

第1章

コーポレート・ガバナンス論と日本企業の経営

松村勝弘

第1節 「失われた20年」における日本企業の経営と日本的経営

周知のように1980年代後半のバブルが崩壊し、金融危機を経て、日本経済はこの20年間低迷を続けている。日本企業の業績も低迷を続けている。90年以後今日までの低迷状態を指して、しばしば「失われた20年」などと揶揄されている。⁽¹⁾このような日本企業の低迷とは対照的に、リーマン・ショックまではアメリカの経済は好調であった。かつて、ジャパン・アズ・ナンバーワンともてはやされた日本経済・日本企業は、今やアメリカを見習うべしとまで言われるに至っている。その中で、かつて高くもち上げられていた「日本的経営」も遅れた経営スタイルではないかという風潮が高まった。この間、何度も企業不祥事が発覚し、日本企業のガバナンスが遅れていると言われ、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の改革の必要性、さらには、いわゆる株主重視、市場重視、企業価値重視の必要性が叫ばれた。⁽²⁾アメリカの「株主重視に徹底したコーポレート・ガバナンス（企業統治）は、大企業に利潤景気をもたらしている」と認識されていた。⁽³⁾そこで、日本では会社法、金融商品取引法をはじめとした制度整備も行われた。しかし、ガバナンス改革を行った日本企業でパフォーマンスの改善が見られるかどうかに関する実証研究も行われているが、安定的な結論は得られていない。実際、どうひいき目に見ても、この間、平均的な日本企業のパフォーマンスが改善されているとは言い難い。法人企業統計年報などによると、この間の法人企業の総資本当期利益率は下げ止まっていない。また、富山（2010）は言う。「この20年間、大いに盛り上がってきたガバナンス論は、

エンロン事件やカネボウ事件といった日米の巨大粉飾事件、あるいは今回の世界金融危機、リーマンやGMの破綻に対して、何らかの実効的な予防策、処方箋を提示してきたのか⁽⁴⁾。

日本企業の行動様式はこの間変化したのであろうか。近年の企業価値経営や成果主義などに代表される、いわばアメリカ型の経営方式が日本に根づきつつあるという主張が一部に見られるが、われわれの分析によれば、いわゆる日本の経営の様々な仕組みが色濃く残っていることがわかった。それはそのほうが企業存続にとって、企業の維持拡大にとって、よいことだと認識されているからだ⁽⁵⁾と考えるべきだろう。

ところが、近年の日本企業のパフォーマンスの低さに由来するであろうアメリカの経営賛美の風潮から、アメリカ型コーポレート・ガバナンスの導入を主張する向きが多かった⁽⁵⁾。最近に至るもコーポレート・ガバナンス強化を訴える声は強い。

第2節 コーポレート・ガバナンス(企業統治)から見た日本企業の現状

(1) コーポレート・ガバナンス(論)とは

まず、コーポレート・ガバナンス論とは何かを考えておきたい。所有と支配の分離論としてこれが提起されたのは古く、1932年のA. A. バーリとG. C. ミーンズによる『近代株式会社と私有財産』⁽⁶⁾によってであった。しかし、コーポレート・ガバナンス論という形で、問題が論じられるようになったのは、そんなに古い話ではない。コーポレート・ガバナンスがアメリカで問題にされ始めたのは、70年代後半からであり、当時の企業不祥事などを契機に企業の社会的責任が叫ばれ、これに対応する形で法律などの分野で、会社の機関構成をどうすればよいのか、などという問題意識から論じられたように思われる。

ただ、最近のコーポレート・ガバナンス論は、それだけではなく、ファイナンス論ないし経済学の流れを汲んだエージェンシー理論によるものが、むしろ主流であるように見受けられる。これがまた商法・会社法にも影響を及ぼして

いるようであるが。すなわち、今日企業経営はますます複雑になり、株主は企業の内情についての情報を得ることは少ない。その点、経営者は内部情報を握っているため、彼ら間での情報格差は大きくなっている。建前としては、株主は経営者に経営を任せていることになっている。M. ジェンセンらによって、このロジックは整理された。つまり、株主が主人公(プリンシパル)であり、経営者はその代理人(エージェント)であるに過ぎないことになっている。しかし、彼ら間に情報格差があるため、株主はコスト(モニタリング・コスト)をかけて経営者を監視しなければならない。経営者として株主の不信を招くようでは資金調達もままならないから、経営者の行動につき申し開きをしなければならない。株主に提供された情報が適正なものである旨を保証するためにコスト(ボンディング・コスト)をかける必要がある。これらエージェンシー・コストをかけないと、株主と経営者の信頼関係を維持して株式会社を運営することができない。これがいわゆる、エージェンシー理論⁽⁷⁾が説くところである。株主による経営者規律づけだけでなく、その後ジェンセンは、さらに負債を利用した買収であるLBOは、金余り企業の経営者を覚醒せしめるから有意義であると主張し、負債による経営者規律づけをも主張している⁽⁸⁾。

