執行役員制を導入する東証 1 部・2 部上場企業は 2005 年 3 月末時点で 893 社となっており、取締役の平均人数も 1993 年度には 16.64 人（全 1,498 社）であったものが 2004 年度には 9.82 人（全 1,992 社）と 10 人を割り込むまでになっている。また、社外取締役の比率についても 1993 年度の 12.71%から 2004 年度には 17.31%と着実に増加している。また、わが国企業における社外取締役の導入傾向は、東証一部時価総額上位 100 社中社外取締役を選任する企業が 55 社存在すること（日本経済新聞 2006 年 8 月 23 日）からも読み取ることができる。

しかし、取締役会に占める社外取締役の比率は 20%にも満たないことから、わが国企業では社外取締役の導入を進めながらも、取締役会の構成は依然として内部取締役中心になっているとの指摘もできる。こうした背景には、①社外取締役の確保が難しいという制

度上の問題だけでなく、②戦略的な意思決定においては現場の知識が不可欠であるという情報上の問題がある。とりわけ、後者の問題を重視する企業においては、執行役員制度を導入し、取締役規模的縮小を図りながらも、社外取締役の積極的導入を回避することで、戦略的意思決定と業務執行を意識的に融合させようとするねらいがみてとれる（例えば、トヨタ自動車など）。

3. 日本企業の経営者の報酬体系

図表2は、日米欧の最高経営責任者の総報酬に占める報酬構成項目を表したものである。同図表からは、2つのことが分かる。

第1は、米国と比べて、わが国企業の経営者の受け取る報酬総額が低いということである¹¹。この背景には、両国の経営者観が影響していると考えられる。米国では、経営者は株主のエージェントであり、経営者にあっては株主とのコミットメントが意識される。これに対して、わが国企業では、経営者は従業員の代表という側面が非常に強く、経営者にあっては従業員とのコミットメントが意識される。そのため、従業員とあまりにかけ離れ

た報酬を経営者に与えると、従業員の働く意欲に悪影響を与えると考えられているのである。また、経営者の側も、従業員とあまりにかけ離れるような報酬を受け取ることを“良し”としない風潮もみられ、経営者の報酬が低く抑えられる傾向にある。

第2は、米国が業績に連動する報酬の割合が高いのに対して、わが国は固定報酬の割合が高いということである。インセンティブ報酬の割合が低い1つの理由には、米国ではストック・オプション制度が1980年代より一般的であったのに対して、わが国では1990年代半ばより、ストック・オプション制度導入のための法整備が進められるに至るという制度導入の時期的な違いがあろう。加えてもう1つの理由であるが、これは先の第1の特徴とも関連する。つまり、インセンティブ報酬、とりわけストック・オプションの積極的な導入は、①従業員と経営者の間の報酬格差を生む可能性を高めると同時に、②経営者＝従業員の代表ではなく、株主の代表であることを表すことになるので、従業員との関係を重視するわが国企業では、現時点においてインセンティブ報酬をあくまで付加的な要素に留めおいており、その結果が反映されているとも考えられる¹²。

図表2 日米欧の最高経営責任者の総報酬に対する報酬構成項目割合の比較

	日本	米国	欧州
総報酬	7,900万円	11億1,213万円	2億655万円
固定報酬	65%	12%	47%
業績連動報酬	12%	15%	24%
長期インセンティブ報酬 (株式報酬)	23%	73%	29%

* データ：

日本－2003年度高額納税者リストおよび召集通知記載情報から計算。時価総額上位100社の総現金報酬（固定報酬＋業績連動報酬）を前提として、うちストック・オプションを導入している企業を前提とした場合（36社）

米国および欧州－米国 TOWERSPERRIN、データバンクより売り上げ規模1兆円以上の会社（米国275社、欧州236社）

（出所：日本取締役会協会，2005，p.24）

第6節 ガバナンス問題の論点整理

本稿では、コーポレート・ファイナンスの脈絡で論じられるガバナンス、換言すれば米国型のガバナンスの内容を、第2節から第4節にかけて詳細にみてきた。そこでの1つの結論は株主を重要視するようなガバナンスには理論上有効とされる点はあるものの、運用上の問題があり、また実証的にみても必ずしも価値貢献に結びつくものではないということである¹³。また、第5節でみたように、近年、わが国企業でも敵対的買収が散見されるようになり株主重視の姿勢を打ち出す企業が

出ているが、その一方で米国型のガバナンスを積極的に全面的に取り入れている日本企業は少ない。では、なぜ株主重視のガバナンスが価値創造に結びつかず、また日本企業において積極的に導入されていないのであろうか。この問題に対する解釈は様々であるが、株主ないし株式市場に対してどのような見解をもつかによって整理することができる。

1つは、株主を最上位においてガバナンスを構築することに何ら問題はなく、何らかの実務上の理由により、理論的には正しい制度なり仕組みが有効に機能しておらず、経営者の利己的行動が抑制されていないという解釈である。このような解釈の一例として、株主行動主義についての指摘がある。そこでは、株主行動主義が価値創造に貢献しないのは、機関投資家が規制上および動機上の理由¹⁴によって積極的な投資家となりえないからであり、彼らが積極的に行動できるよう規制上、動機上の制約を撤廃すべきという主張がなされる。

もう1つの解釈は、そもそも株主を最上位におくことが問題であり、このようなシステム構築上の問題がある以上、それが有効に機能するわけではないという解釈である。例えば、ピーター・ドラッカー(2006)は、経営者が最優先すべき判断基準は「事業にとって有益か否か」であり、経営者が自身や株主の利益を考え始めたら事業がうまくいくことなどありえず、株主の富の極大化を至上命題とする株主資本主義という考え方は、事業における優先順位に混乱を生じさせると指摘する(pp.151-152)。そして、とかく人気を博している株主資本主義であるが、有能な経営者の多くが非常に近視眼的な考え方であることに気付いており、彼らは「事業にとって有益か否か」を考え抜く習慣を貫く姿勢こそ、長期的にみれば株主にとって最も大きな利益につながることを熟知しているという。また、企業が果たすべき目的としての「株主の富の極

大化目的」自体が迷信であるとの指摘もある¹⁵。エコノミストは論文執筆の際に数的モデルを構築するが、その際に経営者が最適化すべき「関数」の1つとして株主利益を選び、「経営者は株主利益を最大化する責任がある」と教え、学生たちがそれを信じ、社会に出てからその教義を広めていったという。仮に、この指摘を是とするならば、株主の富の極大化目的自体が空想の世界のものであり、その上に強固なシステムを構築したところでそれは砂上の楼閣に過ぎなくなる。

また、株主を最上位に置くという考え方自体は必ずしも誤ったものではないが、理論上想定される株主と現在の株主の性質が大きく異なっているがために、株主を最上位に置いたガバナンスが企業経営を歪めてしまうという考え方もある。理論上想定される株主は、自らの投下した資金が企業活動を通じて中長期的に運用され、リターンを生むことを願う株主である。しかし、現実の株式市場の主たる参加者である米国機関投資家の株式保有期間は短く、1年足らずであり(Rappaport, 2006, p.68)、ファンドマネジャーの多くが資産増加をベースとした短期的なインセンティブという形で報酬を与えられている。したがって、もはや理論上想定されるような中長期的な視点を持った株主は存在せず、短期的な利益を志向する株主が多くを占めるようになっている。こうした状況の中で、株主を最上位に置いたガバナンスの構築は、経営者の利己的行動を抑制するものの、経営者を近視眼的な経営に誘うことになり、中長期的な価値創造にとっては悪影響を及ぼすことになる(吉村, 2007)。例えば、短期的な利益を重視するあまり、資本コストを回収できない投資を行ったり、企業価値創造の機会があるにもかかわらず投資を控えたりする事態が生じる(Rappaport, 2006, pp.68-69)。また、資本コストを上回る投資機会が存在するのであれば利益を内部留保して投資を行うのが望ましく

