

『証券経済学会年報』第50号別冊
第84回秋季全国大会
学会報告論文

「コーポレートガバナンス・コードと証券市場」

「コーポレートガバナンス・コードと証券市場」

松村勝弘

立命館大学

1. はじめに

「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」(座長 池尾 和人 慶應義塾大学経済学部教授)では、2014年8月より、コーポレートガバナンス・コード原案の策定に向けて議論を行い、2015年3月5日に原案を発表した。これを受けて東京証券取引所では2015年6月1日に「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(以下「コード」と略称する)を公表した。ここでは、「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する、と言われている。さらに「これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる」としている(2頁)。ここでの「意思決定」の主体は誰だろうか。この文の主語は「会社」となっているが、暗に「会社＝株主＝投資家」と意識されているように思われる。だから主体は、株主・投資家と考えてよいであろうし、そこでの「企業価値の向上」とは、ファイナンス論でいうところで将来キャッシュ・フローの割引現在価値、細かい議論を抜きに言えば、株式時価総額の向上を意味すると言えるだろう。

しかもそれは、安倍政権の3本の矢の最後の矢であるところの、成長戦略の一環、否むしろその中軸として位置づけられている。これはまた、下記の一連の流れの中で発表されたものである。すなわち、いわゆる「日本版スチュワードシップ・コード」が2014年2月26日に発表され、6月20日には監査等委員会設置会社の新設を含む会社法の一部を改正する法律が成立した。さらに6月24日には「日本経済全体としての生産性を向上させ、『稼ぐ力(＝収益力)』を強化する」ことを謳う「日本再興戦

略改訂 2014—未来への挑戦—」¹⁾が公表された。この「日本再興戦略改訂 2014」では、「まずは、コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準のROEの達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つための経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要である」(4頁)と「コーポレートガバナンスの強化」が謳われている。そして『『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト最終報告書』いわゆる「伊藤レポート」が同年8月に発表された。その他にも一連の施策が講じられた。そしてこの流れの総仕上げとして「コード」が発表されたわけである。一体この一連の流れをどのように受け止め理解すべきだろうか。これを解明するのが本報告の目的である。

私見によれば、それらは投資家志向の文書であり、必ずしも企業経営の現場に向けた提言ではない。このような一連の提言が日本企業、日本経済の成長に有効であるのか、疑問なしとしない。この点を明らかにしていきたい。

- 1) この「日本再興戦略」は2013年6月14日に「日本再興戦略 2013 —JAPAN is BACK—」として発表されたものの、2014年改訂版である。

2. 成長戦略の一環としてのコーポレートガバナンス・コード

(1) 投資家主導の「成長戦略」

周知のように、アベノミクスは第1の矢として金融緩和を行い、第2の矢として財政政策を行い、総仕上げとして「満を持して」第3の矢「成長戦略」が放たれた。それはまた、2013年6月に『日本再興戦略—Japan is back—』が2013年1月23日から12回にわたる産業競争力会議における議論の末『成長戦略(案)』が承認され6月14日に発表されたものである。その後2014年にはその改訂版がまとめられ、さらに2015年に再度改訂された。そこに書かれていることは多岐にわたっており、論者の言う

ように「ありとあらゆる手段を動員して成長を刺激するというのもわからなくはありませんが、何もかも成長戦略にむすびつけるのは大きな問題」²⁾と言わざるを得ない。しかも、その中で最も重視されているのがコーポレート・ガバナンスの強化なのである。とりわけ2014年改訂版以後明らかにコーポレート・ガバナンスが第1番目に重要視されるようになってきている。しかも論者が言うように「コーポレートガバナンスはキャッシュフローを生まない」³⁾にもかかわらず、そうなのである。また、2015年6月10日に開かれた第1回経営者・投資家フォーラムに提出された添付資料2「議論のための基礎資料」によれば、そのシート5において、『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—第二 3つのアクションプランより抜粋を行い、次の引用をしている。

「生産性向上により企業収益を拡大し、それを賃金上昇や再投資、株主還元等につなげるためにも、グローバル企業を中心に資本コストを意識してコーポレートガバナンスを強化し、持続的な企業価値向上につなげるのが重要である。[改行]このためには、企業自身が果敢に取り組むことはもとより、様々な投資主体による長期的な価値創造を意識した、リターンを最終的に家計まで還元する一連の流れ（インベストメント・チェーン）の高度化、及び資金の出し手である金融機関等による借り手の経営改善・体質強化支援があいまって、企業の収益性・生産性向上の取組が総合的に進められる必要がある。」

そして次のような図表1を掲げている。すなわち、日本再興戦略で取り上げられ実施された施策が列挙されている。上記引用文章ならびに図1で示された施策を見れば一目瞭然、どうみても、これらがすべて投資家サイドから見た施策であることである。

図1 日本再興戦略で取り上げられ実施された施策

	施策	実施状況
日本再興戦略	日本版スチュワードシップコード	2014年2月公表
	会社法改正	2015年5月施行
	JPX日経インデックス400	2014年1月算出開始
日本再興戦略 改訂 2014	コーポレートガバナンス・コード	2015年6月適用開始
	持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会	2015年4月報告書公表
	経営者・投資家フォーラム	2015年6月開始

(出所) 経済産業省[2015]。

このほか、論者によって、東証による独立性の高い社外取締役の確保にかかる有価証券上場規程の一部改正やGPIFによる国内株式運用受託機関の選定、マネジャー・ストラクチャー（運用機関構成）の見直しなども2014

年上半期のコーポレート・ガバナンス関連施策としてあげられている⁴⁾。これらも「投資家主導の成長戦略」の一環であると言えるだろう。

(2) 「誤解」にもとづく「成長戦略」

2014年6月に安倍首相らによって経団連定時総会で述べられていたコーポレート・ガバナンス施策の意図への疑問をまず述べておきたい。まず、少し長いですが、下記記事を参照されたい。