株主は取締役を選任して経営者を監視しなければならない。しかも経営者の意のままになるような人間を取締役(内部取締役)にするのではなく、経営者へのお目付役として外部から取締役を選任しなければならないと言われている。エンロン事件をきっかけに、最低でも取締役の過半数は社外の人間にすべきであるというのがニューヨーク証券取引所の規則である。また、TOBなどを通じた経営権市場が株主の経営者に対する牽制となっているとしている。ただ、ファイナンス論では、「市場の力が経営者をして株主利害を核に据えた行動をするよう強いる⁽⁹⁾」と考える。会社は国家の監督ではなく、所有者などの間の契約の産物であると考え、不必要な規制は不要である⁽¹⁰⁾と考えるのである。このような契約と市場の力がエージェンシー・コストを軽減すると考えるのである。まさに、規制不要論、市場原理万能論である。ファイナンス論から提起され始めたコーポレート・ガバナンス論は株主主権的、市場原理主義的色彩を帯びて

おり、ここではこれを「狭義のコーポレート・ガバナンス論」と考えたい。

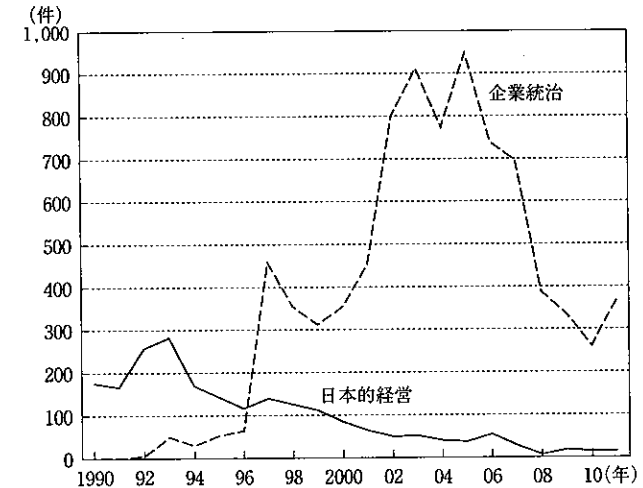
(2) コーポレート・ガバナンス論の構造と日本的経営

コーポレート・ガバナンス論は1990年代後半から今日に至るまで、日本企業における相次ぐ不祥事発覚、経営不振を背景に、それが「日本企業再生への道」⁽¹¹⁾であるとして論じられてきている。90年代後半において、日本でコーポレート・ガバナンスが盛んに論じられた意義についてはすでに松村⁽¹²⁾ならびに松村⁽¹³⁾(1997)で詳述したので、ここでは簡潔に触れるにとどめたい。

日本で最初に体系的にコーポレート・ガバナンスを論じたのは、渡辺・山本⁽¹⁴⁾(1992)であろう。この論文の影響力は大きかったと思われる。『平成5年版経済白書』もほぼ同じ主張をしているから、そのように推測できる。その後の日本におけるファイナンス論型のコーポレート・ガバナンス論は、ほぼこの主張を基礎に展開されていると書てよい。その言うところは、つまるところ、高度成長期から安定成長期にかけての日本企業はメインバンク制の下にあり、株式相互持ち合いも行われていたので、株主からの経営者への規律づけは弱かったけれども、銀行が金利支払いを求めるとい形での、規律づけを行っていた。近年、借入金依存度も低下してきているので、いわゆる「借金の規律」には期待できないので、「(証券)市場の規律」ないし株主による経営者への要求を強める必要があるというものである。この論文は、先に紹介したジェンセンの論文に触発して書かれたものであった。⁽¹⁴⁾ここからも上記渡辺・山本論文はまさにファイナンス論のロジックで書かれたものであることがわかる。上記渡辺・山本論文を受けて、翌1993年7月6日に証券団体協議会より『コーポレート・ガバナンス(企業統治)のあるべき姿』が発表された。その発表を報ずる『日経金融新聞』93年7月7日号の記事の見出しは、ずばり「株主重視の経営提言——政府に推進要求」となっている。

「日本的経営」ではなく「企業統治」こそが必要であるという風潮が当時見られた。1993年の日経記事に見られる論調がそれを表している。そこでは、「日本的経営」から「企業統治」「市場原理主義」へ移行すべきことが標榜され

