

Contents

\*\*\*\*\*

特集：コーポレート・ガバナンス私論	1p
< 今週の”The Economist”から >	
"The world through soccer's eyes" 「サッカーの眼で見た世界」	6p
< From the Editor > 「ジャパン・ブルーの進撃」	7p

\*\*\*\*\*

特集：コーポレート・ガバナンス私論

「会社は誰のものか」。先月、東京スタイルの経営をめぐり、M & A コンサルティングの村上世彰氏が起こした「プロキシ・ファイト」（委任状闘争）は、会社側の勝利に終わりました。企業が使う当てのない現預金は株主に還元すべし、という村上氏の主張はまったく正当な要求だと思いますが、日本の企業風土はやはり一朝一夕に変わるものでもないようです<sup>1</sup>。

とはいえ、筆者は米国式の株主重視経営がすべてという考え方も疑問に感じます。というより、あまりに一方的な議論がされているように思うのです。今週はコーポレート・ガバナンスをめぐる議論について、漫談風に持論を展開してみたいと思います。

日米、どちらが長期的視野か

長年手塩に育てた子供が独り立ちする 때가 来 ました。

そのときお父さんは、「どんなに苦しくとも稼いだ金の一部は必ず仕送りしなさい。それが社会のルールだからね」と言いました。お母さんは、「仕送りなんてしなくていいから、お金が余ったら貯金をして生活を安定させなさい」と言いました。

さて、子供の未来を考えると、この父母のどちらが適切なアドバイスなのでしょうか。

このたとえ話は、筆者が1991年にワシントンにいた頃に、日米のジョイントベンチャーをめぐって、実際にあったケースを聞いて思いついたものである。つまりお父さんは米国企業、お

---

<sup>1</sup> 村上氏の主張については右を参照。 <http://www.maconsulting.co.jp/index-j.htm>

母さんは日本企業、子供は日米合弁の子会社である。

日米で設立した子会社で、利益が出始めるやいなや、米国側親会社は配当を要求。これに対し、日本側親会社は内部留保を積み上げようと主張した。ちょうど米国経済の没落がささやかれていた時期だったこともあり、この議論は日本側の肩を持つ人が多かった。

確かに製造業を育てるという観点からすれば、日本型の方が優れているように思える。できたばかりの新会社、まだまだ経営は安定していない。せつかくの利益は、工場を拡張するなり、従業員を増やすなり、事業にかかわることに再投資したいところである。ところが米国型の論理だとそうはいかない。遊びじゃないんだぞ、とばかりに株主が企業に配当を迫る。余裕がないというか近視眼というか、これでは子会社の業績も伸びないかもしれない。「日本は長期的視野、米国は短期的視野」、ゆえに日本型に比較優位があり、というのが当時の流行の経営論であったと記憶している。

ところが摩訶不思議。日本型経営で育った企業は、株主というお母さんが優しいことをいいことに、もうかったお金を株主に分配することを惜しみ、過大な設備投資を行ったり、財テクに走ったり、無謀なプロジェクトに投資したりした。果ては超豪華な社員寮を作ったり、メセナと称して美術作品を買ったり、果ては総会屋にまで大盤振舞いした企業もあった。そしてバブルが崩壊したら、見るも無惨な姿となってしまった。かくして90年代の日本企業は、過剰生産設備を抱えて、バランスシート調整に苦しむことになった。

対照的に、米国型経営で育った企業は、無茶をしようにも株主という怖いお目付役のお父さんがついていて、収益の望めないところへ資金を投じようものなら、「そんな金があるなら配当に回せ」と怒られる。企業はリストラをして社員を減らしたり、合理化や情報通信関連の設備投資を行い、経営体質をスリムにするように努めた。かくして労働生産性は一貫して向上し、収益力の高い体質が定着した。

その後の空白の十年を終えた今、あらためて日本と米国のどちらの経営手法が長期的視野だったかを考えると、当初の答えは逆転する。株主重視の経営によって、お金の使い方にディシプリンを買ってきた米国企業の方が、結果的には正解だった。株主よりも企業自らの論理を優先した日本企業は、ついつい自分を甘やかして弱い体質になってしまった。「短期的にはお母さんでも、長期的にはお父さん」というのが今日の結論である。

