

社会基盤としての資本市場と企業の健全な発展 に資するコーポレート・ガバナンスのあり方

株式会社UMN ファーマ 常勤監査役 高木 淳一 (たかぎ じゅんいち)

目 次

はじめに

1. アメリカ、ドイツおよび日本の経済成長率と株価の動向
2. 日本の株価の低迷は1株利益が伸びないことに起因
 - (1) 日本企業の1株利益は長期にわたって伸び悩み
 - (2) 日本企業のROE・1株利益（≒企業価値）が伸びない原因
 - (3) 資本市場のルール
3. 日本の株価の長期低迷はコーポレート・ガバナンスにも問題
 - (1) コーポレート・ガバナンスが機能するには「権限あるジャッジ」が必要
 - (2) 日本のコーポレート・ガバナンス：「権限あるジャッジ」の不在
 - 1) 株主総会（株主）はジャッジたり得るか
 - 2) 取締役会はジャッジたり得るか
 - 3) 監査役会はジャッジたり得るか
 - 4) 日本の上場企業の大半にジャッジは不在
 - (3) 業務執行役員の指名、報酬の決定
 - (4) 日本企業の業務執行責任者の選任と交代のシステム
4. 企業価値が十分に創れないことの帰結
 - (1) 投資家は短期売買で対応
 - (2) 結果的に日本国民の将来を左右
5. コーポレート・ガバナンスの趨勢：「業務執行機関」と「監督機関」の分離
6. 今後の日本のコーポレート・ガバナンスへの提言
 - (1) 「目標の明確化」と「コーポレート・ガバナンスの国際化」
 - (2) 日本のコーポレート・ガバナンス改革の選択肢
 - (3) 「妥当な目標設定」「評価」「変革」には「権限あるジャッジ」が必要
 - (4) ジャッジは株主のためだけにあらず
 - (5) 「監督機関」全体の支援－日本監査役協会の将来的な使命

はじめに

2014年2月27日に公益社団法人日本監査役協会から公表された「監査役制度問題研究会 中間報告書－非業務執行役員の意義と役割について－」¹⁾の中で、現在の国際的な株式会社の主要なガバナンス・モデルは、いわゆる一層式モデルと二層式モデルであり、一層式ガバナンス・モデルを採用する国としてアメリカ、二層式ガバナンス・モデルを採用する国としてドイツ、そして日本は、アメリカとドイツの双方から強い影響を受けながら、監査役会設置会社という日本に独特のガバナンス・モデルを構築している、と述べられている。

本論文では、同報告書の類型に従って、アメリカ、ドイツ、日本のガバナンス・モデルおよび各国の資本市場における過去の株価の実績等を比較することで「社会基盤としての資本市場と企業の健全な発展に資するコーポレート・ガバナンスのあり方」について考え、提言を行いたい。

1. アメリカ、ドイツおよび日本の経済成長率と株価の動向

次頁表1は、日本、アメリカ、ドイツの名目GDP（現地通貨ベース）と代表的な株価指数（各年末の値）の過去の推移について、1991年、1995年および2000年を100として2013年の水準を指数化したものである。また名目GDPの成長率に対して株価指数が何倍上昇したかも示している。次頁図1は、1991

年を100とした各国の名目GDPと株価指数の推移を表している。

各国の名目GDPの伸び率を比較してみると、1991年を100とした場合、2013年の水準はアメリカ272、ドイツ178、日本100、2000年を100とした場合、2013年の水準はアメリカ163、ドイツ134、日本94である。

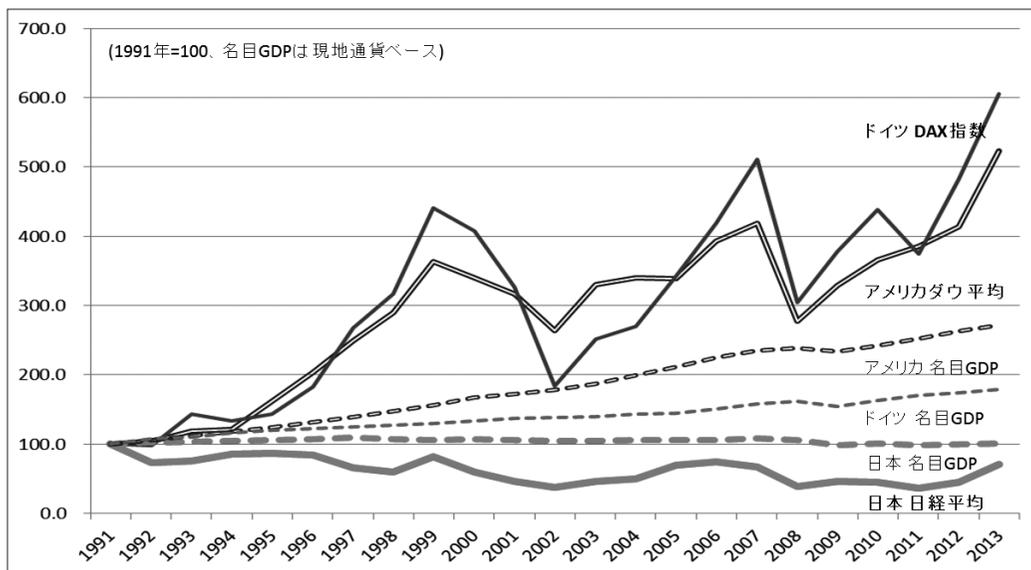
一方、株価指数の上昇率を比較すると、1991年を100とした2013年のダウ工業株30種平均株価指数（以下、「ダウ平均」と呼ぶ）が523、ドイツDAX株価指数（以下、「DAX指数」と呼ぶ）が605であるのに対して日経225種平均株価指数（以下、「日経平均」と呼ぶ）が71、2000年を100とすると、2013年のダウ平均が154、DAX指数が149であるのに対して、日経平均は118と、いずれの期間をとっても日本の株価の上昇率がアメリカ、ドイツに対して大きく劣後している。

名目GDPの成長率に対する株価指数の伸びを比較すると、1991年から2013年の間に、ダウ平均の伸びが名目GDPの伸びの1.9倍、DAX指数の伸びが3.4倍であるのに対して、日経平均の伸びは名目GDPの伸びの0.7倍、2000年から2013年でみると、ダウ平均が0.9倍、DAX指数が1.1倍であるのに対して、日経平均は1.3倍となっている。名目GDPの伸びは過去20年間、アメリカやドイツでは右肩上がりで推移しているのに対して、日本はほぼ横ばいで推移した。日本経済が長期間にわたって低迷していることが確認できる。日本の株価の上昇率をみると、1989年のバブル