図1-1 「企業統治」と「日本的経営」関連日経記事件数



(出所) 日経テレコンより筆者作成。

ている。実際、日経4紙記事で「企業統治」と「日本的経営」というタームの現れる頻度をグラフにしてみると、図1-1のようなものであった。日本的経営というタームと入れ替わりに企業統治というタームの頻度が90年代半ば以降高まっていることがわかる。

「企業統治」と「日本的経営」は対立した用語であるかに見える。それは、「企業統治」=株主重視、「日本的経営」=従業員重視とすれば、それが対立するのは当然かもしれない。かつて、伊丹敬之は『人本主義企業』という著書の中で、その対立構図を示した。すなわち、長期継続的雇用を行って従業員を重視する、いわば「経営者・従業員共同体型の企業」を指して、「人本主義企業」⁽¹⁶⁾と称している。米国型の株主重視、資本市場重視型の企業を「資本主義企業」というのに対して、日本企業は「人本主義企業」であるというわけである。他方、米カリフォルニア州職員退職年金基金カルパースの助言役を務めるスパークス・アセット・マネジメント投信の阿部修平社長によると「株主重視の企業統治に理解のある企業を選ぶ方針」⁽¹⁷⁾だと言う。また、「もの言う株主」として

名をあげた村上ファンドの村上世彰氏が盛んに活動していたのも、2000年代前半であった。02年の新聞記事で、村上世彰氏は「投資先の経営者とは対立しながらも株主の権利を声高に主張し、投資先企業が株主重視の経営へと転換することを求めてきた⁽¹⁹⁾」と言っていた。まさに、「企業統治」=株主重視対「日本の経営」=従業員重視、という対立図式が見える。『日本経済新聞』2000年7月17日号における「株主重視は企業を強くするか——村上世彰氏、伊丹敬之氏（けいざい闘論）」と題する対談でもその対立図式を読み取ることができる。まさに、株主主権（村上）と従業員主権（伊丹）のバトルがかわされている。資本主義対人本主義の応酬である。

日本企業ではメインバンク主導の相互持ち合いの下で、株主の要求も強くなかったのが、長期的視野の経営ができたと言われている。しかし、金融危機の後、2001年の時価主義の導入⁽²⁰⁾もあって銀行は株式をもちきれなくなり、制度的にも銀行の株式保有制限⁽²¹⁾が強まったこともあって、相互持ち合いが崩れ、その間隙を縫って、外国人機関投資家の持株比率が高まった。すなわち、外国人株主の持株比率は1990年度4.2%、2000年度13.2%、2010年度22.2%と高まってきた。しかも株式取引に占める外国人株主の比重はさらに高い。それは50%を超えている。すでに98年には、「海外の投資家・株主が日本企業の経営に一段と大きな影響力を行使し始めた。米欧の有力な機関投資家は今年に入って相次ぎ自社株買いや取締役会の見直し、情報公開の強化などを求めてきた。日本企業の大株主である米欧企業は経営トップの刷新から事業計画の抜本的手直しまで迫る。企業活動のグローバル化に続く株主構造のグローバル化は、『資本の論理』を通じていや応なく日本のコーポレートガバナンス（企業統治）のあり方をも揺さぶっている⁽²²⁾」と報じられていた。

(3) コーポレート・ガバナンス論の論調変化とハイブリッド化

その後、2005年のライブドア事件、村上ファンドによる阪神電鉄株へのTOBと阪急ホールディングスへの「売り抜け」の後、2006年それらの「首謀者」堀江貴文と村上世彰が逮捕・起訴され、さらに有罪判決が出た。しかも

2008年のリーマン・ショックと金融危機、救済策と国債大量発行でいったんおさまったかに見えた危機は、ギリシャ危機・ユーロ危機へと波及し、危機の連鎖を受け、市場万能論に疑問が呈され、さらには現代ファイナンス論に疑問が抱かれるようになった。このような流れの中では、コーポレート・ガバナンス論も株主重視・市場重視というコンテキストで語られることは少なくなってきた。先の図1-1からわかるように、コーポレート・ガバナンス関連記事も減少傾向にある。同じくコーポレート・ガバナンス（企業統治）が論じられていても、初期には「株主重視」を主張するために論じられていたものが多かったのであるが、最近では「ステークホルダー」の観点からそれが論じられているように思われる。

日本企業のコーポレート・ガバナンスに関する実証分析を行っている論文でも、日本企業ではコーポレート・ガバナンス的には一面的に株主重視のコンテキストでガバナンスが講じられているのではなく、従来の日本の経営との、いわば「ハイブリッド型」のガバナンス機構が取られているとしているものがある。

宮島（2011）は、次のように述べている。近年「日本経済をリードする大企業、あるいは近年急成長した新興企業では、伝統的な関係ベースの仕組みと、新たな市場ベースの仕組みとが結合するハイブリッドな企業統治の仕組みが支配的となっている⁽²³⁾」と言う。