「安倍晋三首相は3日、経団連の定時総会で演説し、『法人税の構造を成長志向型に変えていく』と表明した。そのうえで企業が内部留保を成長に振り向けるため、上場企業向けの企業統治（コーポレートガバナンス）の指針策定を成長戦略に位置付ける考えを示した。社外取締役の活用などで外部の声を反映しやすくして設備投資や従業員の賃金引き上げにつなげ、経済の好循環を実現する狙いだ。

企業は内部留保を過剰に積み上げている——。指針の作成を決めた背景には政府内のこんな批判がある。麻生太郎財務相兼金融担当相は3日の閣議後記者会見で『政府は設備投資がしやすいよう減税などを行っている』としたうえで『内部留保だけに回っているという状況ではどうにもならない』と企業経営者に不満を示した。

企業の内部留保は2012年度末時点で300兆円[次頁図2の「利益剰余金328兆円が念頭に置かれている—松村注]と過去最高水準にある。コーポレートガバナンス指針の作成は社外取締役の活用などでこれまでの『守りの経営』を外部から変える試みだ。

投資の物差しとして使われる自己資本利益率（ROE）は日本企業が8%程度。15%前後の米欧に比べ低水準で推移する。日本企業が利益を上げるのに資本を効率的に使えていないことを意味する。

その理由として、多くの海外投資家が指摘するのは不採算事業の撤退など素早い意思決定ができていないという点だ。『日本企業は社内論理だけで意思決定しがち』。ある市場関係者はこう話す。外部の声を反映する社外取締役などを活用すれば、意思決定がスムーズになるとの期待は強い。結果として資本効率が高まれば、海外から日本企業への投資が増えることが期待できる。

経済界には賃上げ要請に続く異例の政治介入となるだけに警戒感が根強い。過去にも会社法での社外取締役の義務化などを巡り、経済界が一律の規制強化を反対してきた経緯がある。政府が今回つくる指針は法律と異なり強制力を持たない。」⁵⁾

これを簡潔に言えば、企業はその内部留保をため込んでいるからけしからん。そこで社外取締役を選任して、その圧力でこれを設備投資等に回させ、ROE向上につなげるべしと言うわけである。論点は二つある。すなわち、①内部留保とは何かということであり、②それが何に運用されているのか、にかかわっている。

内部留保(利益剰余金)は言うまでもなく、貸借対照表貸方概念、持分関係を表す名目的なものである。現実の資金や資産を意味していない。貸借対照表借方側でみればそれが何に運用されているのかを見ることができる。余剰しているか否かは別としてキャッシュとして手許にあるのは、現金・預金や有価証券である。

図2 2013年度法人企業全産業の貸借対照表

(単位:兆円)				
流動資産	現金・預金	174	支払手形	25
	受取手形	22	買掛金	142
	売掛金	198	短期借入金	168
	有価証券	26	引当金	10
	棚卸資産	106	その他	156
	その他	140	計	502
固定資産	計	667	社債	58
	土地	194	長期借入金	287
	建設仮勘定	16	引当金	37
	その他の有形固定資産	246	その他	69
	無形固定資産	20	計	450
	投資有価証券	258	特別法上の準備金	0
繰延資産	その他	125	資本金	105
	計	858	資本剰余金	134
	繰延資産	2	利益剰余金	328
			自己株式	-15
			その他	23
			新株予約権	0
資産合計	1,527	計	574	
		負債資本合計	1,527	

(出所)「法人企業統計年報」2013年度版より作成。

図2からわかるように、この手元流動性資金(現金・預金+有価証券)が総資産に占める比率は2013年度には13.1%であった。確かに2005年度~2013年度の資金需給合計を表す図3を見てみると、設備投資(325.9兆円)は減価償却費(363.2兆円)で十分まかなえており、内部留保(210.7兆円)は有効活用されていないかに見える。

そこで、「日本再興戦略」改訂2014においても「内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&Aなどに積極的に活用していくことが期待される」⁶⁾といわれている。しかしたとえば法人企業の現預金比率を見てもむしろ低下していることがわかる(図4参照)。

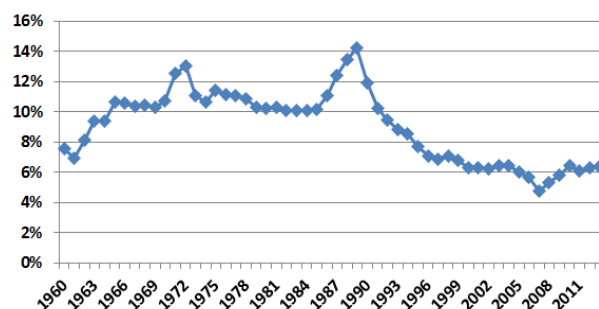
図3 法人企業の資金需給(2005-2013年度合計)

(単位:兆円)			
調達		需要(運用)	
外部調達	13.6	固定資産投資	337.3
長期借入金	13.6	設備投資	325.9
内部調達	573.9	土地	11.4
内部留保	210.7	投資等	90.4
減価償却	363.2	有価証券投資	59.0
無形固定資産減少	1.2	その他の投資	31.5
		運転資金	61.9
		在庫投資	9.6
		企業間信用差額	12.7
		その他	37.7
		現金・預金	14.2
		一時保有有価証券	7.5
		自社株取得	66.6
		社債償還	2.8
		短期借入金返済	8.1
調達計	588.6	合計	588.6

(注) その他の投資は長期貸付金、投資不動産等をいう。

(出所)「法人企業統計年報」各年度版より作成。

図4 法人企業の現預金比率



(出所)「法人企業統計調査」(全産業(除く金融保険業)10億円以上)より作成。

先の手元流動性資金の対総資産比は20年前は14.6%であったのだから、むしろ低下すらしているのである⁷⁾。では、内部留保は何に使われたのであろうか。先の図3資金需給表を見ても、内部留保(210.7兆円)は投資等(90.4兆円)や自社株取得(66.6兆円)に充てられたと思われるのである。すなわち、M&AやROE向上のためにROEの分母の自己資本圧縮のために使われたと思われる。さきの手元流動性の売上高比率が上昇したのは、M&Aが必ずしも売上高増大に結びついていないことを意味しているだろう。あるいは、M&Aが売上高ではなく金融収益につながっているのかもしれない。

