

コーポレート・ガバナンスと国民経済

——市場の近視眼性及び制度化されたガバナンス手段行使の費用対効果の問題——

荒 卷 健 二

一、はじめに

近年、米国においてはコーポレート・ガバナンスの問題が幅広い関心を集めてきたが、そうした中九〇年代に入ってから、投資先企業のガバナンスのあり方等に関連して公的年金基金等の機関投資家による株主行動が活発に見られるようになり、最近ではその行動の対象は米国企業に止まらず、欧州や日本の企業にまで広がってくるようになった。こうした株主行動が投資リターンの向上

というその本来目的に照らし現実にはどのような効果をもたらすかはなお明らかではないが、本稿⁽¹⁾においては、コーポレート・ガバナンスのあり方に関しこのような株主行動が議論されるときにしばしば見落とされがちな、ガバナンスのあり方と国民経済との関係、換言すれば、国民経済システムの一構成要素としてみた場合、コーポレート・ガバナンスの問題についてどのような点に留意しなくてはならないかということについて考えてみたい。

具体的には、市場における価格づけを通じた企

業経営効率化へのプレッシャーに関し今日の証券市場から払拭することの出来ないとも思われる市場の近視眼性という特性が、企業行動ひいては国民経済に及ぼす影響にどう対処するかという問題、及び、ガバナンスシステムの費用対効果の問題をどうみるかという二点について考えることとする。

二、アプローチ

まず、ガバナンスの問題を国民経済との関係でとらえようというアプローチについて簡単に説明しよう。

株式会社制度は、証券市場制度とともに一国の国民経済システムの最も重要な構成要素の一つである。国民経済システムの究極目標は、国民の生活水準の向上にあると言えようが、国民の生活水

準を決定するものは、長期的には一国経済の競争力であると考えられる。こうした経済の競争力を高めるといふ究極目標を達成する上で、株式会社制度とそのガバナンスシステム及び証券市場制度が果たすべき役割は、一国経済における資本の最適な配分と最も効率的な利用を促進、確保することにあると考えられる。こうした意味で、良きガバナンスシステムとは、経済における資本の最適利用の促進に貢献するシステムであると言えよう。

三、二つのガバナンスチャネル

こうした考えに立って、仮に、ガバナンスシステムとは資本の効率的な使用——これは企業経営の効率性と言い換えることができるかもしれない——がコントロールされたりチェックされたりするメカニズムであると定義した⁽²⁾とすると、この

メカニズムには基本的に次の二つの主要なチャンネルがある。

その一つは経済的チャンネル、即ち、証券市場における企業の価値の評価、即ち株価の変動が企業経営に対してもたらすプレッシャーを通じるものであり、もう一つは法律的チャンネル、即ち、株主権など法的な制度の中に用意されたチェック手段の行使を通じるものである⁽³⁾。

(一) 市場における企業価値の評価

まず第一のチャンネルについて言えば、市場における株価の変動特に下落は経営陣に対するネガティブな評価、買収の可能性の増大等につながることから企業経営に対し無視し得ないプレッシャーを行使すると考えられる。理論的には、こうしたプレッシャーにより企業の最も効率的な経営が促進ないし強制され、結果として国民経済の競争性

の向上が図られると考えられる。

しかしながら、多くの論者が述べているように、こうした市場における企業価値の評価及びその変動がもたらすプレッシャーは、企業に対し（長期的な収益性の向上に比べ）短期的な業績を過度に重視させる方向に働く傾向があるという問題を抱えていると思われる。

この傾向は、市場が将来にわたるキャッシュ・フロー（換言すれば長期的収益性）の現在価値としての企業価値を評価する機能において、現実には完全なものではないことを示すものであるが、これは企業価値の評価に必要な情報に関する次のような問題に起因する。

一つは、現実には企業価値ないし長期的収益性の確な評価に必要な情報が全ての投資家に常に十分に利用可能とは限らないということである。例えば、研究開発投資や新規プロジェクトの具体

的内容やその進捗状況は、その企業の長期的な収益性を判断する上で極めて重要な情報と考えられるが、これらは競争上の理由等から内部情報として止まる傾向があろう。また人的資源への投資（研修、採用等）の効果を外部の投資家が判定する手だても少ない。このため、こうした企業価値の増加をもたらす研究開発や投資等が行われていても、それは市場価値には必ずしも反映され難いことになる。

もう一つの問題はこうした情報を評価する投資家の能力が十分ではないことである。特に個人投資家については情報の収集、評価に時間その他の資源を投入することに限界のある場合が多いことは明らかである。

こうしたことから、投資家はしばしば長期的インプレケーションを有する情報を完全には保有せず、あるいは保有していてもそれを的確に評価す

ることができず、結果として明確かつ容易に理解しうる形で示される情報、例えば四半期報告書に現れる直近の業績数値等に大きく依存する傾向を持つことになる。これは短期的な最新の数値が企業の長期的な将来性を最も的確に示すものとして受けとめられるということであり、これが企業経営者にとっては短期的な業績をあげ続けなくてはならないというプレッシャーとなってくるわけである。

