

コーポレート・ガバナンスのフレームワーク

福田 徹

一、変化する株主、経営者間の関係

九〇年以降、日本企業における株主の主体別構成に変化が生じている。安定株主とされる事業法人、興長銀・普銀、生損保の比率が低下し、外国人、信託銀行（除く投資信託、年金信託、以下同じ）、及び年金信託のそれが増加しているのだ。また、株式持合も減少傾向を強めている。この変化は、これまでと異なった投資目的を持つ、つまり株価動向に対し敏感に反応し、そのための権利

を行使することも辞さない株主が多数派を占めつつあることを意味していると受け取ることが出来る。

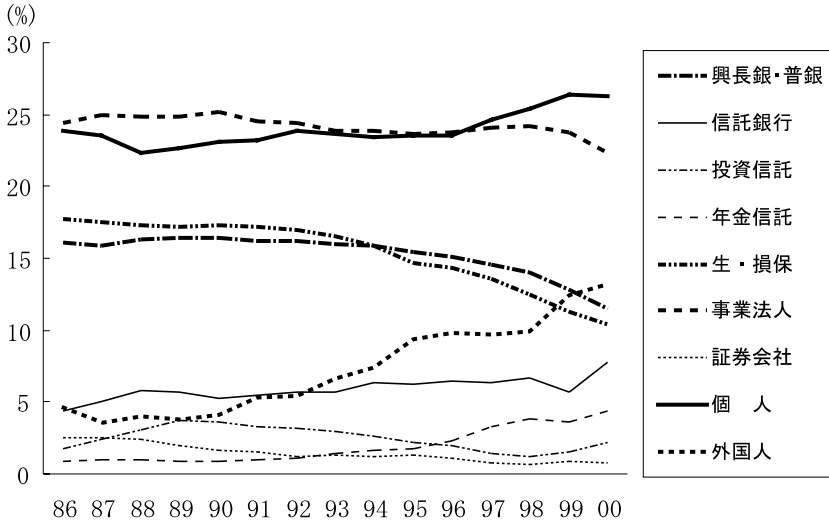
比率を減少させている事業法人、興長銀・普銀は、株式持ち合いに関して中心的な役割を果たして来た。それら主体の株式保有動機は、二点あると考えられる。一つは、お互いに製品、及び金融取引を行う企業間で株式持ち合いを行うことにより、安定的な関係を築こうとするものである。もう一つは、株式持ち合いを行っている企業の経営者が、相互に友好的な株主として振舞うことで、

敵対的な企業買収等から、経営権を守ることを目的としていることだろう。そして、株式を所有する企業が経営危機に陥るような極端な状況を除き、それら主体の株価動向についての関心は、それ程大きくなかったと思われる。一方、新たに主要株主として台頭して来た外国人、年金信託の保有動機は、明らかに異なるだろう。また、信託銀行分も主に信託勘定の内訳であり、株式持ち合いを目的としたものとは、考えづらい。それら新たに比率の高まっている投資家は、専ら運用実績を挙げるために、株価の上昇を追及することを重要な保有理由として捉えていると思われる。

よって、多数を占める株主が、経営者に対する要求の内容を変化させると想定されるため、彼ら相互の関係も異なったものとなる可能性が高いだろう。このために、両者間の意思疎通が、混乱するかもしれない。これまでの株式持ち合いによつ