## 課題となった資本効率の追求

日本企業の多くは、これまで「優しいお母さん」、すなわち「物言わぬ投資家」の下で経営を行ってきた。企業は配当を低く抑えて、利益を大胆に再投資に向けることができた。企業が高度成長を続けている間は、それでも問題はない。今日でもマイクロソフトが株主への配当を行わないように、企業が成長期にあって株価が上昇しているうちは、投資家は大概のことは許してくれる。問題は成長が止まったときだ。財務諸表を細かくチェックして、経営に口を出し、駄目だと思ったら経営者を変える。それが株主の当然の権利というものだ。が、そういう常識

はほんの20年前の日本ではめずらしかった。

筆者は1984年に入社したが、新入社員向けの研修でマネジメント・ゲームというのをやらされたとき、そのルールは「誰がいちばん自己資本を増やせるか」で勝敗が決まったことが印象に残っている。つまり自己資本は「多ければ多いほどいい」。資本効率とかROEという発想は、まったく存在しなかった。そもそもバブル期以前の社員は、自社の株価がいくらかなどほとんど気にしなかったし、株主は大切だということは理屈の上で知ってはいても、それがなぜかは釈然としていなかった。

こんな調子だったから、バブル期の外国人投資家は目をつぶって日本株を買っていたそうである。日本企業は配当性向が低く、情報開示も消極的で、経営に口出しもできない。それでもグローバルなポートフォリオを考えたら、一定割合は買わなければならない。しかし金融商品としては決定的に魅力がない。ある外国人アナリストいわく、訪問した先の銀行の経営者が、「わが社の含み益は1兆円」などという自慢をした。「だったら、なぜそれを株主に還元しない」と飽きかえったが、そういう発想はもちろん存在しなかった。

さすがに最近では、こういう話は聞かなくなった。企業経営に関する常識は、この10年で劇的に変化した。投資家がまともに企業を監視している環境下においては、企業経営は資本効率を意識せざるを得ない。企業は自己資本、言い換えれば株主のお金を、どれだけ有効に活用できるかを競争しなければならない。

資本効率をきびしく追求するためには、利益を伸ばすということと同時に、無駄な資金を使わないことが重要になる。予定以上の利益が出た場合は、発行株数を減らすなどして自己資本をコントロールした方がいい。「儲かったら、とりあえず株か不動産を買って内部留保を増やしておこう」といった考えは、根本から否定されるようになった。

端的に言えば、従来の日本型経営においては、経営者はバランスシートの左側だけを見ていればよかった。右側の心配はメインバンクがなんとかしてくれたのだ。最近では、社長がアナリストの質問を恐れて説明会に出てこないようだと、株価に差し支えるようになっている。これはひとつの進歩だと受け止めていいだろう。

## 活発な企業法制の改革

日本型資本主義は大きな転換期を迎えている。単に経営者の意識が変わっただけでなく、企業経営を取り巻く仕組み自体が変わりつつある。

実際、日本の企業社会においては、ここ数年の間に重要な制度改革がたくさん行われた。少し遡ってみるだけでも、持ち株会社、株式交換制度、会社分割制度、民事再生法、ストックオプション、時価会計、金庫株、連結納税制度などが思い浮かぶ。これらは株主重視経営を実施するための重要な制度的インフラといえる。

これだけ多くの法改正が、民主的な手続きを踏んだ上で成立していることはもっと注目されていい。「改革が進まない日本」などというのは、とんでもない誤解である。問題はこれらの

改革が、そのときどきの流行の議論に流されるように五月雨式に成立しており、全体を見通すビジョンや哲学が欠けていることだ。

商法第2編「会社」の第4章「株式会社」の各条項（165条から456条）は、株式会社法と呼ばれる。この部分はなんと昨年1年で3回も改正された。なおかつ、今年も新たな改正が予定されているという。