しかし、そのようなハイブリッド化が何の軋轢もなく進んでいるのではない。すなわち、宮島はこのように言う。「銀行危機以降に進展した、伝統的な関係ベースの仕組みと新たな市場ベースの仕組みの結合（ハイブリッド化）にともなうコストが、日本企業の競争力の回復の制約の一因となっているのではない⁽²⁴⁾か」。制度間のモードの違いによる調整コストが発生したり、制度間の補完性が失われたことによるコストが生じたと言う。

第3節 コーポレート・ガバナンス論の問題点

(1) われわれの2010年調査：ハイブリッド型が多い

われわれは2010年夏にアンケート調査を行い、現在の日本企業は何を重視しているかなどを聞いた。ほとんどの質問で下記のような7点のリッカートスケールを利用している。これで企業が何（ここでは、どの利害関係者）を重視しているかを知らうとするものである。その質問フォーマットは表1-1のようなものであった。

回答の得られた会社のうち、分類可能な89社につき、クラスタ分類し、それぞれの特徴からハイブリッド型、日本的経営型、独立独歩型と名づけた。表1-2からわかるように、ハイブリッド型に分類された企業は全ての利害関係者を重視している。これに対して日本的経営型に分類された企業は「株主（事業法人〔外国籍の事業法人も含む〕）」と「銀行（メインバンク）」は重視しているが、他はさほどでない。とりわけ「株主（外国人株主・外国人投資家）」への重視度が低い。独立独歩型に分類された企業はどの利害関係者への重視度も低い。とりわけ「株主（外国人株主・外国人投資家）」への重視度が最も低い。それは外国人持株比率の低さなどから、そうなるのが理解できる。これら類型の企業ではさらに、海外売上高比率が低く、かつ比較的規模も小さい。

いずれにせよ、多くの日本企業で株主重視型へ一直線に進んできているわけではないことがわかる。その限りで、日本企業はハイブリッド型の様相を示しているとも言える。このことは先の宮島（2011）でもわかるが、2005年4月～2007年3月という調査期間に行われたアンケート調査を踏まえた別の研究でも明らかにされている。そこでは「この調査結果は、日本企業の人的資源管理が、バブル崩壊後の『失われた10年』を経て『脱日本的』要素を積極的に導入してきた一方、依然として『日本的』要素も多く併せもつ過渡期にあり、その性質は現在もなお変化し続けていることを示唆している」と言われている。

表1-1 アンケートの質問フォーマット

貴社において、以下の利害関係者との関係はどの程度重要ですか

①株主（事業法人〔外国籍の事業法人も含む〕）	1	2	3	4	5	6	7
②株主（外国人株主・外国人投資家）	1	2	3	4	5	6	7
③株主（個人）	1	2	3	4	5	6	7
④従業員	1	2	3	4	5	6	7
⑤銀行（メインバンク）	1	2	3	4	5	6	7

（注）1=全く重要でない、7=全く重要である。

表1-2 サンプルクラスタの財務指標の平均値

		サンプル全体	ハイブリッド型	日本的経営型	独立独歩型
企業数（社）		89	48	26	15
クラスタ分類指標	株主（事業法人〔外国籍の事業法人も含む〕）	6.00	6.56	6.04	4.13
	株主（国内機関投資家）	5.62	6.58	4.92	3.73
	株主（外国人株主・外国人投資家）	5.04	6.19	3.92	3.33
	株主（個人）	5.66	6.50	4.65	4.73
	銀行（メインバンク）	5.81	6.35	5.81	4.07
財務指標平均値	総資産（連結・単位：100万円）	536,402	836,180	261,853	53,000
	総資産経常利益率（連結期中平均・単位：％）	0.06	1.70	-0.71	-3.84
	株主持分比率（連結・単位：％）	47.70	47.52	43.27	55.93
	外国人持株比率（単位：％）	13.15	17.59	8.30	7.35
	海外売上比率（単位：％）	28.64	33.96	20.54	25.67

（出所）アンケート調査により、著者作成。

(2) ハイブリッド化の現状

宮島（2011）にしても、われわれの調査にしても、どうやらハイブリッド型が増えているように見える。この論文では、「伝統的な関係ベースの仕組みと、新たな市場ベースの仕組みとが結合するハイブリッドな企業統治の仕組み」と述べられている。