とすると、内部留保が資金余剰を生み出しているだけだというミスリーディングな主張がなぜ行われているのであろうか。それは結論ありきで政策誘導のために行わ

れているのではないかと疑われる。先に述べた「投資家主導の成長戦略」というストーリーに適合しているからこそ、そのようなミスリーディングな議論が行われているのではなかろうか。そこで、本稿は、それら「投資家主導の成長戦略」について、はたしてそれらが「成長戦略」に価するものであるかどうかを、とりわけ、「コーポレートガバナンス・コード」を中心に検討しようとするものである。

- 2) 佐伯[2015]54頁。
- 3) 手島[2015]22頁。
- 4) 藤寫[2014]16頁。
- 5) 『日本経済新聞』2014年6月4日号。
- 6) 日本経済再生本部[2014]4頁。
- 7) ただし、対売上高比率で見ると手元流動性比率は、この間日商の47倍から52倍に増えているが、極端に増えているわけではない。このことは、手元流動性資金が総資産比では減少しているのに、売上高比では増加しているのは、資産の増加の割に売上高が増えていないことを意味している。

3. 株式市場に放たれた「3本の矢」各論

『日本経済新聞』2014年3月4日号に「株式市場に放たれた3本の矢」というコラムが掲載された。ここで、3本の矢とは①2014年2月26日に発表された「日本版スチュワードシップ・コード～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」であり、②2014年8月に発表された「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」、いわゆる伊藤レポートであり、③2015年3月5日に原案が発表された「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」である。以下これらを簡潔に紹介し、その後、本論であるコーポレートガバナンス・コードについての検討を行いたい。

(1) 日本版スチュワードシップ・コード

日本版スチュワードシップ・コードは機関投資家向けの行動原則である。機関投資家がこれを受け入れ、コードに沿った投資を行うことを約束させられるものである。その正式タイトルは『「責任ある機関投資家」の諸原則～日本版スチュワードシップ・コード～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』である。本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的な投資リ

ターンの拡大を図る責任を意味する⁸⁾。2012年12月にかつての経済財政諮問会議を日本経済再生本部として復活させ、それは2013年1月から本格的に活動をはじめたが、そのもとで、産業競争力会議が開かれ、成長戦略が練られることになった。そこでは90年代以降設備投資が落ち込んでいるという問題意識の下で議論が進められた。そこで、「産業の新陳代謝の促進」のために、コーポレート・ガバナンス強化、特に社外取締役選任の促進が必要だという問題意識が提起され、さらに、機関投資家が積極的な役割を果たすための規律である日本版スチュワードシップ・コードの導入が必要だという提起がされ、これを受けて議論がなされ、6月には日本版スチュワードシップ・コードを年内にまとめることを閣議決定され、その後有識者検討会で議論が重ねられ、2014年2月26日にそれがまとまった。

そして多くの機関投資家はその受け入れを発表している。論者による解説を見てみよう⁹⁾。

日本版スチュワードシップ・コードの問題意識はこれまで機関投資家は「物言わぬ株主」でありときに企業との間で「馴れ合い」が見られたので、それからの脱却をめざしている。株主総会において、これまでの「友好的な」機関投資家のおかげで「企業経営者たちは、何らの心配もなく議事を進行することができた」が、これは「機関投資家の負う受託責任が忘れ去られていたと言っても過言ではない」ので、本コードは「そういう日本の慣行を打破し、企業経営者に少しは責任感を持たせること」をめざしているという。すなわち、取締役会に対する『「外圧」として機関投資家の役割を明確にするものとして位置付けられる』という。これが「受益者の利益を極大化する、受託者責任」だという。「企業経営者に、内輪の論理ではなく市場の声を聴いて企業価値を極大化するように促す一体の仕組みである」と考えることができるという。

「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味するというが、果たしてそれは可能であるだろうか。機関投資家としては受益者への責任を果たすためには、投資先企業と心中するわけには行かないはずである。機関投資家に中長期的な視点を求めるのには無理があるといえる。論者も「投資家にここまでをを求めるのは行き過ぎではないかと」¹⁰⁾述べら

れている。

同時期にJ P X日経インデックス 400 も発表され、論者によれば、「J P X日経インデックス 400 は『ROE包囲網』の物言わぬ番人ですが、[投資家と企業との対話と謳われているように]投資家は物言う番人」¹¹⁾だと位置づけられている。

(2) 伊藤レポート

さきの流れを受けて、2014年8月にとりまとめられたのが、いわゆる「伊藤レポート」であった。ここでは伊藤レポートそのものには深入りしないが、同レポートは今日の流れの上であって、今日の流れの問題点を共有しているという点が良い。いわく企業価値の向上、そのための企業と投資家との対話、これを通じた持続的成長に向けた資金の獲得、これである。いわく「長期的視点に立って日本企業が競争力の源泉ともいえるイノベーションを生み出すためには、そうした投資を支える長期的な資金が日本の市場に流入する必要がある。もしそうした長期的な資金を日本へ誘引することができなければ、日本企業の長期的な競争力の低下は避けられない。そうした悪循環を回避するにはどうしたら良いのか。これが本プロジェクトの第一の問題意識である」¹²⁾という。しかし、最初に述べたように、また指摘されているように、日本企業には余剰資金があるというおきながら、他方で(長期)資金の導入が必要であるというのは矛盾している。要するに日本企業に対する資本(資金)的外圧(その延長線上に社外取締役がおかれるが)を主張したいという意図が見え隠れしている。

伊藤レポートはまた、日本企業の低収益性・低ROEを問題にしている。それはそう言うことによって、収益性をあげよという外圧を合理化しようという意図も見える。それをファイナンス論のストーリーに載せるために企業価値向上を謳い、ROE > 資本コスト、の必要性を訴えている。しかし、企業価値が将来キャッシュフローの割引現在価値であるというファイナンス論のロジックからすれば、将来キャッシュフロー、そのもととなる将来収益をいかに高めるかが問題のはずである。その収益を生み出す「現場」を抜きにして外圧、投資家の問題にすり替えて議論が展開されている。