表1 日米独の名目経済成長率と株価指数の推移

国 (株価指数)	1991年～2013年 (1991年=100・22年間)			1995年～2013年 (1995年=100・18年間)			2000年～2013年 (2000年=100・13年間)		
	(A)名目GDP	(B)株価指数	(B)／(A)	(A)名目GDP	(B)株価指数	(B)／(A)	(A)名目GDP	(B)株価指数	(B)／(A)
日本(日経平均)	100.4	70.9	0.71	95.3	82.0	0.86	93.8	118.2	1.26
アメリカ(ダウ平均)	272.1	523.1	1.92	219.2	323.9	1.48	163.3	153.7	0.94
ドイツ(DAX指数)	178.4	605.3	3.39	148.1	423.8	2.86	133.7	148.5	1.11

図1 日米独の名目GDPと株価指数の推移 (1991年=100)



出所：表1、図1とも世界銀行データバンク²⁾、世界経済のネタ帳のデータ³⁾より作成

の影響を引きずっているためか、過去20年間ほぼマイナス圏で推移し、1991年末を100とした2013年末の水準は71であった。しかし2012年末の水準は45であり、アベノミクスへの期待を契機とした株価上昇がなければ約半分の水準にとどまっていたと思われる。アメリカやドイツと比較して日本に特徴的なことは、株価の上昇率が名目GDPの成長率を下回り続けていることにある。昨今の金融緩和政策や円安等により株価上昇基調や株価水準を維持できるかどうかは、第三の矢の結果として、企業価値創造につながる企業経営上の根本的な改善

や変化を起こせるかどうか焦点となろう。

2000年代に入ってITバブルの崩壊、エンロン、ワールドコム破綻、2008年のリーマン・ショック等の影響で、アメリカとドイツでも名目GDPの成長率、株価の上昇率がペースダウンしたものの、2009年以降は両国ともに加速度的な回復基調にある。アメリカ、ドイツに共通するもう一つの特徴は、株価の上昇率が名目GDPの成長率を大きく上回っていることにある。

以上のように、代表的なガバナンス・モデルを持つアメリカ、ドイツ、日本の

過去20年間の経済成長率と株価の動きを振り返ってみた。アメリカとドイツが経済、株価ともに一貫して上昇し、株価の上昇率が経済成長率を大きく凌駕しているのに対して、日本はともに低迷を続け、株価の上昇率が経済成長率に対して劣後し続けている。日本の株価の低迷は、巷間いわれるようにバブルの崩壊とその後の長引くデフレ経済だけに起因するものではなく、何か他に根本的な原因があるのではないか。

2. 日本の株価の低迷は1株利益が伸びないことに起因

(1) 日本企業の1株利益は長期にわたって伸び悩み

株価水準は企業の1株当たり純利益（以下、「1株利益」と呼ぶ）と1株当たり純資産（以下、「1株純資産」と呼ぶ）に大きく影響されるのはいうまでもない。日経平均の2013年末の水準が1991年末を100として71（ダウ平均は523、DAX指数は605）、2000年に対して118（ダウ平均は154、DAX指数は149）の水準にあるということは、日経平均を構成する企業の1株利益や1株純資産が過去20年の間ほとんど伸びていないことを意味する。もちろん株価水準はそれぞれの市場のPER（株価収益率）やPBR（株価純資産倍率）等にも影響を受ける。しかし各市場のPERを振り返ってみると、それぞれの市場で個々に大きな振れがあったものの、平均してみると15倍前後を中心に動いている^{4),5)}。また直近の日経平均、ダウ平均、

DAX指数を構成する企業のPERの平均値が、各市場とも約15倍前後にあることを考えると、現在の株価水準や過去の株価上昇率の差は、各国企業の1株利益の水準や1株利益の伸び率の差を反映したものであるといえる。実際に1980年以降のアメリカのダウ平均とS&P500種指数の1株利益の推移をみると、株価指数と1株利益に強い相関関係がある⁶⁾。PBRも2000年以降をみると日本とドイツが1.5倍程度で同じ水準にあり、アメリカが2倍から3倍程度の水準で推移している^{7),8)}。各市場のPBRは並行して動く傾向があることから、やはり1株純資産の水準および伸び率も株価の上昇率に影響しているといえる。

1株利益および1株純資産の伸び率はROE（株主資本利益率）と密接な関係にある。日本企業のROEが全体的に低いことは1980年代より指摘されてきたが、（株）日本取引所グループの2013年の資料⁹⁾によると、2012年9月時点での日本の上場企業1,633社のROEの平均値は4.0%であり、現在でも依然として低水準にある。Bloomberg社の調べによる2013年2月時点での主要国のROEは、米国（S&P500）26.1%、英国（FT100）22.4%、ドイツ（DAX）14.6%、中国（上海）14.6%、世界平均（MSCI ACWI）20.8%とあり、日本企業のROEは突出して低い。各市場の配当性向を考慮しても、日本企業の配当性向が欧米の企業に比べて低い¹⁰⁾ことを考えると、ROEの差が中長期的な1株利益、1株純資産の伸び率の差の大きな要因となっていることがうかがえる。

(2) 日本企業のROE・1株利益（≡企業価値）が伸びない原因

日本企業の1株利益が伸びない原因、ROEが低い要因は、急激なグローバル化の進展や為替動向等、さまざまな要因が複雑に絡みあっているのであろう。しかし中でも大きな原因として考えられるのは経営の目標設定の問題である。経営目標として「1株利益やROEを上げる」ということが明確に意識されていない、もしくは目標としての順位が低いのではないかということである。

日米主要企業1,000社に対して、9項目の経営目標に対する優先順位に関して各社が順位付を行った調査結果がある¹¹⁾。その結果、アメリカの企業が投下資本利益率や株価上昇など、資本市場における価値創造に関係する企業目標を重視しているのに対して、日本の企業は市場シェアや売上高、新製品の比率など、規模の拡大が経営目標として重視されていた。またアメリカ企業の経営目標では第2位の重要性を占めている株価上昇が日本企業では最下位に位置づけられていたのも特徴的であった。加護野忠男教授らによる1983年の調査結果であるが、日本の企業が売上高や市場シェアなど、規模の拡大を重視する姿勢は現在でも変わっていないと感じる。目標設定の差が、中長期的な1株利益の伸びの差（＝企業価値の伸びの差）や、ROEの差に表れているのではないかと考えられる。