われわれの調査では、ガバナンスによって企業を類型化したがる、そこではとりわけ株主重視型のガバナンスの仕組みをもつがメインバンクも重視するハイ

ブリッド型と旧来のメインバンク重視型を継続している日本的経営型、それとあまり外部からの介入を意に介さない独立独歩型の3類型があることがわかった。

さらにわれわれは、どの経営指標を重視するかも問うている。ここでは、「目標利益」「目標売上高」「利益率 (ROA, ROE など)」「管理職・社員が自主的に設定した目標」「企業価値」「株価」「製品シェア」を例に挙げてどれを重視しているかを問うている。ハイブリッド型は、他の類型と違って、「企業価値」や「株価」を重視する度合いが大きい。またどのステークホルダーを重視しているかも問うているが、全ての類型の企業が顧客、従業員、取引先を重視していることがわかる (表1-3)。

そして、このようなハイブリッド型が調査企業の中では大企業を中心にかなりの比率 (89社中48社、つまり53%) を占めていることがわかる。他面で、どの類型の企業も従業員重視度合いは高い。ハイブリッド型といえども、その比率は高いことがわかる (表1-3)。その限りで、一方向的に株主重視へ進んできているわけではないことがわかる。

われわれの調査では、5年前と比べてどのステークホルダー、どの経営指標を重視するようになったのか、をも問うている。特に、どの経営指標を5年前より重視するようになったかをも聞いた結果、ハイブリッド型といえども顧客、従業員、地域住民、取引先の重視度合いが高まっている。

さらに興味深いことに、日本的経営型や独立独歩型企业であっても、われわれのアンケート調査では、現在はさほど重視されていないように見える企業価値や株価でも、例えば、企業価値重視度は日本的経営型4.885、独立独歩型4.533と重視しているともしていないとも言えない中立的数値4を上回っているのである。

このように見てくると、日本企業では、どの企業類型においてもある程度ハイブリッド化しつつあると言えるのかもしれない。

表1-3 類型別利害関係者重視度順

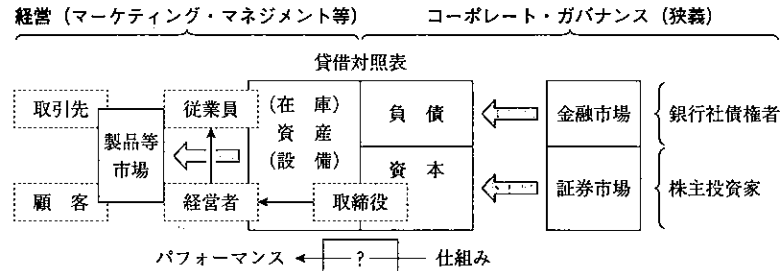
サンプル全体		ハイブリッド型		日本的経営型		独立独歩型	
顧客	6.461	顧客	6.813	顧客	6.269	顧客	5.667
取引先	6.247	株主 (国内機関投資家)	6.583	取引先	6.077	取引先	5.600
従業員	6.112	株主 (事業法人 [外国籍の事業法人も含む])	6.563	株主 (事業法人 [外国籍の事業法人も含む])	6.038	従業員	5.267
株主 (事業法人 [外国籍の事業法人も含む])	6.000	従業員	6.542	銀行 (メインバンク)	5.808	株主 (個人)	4.733
銀行 (メインバンク)	5.809	取引先	6.542	従業員	5.808	地域住民	4.267
株主 (個人)	5.663	株主 (個人)	6.500	株主 (国内機関投資家)	4.923	株主 (事業法人 [外国籍の事業法人も含む])	4.133
株主 (国内機関投資家)	5.618	銀行 (メインバンク)	6.354	同業他社	4.692	アナリスト	4.133
地域住民	5.270	株主 (外国人株主・外国人投資家)	6.188	株主 (個人)	4.654	銀行 (メインバンク)	4.067
アナリスト	5.056	地域住民	5.917	地域住民	4.654	同業他社	4.067
株主 (外国人株主・外国人投資家)	5.045	アナリスト	5.792	国・地方自治体	4.615	マスメディア	4.000
国・地方自治体	4.854	国・地方自治体	5.417	アナリスト	4.231	株主 (国内機関投資家)	3.733
同業他社	4.809	マスメディア	5.250	マスメディア	4.154	国・地方自治体	3.467
マスメディア	4.719	同業他社	5.104	株主 (外国人株主・外国人投資家)	3.923	株主 (外国人株主・外国人投資家)	3.333

(出所) アンケート調査により、筆者作成。

(3) コーポレート・ガバナンスと経営のあり方の関係：日本企業における経営革新の必要性

コーポレート・ガバナンスのあり方が、日本的経営を可能にしたと単純には言えないだろう。相互持ち合いがそれほど進んでいなかった頃から、日本的経営は行われていた。どのようなガバナンス・システムであれば、日本的経営が