## 平成13年度株式会社法の改正点

### (1) 6月改正（10月施行）

要点：自己株式の取得・保有を認める（いわゆる金庫株の解禁）

額面株式制度の廃止、単元株制度の創設

目的：株価対策、企業再編の可能性を高める、個人投資家対策

### (2) 11月改正（今年4月1日施行）

要点：新株の有利発行に関する規制緩和、種類株式制度の改善、新株予約権制度の創設、

インターネットによる情報公開の認可

目的：トラッキングストック、ストック・オプションの拡大

### (3) 12月改正（今年5月1日施行）

要点：株主代表訴訟制度の改正、取締役の責任軽減、監査役の機能強化

目的：コーポレート・ガバナンスの改善

(1)は経団連の要請によるもの、(2)は現状の追認、そして(3)は行き過ぎの是正など。株式会社法は、商法の中でももっとも頻繁に改正されているそうだが、ここまで来るといささか「朝令暮改」の感も否めない。いずれにせよ、株主重視経営のためのインフラ整備は急ごしらえて進んでいる。

## 会社は誰のものか

なぜ株主重視経営が正しいのか。その理由付けとしては、「企業経営において最大のリスクを負っているのは株主だから」ということがいわれている。

企業の売り上げから、最初に「取引先」が原材料費やサービス料を受け取る。次に「社員」が給与や販売管理費を受け取る。ここで経常利益が残れば、「経営者」がボーナスをもらう。最後に残った税引き後利益から、配当が「株主」に還元される。企業が赤字になると株は無配になるし、倒産すればそれこそ株は紙切れになってしまう。このように株主は「残余の請求者」であるために、「企業は株主のもの」と主張できるのである。

この理屈は分かりやすいが、反面、いくらでも反論を加えることができる。「企業は株主だけのもの」ではないからだ。

まず、企業の「売り上げ」はもともと「顧客」が支払ったものである。企業のステークホルダーの中で、もっとも重要なのは顧客であり、第一義的には「会社は顧客のもの」でなければならない。企業経営は株主以上に「顧客重視」である必要がある。

次に、終身雇用制のような特殊なルールを前提にすると、実は企業に対して最大のリスクを負っているのは社員であると言えないこともない。株主はいつでも売り逃げができるが、社員は簡単に転職ができるとは限らないからだ。その意味では、「会社は社員のもの」という意見にもそれなりの正当性がある。実際、会社の将来をもっとも真剣に考えているのは、ミドル層であった、ということはめずらしいことではない。

要するに、企業経営に「これが正しい」という絶対的な尺度はないのである。冒頭に述べたように、高い資本効率を求めることは正しいことだ。だが、それも時と場合による。たとえば投資対象として「ROE 20%」を求めるとしたら、これは「資本金100億円の会社は毎年20億円は利益を出さなきゃ駄目」という高いハードルを意味する。目標としては大いに結構。しかし、すべての産業がそんなに高いROEを達成できるはずがない。すべての投資家がROE 20%にこだわると、資本効率の低い業界には資金が流れないことになってしまう。

実際に1999年から2000年にかけて、米国の株式市場では高い資本効率を求める資金が、IT分野の企業に集中した。おかげでハイテクバブルが発生し、崩壊した。2000年3月には5000 pを超えていたナスダック指数は、現在では1500 pを下回っている。全部の投資家が資本効率という単一のモノサシにこだわった結果がこれである。

もうひとつ、米国発の貴重な教訓としてエンロンのケースを挙げることができよう。企業が情報開示を行うのは重要なことである。しかし経営者と投資家の間には、必然的に情報の非対称性がある。頭のいい経営者がその気になれば、投資家を欺くのは簡単なことだ。それではまずいので、SECや会計事務所や格付け機関や株式アナリストといったサブシステムがあって、不正が発生するのを防いでいる。エンロンのケースでは、会計事務所が粉飾決算の手助けをしていた。対策は取られるだろうが、同様の事件は今後も起きるだろう。

株主重視経営は完全なシステムでもなければ、資本主義の究極の姿でもない。日本企業が大勢として米国型の株主重視経営を追うのが今後の趨勢であるにせよ、金科玉条のように捉えるのは勧められることではない。それ以前に、いくらでもやることがあるはずだからである。