(3) 資本市場のルール

いうまでもなく現在の資本市場のルールは欧米のビジネススクールで教える

ファイナンス理論であり、実際の市場も概ね理論に則って動いているというのが実感である。中心に位置するのは金利の概念であり、短期から長期までリスクの大きさに見合った金利体系が存在する。超短期のリスクフリーの資金からベンチャー・キャピタルが提供する長期のハイリスクマネーまで、提供される資金の性格や役割に応じて要求される金利水準が異なる。社会システムとして全体が効率的に機能することで、社会資源の最適配分、最大活用、社会の富の最大化を図ることが期待されている。株式発行を通じて長期のリスクマネーである資本調達をしている株式会社には、金利体系の中でも相応のリスクプレミアムを上乗せした金利（リターン）が求められており、その金利水準を表す指標の一つがROEである。リスクマネーを調達して事業を行うことで、中長期的に要求利回りに見合う付加価値を生んでいくことが期待されている。その結果が1株利益、1株純資産の成長につながり、株価水準に大きく影響する。

市場のルールが徹底され、企業経営に規律が働くとする、ROEは経営の意思決定上の重要な指標となる。企業が既存の事業や新規事業投資を行う上で、その事業が期待された利益を生み付加価値を創造しているか、将来的に期待に見合った価値を創造するかを判断する際にROEは一つのベンチマーク、ハードルレートとなるはずである。欧米の株主や投資家は、そのような基準で経営をチェックする。その結果、欧米の上場企業のROEの水準が高く、1株利益等の継続的な成

長と、経済成長率を大きく凌駕するレバレッジの効いた市場価値の創造という結果につながっていると考えられる。

前項で指摘したように日本企業のROEは欧米企業に比べて突出して低い。各国の金利水準の差もあることから、絶対的水準だけで判断できるものではないが、昨今、欧米主要国の金利水準も大きく低下していることを考えると、日本企業のROEは資本市場のルールから外れて低水準にあるといえる。その結果、日本企業の1株利益、1株純資産（配当の影響を勘案しても）が伸びず、株価低迷を招いていると考えられる。

日本は欧米に比べて同じ業界や事業により多くの企業が参入し、売上の拡大や市場シェア競争などの過当競争に陥りがちであるといわれる。経営目標としてROEや株価があまり意識されず、ROEが事業上のハードルレートとして機能していない一つの証左であろう。もちろん市場での売上やシェア拡大による競争は自由市場経済には必要であり、それが技術革新や消費者の利益にもつながり得るものである。しかし中長期にわたって過当競争を続け、結果的に企業や産業全体が疲弊してしまうことは、欧米市場ではあまり考えられない。たとえば、アメリカでは成熟産業である食品業界の主要企業でも高ROEを維持しているなど¹²⁾、欧米の企業が業種や成熟度に関わらず一般的にROEが高く、また1株利益、1株純資産を伸ばしていることから資本市場のルールが効率的に機能していることが推測できる。

日本の経済的な豊かさや国際的な地位

は、戦後政官主導で実現した高度経済成長に負うところ大である。その過程では先行する欧米の産業や企業といった明確な目標があり、間接金融を中心に国策として産業育成が進められ、その結果として多くの企業が成長を果たした。当時の日本経済は、今のグローバル市場経済とは異なったルールで動いており、それが大きな成果を生んだ。しかし1980年代には生活面でも産業面でも欧米先進諸国と肩を並べるまでになり、直接金融を中心とした欧米の市場経済への移行が急速に進んだ。日本企業も欧米の資本市場のルールの上で、自らの力で新しい産業や経済的付加価値を創造する立場となった。現在の日本経済は、欧米の市場経済のルールのもとに動いており、日本の将来的な発展もその中に組み込まれているといえる。

3. 日本の株価の長期低迷はコーポレート・ガバナンスにも問題

前項で日本の株価の長期低迷の原因として、日本企業の経営の目標設定に問題があったのではないかと、いう点をあげた。しかし、長期間にわたってこのような状態が改善されなかったことは、経営の執行を監督するコーポレート・ガバナンスにも問題があったと言わざるを得ない。

(1) コーポレート・ガバナンスが機能するには「権限あるジャッジ」が必要

「権限あるジャッジ」とは、「業務執行

責任者の執行状況をフォローし、その結果を客観的な立場で評価し、その評価に基づいてあるべき経営体制や報酬に対して絶対的な影響力と権限（決定権）を持つ者（機関）」と定義する。目的を持つ組織体の中でジャッジが機能するには権限が必要である。権限が不十分であればジャッジとしての影響力、業務執行責任者との緊張関係も生まれにくい。ジャッジとしての責任も曖昧となり、実質的にジャッジとして機能も十分に果たせないのではないか。また、業務執行責任者が経営計画やその執行状況をジャッジに説明するに際しても、結果の判定に対するジャッジの権限と責任が曖昧な場合と明確な場合とでは、情報提供の質も真剣度も違って来るであろう。ジャッジとしても、必要十分な権限が与えられた場合、業務執行責任者の評価やその後の対応に対してより重い責任を負うこととなる。

一つの組織体が目的に向かって最大限力を発揮し、効果を上げる例として、野球やサッカーなどのスポーツがあげられる。目標やルールが明確である。顧客（観衆やファン）がいて経営者（オーナー）、業務執行責任者（監督）、社員（プレーヤー）、そしてジャッジ（審判）が存在する。そのことで関係者全体が活性化し、個々のプレーヤーも最大限努力をすることの意味、動機が生まれ、最高のパフォーマンスを上げようとする。そのことで関係者（ステーク・ホルダー）全体に大きなエネルギーが生じる。ルールが守られるかどうかはジャッジ（審判）が絶対的な権威を持って関係者から尊敬と信頼を得て監督している。それ故

に多くのファンが観客として参加し、楽しみ、その結果として組織が継続するための資金が提供される。目的の達成に向けて緊張感ある、効率的な好循環が生まれ、そこに価値が創造される。もしルールが曖昧であつたらどうであろうか。審判のジャッジに強制力がなく参考意見程度にしか取り上げられなかったらどうなるであろうか。人間的な力関係や組織内の論理で白黒を決められるような仕組みであれば、プレーヤーも真面目に取り組む気が失せるであろうし、見ている観客も盛り上がらないであろう。もしこれが社会の仕組みであるとすれば、全体としての緊張感を欠き、社会全体の活力が低下する結果、そこに意味のある価値が生まれにくくなるであろう。全体の力を最大限引き出すためにもジャッジの役割は重い。野球やサッカーなどのスポーツは、国際的にルールが統一され共有された結果、グローバルに人材が育ち、グローバルに価値を生んでいる。

(2) 日本のコーポレート・ガバナンス：「権限あるジャッジ」の不在

日本のコーポレート・ガバナンスの問題点として「権限あるジャッジ」の不在をあげたい。このことが海外投資家の日本のコーポレート・ガバナンスに対する不信感を招き、理解を得られない原因ではないかと考える。

「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2013」¹³⁾によると、2012年9月10日現在、東証に上場している内国会社2,275社のうち97.8%が監査役設

置会社である。したがって上場企業の大半である監査役会設置会社の各機関が「権限あるジャッジ」として機能するか、以下に検証してみたい。

1) 株主総会（株主）はジャッジたり得るか

株主総会は会社法上、最高意思決定機関として位置づけられる。企業の基本ルールである定款の内容の決定等、基本的な重要事項に加えて、取締役、監査役、会計監査人の選解任、取締役、監査役の報酬の決定に関する決議権限が付与されており、ジャッジたり得るかという視点で考えた場合「経営体制や業務執行者の報酬に対して影響力と権限を持つ者」との条件は満たす。しかし問題は「業務執行者の執行状況をフォローし、その結果に対して客観的な立場で評価を行い、その評価に基づいて」会社にとって最善の意思決定と権限の行使ができるか、という点にある。業務執行とその監督は取締役会をはじめとする会社の機関に委任されており、会社の各機関からの報告と提言に基づいてコーポレート・ガバナンス体制や報酬等に対する意思決定を行う。

『経営はだれのものか』¹⁴⁾の中で、加護野忠男教授は株式会社制度の所有側の問題として、1) 株主が有限責任であること、2) 市場での譲渡が可能であることをあげ、株主には十全な所有者としての義務と責任の履行を期待することはできない。また株式所有の分散化が進めば、その株主も経営者の選・解任権を効果的に行使できず、その結果、経営者は

自己永続的な存在となる、と指摘されている。

実際の株主総会の状況に対する実感としても、1) 株主が取締役会から株主総会に付議される取締役や監査役の選任議案等に関し、その是非を判断し、ましては否決するだけの十分な情報を有していないこと、2) 取締役や監査役の報酬に関しては、定款に定められる総枠を決議している例がほとんどで、実質的には取締役、監査役が自らの報酬を決めているのが実態であること、したがって業務執行等の状況を客観的に評価した結果を反映される体制にはなっていないこと、などが実態ではないだろうか。ブラックロックジャパン（株）非常勤コンサルタントの江口高顯氏はその著書の中で「…私がコンサルタントとして携わっている会社ではインデックスファンドを運用していることもあり、6月総会期には1,500社弱の会社の総会において議決権を行使します。（中略）形式的に判断することになってしまいます。6月期は1つの総会に割ける時間が15分程度になってもやむを得ないというのが実情です。（中略）最も根源的な問題は、情報が足りないことです」¹⁵⁾と述べている。したがって株主、および株主総会は効果的なジャッジたり得ないと考えられる。

2) 取締役会はジャッジたり得るか

監査役設置会社の取締役会は、その権限等に関して、1) 取締役会設置会社の業務執行の決定、2) 取締役の職務の執行の監督、3) 代表取締役の選定および解職を行うと規定されており（会社法

362条)、経営執行責任者の選定と業務執行の決定および監督の両方を行うことになっている。「権限あるジャッジ」とは、経営執行の結果に対して客観的な立場で評価し、その結果に基づいて経営体制や報酬等に影響力と権限を持つものである。そのためには評価、経営体制および報酬等の決定に関しては取締役会に業務執行に関わらない取締役が半数以上存在する必要がある。株主総会がジャッジとして機能していない現状では、取締役会が実質的に経営体制を決定し、報酬も実質的に取締役で決定されている。業務執行に関わらない取締役は主に社外取締役であるが、監査役設置会社で社外取締役が過半数を占める会社の割合は2012年には1.1%に過ぎない¹⁶⁾。このことから日本の上場企業の約98%で取締役会がジャッジたり得ない状況にあるといえる。

しかし一方で、2003年4月施行の商法特例法改正および2006年5月施行の会社法において設置された「委員会設置会社」においては、設置が義務化された指名委員会と報酬委員会において、委員の過半数を占める社外取締役が経営執行のプロセス、結果を評価し、実質的に経営体制と報酬を決める権限を有している。委員会設置会社においては社外取締役を中心とした委員会がジャッジとして機能しているといえる。ただし、2012年9月時点で、東証上場の内国会社のうち委員会設置会社制度を導入している企業は2.2%に過ぎない。

3) 監査役会はジャッジたり得るか

監査役設置会社の監査役会の権限に関しては、会社法381条で「監査役は取締役の職務の執行を監査し、法務省令に定めるところによって監査報告を作成しなければならない」と規定されている。その職務と権限は会計の監査を含む会社の業務全般に及ぶとされるが、監査役の業務監査の範囲については過去の経緯もあり適法性監査が中心で、業務執行の妥当性に関する監査まで踏み込めるかどうかについては議論がある。しかし昨今では、監査役の職務権限の中には当然、業務執行の妥当性監査も含まれているとの解釈が大勢を占めつつある^{17)、18)}。

しかし、監査役がジャッジたり得るかという視点で考えた場合、非業務執行役員ではありながら業務執行責任者の選・解任、および報酬に関して議決権を持たない監査役は、「重要な助言者」であり得たとしてもジャッジたり得ない。

4) 日本の上場企業の大半にジャッジは不在

加護野忠男教授はコーポレート・ガバナンスを「企業において経営者により経営を行わせることを担保する制度や慣行」と定義されている¹⁹⁾。また日本のコーポレート・ガバナンス体制を「自律的統治と多元的牽制の制度」と特徴付け、その問題点として、1) 多元的牽制が統治責任の所在を不明確にすること、2) 内部者による自律的統治は内部の論理が優先されてしまう問題がある、と指摘されている。

現在の日本の上場企業の大半である

「監査役設置会社」においては、ジャッジが存在しないのではないかと、というのが結論である。その結果、日本のコーポレート・ガバナンスが「自律的統治と多元的牽制の制度」の問題を内包しており「企業において経営者によい経営を行わせることを担保する制度や慣行」であるコーポレート・ガバナンスの機能不全を招いているのではないだろうか。

(3) 業務執行役員の指名、報酬の決定

日本の上場企業の大半を占める監査役会設置会社においては、経営陣の選任（形式上は株主総会への選任議案）の決定に関しては経営内部関係者による互選的な要素が強く、実質的に、経営陣の選任という非常に重要な議案に関して内部の利害関係者による決議が行われているのが実態である。取締役会への付議・審議事項を決議する場合には「利害関係者」（特定利害関係者）が決議に加わらないというルールには非常に留意し、徹底されていることから考えても少し違和感を持つ。また、報酬の決議に関しても上場企業の大半は、株主総会で決議された役員報酬の上限の範囲内、という株主総会でのお墨付きと制約の範囲内ではあるが、実質的に選任の場合と同様で、業務執行内部利害関係者が決議しており、また相互の報酬を互いに承認し合うといった要素が強い。日本取締役協会の提言の中でも²⁰⁾「経営者の報酬は、経営者と会社との利益相反の典型例であり、経営者から独立した社外取締役が、適正かつ効果的に決定する意義が大きい」と提

言されている。日本の業務執行役員の報酬が欧米の企業に比べて少ないこと等、基本的には善意で経営がされていることを考えると、短絡的に是非は判断できないが、「権限あるジャッジ」によるチェック機能が働いていないことが海外投資家にとっては透明性を欠き、不信感の大きな源泉となっているのではないだろうか。

(4) 日本企業の業務執行責任者の選任と交代のシステム

『コーポレート・ガバナンス 経営者の交代と報酬はどうあるべきか』²¹⁾の中で、久保克行教授は「コーポレート・ガバナンスに関して、…重要なことは2つの単純なメカニズムである。1つは、経営者の交代であり、もう1つは金銭的なインセンティブである」「まず重要なのは、業績と経営者の交代に関係があることである。すなわち、業績が悪化すれば経営者の交代が起こるようなメカニズムが望ましい。このようなメカニズムが存在すれば、経営者は交代させられるのを避けるために業績を向上させるインセンティブを持つ」と述べ、このようなメカニズムをコーポレート・ガバナンスの重要な要素として位置づけ、現在日本の企業でどの程度機能しているか日本企業の実態が分析されている。

その結果、日本の大企業では業績と社長交代の関係が非常に弱いことが確認できたとし、業績が悪化した企業では社長が交代することが望ましいが、そのようなメカニズムは日本では機能していない。業績が悪化しても社長が交代しないケースが多い一方で、業績が悪くないの

に交代している社長も多い、と結論づけている。同書で461の社長交代のケースを分析した結果は、76%が従業員出身社長から従業員出身社長への交代であり、また3期連続赤字で経営者交代があったのは7.6%であった。

最近の社長交代の新聞報道の中でも、社長交代に関して「従来の慣習を破って…」²²⁾との表現があった。日本の代表的な企業の社長交代は現在でも多くの場合、企業内の論理で社長の選任が行われている、といえるのではないか。日本のコーポレート・ガバナンスにジャッジが存在しないことも大きく影響していると思われる。

4. 企業価値が十分に創れないことの帰結

(1) 投資家は短期売買で対応

日本の株式市場はその長期低迷にも関わらず、直近の外国人投資家の株式保有比率は約30%、売買シェアで約60%に上っており、外国人投資家に主導されている²³⁾。欧米の市場に比べて特に最近の日経平均の株価変動幅が大きいが、短期の投機筋の攻勢と、それを受け止める中長期の投資家が不在であることが原因といわれている。日本の株式市場は株価指数先物の短期売買を仕掛けるヘッジファンドの「草刈り場」になっているとの指摘もある。コンピューターを使ったHFTと呼ばれる超高速高頻度売買の比率も60%に達しており、デリバティブ市場の充実やICT（情報通信技術）の発達により、投資家が収益を稼ぐ手法や

機会はいくらかでも存在する。中長期的な企業価値の創造が期待できなければ短期売買で稼ぐことができる。日本の株式市場は政治経済や外部環境を材料に短期売買で稼ぐ投機市場の性格を強めているようである。

日本の上場企業の多くが中長期にわたって十分な価値を創造してこなかった過去の実績をみると、日本企業の経営が何か本質的に変わらない限り、海外投資家が日本企業の将来的な価値創造に確信を持つのは難しいであろう。そうであれば短期売買で収益を上げるしかない。アベノミクスによる円安と金融緩和の効果で株価が上昇しているが、次の第3の矢を受けて、企業が中長期的に価値創造を行う経営を行わない限り、日本の株式市場が本質的に変わることは望めないであろう。

日本に中長期資金がないわけではない。個人の金融資産は2013年末で1,645兆円²⁴⁾、主な公的・私的年金の運用資産も253兆円に上る²⁵⁾。その中で株式投資に回る比率（除、投資信託）は、個人資産で約9%（155兆円、アメリカは約21%）、また公的・私的年金による株式への投資割合は27.8%（約70兆円、うち34兆円は外国株式、アメリカは48%²⁶⁾）に過ぎず、欧米主要国の主な年金の株式運用比率と比べて極端に少ないのが現状である。日本の機関投資家による日本株での運用比率が少ないこと、つまり日本のプロが、自分たちが運用する日本の中長期資金を自国の株式市場に積極的に投資しない現状を見て、海外の機関投資家が安心して日本の株式市場に

投資するであろうか。日本の投資のプロは、日本の企業経営者が中長期的に企業価値創造をすることに確信を持っていない、と映るのではないであろうか。

(2) 結果的に日本国民の将来を左右

日本の財政が危機的な状況にあることは周知の通りである。平成25年度予算案でみると、歳出総額92.6兆円に対して租税および印紙税による歳入額が43.1兆円で、不足分のうちほぼ同額の42.9兆円を公債金収入によっている。租税収入は所得税13.9兆円、法人税8.7

兆円、消費税10.6兆円と、33.3兆円に過ぎない²⁷⁾。また、2012年度の日本の公的年金の財政状況は支出額49.8兆円に対して、保険料収入が30.2兆円、国からの財政支出が11.3兆円あまりで、運用収益および積立金の取り崩し6.7兆円で不足分を補っている²⁸⁾。公的年金の過去の積立金が129兆円あるが、年金の運用利回りは、運用資産の約50%超が低利回りの国債等で運用されているため、海外の主な年金の運用実績と比較すると、総じて安定的ではあるが運用利回りが非常に低い水準にある(表2参照)。