なるが、短期的な視点に陥る場合には配当を第一に考えるようになる。

以上、3つの観点から、米国型のガバナンスに関する考え方を整理してきたが、近年、大勢を占めるのは株主を最上位に置いたガバナンスに対する懐疑的な見方であり、それはとりわけ日本企業において顕著となる。とはいえ、その主たる問題は、短期的な視点に立って経営が行われることであり、必ずしも中長期的な視座に立つ株主の存在を否定するものではないし、経営者の利己的行動を抑制することを否定するものでもない。また、株価それ自体は理論的に見れば企業が事業活動を通じて将来的に生み出すキャッシュ・フローの割引現在価値合計であり、価値創造を重視することが短期的な志向を生み出すわけではない。ただ、株価には短期的な変動性があり、企業の生み出す短期的な利益によって株価が左右されてしまうことは否めない。そのため、少なくとも短期志向の株主がとかく短期的な利益を重視する中で株主を最上位に置くガバナンスを構築すると、中長期的な企業の存続・発展が歪められる可能性が生じ、米国型ガバナンスに対する否定的な見方や結果が出ているとも考えられる。

むろん、外部適合性の中で企業の存続・発展を考えるとすれば、短期的な投資家の存在にも留意しなければならない。考え方の異なる投資家のバランスをどのようにして取っていくかが新たな問題として提起される。また、株式市場において投資家の均一性が想定できないような状況下では、どのような株主に投資をしてもらうべきか、また中長期的な視点を持った株主を増やすためにはどのような方策があるのかといった問題も、財務政策上の重要な問題として生じてこよう。

注

1 金融商品取引法については、例えば黒沼

(2006)、児島(2006)を参照されたい。

- 2 Shleifer=Summers (1988) では、敵対的買収プレミアムの80%は従業員の利益を移転したものであるという指摘がなされる。しかし、後のBhagat=Shleifer=Vishny (1990) では、買収プレミアムに占める従業員からの利益移転は5~10%であるとされる。
- 3 例えば、Del Guercio=Hawkins (1999) を参照されたい。
- 4 米国では、会社支配権の売買市場としての株式市場の機能の衰退した1990年代初めに、機関投資家による行動主義がみられるようになった(Black, 1998)。この時代は米国株式市場の機関化が進んだ時代でもある。こうした状況の中で、経営者に対する監視者としての機関投資家の役割とその重要性に注意が向けられるようになり、株主行動主義が敵対的買収に代わる、株主による規律付けシステムとして認識されるようになっていく。
- 5 株主行動主義に関する実証分析のサーベイについては、Black (1998)、Romano (2001) を参照されたい。
- 6 例えば、株主行動主義が企業業績にどのような影響を及ぼしたかを評価する方法として、イベントスタディ(event study)と呼ばれる方法がある。これは、機関投資家の株主行動に関連した情報が発生した日前後の株式の収益率とCAPMなどによって求められる平時の収益率の差異を追跡することによって、機関投資家の株主行動というイベントに対する株価の反応を調査するものである。しかし、日々の株価変動には株主行動以外の要因も関わっており、株主行動のインパクトとは異なる影響要因たる、これらの変数をどのようにコントロールするかが問題となる。また、株主行動のインパクトが及ぶ期間をどの程度取るかといった問題も生じよう。同様の問題は、株主行動が長期の企業業績に与える影響を考える場合でも生じる。なぜなら、株主行動後の長期にわたって当該企業の業績が改善されると考える場合でも、その効果の及ぶ期間を何年とするかによって結果は異なるであろうし、株主行動以外の要因が業績に寄与すると考えられるからである。
- 7 取締役会に関するサーベイについては、例えばJohn=Senbet (1998)、Hermalin=Weisbach (2003) を参照されたい。
- 8 これらの構成要素以外にも、ゴールデン・パラシュートやその他の付加的給付(fringe benefit)が経営者報酬として考えられる。
- 9 経営者報酬に関するサーベイについては、例え

- ば Murphy (1999) がある。
- 10 同項の記述ならびに数値は、宮島＝新田 (2007) に依拠する。
 - 11 日本の経営者の報酬は、米国の経営者の報酬と遜色がないという指摘もある (阿部, 2001, p. 28)。日本では役員在職期間中の報酬は低く大企業でも固定報酬が7,000万円、賞与が1,000万円か2,000万円ぐらいで、総年収が1億円を超えることがない。また、退職慰労金も株主総会の決議事項になっているのでそんなに多くない。しかし、役員在職後の顧問や相談役の報酬は株主総会のチェックも何もなく、役員退職時の報酬の6割か7割ぐらいをほとんど一生涯もらい続ける。結果、役員在職期間中に得た報酬に退職後の報酬を全部足してそれを在籍期間に割り振ると、年間数億になり、米国の経営者の報酬と遜色はない。
 - 12 とはいえ、件数ベースではあるが、ベンチャー企業を中心に、ストック・オプションを採用する企業は年々増加している。詳細は第11章を参照されたい。
 - 13 実証上の問題については、①成果変数にどのような尺度を用いるのかという問題、②制度なり仕組みが導入されてから成果に反映されるまでのタイムラグの問題、③景気変動などの外部要因や研究開発の成功や戦略の変更などの内部要因といった制度や仕組み以外の要因が成果変数に与える影響をどのようにコントロールするかという問題がある。
 - 14 機関投資家の株主行動主義に対する消極性の理由として、①機関投資家が委任状争奪戦を行ったリ、取締役を指名する能力は規制によって妨げられている、②民間年金基金は「経営陣が経営への干渉を好ましく思わないため、行動主義者である年金基金と契約を結ばない」という利益相反に直面している、③ファンドの運用者自身が基金の投資先企業に対して直接的な投資持分をもたず、十分な監視を行う動機をもっていない、という規制上および動機上の理由の存在が指摘されている (Black, 1990; Coffee, 1991; Black＝Coffee, 1994, Kim＝Nofsinger, 2004)。
 - 15 日経ビジネス2005年11月28日号「賢人座談会—株主は革新の親にあらず長期思考で常識破れ」におけるC. Christensenの発言より。
- Return to Corporate Specialization”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990, pp.1-84.
- [2] Becht, M., P. Bolton, and A. Röell (2002), *Corporate Governance and Control*, ECGI-Finance Working Paper, No.02/2002.
 - [3] Black, B. S. (1990), “Shareholder Passivity reexamined”, *Michigan Law Review*, Vol.89, No.3, pp.520-608.
 - [4] Black, B. S. and J. C. Coffee (1994), “Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation”, *Michigan Law Review*, Vol.92, No.7, pp.1197-2087.
 - [5] Byrd, J. W. and K. A. Hickman (1992), “Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids”, *Journal of Financial Economics*, Vol.32, No.2, pp.195-221.
 - [6] Coffee, J. C. (1991), “Liquidity Versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor”, *Columbia Law Review*, Vol.91, No.6, pp.1277-1366.
 - [7] Del Guercio, D. and J. Hawkins (1999), “The Motivation and Impact of Pension Fund Activism”, *Journal of Financial Economics*, Vol.52, No.3, pp.293-340.
 - [8] Donaldson, G. (1984), *Managing Corporate Wealth*, Praeger.
 - [9] Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach (1991), “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance”, *Financial Management*, Vol.20, No.4, pp.101-112.
 - [10] Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach (2003), “Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature”, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Vol.9, No.1, pp.7-26.
 - [11] Hirschman, A. O. (1970), *Exit Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and State*, Harvard University Press (矢野修一訳 (2005) 『離脱・発言・忠誠—企業・組織・国家における衰退への反応』, ミネルヴァ書房)。
 - [12] Jensen, M. C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, Vol.76, No.2, pp.323-329.
 - [13] Jensen, M. C. (1993), “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the failure of Internal Control Systems”, *The Journal of Finance*,

参考文献

- [1] Bhagat, S., A. Shleifer and R. W. Vishny (1990), “Hostile Takeovers in the 1980s: The

- Vol.48, No.3, pp.831-880.
- [14] Jensen, M. C.(2001), "Corporate Budgeting is Broken-Let's Fix It", *Harvard Business Review*, Vol.79, No.10, pp.94-101 (森百合子訳 (2002) 「予算に連動した報酬制度の誤謬」, 『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』, 2002年4月号, 24-33頁).
- [15] John, K. and L. Senbet (1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking and Finance*, Vol.22, No.4, pp.371-403.
- [16] Kim, K. A. and J. R. Nofsinger (2007), *Corporate Governance 2nded*, Pearson Education Inc.
- [17] Mehran, H.(1995), "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol.38, No.2, pp.163-184.
- [18] Murphy, K.(1999), "Executive Compensation", in O. C. Ashenfelter and D. Card, eds., *Handbook of Labor Economics*, Vol.3, Elsevier, pp.2485-2563.
- [19] Rappaport, A.(2006), "Ten Ways to Create Shareholder Value", *Harvard Business Review*, Vol.84, No.9, pp.66-77 (山本冬彦訳 (2007) 「長期的な価値創造への10原則 悪しき株主価値経営からの脱却」, 『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』, 2007年2月号, 24-37頁).
- [20] Romano, R.(2001), "Less is More: making Institutional Investor Activism a Valuable mechanism of Corporate Governance", *Yale Journal on Regulation*, Vol.18, No.2, pp.174-251.
- [21] Rosenstein, S. and J. G. Wyatt (1990), "Outside directors, Board Independence, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol.26, No.2, pp.175-191.
- [22] Shleifer, A. and L. H. Summer (1988), "Breach of Trust in the Hostile Takeovers", in A. J. Auerbach, ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press.
- [23] Weisbach, M. S.(1988), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, No.1, pp.431-460.
- [24] Williamson, O. E.(1964), *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in Theory of the Firm*, Prentice Hall.
- [25] Yermack, D.(1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Smaller Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, Vol.40, No.2, pp.185-211.
- [26] 阿部直彦 (2001), 『会社を変える報酬改革』, 東洋経済新報社。
- [27] 加護野忠男 (2000), 「企業統治制度の改革のために一機関投資家と株主責任」, 『国民経済雑誌』, 第182巻第6号, 1-10頁。
- [28] 黒沼悦郎 (2006), 『金融商品取引法入門』, 日経文庫。
- [29] 児島幸良 (2006), 『改正証券取引法・金融商品取引法のポイント』, 商事法務。
- [30] 花枝英樹 (2005), 『企業財務入門』, 白桃書房。
- [31] 日本取締役会協会 (2005), 『経営者報酬の指針』。
- [32] 年金総合研究センター (2003), 『機関投資家の株主議決権行使とコーポレート・ガバナンス別冊商事法務 No.274』, 商事法務。
- [33] ピーター・ドラッカー (2006), 『ドラッカーの遺言』, 講談社。
- [34] 宮島英明・新田敬祐 (2007), 「日本型取締役会の多元的進化：その決定要因とパフォーマンス効果」, 神田秀樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』, 第2章所載, 金融財政事情研究会。
- [35] ロナルド・ドーア (2006), 『誰のための会社にするか』, 岩波新書。
- [36] 吉村典久 (2007), 『日本の企業統治 神話と実態』, NTT出版。