図1-2 経営のあり方とコーポレート・ガバナンスの関係



(注) 「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。
(出所) 筆者作成。

行われやすいと言うようなものではないのではなかろうか。日本的経営は、ガバナンス・システムとは相対的に独自に存在し得るものではなかろうか。経営のあり方とコーポレート・ガバナンスとの関係を、筆者なりに図解したのが図1-2である。

日本的経営とは、経営のあり方の問題であろう。図1-2でいうと貸借対照表の左側の問題であろう。他方、ファイナンス論で問題にしているコーポレート・ガバナンスとは資本提供者が経営をどのように規律づけるか、を問題にしている。図1-2に見るように貸借対照表の右側の問題であろう。次元が違う。

企業統治、株主重視が最も盛んにもてはやされた1997年に日本経済新聞社が国内外の産業取材記者(107人)の投票で「97年経営革新企業ランキング」を選んだところコーポレート・ガバナンス(企業統治)で「最も評価できるのはソニー」だった。しかし、経済産業省の一役人は次のように言っていた。「株主重視の経営が標榜されるが、企業の最大のステークホルダーは売却で退出できる株主ではない。経営者と従業員こそ最大のステークホルダーである。その最大のステークホルダーが高い志で一体化して働くとき企業価値は最大限に高まる。経営に関してははずぶの素人の大学教授や女性ジャーナリストなどを社外重役に送り込んで、形だけ欧米企業のスタイルを真似て『コーポレート・ガバナンスに先進的な企業』などと名乗る企業こそ、経営者が企業統治の本質をわか

っていない危ない企業と言えるだろう³⁰⁾。ここで、経営に関してははずぶの素人の大学教授を社外重役に入れたのがソニーで女性ジャーナリストを入れたのが三洋電機であることは、事情を知っている人間ならすぐにわかる。その後この両社がどうなったかは、周知の所である。コーポレート・ガバナンスが必ずしも経営に有効であるとは言えないであろう。

ここで考えておかなければならないことは、ハイブリッド型と言う場合、何と何との間のハイブリッドかということである。宮島(2011)の言うハイブリッドとわれわれの言うハイブリッドとはそれが違う。宮島(2011)は「伝統的な取引ベースの仕組みと、新たな市場ベースの仕組みとが結合するハイブリッドな企業統治」をハイブリッド化と言っているようである。その中には、コーポレート・ガバナンスのあり方と経営のあり方が混在している。関係ベースという言葉の中に、長期雇用、サプライヤーとの間の長期取引などを含んでいることからそれがわかる。われわれの場合、さし当たりコーポレート・ガバナンスのあり方がハイブリッド化している類型をハイブリッド型と言い、それら企業がどのような経営のあり方を示しているかを明らかにしている³¹⁾。

コーポレート・ガバナンスと経営のあり方は相対的に独自のものである。コーポレート・ガバナンスのあり方が経営のあり方に影響を与えとしても、経営は製品市場で、仕入れる場合は仕入先、取引先との関係に大きな影響を受けるが、とりわけ販売の場合は顧客に受け入れられなければ、企業存続すら危うい。ここでのマーケティングやイノベーションが企業の存続を左右する。経営者は資金提供者のことを考えることもあるだろうが、日々考えることは顧客のことであろう。このことは、先のわれわれの調査結果、表1-3でどのタイプの企業であれ、顧客を第1に考えていることからわかる。ここからも、われわれの分析が現在の日本企業の行動様式を分析するのに有用であることがわかる。

宮島(2011)は「銀行危機以降に進展した、伝統的な関係ベースの仕組みと新たな市場ベースの仕組みの結合(ハイブリッド化)にともなうコストが、日本企業の競争力の回復の制約の一因となっているのではないか」と言っているが、むしろ、コーポレート・ガバナンスをめぐる制度改革に振り回され右顧左眄し

た企業は競争力を弱めたのではなからうか。ここでのまとめに基づいて整理するとこうなるであろう。企業の競争力の源泉はどこにあるか。それは図1-2で言えば、左側、現実の企業の経営力にある。右側、いわゆる狭義のコーポレート・ガバナンスは何ら経営力強化につながらない。右側ばかりにかまけていて、左側の経営改革を怠り、経営改革を進めないと、企業の競争力は高まらない。つまり、コーポレート・ガバナンス論が経営者の意識を右側にばかり向けさせることによって、経営改革を怠らせ、コーポレート・ガバナンス論自体が近年の日本企業の競争力の回復を妨げていた可能性がある。日本企業の競争力強化に必要なのはコーポレート・ガバナンス（とりわけ狭義の）ではなく、経営革新なのである。われわれの調査はこれを示唆している。

〔付記〕 本研究は、文部科学省平成21～23年度科学研究費補助金（基盤研究〔C〕課題番号21530371・研究課題名「日本的経営と企業価値経営の融合に関する実証研究：ハイブリッド型日本的経営の探求」）を得て行ったものである。

注

- (1) 他面、エール大学教授ロバート・シラーのような、次のような評価もある。「バブル崩壊後、日本はうまくやってきた。経済は成長し続け、失業率も低い。問題は期待ほど成長率が上がらないことだ」（『日本経済新聞』2012年5月20日付）。
- (2) その代表的な主張として、大村・増子（2003）を挙げることができる。
- (3) 「高株価銘柄へ選別続く（先読み深読み）」『日経金融新聞』1997年8月4日付。
- (4) 富山，2010，106頁。
- (5) 一例を挙げておこう（岡部・藤井，2004）。ここではまた、先行研究も紹介されているので、参考になるだろう。2012年に入っても大玉製紙，オリンパス事件などをきっかけにコーポレート・ガバナンス強化を訴える声は強まっている。また、最近に至る動向については、萩下（2012）が参考になる。
- (6) 松村（1990）参照。
- (7) Jensen and Meckling, 1976.
- (8) Jensen, 1989, p. 64. また、松村（1995）を参照されたい。
- (9) Butler, 1990, p. 579.
- (10) *Ibid.*
- (11) 田村（2002）はそのサブタイトルに「日本企業再生の道」と付されている。

- (12) ここでは最も初期のもののみ紹介しておく。すなわち、松村（1994）がそれである。
- (13) 確かにすでに、『日本経済新聞』1991年5月13日付において、竹内弘高は「経済教室」欄において「企業、世界の市民権獲得を」という論考を書いているが、それはステークホルダー論によるものであった。また、92年5月には「日本の金融市場と企業経営行動——透明・公正な市場をめざして」という国際会議が開かれ、そこでの発表の内の4本と円卓討論が著作化された。平木編（1993）がそれである。そこで青木昌彦は「日米の企業統治構造は収斂するか」と題する興味深い発表をされており、年来のステークホルダー論に基づく主張を行っている。これらはしかし、その後の日本の論調を主導することはなかった。渡辺・山本の『財界観測』92年9月号に掲載された論考こそ、その後の日本のコーポレート・ガバナンス論を主導したと言えるであろう。それはその後の株主重視の流れの嚆矢であった。
- (14) この点は、1995年2月15日に行った、共著論文執筆者山本功氏へのインタビューで確認した。
- (15) 「似て非なるもの（大機小機）」『日本経済新聞』1993年9月18日付。
- (16) 伊丹，1987。
- (17) 伊丹，1987，38頁。R. ドーアの用語法によれば、これは「日本型資本主義と市場主義の衝突」ということになる（ドーア，2001）。
- (18) 「銘柄選択に変化の兆し——カルパースが示す新手法（スクランブル）」『日経金融新聞』2002年9月26日付。
- (19) 「迷走する企業統治東京スタイルの教訓（4）村上ファンドにアキレス腱（終）」『日経金融新聞』2002年7月19日付。
- (20) 政府は1998年、金融商品への全面時価会計導入を決定し、この結果、2001年9月から有価証券は目的に応じて、①売買目的の有価証券、②満期保有目的の債券、③子会社および関連会社株式、④その他の有価証券——に分類され、①と④に時価が適用されることとなった。これに関連して、藤原（2003）は「時価会計の導入時期と、売買を目的としない長期保有の有価証券に対する時価導入には、慎重さが欠如していたようだ」と言う。
- (21) 金融庁が2001年8月「銀行等の株式保有制限及び株式取得機構について」を発表し、これは2004年に施行された。
- (22) 「市場が変える日本型経営（上）海外投資家、経営に存在感（月曜ワイド）」『日経金融新聞』1998年6月8日付。
- (23) 宮島，2011，5頁。
- (24) 宮島，2011，29頁。どのようなコンテキストで、そうになっているかには、ここでは必ずしも十分には触れられていない。本章末尾でこの問題を改めて考えてみたい。