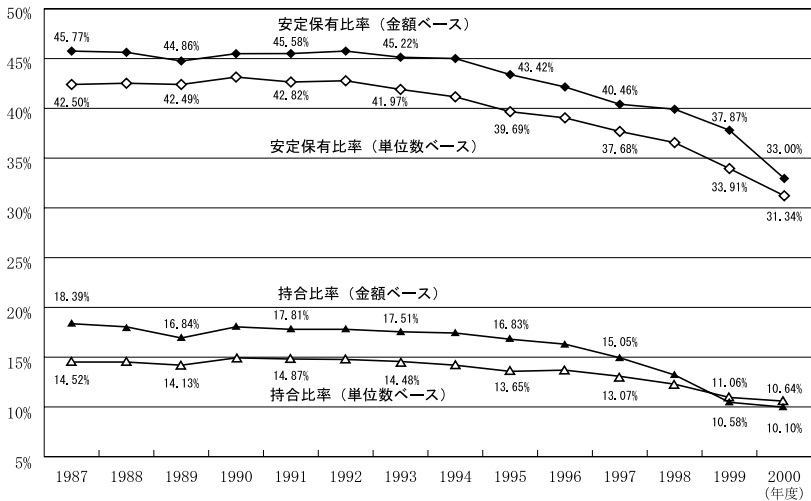
て、株主と交渉する機会をあまり持たなかった経営者は、いくつかの提案を処理することに対し、とまどう状況に置かれるだろう。例えば、株主の必要以上の追求を避けるため、情報開示を怠る場合、逆効果になってしまつかもしれない。また、株主側も株価の上昇を導く効果的な提案を見出すために、試行錯誤を繰り返すことになるかもしれない。近視眼的な収益向上を目指した株主提案を、株価はマイナスと受け取るだろう。よって、株主、経営者、従業員などの利害関係者にとつて、新たな相互関係をプラスとなるように構築しなおすための指針を提示することは、現時点において大変重要なものになっていると言える。昨今コーポレート・ガバナンスが話題にのぼる大きな背景として、このような事情を挙げることが出来るだろう。まず、次節では、コーポレート・ガバナンスに関するいくつかの理論について、触れよ

図1 主要株式所有者別持株比率の推移



(出所) 「株式分布状況調査」全国証券取引所協議会

図2 市場全体の持合比率・安定保有比率の推移



(出所) ニッセイ基礎研究所

うと思つ。

二、コーポレート・ガバナンス に関する理論

コーポレート・ガバナンスを対象にした理論はいくつか存在する。それらの相違点として、最初に挙げられるのは、企業運営の目的であろう。これについては、株主価値の最大化を目指すとする主張に対し、株主だけでなく、従業員、取引先、及びその企業が属す共同体等の利害関係者全体の利益を考慮すべきとする立場がある。

特に前者は、一般的に株式会社に見られる、所有と経営の分離がもたらす問題点として捉えられており、過去から多くの研究がなされて来た。その中で、最も重要なものは、一九三二年に発表された、Berle=Meansの論文を嚆矢としたプリンシパル=エージェント問題であろう。その後、

これは、ゲーム理論などの助けを借りて発展している。この問題提起は、エージェント（代理人、経営者）の持つ情報が、十分にプリンシパル（本人、株主）に伝わらない場合（これを情報の非対称性と言つ）、エージェントは、私的利益を追求することが可能になり、目的であつた株主価値の最大化が、達成されなくなつてしまつと言つものである。なお、この情報は、エージェントの能力、行動、及び行動の成果を指している。

そこで、このような状況を抑制するために、いくつかの提案がなされている。一つは、情報の非対称性を緩和することを目的として、株主の経営に対するモニタリング（監視）を適切に行ふことが挙げられている。これは、十分な情報開示のみならず、企業内に株主の利益を代表する取締役を置き、経営の実態を把握することも含まれる。加えて、エージェントが発した情報の内容を保証す

るために監査を行う第三者機関の設置も、含まれるだろう。もう一つは、ストック・オプションに見られるような、経営者の報酬を株主価値と連動させると言う方法である。つまり、株主と経営者の目的を一致させるのである。また、経営者を対象とした流動性のある労働市場の存在が、重要であるとする見解もある。これは、再就職が容易になった経営者は、自分自身の評判を大切にすることを必要が高まるため、利己的な行動を自重すると想定されるからである。

次に、企業の運営目的が、利害関係者全体の利益を考慮すべきとする主張についてであるが、その注目度は、高まりつつあるように見える。但し、経営者が、多くの利害関係者間の調整を図るための制度をデザインすることは、困難であるとの見方が多いことも確かである。よって、理論的に整合性があり、かつ具体的な方法論まで言及し

ているものは、ほとんど無いと言えよう。

なお、これから紹介するOECDのコーポレート・ガバナンス原則では、株主の権利を守るための方法論に関して、具体的な提言まで踏み込んでいるのに対し、その他利害関係者に対するそれについては、抽象的な記述にとどまっており、前述した理論上の背景があるものと察せられる。

三、OECDのコーポレート・ガバナンス原則

既に三年程経過したことになるが、一九九九年五月、OECD閣僚理事会で、「コーポレート・ガバナンス原則」が承認された。これは、証券取引所、投資家、企業、及びその他の関係機関に対し、コーポレート・ガバナンスに関する基本的な指針を提供することを目的としたものである。その背景には、多くの国が市場原則に基づく経済政

策を採用し、雇用、財・サービスの提供、税収、主要な資金の投資先など多くの分野において、企業活動の果たす役割が高まっていることがある。つまり、資本の効率的な利用、企業倫理、自らが活動するコミュニティの環境、及び社会的な配慮を促進するようにデザインされたコーポレート・ガバナンスの仕組みが、経済の安定と成長にとって重要であるとの認識が、OECDを構成する政府に共有され、「コーポレート・ガバナンス原則」が作成されたのである。なお、その内容は、次ページの表に要約されている。但し、各国のコーポレート・ガバナンスに関する構造の多様性は許容すべきであって、この原則はその骨格をなすものと位置づけている。

また、一九九八年四月、OECDは、この原則を作成する上でのベースとなった「コーポレート・トガバナンス民間諮問委員会報告書」を提出さ

せている。この報告書によると、コーポレート・ガバナンスの定義は、「株主、取締役会メンバー、経営者からなる経営のコアグループにおいて、彼らの相互関係とそれらに対応した責任というものが、その企業の主要目的の達成に必要な競争上の成果を最大に挙げられるよう構成すること」とされている。そして、企業の主要な目的は、株主価値の増大を図るための長期的な経済利益の創出であるとし、同時に、企業と市場システムの永続にとって必要な、より広範な経済的、社会的、さらに様々な国家的目的を満たさなければならないとした。

また、優れたコーポレート・ガバナンスを促進する上で、公共政策が企業に要求すべき事柄として、公正に株主を扱うこと (Fairness)、企業情報の透明性 (Transparency)、株主に対する説明責任 (Accountability)、社会的責任 (Respon-

表1 「OECDのコーポレート・ガバナンス原則」要旨

<p>1. 株主の権利 コーポレート・ガバナンスの枠組みは、株主の権利を保護するものでなければならない。</p> <p>2. 株主の平等性 コーポレート・ガバナンスの枠組みは、少数株主や外国人が平等に扱われることを保障するべきである。すべての株主は、株主権利の侵害に対して実効的な救済措置を得られる機会を持つべきである。</p> <p>3. コーポレート・ガバナンスにおけるステーク・ホルダーの役割 コーポレート・ガバナンスの枠組みは、法律に定められたステーク・ホルダーの権利を認め、企業とステーク・ホルダーの積極的な協力を通じて企業価値や雇用の創造、さらに財政的に健全な企業であることの維持を促すものでなければならない。</p> <p>4. 情報開示と透明性 コーポレート・ガバナンスの枠組みは、会社の財務状況、業績、所有状況やガバナンスを含むすべての重要事項について、正確な情報開示（ディスクロージャー）が適時に行われることを保障するべきである。</p> <p>5. 取締役会の責任 コーポレート・ガバナンスの枠組みは、取締役会による企業の戦略指導や経営の監視とともに、企業や株主に対する取締役会のアカウンタビリティが確保されるようになっていなければならない。</p>
--

(出所) きんざい『OECDのコーポレートガバナンス原則』より作成

sibility) の遂行を挙げている。

なお、「コーポレート・トガバナンス民間諮問委員会報告書」では、前節で強調したプリンシパル⇨エージェント問題を抑制するため、三つの点が提示されている。まず、最初の点として、情報開示の改善を挙げている。新たなテクノロジーを活用し、情報の入手、頻度、内容を改善させ、投資家が企業のより正確な状況を把握することを提案している。もう一つの点として、株主に対し、議決権の行使を奨励している。特に、機関投資家の議決権行使を促進するための、なんらかの政策が必要かもしれないとしている。そして、最後の点として、行動力のある経営から独立した取締役会の必要性を論じている。経営者に対し独立した立場にあり、かつ事業に精通した取締役は、基本戦略の構築、経営の監視等を通じて、プリンシパル⇨