投資家が短期的思考にならざるを得ないという現実を目の当たりにした時、「国際的にも、金融危機の反省から、企業と投資家が短期志向(ショートターミズム)から脱却し、長期的な企業価値創造に向けた対話や情報開示を進めるための方策が模索されている」¹³⁾とエクスキューズし、「日本における企業と投資家の対話の課題は何か。

日本でもスチュワードシップ・コードができた点はその前進として評価される。では企業の持続的成長に寄与するような質の高い対話を実践するには何が必要か、企業と投資家中長期的な視点からのコミュニケーションを促進するための開示等の枠組みに問題はないか¹⁴⁾と、あくまで質の高い対話やコミュニケーションといった投資家サイドの問題に目を転じている。さらに、それを今後にわたって継続して行くという視点を持ちだして、「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」報告書(2015.4.23)が出され、さらに、「平成26年6月24日に閣議決定された「日本再興戦略」改訂2014においては、日本の「稼ぐ力」を取り戻すための方策として「コーポレートガバナンスの強化、リスクマネーの供給促進、インベストメント・チェーンの高度化」を通じて企業の生産性・収益性向上を目指す施策を掲げています。[改行]その背景としては、生産性向上により企業収益を拡大し、それを賃金上昇や再投資、株主還元等につなげるため、資本コストを意識したコーポレートガバナンスの強化、持続的な企業価値向上が重要との認識があります。[改行]このため、企業自身の取り組みはもとより、様々な投資主体による長期的な価値創造に向けた「インベストメント・チェーン(投資収益を最終的に家計まで還元する一連の流れ)」を強化することが重要な政策課題として挙げられています。」

(<http://www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002.html>)として、コーポレート・ガバナンスやインベストメントチェーンといった投資家サイドからの持続的な「対話」を標榜している。その提言に乗って、「投資家フォーラム」が打ち出され、それは2015年6月30日に第1回が開かれ、今後も続けられようとしている。ただ「投資家フォーラム」では片手落だと認識されたのか「経営者・投資家フォーラム」という名称で続けられようとしている。

(3) コーポレートガバナンス・コード

これらの延長線上に出てきたのが、2015年3月に原案がまとまったコーポレートガバナンス・コードであり、これは6月に実施されるに至った。こちらは経営者・企業に対して外圧に応える経営を行わせようとするものである。外圧の制度化は社外取締役の複数化である。コーポレートガバナンス・コードでは、「本コード(原案)の目的」において「会社は、株主から経営を付託された者としての責任(受託者責任)をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である」¹⁵⁾という受託者責任の考え方

が明記されているが、この受託者責任は fiduciary duty であると、解説書は述べている¹⁶⁾。経営者は外部の意を踏まえて経営すべしと述べられている。さらに、「攻めの経営」を標榜しながら、経営の現場の側をなおざりにして、「攻めのガバナンス」という投資家の側の問題にすり替え、解説書は「健全なリスクをとる体制をいかに整備するのか、説明責任を果たすことで経営手腕を自由に発揮するという攻めのガバナンスの側面が前面に出ている点が大きな特徴」「コーポレートガバナンスの定義や『会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために』という本コードの副題にもこの趣旨は現れています」と言う¹⁷⁾。以下コーポレートガバナンス・コードに関連して、企業価値向上はいかにすれば可能であるのかという視点から論じていきたい。ただし、コーポレートガバナンス・コードは、「スチュワードシップ・コードとともに、英国に範を取っているが、『成長戦略という視点では……[両]コードの効果は、英国で証明されていない。』¹⁸⁾とされている。以下で述べるように、そうなるのは当たり前なのである。

8) 株式会社東京証券取引所[2015]1頁。

9) 安東[2014]。

10) 手島[2015]86頁。

11) 手島[2015]87頁。

12) 経済産業省[2014]2頁。

13) 経済産業省[2014]3頁。

14) 経済産業省[2014]4頁。

15) コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議[2015]2頁。

16) 武井[2015]18頁。

17) 武井[2015]19-20頁。

18) 藤田[2015]57頁。

4. コーポレートガバナンス・コードと企業価値—企業価値はどうすれば向上するか

(1) 貸借対照表右側はコストセンター、左側がプロフィットセンター

まずコーポレートガバナンス・コードに関連した私見を述べておきたい。かつて私はこのように主張した。株主による「経営者チェックが必要であるとしても従業員（労使協議会）、取引銀行（役員派遣その他）、政府（行政指導その他）などが経営者チェックにこれまで果たしてきた役割を想起すべきであろう。……（証券）市場による規律を強めて経営者の行動を縛るよりむしろ、経営者に一定の裁量権を認めて彼らをして機動的に行動させ

（製品）市場の変化に柔軟に対応できるようにすることこそが必要なのであろう。もちろん経営者は受託者として責任を負っていることを十分認識すべきである。」¹⁹⁾ところが、現実にはまったく真逆の方向に流れていったのではなかったか。

「経営者の責任を明確にすることは必要であるとしても、これが経営者の裁量範囲を狭め、経営者の企業家精神発揮を制約することにならないような仕組みも必要であろう。経営者には裁量の自由が認められているし、これを制約することが必要なのではなく、自由には責任が伴うということを知識すべきなのである。」²⁰⁾これが私の考えである。まさに経営者に「ノブレス・オブリージュ」を求めるべきだと考える。さきの解説書で「受託者責任は fiduciary duty」であると述べていたが、fiduciary とは信認関係を表す言葉であり、専門家に「裁量を認めながら濫用を防止する」²¹⁾というものである。信認関係の例としてあげられるのは、医師と患者の関係、また、弁護士と依頼人の関係が典型である。患者は専門家としての医師にすべてを任せ、医師は職業的専門家として高い道義的責任を負いながら、その専門性から裁量権を行使するわけであり、その権限の濫用は信認関係を毀損するものである。ここでは、契約関係でなく信認関係、つまりところ「ノブレス・オブリージュ」と密接に関連している。