表2 国内外の主な年金のポートフォリオと運用実績

基金略称	資産 (兆円)	運用資産比率		運用実績 (利回り)										2012末 (2003 = 100)
		株式	債券	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012		
CalPERS(USA)	24	63.0%	16.0%	9.6%	16.3%	13.2%	2.9%	-29.1%	25.2%	13.1%	3.7%	10.9%	171.4	
CPPIB(Canada)	17	65.0%	35.0%	8.5%	15.5%	12.9%	-0.3%	-18.6%	14.9%	11.9%	6.6%	10.1%	173.3	
GPF-G(Norway)	67	60.0%	40.0%	1.0%	11.5%	5.6%	-11.4%	-9.5%	25.5%	4.9%	2.8%	11.0%	143.2	
GPIF(Japan)	120	24.0%	71.0%	3.4%	9.9%	3.7%	-4.6%	-7.6%	7.9%	-0.3%	2.3%	10.2%	126.0	

出所：年金積立金管理運用独立行政法人ホームページ²⁹⁾のデータより作成

企業が十分に価値(≒利益)を創れない結果は、法人税にとどまらず、雇用や賃金、消費を通じた所得税、消費税等の税収や、年金資産の低運用効率による社会保障制度の運営にも大きく影響している。今や企業が利益を上げ、株式市場での価値創造いかんが財政や社会保障、退職後の生活と深く結びつき、国および国民の将来設計にビルトインされているといえる。日本の企業が企業価値を十分に創れないことの帰結は、結局は株主の問題というよりは、日本国民全体に大きく跳ね返ってくるのである。今まで以上に資本市場が社会基盤としてのより大きな

役割を担っており、資本市場を舞台とした企業の価値創造の可否が日本人の将来の生活の命運を握っているといっても過言ではない。そしてまさに今、企業の健全な発展をより確かにする強固なコーポレート・ガバナンスの確立が、一つの鍵を握っていると考える。

5. コーポレート・ガバナンスの趨勢：「業務執行機関」と「監督機関」の分離

「監査役制度問題研究会 中間報告書－非業務執行役員の意義と役割について

ー」³⁰⁾の冒頭において、株式会社におけるコーポレート・ガバナンスの中心が、健全かつ効率的な経営に対する監督にあることは疑いないこと、コーポレート・ガバナンスの究極的な目的が企業価値の最大化にあるとすれば「業務執行」と「監督」のバランスが取れていること、業務執行に対する監督が実効的になされるためには、「監督される者又は機関と監督する者又は機関との間に適度の距離と緊張関係」が保たれている必要があることは異論の余地がほとんどないこと、などが明記されている。

同報告書では調査の結果として、業務執行に携わらない非業務執行役員による監督が重要である、という考え方については、アメリカに代表される一層式モデルかドイツに代表される二層式モデルかに関わらず「主要国の株式会社法制度又は実務の運用において基本的に大きな乖離はないように思われる」としている。

アメリカの一層式モデルの場合、法的には業務執行機関と監督機関が不分離であり、自己監督の構造にある。しかし過去の経緯を経て、現在では取引所規則などにより業務執行に係る権限の多くを執行役に委任し、かつ取締役会のメンバーに非業務執行取締役を加えることにより、実質的に業務執行機関と監督機関が分離されている。アメリカの上場企業は証券取引所のルールで取締役の過半数を独立取締役とすることを義務付けられており、2011年の調査ではS & P500を構成する企業の全取締役の84%は独立取締役とされている。また、これらの企業の57%では独立取締役でない取締役

はCEO1名のみである³¹⁾。法令又は取引所規則で設置が義務付けられた独立取締役のみから構成される報酬委員会および独立取締役が過半数を占める指名委員会において、CEOおよび執行役員の経営目標の承認と評価および報酬の決定（取締役会への提案）、次期年次株主総会における取締役候補者の選定又は推薦等、経営体制や報酬に対して実質的な影響力と権限を持っており、「監督される者又は機関と監督する者又は機関との間の適度の距離と緊張関係」が保たれている。前述のジャッジの定義に則しても、アメリカの一層式モデルには「権限あるジャッジ」が存在する。

ドイツの二層式モデルの場合には、非業務執行役員のみから構成される監査役会が経営者の選任・解任および報酬の決定権を持っており、「監督される者又は機関と監督する者又は機関との間の適度の距離と緊張関係」が保たれている。ドイツの二層式モデルにも「権限あるジャッジ」が存在している。

同報告書では、法的には「業務執行機関」と「監督機関」とが分離していない一層式モデルがさまざまな経緯を経て、その運用や取引所規則などにより「業務執行機関」と「監督機関」を機関構成のレベルで法的に分離する二層式モデルへ実質的に接近している、としている。

このような国際的なコーポレート・ガバナンスの趨勢を考えると、大半の上場企業で「権限のあるジャッジ」が不在である日本のモデルは異質であるといえる。

6. 今後の日本のコーポレート・ガバナンスへの提言

ルールが明確であることが関係者のエネルギーを最大限引き出し、価値を創造するための要件である。また資本市場のグローバル化、一体化が進む中で、共通のルールを持つことが市場への信頼、透明性を確保する上で重要である。

会計基準に関しては、連結財務諸表を中心とした制度への移行、時価会計の導入など、おおまかな点では既にUSGAAPや国際会計基準との調和が実現しており、さらに国際標準としてのIFRSへの対応が検討されている。

専門評価会社GMI Ratingによる各国企業のガバナンス評価の平均値（2012年9月時点）によると³²⁾、日本企業のコーポレート・ガバナンスは3.32点で36位、37位の中国と並んでいる。因みに英国が2位で7.36点、アメリカが5位で7.18点であり、日本は国際的にみて厳しい評価となっている。評価が低い理由として、96%の企業の取締役会で非独立役員がマジョリティを占めていること、45%の企業に社外取締役が存在しないこと、30%の企業の取締役会が業務執行取締役のみで占められていることがあげられている。

企業会計や開示と並んで企業経営に対するもう一つの信頼の柱となる日本のコーポレート・ガバナンスは国際的な資本市場のルールと異質であり、海外からの信頼と理解が得られていないといえる。

(1) 「目標の明確化」と「コーポレート・ガバナンスの国際化」

過去20年以上にわたって大半の日本企業が企業価値を創造してこなかった事実を踏まえて今後の日本のコーポレート・ガバナンスを考えると、価値創造へのコミットメントとしての「目標の明確化」と、それをより確実にする「権限あるジャッジ」の存在が必要である。企業経営の目標設定、コーポレート・ガバナンス体制ともに、国際ルール、国際標準とすべきである。このことが企業価値創造へのより強力なエネルギーを生み、日本の企業経営への信頼を取り戻し、海外からの中長期的投資を呼び込み、結果的に日本国民の将来の生活をより豊かにする第一歩となると考える。

(2) 日本のコーポレート・ガバナンス改革の選択肢

社会の根幹となる制度には過去のさまざまな経緯や意味があり、関係者のご努力の積み重ねで今があることは承知の上である。しかし社会環境が変化する中で、今後何が必要かと考えた場合に、日本のコーポレート・ガバナンスの将来的な方向として「モニタリング・モデル」への移行、構築が必要ではないかと考える。

その際に現在の監査役制度の活用も含めて、以下の選択肢が考えられる。

- ① 取締役の選任（株主総会への提出議案）、業務執行役員の評価・報酬等「権限あるジャッジ」として必要な事項の決定に関しては監査役会に取締役会での議決権を付与し、かかる事案に

対する取締役会での決議には、監査役会と社外取締役がマジョリティを持って決議する体制を構築する。

② 金融商品取引所規則等により、将来的に委員会設置会社への移行を加速化する。

③ 監査役会の機能を、現在のドイツに代表的な二層モデルを参考に改変する。

3つの選択肢のうち①に関しては、会社法および関連法令の改正が必要である。現在、国会で審議中の会社法改正案の中の監査等委員会設置会社の仕組みを活用する選択肢もあるが、いずれにせよ法令の改正が必要となる。②に関しては、ソフト・ローによる上場企業の変革を促すもので法令の改正は必要ないが、上場企業に関しては現在の監査役設置会社制度を委員会設置会社制度へ移行することになる。③に関しては、会社法そのものの根本的な改正が必要となり、関係者による膨大なエネルギーと時間を要するであろう。しかし、従業員が経営の監視、企業価値創造へ関与する制度は日本の風土とも合うのではないか。また過去20年の実績を見る限り、ドイツのDAX指数のパフォーマンスがダウを凌駕していることから実効性が期待できる。

(3) 「妥当な目標設定」「評価」「変革」には「権限あるジャッジ」が必要

コーポレート・ガバナンスの中心である「健全かつ効率的な経営に対する監督」に「究極的な目的である企業価値の最大化」「その実現のための業務執行と監督のバランス」「業務執行に対する監

督が実効性の確保のための監督される者又は機関と監督する者又は機関の間の適度の距離と緊張関係の構築」³³⁾には機関設計の中に「権限あるジャッジ」の存在が不可欠であり、それ故に「モニタリング・モデル」への移行が望ましい。

日本の株式市場が長きにわたって低迷を続けた原因の大きな要因として、日本の業務執行責任者が資本市場のルールに則って企業価値を創造（≒1株利益の成長等）できなかったことがあると述べた。企業内部の論理が優先され、外部の客観的なジャッジが働かなかったことで、経営の目標設定が曖昧になっていたことが大きな原因の一つだと考える。「妥当な目標の設定」「評価」「あるべき経営体制への変革」には「権限あるジャッジ」が必要で、「権限あるジャッジ」が不在であったこと、つまりコーポレート・ガバナンスの機能不全があったのではないか、というのが結論である。過去の実績を考えると容易に反論ができない。

企業が価値を創造できないことは、株主の利益の問題にとどまらず、日本社会の将来を左右する問題である。資本市場は社会基盤として組み込まれており、より大きな社会的役割を担っているといえる。その重要な要素である個々の企業の健全な発展の実現をより確かにするコーポレート・ガバナンスは重要な公的機能でもある。

(4) ジャッジは株主のためだけにあらず

英国を中心として、ショート・ターミズムの問題がクローズアップされてい

る。市場が業務執行責任者に間違っただプレッシャーをかけることで、経営の視野が狭く短期的になり、結果的に株主の利益や株主価値を損っているのではないかと、との問題意識である。株主の価値を最大化するためには、従業員や顧客、取引先など、株主以外のステーク・ホルダーの価値も高める必要があるというのが過去に学んだ教訓、英知ではないだろうか。

200年を超える老舗企業は日本が一番多いとの話を聞いた³⁴⁾。また、老舗企業に共通する要因は、①人間(=社員)を経営の中心に置く、②取引先・顧客との共存共栄、③「変えてはいけない伝統」を死守し「時代の流れに対応して変化させるもの」はたゆまぬ革新で変えていく、④規模を追わないことだそうである³⁵⁾。

創業212年目を迎え、更に300年を目指して発展を続けるアメリカのデュボンの取締役会では、その半分以上の時間を使って企業戦略が議論され、またその実行状況、業績、ポートフォリオが議論されるという。その結果、今後100年の企業戦略の策定、その結果としてのコノコ売却などの大きな決定に社外取締役が果たしている役割は大きいと会長兼CEOのエレン・クレマン氏は述べている³⁶⁾。

「モニタリング・モデル」の監督機関

に求められる役割は、長期的な視野で株主を含むステーク・ホルダーの利益のバランスを取りながら、そのゴールとして企業価値を最大化するための「権限あるジャッジ」の役割である。株主価値への偏重、ショート・ターミズムを生むようなジャッジではなく、また日本の伝統的な価値観と相反するものでもない。いまや社会基盤として将来の日本の国家財政や日本人の将来の生活の命運を左右する資本市場。そのプレーヤーである企業の価値創造力にかかっていると言っても過言ではない。それをより確実なものにするためにも、より明確で全てのステーク・ホルダーの力を最大限に引き出せるコーポレート・ガバナンスへの変革は必須であり、急務であると考ええる。

(5) 「監督機関」全体の支援－日本監査役協会の将来的な使命

社会基盤としての資本市場のルールに関する教育の充実と社会全体への周知を図ることが必要である。高等教育機関での一般教養としての教育の充実、CPAやロー・スクールによるより多くの専門家の育成と企業への人材の取り込みなども課題である。監査役に限らず「監督機関」というより幅広い切り口でガバナンスを担う人材の育成、支援を行うのも、将来的に日本監査役協会のより発展した使命ではないかと思う。

【引用文献・引用データ】

- 1) 公益社団法人日本監査役協会「監査役制度問題研究会 中間報告書－非業務執行役員の意義と役割について－」2014年2月27日 P1
- 2) 世界銀行データバンク <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CN>

- 3) 世界経済のネタ帳 <http://ecodb.net/>
- 4) 「海外投資データバンク」 <http://www.world401.com/>
- 5) 「銀行インフォ」 <http://www.ginkou.info/>
- 6) 水戸証券トピックス「歴史的な高値を推移する米国株と企業業績」2013年5月27日
<http://www.mito.co.jp/investment/weekly/topics/topics130527.pdf>
- 7) 武者陵司『失われた20年の終わり』東洋経済新報社（2012年）P208
- 8) 「現在の日本株投資環境」三菱UFJ投信、2009年4月 P5
http://moneykit.net/from/img/pdf/topics478_01.pdf
- 9) 多賀谷彰「日本株市場の魅力の発信」（日本証券業協会「日本市場や日本企業の再認識と情報発信を考える懇談会」第3回懇談会資料）、2013年4月10日
http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/haxtusin_kon/no03/files/vol3-3.pdf
- 10) 内閣府 平成18年度年次経済財政報告、平成18年7月 P166-169
- 11) 加護野忠男『経営はだれのものか』日本経済新聞出版社（2014年）P74-76
- 12) 岩谷賢伸＝吉川浩史「国内市場成熟の中で高水準のROEを保つ米食品業界」資本市場クォーターリー
2008 Spring P214-227
- 13) 株式会社東京証券取引所「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2013」P15
- 14) 加護野・前掲注11) P12-16
- 15) ブルース・アロンソン＝江口高顕＝安藤聡＝星野茂夫＝谷内博＝森田章「グローバル視点で考える
監査役制度－機能と実態を踏まえ」（第77回監査役全国会議全体会）月刊監査役622号（2014年）
P14〔江口発言〕
- 16) 東京証券取引所・前掲注13) P23
- 17) 神田秀樹『会社法』（法学講座双書）第14版（弘文堂、2012年）P222
- 18) 佐藤隆文＝中村直人＝柳川範之＝神野榮＝神田秀樹「グローバル経済と資本市場－監査役役割－」
（第78回監査役全国会議パネルディスカッション）月刊監査役629号（2014年）P59-60〔中村発
言〕
- 19) 加護野・前掲注11) P12-16
- 20) 落合誠一＝澤口実「社外取締役・取締役に期待される役割－日本取締役協会の提言－」旬刊商事
法務2028号（2014年）P21
- 21) 久保克行『コーポレート・ガバナンス 経営者の交代と報酬はどうあるべきか』
日本経済新聞出版社（2010年）P55
- 22) 「過去の慣習を破ってでも根強く残る社長留任の可能性－NTTコミュニケーションズ」週刊ダイヤ
モンド 2014年4月26日号 News Inside P17
- 23) 「暴走！日本株 ポロ儲けしたのは誰だ」週刊ダイヤモンド2014年4月12日号 P26-53
- 24) 「資金循環統計（2013年第4四半期）」日本銀行調査統計局 P1
- 25) 週刊ダイヤモンド・前掲注23) P45
- 26) 「公的から私的へ～世界で拡大する年金基金」大和総研金融資本市場、2012年11月 P5

- 27) 「日本の財政関係資料－平成25年度予算案補足資料」財務省平成25年4月 P2
- 28) 「きしむ公的年金、改善探る」日本経済新聞朝刊2014年3月7日
- 29) 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）HP http://www.gpif.go.jp/gpif/faq/faq_08.html
- 30) 日本監査役協会・前掲注1) P1
- 31) 太田洋＝松平定之「米国上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する最新動向」旬刊商事法務1959号（2012年）P18
- 32) 多賀谷・前掲注9)
- 33) 日本監査役協会・前掲注1) P1
- 34) 三村明夫「日本の長寿企業について考えたこと」（第78回監査役全国会議祝辞・記念経営者講演）月刊監査役628号（2014年）P12-18
- 35) 横沢利晶『老舗企業の研究－100年企業に学ぶ伝統と革新』生産性出版、2000年 P229-258
- 36) 「デュポン－200年企業が見る未来」日経ビジネス2014年6月2日号 P36-45

【その他の参考文献等】

- 37) 本多淳『「企業価値」はこうして創られる』（朝日新聞社、2005年）
- 38) 八城政基『八城政基 MBA 講義』（日経BP社、2000年）
- 39) 上林憲雄編集『変貌する日本型経営』（中央経済社、2013年）
- 40) 伊藤靖史「役員報酬と監査役（前編）」月刊監査役628号（2014年）
- 41) 小林秀之編著『新会社法とコーポレートガバナンス』（中央経済社、2006年）
- 42) 太田順司「わが国の企業統治と監査役制度の課題」旬刊商事法務2009号（2013年）
- 43) 宮島英昭他「日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのか〔上〕〔下〕」旬刊商事法務2008号、2009号（2013年）
- 44) 太田順司「第78回監査役全国会議会長挨拶 協会40年の歩みと監査役制度の課題」月刊監査役628号（2014年）
- 45) 横山淳「委員会設置会社の社外取締役の実態」旬刊商事法務1814号（2007年）
- 46) 佐藤剛「2020年代に向けて変化するアメリカの社外取締役の新しい像－NACD（全米取締役協会）の活動の歴史からアメリカの社外取締役の役割の変遷を紹介－」月刊監査役628号（2014年）
- 47) 五十嵐則夫「監査委員会の役割及び監査委員会と独立監査人とのコミュニケーション－米国に焦点を当てて－（上）（下）」月刊監査役625号、626号（2014年）
- 48) 高田晴仁「監査役監査の原点を考える－ロエスレル商法草案の視点から」日本監査役協会本部定例講演会（2014年5月27日、30日）
- 49) 武井一浩「日本経済活性化に向けた企業法制改革」商事法務2029号（2014年）
- 50) 経済財政諮問会議「対日直接投資に関する有識者懇談会」報告書 2014年4月21日
- 51) 吉村典久「企業価値向上に資するコーポレートガバナンスとは」商事法務2029号（2014年）
- 52) 静正樹「コーポレート・ガバナンスに関する東京証券取引所の施策」商事法務2029号（2014年）
- 53) 日本取締役協会著『委員会等設置会社ガイドブック』（東洋経済新報社、2004年）

- 54) 「社外取締役「質」の時代」日本経済新聞2014年3月10日
- 55) 「転換期の企業統治－HOYA鈴木CEOに聞く」日本経済新聞2014年3月24日
- 56) 田中一弘「企業統治を『良心』から考える」日本監査役協会本部定例講演会（2013年9月18日、30日）
- 57) 陳浩「ドイツのコーポレート・ガバナンスの変容と監査役会改革の課題」立命館国際研究24巻2号（2011年）
- 58) 藤田州孝「ソニーの取締役会運営とコーポレート・ガバナンス」旬刊商事法務2028号（2014年）
- 59) 「企業統治に指針を－首相、成長戦略に位置付け」日本経済新聞2014年6月4日