- (25) 平野, 2008, 91頁。
- (26) 企業価値という言葉が、日経4紙記事に多く出現し始めるのは1990年代後半であるが、とりわけ頻出するのは2005～07年である。ライブドア事件でこれへの関心が高まったことが背景にある。とりわけ「三角合併」制度を検討中だった「企業価値研究会」は「その研究会の名前に『企業価値』が入ったいきさつは次のようなものだったらしい。世界的なコーポレート・ガバナンスの議論では、株主主権を『株主価値 (Shareholder Value) 論』として語るが、それを100%は受け入れられない日本の特殊性を強調するために、株主価値でなく、『企業価値』を会の名前に入れた。そこには、グローバリズムを排除し、外資によるコントロールを警戒するという意図も明らかだった」。これは「ハーバード・ビジネス・スクールのクラナ氏の用語を借りれば、アメリカで90年代に完成された、経営者資本主義から投資家資本主義への移行が、もはや日本でも、完成しつつあることを象徴している」(ドーア, 2011, 219, 222-223頁)
- (27) 松村・飛田・篠田・田中, 2011b, 72頁。
- (28) 松村・飛田・篠田・田中, 2011b, 74頁。
- (29) 「97年経営革新企業ランキング——取締役会改革でソニー、人事制度では松下電器」『日経産業新聞』1997年12月29日付。
- (30) 石黒, 2003, 115-116頁。
- (31) ただし、われわれの類型化も松村・飛田・篠田・田中(2011a)ではコーポレート・ガバナンスと経営行動を混在したまま類型化を行っているが、松村・飛田・篠田・田中(2011b)では上述のようにコーポレート・ガバナンスのあり方でまず類型化し、それらの類型化された企業がどのような経営行動をとっているかを分析している。
- (32) 宮島, 2011, 5頁。

引用参考文献

- 石黒憲彦, 2003, 「産業再生への戦略」東洋経済新報社。
- 伊丹敬之, 1987, 「人本主義企業」筑摩書房。
- 大村敬一・増子信, 2003, 「日本企業のガバナンス改革」日本経済新聞社。
- 岡部光明・藤井恵, 2004, 「総合政策学ワーキングペーパーシリーズ No. 34 日本企業のガバナンス構造と経営効率性——実証研究」(<http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/ja/wp/WP34.pdf> 2012年6月1日アクセス)。
- 田村達也, 2002, 「コーポレート・ガバナンス」中央公論社。
- ドーア, R. / 藤井真人訳, 2001, 「日本型資本主義と市場主義の衝突」東洋経済新報社。
- ドーア, R., 2011, 「金融が乗っ取る世界経済」岩波書店。

- 富山和彦, 2010, 「カイシャ維新」朝日新聞出版。
- 萩下峰一, 2012, 「[研究ノート] コーポレート・ガバナンスの実態とその評価」『山梨学院大学経営情報学論集』第18号。
- 平木多賀人編, 1993, 「日本の金融市場とコーポレート・ガバナンス」中央経済社。
- 平野文彦, 2008, 「日本企業における日本的経営の変容に関する調査研究」『(日本大学経済学部産業経営研究所) 産業経営動向調査報告書』第31号。
- 藤原美喜子, 2003, 「読み誤った時価会計の導入時期」『(毎日新聞社) 週刊エコノミスト』2003年4月22日号 (<http://www.rieti.go.jp/jp/papers/contribution/fujiwara/02.html> 2012年6月1日アクセス)。
- 松村勝弘, 1990, 「『経営者支配』論と経営者権力の規制——バーリ=ミーンズ, ガルブレイス, ラーナーの所説の検討」『立命館経営学』第28巻第6号。
- 松村勝弘, 1994, 「バブル崩壊とコーポレート・ガバナンス論議の意義——日本型コーポレート・ガバナンスをめざして」『立命館経営学』第32巻第4・5号a。
- 松村勝弘, 1995, 「アメリカ経営財務論の現状と課題」角野信夫・生駒道弘編『現代株式会社と経営財務』文眞堂。
- 松村勝弘, 1997, 「日本的経営財務とコーポレート・ガバナンス」中央経済社。
- 松村勝弘・飛田努・篠田朝也・田中伸, 2011a, 「日本的経営の現状分析: わが国上場製造業への質問票調査を素材として」日本財務管理学会『年報財務管理研究』第22号。
- 松村勝弘・飛田努・篠田朝也・田中伸, 2011b, 「日本的経営の現状に関する実態調査: 上場企業を対象としたアンケート調査を中心に」『熊本学園会計専門職紀要』第2号。
- 宮島英昭, 2011, 「日本の企業統治の進化をいかにとらえるか 危機後の再設計に向けて」宮島英昭編『日本の企業統治』東洋経済新報社。
- 渡辺茂・山本功, 1992, 「日本企業のコーポレート・ガバナンス——戦後最低のROEから(90年代資本市場への提言⑫)」『財界観測』第57巻第9号。
- Butler, Henry N., 1990, "The Contractual Theory of the Corporation," *Corporate Practice Commentator*, Vol. 31, No. 4.
- Jensen, Michael C. and Meckling, William H., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4.
- Jensen, Michael C., 1989, "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, Vol. 67. (邦訳, 1990, 「LBO アソシエーション」『DIAMOND ハーバード・ビジネス』1月号)。