（注）ところが今日、専門家だから高学歴だからといって安心して任せられないというのが現実ではある。今日の専門家は「自分が積極的に研究しているごく小さな部分しか知らないという人間である。そして、彼は、自分が専門に研究している狭い領域に属さないいっさいのことを知らないことを美德と公言」²²⁾するまでになっていて、市民的常識を見失い、カント言うところの知性の「私的使用」を行っている²³⁾。つまりカントが「私的使用と名付けているのは、ある委託された市民としての地位もしくは官職において、自分に許される理性使用のことである。」²⁴⁾

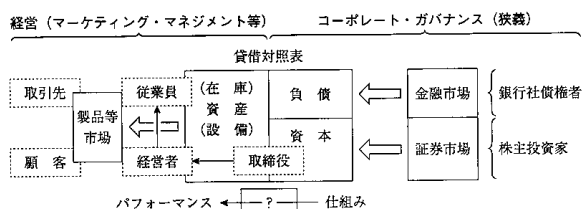
本来「専門家への信頼の根は、おそらくいつの時代も、彼がその知性をじぶんの利益のために使っていないというところにあるのであろう。このことを、カントは『理性の公的使用』と呼んだ。たまたまじぶんに恵まれた知的才能を、じぶんのためではなく、他者たち、もっと正確に言えば人類のために使うということである。

興味深いのは、カントがこれに対して知性の『私的使用』と呼ぶのは、意外にも、その言葉から予想され

るようなプライベートな使用、つまり自己利益のための個人的使用のことではない。……カントは、特定の社会や集団のなかでみずからにあてがわれた地位や立場[例えばファンドのアナリストという立場—松村注]にしたがってふるまうことこそ『理性の私的使用』だとしている。……これに対して、カントのいう『理性の公的使用』—わたしたちはここでこれを『知性の公共的使用』—といいかえたい—とは、職務から、つまりある集団や組織のなかでおのれに配置された地位や業務から離れて、『世界市民社会の成員』として、おのれの知性を用いるということである。²⁵⁾

一連のコーポレート・ガバナンス研究で、私が主張したいことは何か。それは、ファイナンス論の多くの論者が「資金提供者→企業→業績」の流れを想定している。企業はブラックボックスになっている。ガバナンスがよければパフォーマンスがよくなる（はずだ）と考えている。企業は単なる機能の固まりと考えている。しかし実際はそこに人間が蠢いている。「会社は人なり」といわれるが、私はここを明らかにしなければならないと考えてきた。次の図5を見て頂きたい。

図5 経営のあり方とコーポレート・ガバナンスの関係



(注1) 「パフォーマンス←?—仕組み」は、その仕組みがパフォーマンスにつながるかどうか疑問だということを表すものである。

(注2) 筆者作成。

(出所) 松村[2012]14頁。

私の専門でもある経営分析的に見ると、コーポレート・ガバナンスとは貸借対照表右側、貸方側から企業を見よう、企業にリターンを要求しようとするものである。投資家が経営者と「対話」と言う名目でリターンを要求すると経営者はこれに応じて利益を上げROEが向上するだろうというわけである。しかし貸借対照表右側はこれに対応する体制を作るなど、企業にとっては費用のかかるものである。いわばコスト・センターである。実際に収益を稼ぎ出すのは貸借対照表左側、借方側であり、経営者が製品市場に製品を販売して利益を上げるのであ

る。ROEの分子の利益はこちらで稼ぐのである。だからこちらがプロフィット・センターなのである。経営者はこちらに注力しなければならないわけである。しかも、こちらは極めて不確実な世界である。投資家の側はいわば高みの見物をしていたら、リターンがいただける。もしリターンが気に入らなければ、容易に資金を引き上げることができる。左側に蠢いている経営者・従業員はそうはいかない。まさに一所懸命そこで稼ぐ必要があるわけである。

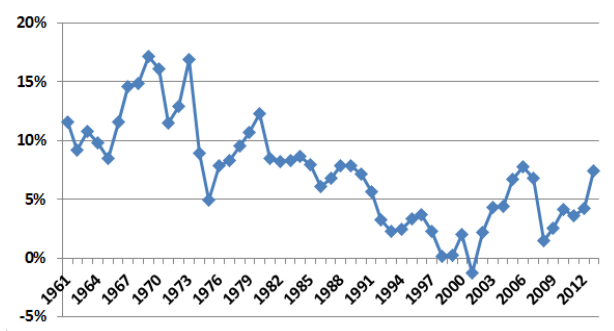
経営者が心置きなく製品市場に注力するためにはその地位が安定している必要がある。外圧はできるだけ避けたいはずである。そうでなくても製品市場に注力しなければならないのである。かつて[今でも?]株式相互持合いは、経営者が資本市場の影響をあまり受けずに、製品市場に注力するしくみであった。持合いは、必ずしも余資運用のためではなく、戦略的・提携的な意味合いもあったのである²⁶⁾。だからこそ、スチュワードシップ・コードで「投資先企業の持続的成長」が謳われるのであろうが、機関投資家にそれを求めることは企業と心中せよといわんばかりで、ポートフォリオ投資を妨げる。

(2) 企業価値はどこから来るか

伊藤レポートでも随所で企業価値向上が謳われ、かつ「中長期的なROEの向上が企業価値向上に向けた原資となり、それが様々なステークホルダー価値を高め、長期的な株主価値に結びつくという『企業価値経営』を実現することが肝要である²⁷⁾という。コーポレートガバナンス・コードでも「上場会社は、自らが担う社会的な責任についての考え方を踏まえ、様々なステークホルダーへの価値創造に配慮した経営を行いつつ中長期的な企業価値向上を図るべき²⁸⁾という。コーポレート・ガバナンスはまさに企業価値向上のために必要だと言われている。言うまでもなく企業価値とは将来キャッシュフローの割引現在価値であり、将来キャッシュフローは将来の収益に左右される。収益はROEの分子である。また「ROEを重視する外国人投資家の目が厳しくなっているうえ、国内の機関投資家も行動規範『スチュワードシップ・コード』の導入で議決権行使の基準を明確にする傾向がある²⁹⁾という。まさに今日経営者は「ROE包囲網」に囲まれている³⁰⁾。ROEそれは、資本コスト(株主の期待収益率)といいかえることもできる。「投資家の期待リターンである株主資本コストを上回るROEを生み出すことの重要性を訴えるのが伊藤レポートの目的だったのでないかと思われ³¹⁾といわれている。伊藤レポートはROEを欧米の10%水準まで引き上げるべし、

少なくとも8%をクリアすべしという³²⁾。すなわち「個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家と対話をする際の最低ラインとして8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである」³³⁾と。しかし、日本企業のROEは低いとはいえ、近年回復傾向にある(図6)。8%の根拠はどこにもない³⁴⁾。伊藤レポートによれば「日本企業のROEの長期低迷の主因は、レバレッジでなく事業収益力の低さ」³⁵⁾であるという。ところが日本企業はROEを引き上げるためにROEの分母である自己資本を減少させるために自社株取得に励んでいる。しかし、かつてレバレッジを引き上げればROEをあげられたが、最近ではレバレッジをあげてもROEの向上にはつながらない。むしろROEをあげるためには売上高や利益率を引き上げることが第1なのである。ROEは売上高成長率や利益率と有意な正の相関関係にあることからそれはいえる(図7参照)。

図6 ROE(法人全産業資本金10億円以上)推移



(注)「法人企業統計調査」より作成。

図7 ROE(純資産当期利益率)と各種比率の相関係数

	総資産 回転率	財務レバ レッジ	売上高 営業利 益率	売上高 成長率
1961-2013 年の数値	0.6284	0.5998	0.7971	0.8085
1994-2013 年の数値	-0.0501	-0.5062	0.8140	0.6264

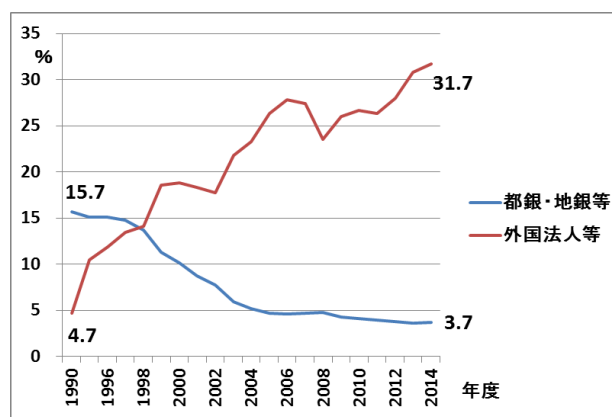
(出所)「法人企業統計」(金融を除く全産業)より作成。

内部留保はリスクテイクの原資・クッションであって³⁵⁾、ROE向上のための自社株取得の原資に利用しても、企業価値は向上しないのである。

「株主資本」利益率(ROE)の向上が謳われているが、ではそこでの株主とは誰なのか?それは今日多くが外国人機関投資家なのである。図8を見ればそれは明らかで

ある。かつての大株主である都銀・地銀等の金融機関の持株比率は低下して、今日外国人機関投資家の持株比率が上昇し、持株比率では30%だが、東証の出来高では60%から70%が外国人機関投資家によるものであり、彼らにより、日本の株価は形成されているのである。彼らの意向を無視できないという現実がある。外国人の持株比率は30%であるが、株式売買に占めるその割合が60%から70%ということ、彼らは短期で売買をくり返しているということである。このことから、外国人機関投資家に長期保有を期待することが困難であることを知ることができる。だから、「本[スチュワードシップ]コードは、こうした観点から、機関投資家と投資先企業との間で建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)が行われることを促すものであり」議決権行使を視野に入れている³⁷⁾といわれているけれど、短期投資ではそれは困難であろう。彼らは中長期の企業価値向上はあまり重視しないのではないのか。

図8 所有者別持株比率の推移



(出所)「株式分布状況調査」より作成。

- 1 9) 松村[2001]269頁。
- 2 0) 松村[2001]248-9頁。
- 2 1) 樋口[1999]101頁。
- 2 2) Gasset, [1930], 神吉[1995]157頁。
- 2 3) 鷺田[2015]90-93, 100-101頁。
- 2 4) Kant, 福田[2000]
- 2 5) 鷺田[2015]108-9頁。
- 2 6) 松村[2009]。
- 2 7) 伊藤レポート, 13頁。
- 2 8) コーポレートガバナンス・コード, 基本原則2, 原則2-1。
- 2 9) 『日本経済新聞』2015年7月3日号。
- 3 0) 手島[2015]87頁。また、同書は「伊藤レポートは『R

OE包囲網』の大親分』だと指摘している(62頁)。

- 3 1) 手島[2015]64頁。
- 3 2) かつて日本企業の資本コスト(投資家の要求水準)の低さのため、欧米企業の経営者より恵まれているので、欧米企業は資本コスト面で有利な日本企業に追い詰められている、と日本企業を批判していたことを思い出すにはいられない。
- 3 3) 伊藤レポート, 13頁。
- 3 4) 手島[2015]64頁。
- 3 5) 伊藤レポート, 11頁。
- 3 6) 「今日の企業経営においては、ROEを重視し、資本効率を高めて株主価値の極大化を意識して経営が行われるようになっている。特に米国では、株主価値を重視し、有利子負債を利用したレバレッジ経営により、ROEを高めることを意識した経営を行っている。また、ROEを高めるために、余剰な資本は配当や自社株買いにより圧縮することが行われる。しかし、こうした、資本効率を極大化する『緩みない』経営は、……急激な金融危機や大きな経済変動が生じたときに、一気に財務状態が悪化する危険性を持っている。特に、正規分布から外れた大変動の際に問題が生じるのである。」(岸本他[2015]165頁)だから内部留保が必要なのである。
- 3 7) スチュワードシップ・コード, 2頁。