市場にこうした短期業績主義につながるような視点、いわば近視眼性をもたらすもう一つの原因は、今日の株式市場における投資家のほとんどは、もはやかつて存在したような、あるいは現在の株式会社に係る法制度がおそらく前提としていような、企業の持分——それは本来権利と責任の両方を体现するものであるが——の保有者ではないという事実がある。実際には現代の多くの投

資家は、むしろ金融商品の単なるトレーダーの方により近いといえる。こうした投資家の有するタイムホライズンの短かさ、コミットメントの少なさは、市場における企業に対する近視眼的なプレッシャーを一層強めることとなる。

これは、見ようによっては、株式市場が提供する投資の流動性（換金性）という便益を通じ資本供給者を特定の企業に対するコミットから開放することとなった株式会社制度自体がもたらす自然な帰結かもしれないとも言える。

しかし、ケインズがその「一般理論」で述べているように「社会全体にとっては投資の流動性といったものは存在しない。」のである。彼の文学的な表現を借りれば、投資の社会的目的とは「我々の将来をおおう時間と無知の暗い力を打ち破ることにある」のであり、仮にこのように社会的には後戻りさせることができない、したがって長期的

視野の下で行われるべきバイディングな行為である投資判断が、市場における短期的なタイムホライズンの下で行われるコミットメントの少ない活動によって決定的な影響を受けるとすれば、経済全体としても長期的な投資収益の犠牲の下に短期的な投資成果が選好され、結果的に国民経済の長期的競争性が害されることとなる可能性がある。

(二) 法制度上のチャネル

二番目のガバナンスのチャネルは、典型的には株主権のような法制度化された手段の行使によるものである。

これは強力な手段ではあるが、この手法を実質的に機能させるためには大きなコストを伴うという特徴がある。特に株主ベースが拡大し、株式の相当な部分が企業の所有者としての意識のほとん

どない個人投資家により保有されているような場合には、特定の経営上の問題であれ、取締役の選任等人選に係る問題であれ、株主間の意見を調整しそこにコンセンサスを形成していくことは多大なコストを伴うものとなる。このため、一人の投資家や投資家グループにとってこうした行動を通じて経営の効率化を図るという選択肢はコスト・ベネフィット・テストをクリアしない程にコスト性の高いものとなる可能性がある。

更に、こうしたフォーマルなチェック手段の行使といった他律的なプロセスの中で経営陣の入替えといったドラスティックな対応がとられる場合には継続的な取引相手や中核的従業員との長期的良好な関係へのマイナスの影響を含め、ゴーイング・コンサーンとしての企業活動にもたらされる混乱から生ずるコストも無視できないものとなる場合がある。このため、少なくとも事態がこの

ようにコストが高く、また必ずしも柔軟性のない方法の採用を正当化する程に悪化しているような例外的な場合を除き、通常の環境の下では、株主権の行使といった制度上の手段を、経営陣による資本の最適利用を確保するための経常的な手段と位置づけていくことは、費用対効果の面で問題があるということとなる可能性がある。

ここまでの議論を要約すると、国民経済という観点からガバナンスの問題を見た場合、市場における企業価値の評価を通じたチェックは近視眼性という問題を持ち、株主権のような制度化された手段の行使は経常的なチェック手法としては費用対効果の面で問題を持ちうるということになる。

四、良きガバナンスシステムの例

こうした観点からみると、良きガバナンスシステムは少なくともこうした問題に対処しうるものでなくてはならないわけであるが、それが可能なケースの一つとして比較的少数の長期安定株主が主要株主となっている場合を考えることができる。

こうした場合にはまず長期保有を通じ投資家サイドに有用な情報の蓄積と対象企業評価能力の向上がもたらされることが期待できる。また、長期保有に伴うタイムホライズンの長期化により、投資家サイドが長期投資のもたらす収益をより高く評価しうるようになる可能性もある。

更に、長期保有を通じ、こうした株主と経営陣との間に継続的かつ直接的なコンタクトが生ま

れ、それを通じ相互コミットメントの感覚や効率的経営に向けた継続的かつ暗黙のプレッシャーが形成されることが考えられる。

また、主要株主の数が比較的小さい場合には、経営破綻等の危機に際し過大なコストをこうむることなしにドラスティックな行動をとることも可能となる。この意味では、日本にみられるようないわゆるメインバンクを中心とする長期安定株主が主要株主を構成する体制は、先に述べた二つの問題に対応する上で効果的に機能してきたと考えることができる。

こうしたメインバンクを中心とする安定株主は、平時においては表立ったアクションは少ないものの、経営が危機に頻した際等には対象企業に対し、人的、資金的支援を行うとともに、経営陣の入替え等の強力な行動に出ることになる。こうしたメカニズムの存在は（もちろんメインバンク

からの借入など間接金融優位の下での金利負担の存在という財務上の規律もこれまで強かったわけではあるが）平時においても経営陣に対する効率経営へのチェック効果を及ぼしていたと考えられる。⁽⁴⁾

しかしながら、こうした長期的安定株主が存在しない場合に国民経済の総体的な効率性という観点からみて、企業のガバナンスシステムはいかにあるべきかという問題に答えることは容易ではない。⁽⁵⁾直観的な意見を述べれば、特定の企業に対しよりシリアスなコミットメントを行う者——これは株主に限られるべきか株主以外の者、例えば従業員、取引先、債権者、更にはコミュニティ等まで含むべきかについては議論があるところであるが——がそうでない者に比べより大きな発言権を与えられるガバナンスシステムが現実には効果的に機能するチャンスが大きいのではないかと考

えられる。

日本企業の株式保有構造が急激に変化するとは思わないが、メインバンクを中心とした長期安定株主による保有構造が今後一層強化される方向に進むとは考えられないのではないかと思われ、仮にこうした株主のウェイトが将来にわたり低下していくのであれば、どのようにして企業経営に対する効率的なチェックシステムを確保するのかは今後の重要な課題となっていくと考えられる。

最後に付言すれば、少数の長期安定株主が主要株主として企業に対し効率的なチェックを行っていくという体制は上記のようなメリットがあるが、このシステムの下でのプロセスが基本的には少数の当事者間でインフォーマルに進む場合が多いということから、外部の他の利害関係者にわかりにくいものとなりがちであるという透明性の問題がある。これは特に資本市場の一層の国際化が

進む中で無視できない問題であり、日本企業における真剣な対応が要請される分野であると言える。

(注)

(1) 本稿は、本年一月に米国ワシントンDCで開催されたコーポレート・ガバナンスに関するコンフェランスにおいて行ったスピーチの内容に加筆・訂正を行ったものである。

(2) コーポレート・ガバナンスは通常もう少し広く定義されるであろう。例えば、企業経営に係る意思の決定及びそのチェックシステムといった具合である。本稿での定義は、法律的、倫理的問題に係るチェックを度外視し、経済効率性(資本使用の効率性)のみを問題としている点で限定的な定義である。但し、市場における価格づけを通じてプレッシャーをガバナンス・メカニズムに含めている点では広いとも言える。

(3) ここにあげた二つチャネルはいずれもある意味では制度化され、基本的に不特定多数の者にとって利用可能なものである。本稿後半で示唆するように資本使用の効率性チェックの手段はこのように制度化されたチャネルに限られるわけではない。

(4) 米国には、年金等の機関投資家がこうした長期安定株主の果たしている経営監視機能を担うことを期待する議論

がある。即ち、こうした機関投資家が中核的、長期的株主となつて企業内の経営監視役たる取締役会や経営陣と経常的なコミュニケーションを行うこと等によって企業経営に参画し長期的な企業の業績向上を図ることにより投資リタインの向上を期待するという投資スタイル(いわゆるリレーショナル・インベストイング)を採用し、ガバナンスの担い手となるべきであるという主張である。確かに冒頭に述べた近年の公的年金基金等の株主行動をこうしたコンテクトでとらえることも不可能なことではない。しかしながら、例えば年金基金をとってみれば、これらは他人資金の受託者として投資リターンを最大化する受託者責任を負っているわけであり、少なからざる資源を投入して企業経営をモニターし、必要に応じその経営の是正を図るという選択肢が(コストを差し引いた後の)ネットの投資リターンを最大化するというケースがそれ程一般的とは思われない。この点において、投資先企業が同時に貸付先、取引先であり当該企業の経営の是正・再建が自己の本来業務に関わりを有している日本のメインバンクや他の安定株主とは事情は異なる。

(5) 長期的視点に立った経営に伴う属性として挙げられる諸現象、例えば終身雇用、年功序列報酬体系、長期安定株主の存在、関係企業との株式の相互保有(持ち合い)、比較的少数の取引先との継続取引等の功罪が議論されるようになって久しい。上記においてはガバナンスに関し市場原理

に依存する場合における企業経営の近視眼化ブレッシャーというデメリットをあげた。しかしながら、それは市場外の相対的な関係（少数の長期安定株主との関係はこれに近い）に依拠するガバナンスシステムが、ともすれば市場が提供する建設的な緊張関係を喪失し、経営の悪化の早期発見・是正に失敗する可能性があることを否定するものではない。特に産業構造の変革期のように企業経営の長期的な方向を所与と考えることのできない場合などには、こうしたリスクが高まると考えられる。長期的視点に立った経営及びそれを可能とする条件の整備は、一国経済にとって常に重要であるが、これは長期的関係に基づいた経営とは同義ではない。長期的視点に立つ場合に長期的関係の見直し、精算が求められることは当然ありうるのである。

（当研究所ニューヨーク事務所主任研究員）