エージェンシー問題を解決する役割を果たすとしている。

四、Standard&Poor's社の「コーポレート・ガバナンス評価に関する試み

昨年三月二〇日、Standard&Poor's社は、ロシアのアエロフロート社に対するものを皮切りに、企業の株式、債券などへの投資家向けにコーポレート・ガバナンス格付けを始めた。この格付けは、前節で触れたOECDの「コーポレート・ガバナンス民間諮問委員会報告書」において公共政策が企業に要求すべきとしていた四つの事柄を評価する上での原則としている。そして、これらの原則を実際の企業行動に結びつけるために、企業の所有者構造（Ownership Structure）、投資家との関係（Financial Stakeholder Rela-

tions）、財務面での透明性と情報公開（Financial Transparency and Information Disclosure）、取締役会の構造と選出プロセス（Board Structure and Process）の四つの評価基準を用いる。また、これらの四つの基準は、それぞれいくつかに細分化され、具体的な分析項目が付加されている。最終的には、CGS（Corporate Governance Score）-10を最高にCGS-1までの10段階で評価される仕組みになっている。

なお、これらの評価基準を採点し、10段階評価を行うプロセスは、以下の通りである。まず、企業が、前もってコーポレート・ガバナンスに関する質問内容を書面にて受け取る。その後、アナリストが、企業の経営陣、社外取締役等の関係者と面会し、評価基準に沿って、話し合いを行う。次に、Standard&Poor's社が、アナリストからの情報を検討し、その企業が属している国の環境

表2 Standard & Poor's 社のコーポレート・ガバナンス格付け評価基準の概略

企業の所有者構造 (Ownership Structure) 所有者構造の透明性 所有者構造の集中と影響力 投資家との関係 (Financial Stakeholder Relations) 株主総会の定期性、参加の容易さ、及び情報 議決、及び株主総会開催の手順 所有者の権利 財務面での透明性と情報公開 (Financial Transparency and Information Disclosure) 情報公開の質と内容 情報公開のタイミングと入手方法 監査人の独立性と評判 取締役会の構造と選出プロセス (Board Structure and Process) 取締役会の構造と構成 取締役会の役割と実効性 社外取締役の役割と独立性 取締役に対する報酬、評価、継承ポリシー

表3 Standard & Poor's 社のコーポレート・ガバナンス格付けニュース画面

RATINGS ACTIONS > RATINGS NEWS > Corporate Governance
■ CORPORATE GOVERNANCE
<u>April 25, 2002 > Russia's JSC Investment Banking Corp. Corporate Governance Score Lowered to CGS-4.0</u>
<u>Dec. 13, 2001 > Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd. Assigned Corporate Governance Score of CGS-8.3</u>
<u>October 1, 2001 > Petersburg Telephone Network Assigned Corporate Governance Score of CGS-5.6</u>
<u>June 19, 2001 > Aeroflot-Russian Airlines' Corporate Governance Score Lowered to CGS-4.6 from CGS-5.3</u>
<u>May 17, 2001 > Aeroflot-Russian Airlines CGS Score Under Review After Ownership Change; Outlook Developing</u>
<u>May 15, 2001 > Russia's Investment Banking Corp. Assigned CGS-4.2, as Second Corporate Governance Entity</u>
<u>March 20, 2001 > Aeroflot-Russian Airlines Scores CGS-5.3 on Standard & Poor's First Corporate Governance Score</u>

(出所) Standard & Poor's 社ホームページ

を加味した上で、四つの評価基準、及びそれらを総合したものを採点する。そして、その結果を企業が受け取る仕組みになっている。

同社のホームページを見る限りでは、格付けが始まってから日が浅いと言つこともあり、格付けを取得している企業は、それ程多くない。また、それらは、主にロシア、香港などコーポレート・ガバナンスに関する法律制度面での対応に不透明感のある国々の企業が中心となっている。よって、格付けを取得することで、実態より低く認識されているコーポレート・ガバナンスの信頼性を高めることを目的に取得していると考えられよう。

コーポレート・ガバナンスの評価は、これまで前例が無いことであり、試行錯誤が必要である。しかしながら、それは、個人投資家のみならず、多くの企業をウオッチしなければならぬファンドマネージャーにとつても、有用な情報で

あると言える。なぜなら、彼らは、コーポレート・ガバナンスに関する断片的な情報を知る機会があるものの、それらを総合的に判断し、相対的に評価する経験がほとんど無かつたからだ。株価動向、及びその企業の発行する債券の信頼性に影響を与えるのは、将来の企業業績である。そして、グローバル競争が激しくなる中、長期的な企業業績が形成される要因の一つとして、コーポレート・ガバナンスの重要性は高まっていると考えられる。

五、健全なコーポレート・ガバナンスが日本企業再生の鍵に

四月三〇日付の日本経済新聞によると、スイスのIMD（経営開発国際研究所）は、二〇〇二年国際競争力ランキング（注）を発表し、日本が四九カ国中三〇位に後退したと発表している。また、ラン

キングを作成する上での構成項目である「株主の権利や責任」は最下位になったとした。これは、株式持ち合いの功罪を表す内容として、解釈することが出来よう。

高度成長期において、株式持ち合いは、株主価値をより高める方向で作用したと思われる。つまり、行つべき事業の方向性の明確さ、及び拡大路線を採用しやすい環境は、自ずと株主、経営者、従業員間の利害を一致させた。そして、株式持ち合いは、株主、経営者間の無用な摩擦を回避する役目を果たし、そのために支払う両者のコストを節約させたのかもしれない。また、企業が収益を恒常的に増加させたため、株主の経営者に対する信頼感が高まり、情報開示等のモニタリングを行うためのコストも最小限のもので十分であっただろう。但し、見方を変えようと、この期間において、株主と経営者間の洗練された交渉スキームを

発達させることが出来なかつたと予想される。

そして、九〇年代に入り、経済の低成長が顕在化し、事業の先行きに対する不透明感が強まる中、株主と経営者間の利害関係が一致しなくなり始めた。また、企業の競争力を左右する反面、業務に必要なスキルを大きく変えてしまう情報技術の発展を取り込むことは、従業員出身の経営者にとって難しいものであつたかもしれない。収益を停滞させた一因として挙げられよう。そして現在、株式持ち合いを目的とした株主でさえ、株主価値の大幅な下落に耐えられない状況である。つまり、株主価値を高めることを、経営者に促すための体制を、構築することが急務となつている状況にあると言えよう。

しかしながら、一方的に株主の権利を押し出すことも、受け入れられないものである。株主価値の増大は、中長期的な収益拡大の見通しが源泉で

コーポレート・ガバナンスのフレームワーク

あり、利害関係者全体の調整が重要であるからだ。そのためには、まず、モニタリングを行うためのコストを支払い、利害関係者、特に株主、経営者間の情報の非対称性を減じることが必要となる。次に、利害調整を行う上での、コストのからない方法を体得して行くべきであろう。私見ではあるが、このような試みは、日本企業再生の鍵になると期待されるといってよいであろう。

(注)

三―四系列の指標に基づき、経済のパフォーマンス (Economic Performance)」、政府の効率性 (Government Efficiency)」、事業環境の効率性 (Business Efficiency)」、社会基盤 (Infrastructure) を評価し、総合化したもの。なお、基礎データとしては、提携関係にある研究所からのもの、及び経営者世論調査 (Executive Opinion Survey) を利用している。詳細は、同研究所ホームページ (www.02.imd.ch/wcy) を参照。

(参考文献)

- 黒木文明、『株式持ち合い解消の実態』ニッセイ基礎研究 REP
ORT、二〇〇一年一〇月号
- 青木昌彦著、瀧澤弘和、谷口和弘訳『比較制度分析に向けて』
NIT出版、二〇〇一年
- 翟林瑜、『企業のエージェンシー理論』同文館、一九九一年
- Jean Tirole(2001), "Corporate Governance", *Econometrica*, Vol.69, No.1, 1-35
- OECD閣僚理事会、OECD民間諮問委員会編、『OECD
のコーポレートガバナンス原則』きんざい、二〇〇一年
- OECD(1999), "OECD Principles of Corporate Governance",
OECD
- OECD(1998), "Corporate Governance", OECD
- (ふくだ とおる・当研究所主任研究員)