5. [通俗的]ファイナンス論に縛られないために

ファイナンス論ではどうしても、財務数値(とりわけ貸借対照表右側)中心にならざるをえない。ここには人間が現れない。しかし、数値をつくるのも人間である。数値に振り回されるのも人間である。私見によれば「企業価値はどこから来るのか……実際の業務を担っている経営層や従業員の高いモラルが維持されていてこそ、利益は向上する。」³⁸⁾ソニーの失敗はコーポレート・ガバナンスの要請に忠実であったための悲劇であり、その典型事例である。

ソニーに関連した直近の「ソニー、エレキ“解体的”分社の死角」という記事で、「エレキ事業の順次分社と投資分野の明確化を軸とした新たな中期経営計画をソニーが発表した。ROE10%以上を経営目標とし、メリハリの利いた投資方針などについては市場からの評価は悪くない。だが、新しいモノを世に出そうともがくエレキ事業の現場には、『挑戦がしにくくなるのでは』という不安の声も」あるという。さらに計画発表は「新たなビジョンや新製品の構想はなく、エレクトロニクス(エレキ)事業のリスク管理を徹底する話を中心」でそれは「ソニー

本体がモノ作りから距離を置き、投資会社になるということ。株価対策のような発表で、新事業を生み出そうとする経営の意志は感じられない。「ソニーの平井一夫・社長兼CEOが2月18日に公表した2017年度までの中期経営計画。……関係者には、失望感が漂った」³⁹⁾という。これはまさに、かつての出井氏の構想の延長線上にある。

2012年の記事中ではソニーのEVA導入に関わっての次のような指摘がされている。

「バブル経済崩壊の後遺症で日本の経営者の多くが弱気になっていたこの頃、自信満々の出井は輝いて見えた。米国流のコーポレートガバナンス(企業統治)を取り入れた執行役員制度、現場の井勘定を許さないEVA(経済付加価値)による利益管理、生産部門をEMCSと名付けて子会社化してコストを下げる仕組みなど、一連の施策は『出井改革』と称賛された。

だがソニーの元社外取締役で出井改革の理論的支柱とされた経済学者の中谷巖(70)は今、反省を込めてこれらの改革を『合理的な失敗』と呼ぶ。

例えば経営を監督と執行に分ける執行役員制度は理論的には正しい。だが監督役の取締役は『2カ月に1回集まって100億~200億円の投資の是非を1件につき15分で決めていた』(中谷)。EVAは、モノになるかどうか分からない技術を上司に隠れて温める開発現場の習慣を絶やしてしまった。⁴⁰⁾別の記事もそれを指摘している。「初のサラリーマン経営者として登場した出井伸之前会長にはそこまでの求心力はなかった。ソニーは技術者優位の組織風土があり、出井氏ら事務系は傍流的な存在でもあった。そんな出井氏が重視したのが『数字による統治』だ。組織を細かく分け、EVA(経済付加価値)と呼ばれる指標で評価付けし、給与とも連動させた。

EVAは簡単にいえば事業利益から資本コストを引いた数字。単なる利益ではなく、その利益を生むのにどのくらいの資本を使ったかを加味し『真の利益』を割り出すのがミソだ。かつて日本企業は資本コストを無視して無謀な拡大路線に走ったが、EVA重視はその歯止めになる。

しかし、リスクも隠されていた。ソニーの経営企画部門のOBで首都大学東京の教授を務める森本博行氏は『各事業の責任者は足元のEVAを極大化するために、先行投資をやめてしまった。そこで、今は金食い虫だが、将来の柱になる技術にカネが回らなくなった』と証言する。⁴¹⁾

投資家的視点から、本社から現場を見下ろして、EV

Aだなんだと指示を出す。それがいわゆるコーポレート・ガバナンスに忠実な経営であろう。さきの受託責任の視点からこれを考えると、経営者は一体誰のための受託者なのかということである。

経営者は資金提供者から受け入れた資金を「経営の専門家」として、収益を上げ株主その他の関係者に対してその義務を果たそうとしている。機関投資家は「ファイナンスの専門家」としてリターン向上をめざして受益者に対して受託責任を負っている。しかし、投資家的視点が強調される時、全体にファイナンス論のジャーゴンにひきずられがちだといえる。ファイナンス論、それは専門家のジャーゴン[職業と結びついた業界用語]の塊である。企業価値向上、すなわち、資本コスト（現在の投資家の期待収益率）を超えた収益を上げないかぎり、企業価値は向上しない。EVA（経済付加価値）とはそういう概念であった。ファイナンス論はしばしば資本コストを理論の中核に据えて議論を展開する。金融専門家はその理論の枠内からすべてその物事を発想する。機関投資家は「専門バカ」というと、言い過ぎだろうが、オルテガ言うところの「大衆人」に違いない。まさに今日の専門家は「自分が積極的に研究しているごく小さな部分しか知らないという人間」として「特定の社会や集団のなかでみずからにあってがわれた地位や立場にしたがってふるまう」という「理性の私的使用」を行うことになる。社会から求められているものが何かを見失いがちである。これからの脱却が必要なのである。とりわけ、機関投資家は「ファイナンスの専門家」として「理性の私的使用」をする。経営者がソニー経営者の如く投資家的視点から経営を行う時、その他の利害関係者の視点を見失いがちであろう。その結果が、却って企業の体力消耗につながったのであろう。経営者はもっと広い視野を持って、イノベーションに邁進すべきであろう。そのためには、企業の現場を見据える必要があろう。現実には常に変化している。変化に対応するためには固定観念から現場を見下ろすのではなく、柔軟な目線から常に自らを変えていかねばならないだろう。

38) 松村[2007]259頁。

39) 『日経ビジネス』2015年3月2日号。

40) 「危機の電子立国ソニー再起(5)「合理的な失敗」(迫真)』『日本経済新聞』2012年10月5日号。

41) 「なぜ輝きを失ったか(1)ソニーの葛藤、日本映す(イノベーション)』『日本経済新聞』2011年10月16日号。

6. 新たな社外役員論の提言

批判するだけでは、新たなものを生み出すことはできないだろう。そこで私なりの提言をしておきたい。コーポレートガバナンス・コードでは今日社外取締役複数化求められている。上記の私の視点から、社外取締役に求められるものは何だろうかを考えたい。投資家的視点からだけで経営を見るのは、上記の指摘からわかるようによくない。小池和男氏は「極めて重要なステークホルダーとして大株主、経営者、中核従業員の3者を考慮すればよからう」といわれる。これにも一理ある⁴²⁾。確かに、長期的視野で企業のことを考えているのは上記3者であろう。社外取締役は経営専門家として彼らの声に耳を傾けるべきであろう。決してファイナンスの専門家としてであってはならない。

それだけでは、何か足りない。それでは日本的経営の良さを取り戻すことができないだろう。しばしばいわれるように、日本的経営の良さは現場・現物・現実(BS左側)を見据えるところにある。社外取締役はそれを見据えるべきだろう。そのためにも、社外取締役は、まずは企業分析力を磨くべきだろう。どこに問題があるかを見る力をつけておくべきだろう。また、大見得を切って改革を叫ぶのではなく、着実に改善を進めていく方が成果が上がるだろう。とすれば、これまでの内部監査制度や監査役制度を見直すべきではなからうか。だから、監査役会を活用すべきだろう。次のような主張に耳を傾けるべきだろう。

「社内監査役は内部についての深い知識と情報を持っている。社外の監査役も、監査役会で社内監査役から深い情報を得ることができる。調査権もある。東芝事件を受けて、社外取締役に監査役会の傍聴を求める企業も出てきた。[改行]考えてみれば、日本の監査役は効果的な制度だった。4年とはいえ身分保障があるため、経営執行部に苦言を呈することもできる。」⁴³⁾

また現に出来上がった制度を活用することも必要だろう。そうすると、あるべき社外取締役の役割は何だろうか。それは社外取締役に日本的経営の継承を考えて貰いたい。彼は決して単なる株主の代理人であってはならないと考える。大株主、経営者、中核従業員だけではなく、とりわけ[経営者の目の届かない]従業員＝現場の声をすくい上げるしくみが必要ではなからうか。そのしくみに補完されて社外取締役が経営者にアドバイスすることが必要ではなからうか。社外取締役自身も企業分析力を身につけて社内の微妙な問題に気付き、現場の声に耳を傾けるべきではなからうか。そして経営者に有益なアドバイスをすることはできないだろうか。

42) 小池[2015]194頁。

43) 「東芝事件の教訓(大機小機)」『日本経済新聞』2015年10月24日号。

(本稿は、2015年11月7日(土)に山口大学で行われた証券経済学会第84回全国大会の共通論題「成長戦略と証券市場」のもとで報告したものである。なおまた、本研究は、2016年度文部科学省科学研究費補助金(基盤研究(C)課題番号15K03633 課題名「ファミリービジネスのコーポレート・ガバナンスに関する実証的・理論的研究」)の研究成果の一部である。)

<参考文献>

- Gasset, Ortega y[1930], La Rebelon de las Masas, オルテガ・イ・ガセット, 神吉敬三訳[1995]『大衆の反逆』筑摩書房。
- Kant, Immanuel[1784], Beantwortung der Frage : Was ist Aufklarung?, カント, 福田喜一郎訳[2000]「啓蒙とは何か」『カント全集14 歴史哲学論集』岩波書店。
- 安東泰志[2014]「日本版スチュワードシップコードは本当に企業経営を変えられるか」『ダイヤモンドオンライン安東泰志の真金融立国論』第43回, 3月17日 (<http://diamond.jp/articles/-/50215>)。
- 株式会社東京証券取引所[2015]「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」 (<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>)。
- 岸本光永・昆政彦・大田研一・田尾啓一[2015]『トレジャー・マネジメント CFOと財務担当者のための「資金管理」の教科書』中央経済社。
- 経済産業省[2014]『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書(伊藤レポート)』 (<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>)。
- 経済産業省[2015] 第1回経営者・投資家フォーラム提出添付資料2「議論のための基礎資料」 (<http://www.meti.go.jp/press/2015/06/20150610002/20150610002-3.pdf>)。
- 小池和男[2015]『なぜ日本企業は強みを捨てるのか』日本経済新聞出版社。
- コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議[2015]「コーポレートガバナンス・コード(原案)～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」 (<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf>)。
- 佐伯啓思[2015]『さらば、資本主義』新潮新書。
- 鷲田清一[2015]『しんがりの思想』角川書店。
- 武井一浩[2015]『コーポレートガバナンス・コードの実践』日経BP社。
- 手島直樹[2015]『ROEが奪う競争力』日本経済新聞出版社。
- 日本経済再生本部[2014]『「日本再興戦略」改訂2014～未来への挑戦～』 (<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf>)。
- 藤島裕三[2014]『「アベノミクス第3の矢」としてのコーポレートガバナンス改革』『EY総研インサイト』Vol.2 (<http://eyi.eyjapan.jp/knowledge/insight/pdf/Insight-02-report04.pdf>)
- 藤田勉[2015]「コーポレートガバナンス・コードは機能するか」『月刊資本市場』1月号。
- 樋口範雄[1999]『フィデューシャリー [信認] の時代』有斐閣。
- 松村勝弘[2001]『日本の経営財務とコーポレート・ガバナンス(第2版)』中央経済社。
- 松村勝弘[2007]『企業価値向上のためのファイナンス入門』中央経済社。
- 松村勝弘[2009]「日本の財務の仕組みとその変貌」坂本恒夫・松村勝弘編著『現代の財務経営<8>日本の財務経営』中央経済社。
- 松村勝弘[2012]「コーポレート・ガバナンス論と日本企業の経営」立命館大学経営学部編『(立命館大学経営学部創設50周年記念論文集) ビジネスの発見と創造 企業・社会の発展と経営学』ミネルヴァ書房。