## 経営に緊張感をもたらすもの

国民福祉税騒動が収まり、細川＝クリントン会談が決裂し、北朝鮮核疑惑が表面化した1994年2月。舞浜のヒルトンホテルでは、第一線の経営トップたちによる注目すべき会議が行われていた。のちに「舞浜会議」と呼ばれたこの会合は、コーポレート・ガバナンスがテーマだった。わが国におけるこの種の議論のまさに草分けであったと誇っていいだろう。

このときに参加した12人の経営者が、経営問題を論じている『日本企業のコーポレート・ガバナンスを問う』（品川正治、牛尾治朗編／商事法務研究会／2000年）という本がある。学者

ではなく、経営の現場からの意見が飛び交っていて興味が尽きない。

「経団連がいていた共生論はアロガントな発想」（鈴木忠雄・メルシャン）、「日本の経営者は自分の体験を普遍化してしゃべる訓練をしていない」（堤清二・セゾン）、「商法学者が既得権を守ろうとするからいけない」（諸井虔・太平洋セメント）、「企業にも憲法改正の時期が来ている」（品川正治・日本火災）など、刺激的な発言が多い中で、筆者が気に入っているのは、以下の椎名武雄氏（日本IBM）の指摘である。

株主が重要だ、従業員が重要だといってみても、両方大切に決まっている。たまたま今までは、企業にとっての必要な資本が株式よりも金融機関による直接の資金援助で成り立っていたわけです。私はコーポレート・ガバナンスの議論のときによく言うのだけれども、「日本にコーポレート・ガバナンスがなかったということはありませんよ」と。コーポレート・ガバナンスを私流に言えば、それは企業にとって怖いものというか、社長が経営するときに常に頭に入れておくものなのです。（271p）

戦後の日本企業にも、コーポレート・ガバナンスのための仕組みはあった。企業経営者にとって、怖いものはたくさんあった。取引先、銀行、官庁、労働組合、業界団体、会社のOBなどである。1980年代以前の日本企業においては、これらのステークホルダーズが企業の暴走をチェックしていた。最近では、マスコミ、格付け機関、アナリストなども似たような働きを行っているといえる。株主による経営のチェックはもちろん重要だが、それがすべてではない。コーポレート・ガバナンスとは、経営者に健全な緊張感を持たせるような仕組みのことと考えればいいのである。

こういった観点からすれば、執行役員制度、社外取締役、アドバイザー・ボードの導入などの試みは、各企業がその気になればすぐにでもできる現実的なコーポレート・ガバナンスの改善策といえよう。要は経営者を「裸の王様」にしないことである。

チェック機能が働きにくい業界もある。たとえば流通は、伝統的に「ワンマン経営者」が生じやすい業界である。"Retail is detail."（小売は細部に宿る）といわれるように、この世界はカリスマ型の経営者が求められる土壤がある。中にはイトーヨーカドーのように優れた経営者を輩出する企業もあるが、ダイエー、マイカル、三越、西武などのように、かつて「ワンマン経営者の暴走」を許してしまった企業も目立つ。これはおそらく、「バイヤー」の立場に立つ流通業界には取引先からのプレッシャーが少なく、顧客である消費者はそうそう違う店を選ぶわけにいかないから、という構造があるからだと思う。

企業が事故を起こさないようにするには、「外部の眼」を上手に活かして経営に緊張感を持たせることである。そうすることが、結果として株主の利益にもなる。コーポレート・ガバナンスの議論は、下手に形や制度論から入るのではなく、経営に対する重層的なチェック体制をいかに作るかを考えるべきではないだろうか。

< 今週の”The Economist”から >

”The world through soccer's eyes”

June 8<sup>th</sup> 2002

「サッカーの眼で見た世界」 ( p.73 )

Books and arts

\* ちょっと気分を変えて、”The Economist”誌の書評欄を取り上げてみました。いや、ちょっと気になる話題なものですから。

< 要約 >

近年まで英国における「スポーツもの」には非公式な階層があった。米国における野球のように、面白い本は出るのはクリケットに限られ、サッカーに関する本ときたら、満足に字も読めないような極め付けのファンにお似合いの中身の薄い代物がほとんどだった。

ここ10年でそれが変わった。英国の人気作家Nick Hornbyは、”Fever Pitch”(ピッチの熱情)のペンネームで、人気クラブのアーセナルを応援する本を著した。この本は、同じ熱狂を共有する男たちと、気の毒な妻たちの心の琴線に触れた。

サッカーを窓として文化を描く一連の作品が続いている。Simon Kuperの”Football against the Enemy”は、サッカーと政治とナショナリズムの問題を取り上げた。Jimmy Burnsによるマラドーナとバルセロナのサッカークラブに関する本は、それぞれアルゼンチンとカタロニア文化に関する好著となっている。FT記者であるJonathan Birchallによる”Ultra Nippon”は、日本におけるプロサッカーリーグの立ち上げを通して、この国の風変わりな姿を描いている。

Alex Belloによる”Futebol:Soccer the Brazilian Way”は、急成長中のサッカーものというジャンルに、よくできた楽しさを加えている。著者は「サッカーを通じて見たラ米最大の国を描きたかった」と言う。リオのカーニバルやアマゾン以上に、サッカーはブラジルの印象を形成している。「われわれがブラジルを愛するのは、ファンが熱狂的であり、ナショナルチームが理想境のような人種の調和を醸し出すからだ」。本年度ワールドカップにおけるブラジルチームを見ると、サッカーとブラジルの恋愛感情が続くことは間違いないようだ。

序章では、海外でプレーして暮らしている200人ものプロサッカー選手を訪ねる。また、ブラジルを代表する金色のジャージをデザインした人間が、ウルグアイのサポーターになっていることを紹介する。終章に向かうにつれて本書は深刻さを増し、現代のブラジルサッカーの腐敗が、この国全体の状況と似通っていることを検証する。

Bellosの作品が「サッカーもの」が真面目で面白いことを示す好例なら、Michel Crickによるマンチェスター・ユナイテッドの名物監督の伝記”The Many Sides of Alex Ferguson”は失敗作だ。著者の真骨頂は、ジャフリー・アーチャーのような悪人を描くことにある。著者自身がマンチェスターのファンを自白しており、英雄崇拜は似つかわしくない。本書はプロらしい仕事で、ベッカムのような若手を育てたのは、アレックス卿ではなく副コーチであったことを示唆している。アレックス卿はワルの親分として描かれているが、本当のところはよく分からない。本書は万人向けではなく、ファンにだけ向けられたものである。

## < From the Editor > ジャパン・ブルーの進撃

約15分前に対チュニジア戦が勝利に終わり、興奮覚めやらぬ状態でこれを書いています。予選の3試合、日本にとっては理想通りの展開でした。宿願の決勝トーナメント進出が決まり、あと何試合か、興奮の時間を過ごすことができそうです。

ところで、日本のナショナルカラーは赤だと思っていました。なぜなら、日の丸がそうだから。しかし、FIFAワールドカップを見ていると、どうやら違うようです。日本チームのユニフォームは青。応援団でスタンドは青一色に染まります。これが不思議とよく似合っている。オリンピックの開会式で、日本選手団がいつも赤いブレザーで行進するのを気恥ずかしく思っていたのですが、実は日本人は青の方が似合うのではないのでしょうか。赤が似合うのはむしろ韓国の方で、日本のナショナルカラーは青と考えた方がいいと思います。

色彩心理学によれば、青は清潔感、知的イメージ、精密な工業というイメージを与え、達成動機の強さを表すといわれます。周囲を海に囲まれていることといい、国の象徴とも言うべき富士山の色合いといい、対外的な日本のイメージとしても、赤よりは青がぴったりくるような気がします。

今日の筆者はワイシャツもネクタイも青にしました。次の試合もこれで行きます。ジャパン・ブルーの快進撃が1試合でも長く続くことを祈って！

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社および株式会社日商岩井総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1

日商岩井総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp)