



企業価値向上の実現に向けて

- 経営者の果たすべき役割と責務 -

2006年4月12日
社団法人 経済同友会

- 目次 -

○ 提言概要	
○ はじめに	1
I 章. なぜ、いま企業価値(向上)が問われるのか	3
1) 経済のグローバル化の進展	3
2) 本格的なM&A時代の到来	3
3) 企業業績の二極化	4
II 章. 経営者にとっての企業価値	6
1) 「企業価値」をどう捉えるか	6
2) 「企業価値」を「株式時価総額」と捉える論拠	6
3) 公正かつ透明な資本市場の存在が不可欠	7
① 社会的責任(CSR)経営の実践と資本市場の制度インフラ整備	7
② 資本市場を欺く行為には厳しく対応を	8
III 章. 企業価値向上経営を目指して	9
1) 持続的な企業価値の向上こそ経営者の最大の責務	9
① 中長期に株式時価総額を高める経営を	9
② 経営者自らの行動、成果に対する説明責任	10
③ 経営者自らの成果に対するコミットメント	10
2) 市場に立脚した経営監視体制の確立を	10
① ガバナンス改革は喫緊の課題	10
② 取締役(会)の経営監視機能の強化を	11
③ 独立社外取締役の招聘により弛緩のない経営を	12
○ おわりに	14
○ 参考資料: 日米の社外取締役、社外監査役の現状及び独立性の要件	

《本文中の用語の定義》

経営者

本文における「経営者」とは、執行サイドの最高責任者(主に社長、CEO)を指すこととする。
わが国の場合、監視・監督機能を担う「取締役」と執行機能を担う「執行役(員)」との両面を併せ持つ(兼務する)経営者が主流だが、本来、この両者の機能は全く性質を異にするものであることを今一度確認しておきたい。

市場

本文中で「市場」という場合、物、サービスなどの所有権等の諸権利が取引(売買)される場を指し、そこでは需要と供給により、その価格が形成される。また、「資本市場」という場合、株式市場、社債市場、先物市場、コール市場等の金融商品(諸権利やその集合体)が取引(売買)される場を指し、そこでは適切な情報開示に基づく公正な価格形成が前提となる。

提言概要

I 章. なぜ、いま企業価値(向上)が問われるのか

企業を取り巻く環境の変化の整理

<経済のグローバル化の進展>

企業価値の向上が経営者にとっての至上命題に

<本格的なM&A時代の到来>

経営者が、改めて「企業の価値とは何か」を考える契機に

<企業業績の二極化>

いまこそ、経営者は企業価値向上に取り組むべき

II 章. 経営者にとっての企業価値

- 様々な議論はあるものの、経営者にとっての「企業価値」とは「株式時価総額」と考えるのが妥当である
- 本来、「企業価値」と「株式時価総額」は一致するはずだが、資本市場が完全であることはありえないため、両者の間には一時的に差異、乖離が生じる(資本市場の歪み)
- 「企業価値」を「株式時価総額」と捉える前提として、公正かつ透明な資本市場の存在が不可欠である。ゆえに、出来得る限り、そうした資本市場の構築(資本市場の歪みの極小化)を目指し、関係者はそれぞれの立場で努力しなければならない〔図1参照〕

〔 図1 〕 公正かつ透明な資本市場の構築を目指して -市場関係者が努力すべき具体的項目-

【 経営者 】

- ・資本主義に関する深い理解
- ・株式公開の目的とそれに伴う責任の再認識
- ・情報開示と説明責任の徹底
- ・コーポレート・ガバナンスの強化
- ・高い倫理観による経営

【 政府 】

- ・会計制度などの公平、公正な市場法制の整備、確立
- ・証券取引法違反等、市場を欺く行為に対する罰則の強化(民事・行政制裁等含む)
- ・資本市場の監視機能の強化
- ・公正かつ透明な資本市場の構築に資する金融商品取引法

【 株主・投資家 】

- ・市場参加者としてのモラル
- ・的確な投資判断能力
- ・自己責任概念
- ・経営者に対する適切な監視

【 監査法人 】

- ・適正な監査と監査結果に対するコミットメント

【 証券取引所 】

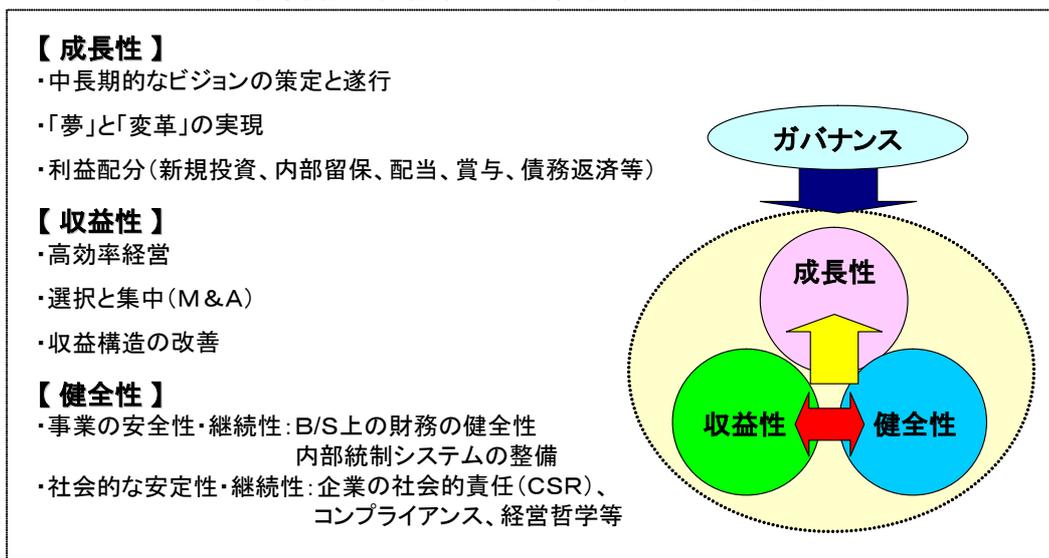
- ・透明性を高める上場規則等の整備とその厳格な運用
- ・上場時、上場後の審査体制の確立
- ・不正な取引を監視する仕組みの構築
- ・インフラの整備

Ⅲ章. 企業価値向上経営を目指して

1) 持続的な企業価値の向上こそ経営者の最大の責務

- 経営者は、中長期に株式時価総額を高める経営を志向すべきである。企業価値向上経営とは、株価(株式時価総額)そのものを高めることを目的とする経営ではなく、企業価値向上に対する不断の努力の結果として、中長期的に株式時価総額を高める経営である
- 企業価値向上に対する不断の努力とは、株主から預かった資本を効率よく活用し、「収益性」を追求すると同時に、財務面での「健全性」とCSR、コンプライアンスといった経営の「健全性」とを両立し、さらに、その両者の均衡の上に中長期的な「成長性」を実現させるための真摯な経営努力にほかならない〔図2参照〕
- 経営者による企業価値向上への真摯な取り組みとその成果が資本市場において公正に評価され、株価に正しく反映されるようにするため、経営者は、徹底した「市場との対話」(情報開示と説明責任)を実践すると同時に、自らの成果に対してコミットすることが重要である

〔 図2 〕 【 経営者が目指すべき成長性、収益性、健全性 】



2) 市場に立脚した経営監視体制の確立を

- 現在、立派な経営者の下で、持続的な企業価値向上を実現し、ガバナンスもうまく機能しているのであれば、何ら問題はない。しかし、万一、経営者に不作為、あるいは、倫理観に欠けた行動等があれば、企業価値が毀損されてしまう恐れがある
- 取締役会の最も重要な役割は、倫理観、価値観も含めた健全な経営、持続的な企業価値向上経営を実践できる経営者を選任することにある。ゆえに、取締役には、経営者が高い見識と倫理観を持って健全な経営を実践しているか、企業価値向上に真剣に取り組み、かつ、その成果が現れているかを、株主の代理人として公正に監視・監督することが求められる
- 経営者は、株主の意向に沿った効率的、自律的な経営を、より確実なものとするために、ガバナンス改革の第一歩として、独立性の高い社外取締役(独立社外取締役)を招聘し、有効に活用することが望まれる

企業価値向上の実現に向けて

- 経営者の果たすべき役割と責務 -

社団法人経済同友会

-はじめに-

昨年は、ライブドアによるニッポン放送の株式大量買付けを契機として、ポイズンピルやホワイトナイトといったM&Aの専門用語が日常生活の中で飛び交うようになり、敵対的買収と防衛策等、M&Aに関する議論も活発に展開された。「企業価値」という言葉がこれほど社会的に注目されたこともかつてない。

「企業価値」とは何か、という問いは、極めて深遠なる問いであり、経営者個々の経営哲学によるところも大きく、それぞれ意見も異なる。しかし、「企業価値の向上」の実現を全ての経営者が求められている以上、そもそも「企業価値」の意味が曖昧模糊としていては、企業価値向上の議論を具体的に行動に移し、実践していくことは困難である。

そこで、本提言では、まずⅠ章で「なぜ、いま企業価値(向上)が問われるのか」という問題意識から企業を取り巻く環境の変化を整理した。

Ⅱ章では、「経営者にとっての『企業価値』とは何か」について言及した。ここで、敢えて「**経営者**」に焦点を当てたのは、様々な意味を内包する一般論としての「企業価値」という言葉を用いることによって、議論が拡散することを防ぐとともに、企業価値向上の責務を負っている経営者が、「企業価値」を具体化しない限り、その結果責任を果たすことが困難なためである。

経営者が顧客の満足度や従業員のモチベーションの向上に努めるのは、当然のことである。同時に、資本主義経済の下では、株主の負託を受けた経営者が、業績や株式時価総額等に対してコミットすることが不可欠である。本文で、「経営者にとっての『企業価値』は『株式時価総額』である」と言い切らずに、敢えて「『株式時価総額』である」と考えるのが妥当である」と表現をしたのは、市場の未成熟さやその機能の限界を考慮した上で、改めて「企業価値」とは何かを突き詰めて考えた結果、やはり、企業が市場から定量的に受けた評価としての株価(株式時価総額)が最も客観性が高

いと考えたからである。

しかし、このことは、企業経営において株主の意向が全てにおいて優先され、従業員や顧客をないがしろにしてもよいということでは決してない。企業価値向上経営とは、株価(株式時価総額)そのものを高めることを目的とする経営ではなく、企業価値向上に対する不断の努力の結果として、中長期的に株式時価総額を高める経営である。そして、収益性と健全性の均衡の上を実現された成長性の果実は、何も株主だけのものではない。損益計算書の構成が示す通り、その果実は、取引先や従業員が享受した後に株主が受け取る。したがって、中長期に株式時価総額が高まることは、株主のみならず、従業員や取引先、顧客といった全てのステークホルダーにとっても、望ましいことといえよう。

一方、「企業価値」を「株式時価総額」と捉える前提として、経営者の企業価値向上への不断の努力とその成果が市場において公正に評価され、株価に正しく反映されること、すなわち、公正かつ透明な資本市場の存在が不可欠であり、その実現のためには、資本市場に関わる関係者がそれぞれの立場で努力することが強く望まれる。

Ⅲ章では、持続的な企業価値向上は、経営者にとって至上命題であり、経営者の行動いかんで企業価値は大きく変動するとの意味において、経営者の果たすべき役割と責務は極めて重いとの認識を示した。さらに、経営者には、自らの行動と成果に対する説明責任とコミットメントが欠かせない点も指摘した。

また、万一、経営者に不作為、あるいは、倫理観に欠けた行動等が認められる場合には、取締役会が経営監視機能を発揮すべきだが、従来の取締役会では、その実効性に乏しい面も否めない。したがって、まずは、ガバナンス改革の第一歩として、独立性の高い社外取締役(独立社外取締役)を招聘し、弛緩のない経営による、企業価値向上の実現を提言した。

I 章. なぜ、いま企業価値(向上)が問われるのか

1) <経済のグローバル化の進展>

—企業価値の向上が経営者にとっての至上命題に—

東西冷戦の終結、情報通信革命、交通・ロジスティクスの発達等に伴い、国境を越えた経済活動は飛躍的に拡大し、特にここ数年の経済のグローバル化の進展は著しい。こうした市場環境の変化によって、日本企業は、国内の競争だけでなく、世界市場で勝ち抜くための競争力を養うことが求められるようになり、グローバルな自由競争市場での競争力の強化と企業価値の向上が経営者にとっての至上命題とされるようになった。

一方、バブル崩壊後、株式持ち合いは急速に解消され、この10年余で株式の安定保有比率¹は、ほぼ半減した。この金融機関や事業会社が保有していた持ち合い株式の受け皿となったのが、外国人投資家と個人投資家である。外国人の保有株式比率は04年には23.7%に達し、個人投資家数も、株式手数料の自由化やオンライン取引の普及も相俟って、9年連続で過去最高を更新、3539万人に達した²。さらに、資産運用の受託者責任や投資リターンの極大化への要請が高まり(アセットマネジメントの時代)、いわゆる「もの言う株主」が登場、台頭するようになった。こうした資本市場の構造変化によって、株主、投資家の経営者に対する要求水準は年々厳しさを増している。

2) <本格的なM&A時代の到来>

—経営者が、改めて「企業の価値とは何か」を考える契機に—

日本においても、昨年の様々な敵対的買収騒動やファンドによる株式大量買付等を契機として、各所で敵対的買収とその防衛策といった、M&A(企業の合併・買収)に関する議論が活発に行われた。並行して行政や証券取引所においても、買収防衛策に関する指針や、TOB規制、上場規則の見直しといった関連法制、基準の整備が進みつつある。

一方、05年の日本企業によるM&Aは、前年比514件増の2725件にのぼり、過去最多を更新した³。件数もさることながらその中身も、従来の“せざるをえない”救済

¹ 安定保有比率

株式総量のうち、安定保有株式(持ち合い株式、金融機関が保有する株式、事業会社が保有する金融機関株式、親会社などに関係会社として保有されている株式)が占める割合。

安定保有比率は、93年の45.2%から03年には、24.3%と、この10年でほぼ半減している。

出所:ニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査 2003年度版」(04年9月発表)

² 出所:全国証券取引所「平成16年度株式分布状況調査」(05年9月発表)

³ 出所:国内M&A仲介会社レコフ調査

型のM&Aから、“したほうが良い”成長・勝ち残り型のM&Aへと変化が見られた。また、買収される側の抵抗感も以前より薄れてきており、M&Aが経営者にとって重要な成長戦略の一つとして位置づけられつつある。

また、2006年5月1日の新会社法の施行により、関連法制の整備が進むこともあり、敵対的、友好的を問わず、今後もM&Aの件数は、当分の間、増加していくものと思われる。わが国でも本格的なM&A時代が到来しつつあるといえよう。換言すれば、日本の資本市場が、資金調達やキャピタルゲインを得る場としてだけでなく、企業そのものの所有・支配権を商品のごとく売買する場として積極的に活用されるようになり、真の意味で資本市場化しつつあることを意味している。

ところで、「なぜ企業を買収するのか」といえば、事業者などの戦略投資家が①企業競争力の強化②時間の短縮(スピード)③資源の確保(人材、知財等)などを目的として「自己の事業のために」買収する場合もあれば、アービトラージ⁴ビジネスの拡大、投資リターン⁴の極大化の要請等を背景に純投資家(ヘッジファンド、投資銀行、年金等)が「純粋な投資対象として」買収する場合もある。一方、「なぜ買収されるのか」といえば、買収側の試算する買収価値と比較して買収価格(株式時価総額)が割安だからである。買収価値の試算額は、買収側の事業とのシナジーや経営資源の調達を期待することにより、プレミアムがつく場合もあるため、買収者によって異なるものである。また、買収されることが常によくないことかといえば、必ずしもそうとは限らない。株主、経営者、従業員、取引先など、関係者それぞれによって捉え方は異なるが、資本主義における「企業の所有者」である株主の視点からすれば、企業が高い株価で買われるということは、企業の価値をそれだけ高く評価されたことにほかならず、むしろ歓迎されるべきである。また、シナジー効果などにより、現在よりも企業の価値が高まることで、それぞれのステークホルダーも満足する結果となろう。被買収側の経営者は、そういった点を冷静に判断し、今以上に企業価値を高める自信があるならば、それを株主に対して正々堂々と主張すればよい。そして、その是非は株主が判断すべきものである。

3) <企業業績の二極化>

—いまこそ、経営者は企業価値向上に取り組むべき—

日本企業の多くは「雇用」、「設備」、「債務」という、いわゆる三つの過剰をほぼ解消しつつあり、超低金利に下支えされる形で企業業績は改善されつつある。しかし、ここで一服している余裕はない。経営者が前向きかつ主体的に企業価値向上に取り組む環境が整いつつある今こそ、改革の手を緩めることなく、さらなる改革、企業価

⁴ アービトラージ(裁定取引)

市場間または商品間の価格・金利に生じた一時的な歪みを利用して取引を行うことで、より少ないリスクで利益を得る取引をいう。

値の向上に邁進すべきである。企業部門のキャッシュフローも増加傾向にあり、潤沢な手元資金を将来の成長にどう結びつけるか、経営者の手腕がいままさに問われようとしている。

一方、失われた10年を経てもなお、いまだに長いトンネルを抜け出せない企業もある。実はそうした企業こそ、痛みを伴う、企業価値向上に向けた抜本的な改革が待ったなしで必要であることはいうまでもない。

Ⅱ章. 経営者にとっての企業価値

1)「企業価値」をどう捉えるか

昨今、「企業価値」という言葉が頻繁に使われ、「企業価値」の向上についての議論も盛んだが、その意味合いはそれぞれの立場によって微妙に異なっている。そもそも、「企業価値」の概念が漠然としていては、「企業価値」の向上に関していくら議論しても噛み合わないし、生産的でもない。

また、一般論としての「企業価値」を論じるとなると、従業員、株主、顧客といった立場の違いによって「企業価値」の捉え方が異なるため、誰にとっての「企業価値」なのかという点を明確にしない限り、議論が拡散してしまう。さらに、「企業価値」という言葉には、定量的な要素と定性的な要素⁵の双方が内包されているが、それらを含めて定量的なものとして捉えなければ、経営者が考え、判断する指標とはなりえず、企業価値の向上に対する責任を持つこともできない。

したがって、本提言では、経営者にとっての「企業価値」とは何かということに焦点を絞り、かつ、「企業価値」を定量的なものとして捉えることで、議論を進めたい。

「企業価値」とは何か、という問いは極めて深遠なる問いであり、議論は尽きない。しかし、「企業価値」という言葉を、経営者の立場から考え、資本市場における共通認識とすべく、敢えて、定量化し、単純明快に表現しようとするならば、やはり、経営者にとっての「企業価値」は、「株式時価総額」であると考えるのが妥当であろう。

なぜ、「企業価値」を「株式時価総額」であると考えるのが妥当であるのか。現実として資本市場が完全であることはありえず、「企業価値」と「株式時価総額」との間には、差異、乖離が生じる。この資本市場における「歪み」の問題や、定性要素と株式時価総額の関係性をどう整理すべきかについては、さらに検討する必要がある。

2)「企業価値」を「株式時価総額」と捉える論拠

なぜ、「企業価値」を「株式時価総額」と捉えるのが望ましいかについては、以下がその論拠⁶として考えられる。

⁵ 定性的要素について

定性的な要素として、委員会の議論の中では、人材、知財、CSR、ブランド、経営哲学、Credibility（信頼性、確実性）、Reputation（評判、名声）、Accountability（説明責任）、Corporate culture（企業文化）等が挙げられた。また、CSR、ブランドといった定性要素を定量化しようとする試みも見られる。

⁶ 経営のパフォーマンスを株式時価総額（株価）で考える場合、その絶対額の是非とは別に、ベンチマーク比較やユニバース比較の考え方は参考に値する。ベンチマーク比較とは、基軸となる指標（例：INDEX、EPS、ROE、EVA等）を設定し、その指標よりも上回っているか否かで比較評価する手法であり、ユニバース比較とは、評価の領域を特定した比較評価（例：新興市場か否か、業界・業種別等）の手法である。

- 経営者は株主の負託を受けて経営を行うプロフェッショナルであり、株主から預かった資本を効率的に活用し、収益を最大化する責務がある。
- 企業の現在の資産や将来にわたって生み出される収益などを加味して、資本市場において「株価」は決まる。この「株価」に基づき算出される「株式時価総額」こそ、資本市場で定量的に具現化している唯一の数字である。
- 市場が完全であることは、理論上はあっても現実にはありえない。しかし、市場の未成熟さやその機能の限界を考慮した上で、改めて「企業価値」とは何かを突き詰めて考えた結果、やはり、企業が市場から定量的に受けた評価としての株価(株式時価総額)が最も客観性が高いと受け止めざるをえない。

なお、株主の利益を重視した経営を行うには、収益性を高めることが必須の条件であり、その収益をもとにさらなる成長を実現することが可能となる。その過程及び結果において、全てのステークホルダーにも株主重視経営による利益が還元される。さらに、老後の生活を支える年金資金が株式でも運用されていることを考えれば、広く一般の国民も資本主義の根幹を成す資本市場を通して、株主重視経営のメリットを享受していることになる。

3)公正かつ透明な資本市場の存在が不可欠

①社会的責任(CSR)経営の実践と資本市場の制度インフラ整備

「企業価値」を「株式時価総額」と捉える前提として、経営者の企業価値向上への不断の努力とその成果が市場において公正に評価され、株価に正しく反映されること、すなわち、公正かつ透明な資本市場の存在が不可欠である。

完全な資本市場においては「企業価値」と「株式時価総額」は一致すると考えられる。しかし、現実として資本市場が完全であることはありえず、両者の間には、差異、乖離が生じる(資本市場の歪み⁷)。しかし、この差異、乖離は、市場原理が適正に働くことにより、理論上は、一定の時間を経て、実態に即して収斂すると考えられる。

公正かつ透明な資本市場の構築のためには、この本来一致すべき、「企業価値」と「株式時価総額」の間の差異、乖離を極小化する必要があり、関係者はそれぞれの立場で資本市場を健全に機能させるための努力を怠ってはならない。

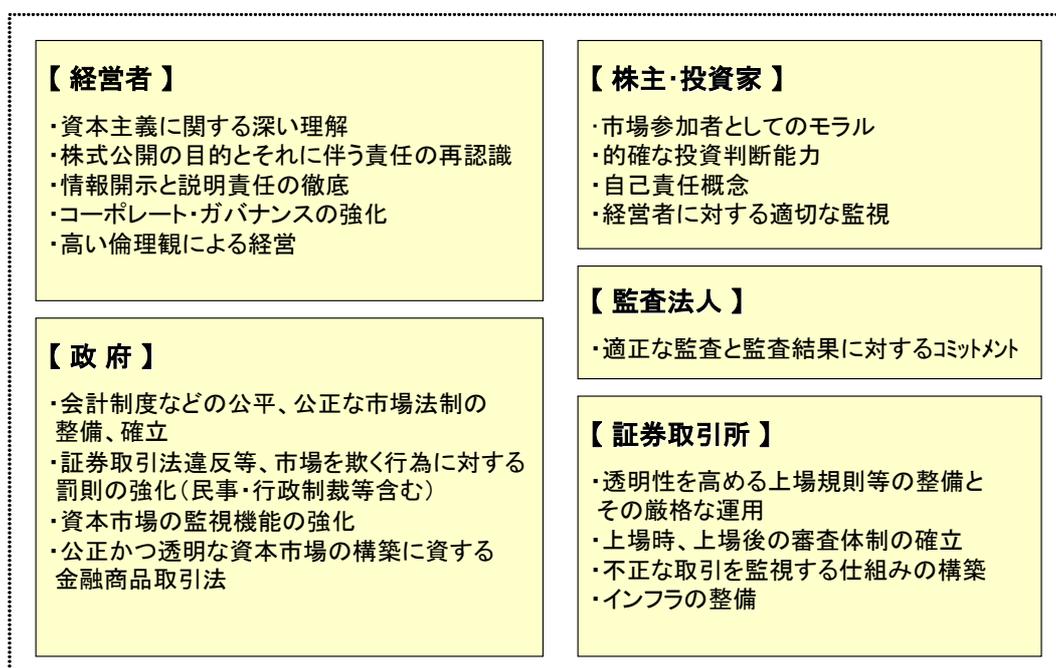
[図1参照]

⁷ ここでいう歪みには、株式の需給バランス等も含む。また、株式市場において、この歪みをついた投資(アービトラージ)が行われることもあるが、そういった資金の動きによって、歪みが矯正される場合もある。

特に昨今の市場を揺るがす事件の数々は、市場のルールの抜け穴を突いたものが多い。「違法でさえなければ、なんでもやってもよい」との経営姿勢は大いに問題がある。経営者は、いまいちど「企業の社会的責任(CSR)の根本は、高い倫理観を持って健全な経営を行うことである」との大前提に立ち返るべきである。

一方で、個別企業や経営者の努力の及ばないこともある。自由で競争的な資本市場を円滑に機能させるためには、政府、証券取引等監視委員会、証券取引所等が公正かつ透明な資本市場に資する制度インフラ整備を行うことが不可欠である。

**〔 図1 〕 公正かつ透明な資本市場の構築を目指して
-市場関係者が努力すべき具体的項目-**



②資本市場を欺く行為には厳しく対応を

有価証券報告書の虚偽記載、粉飾決算、偽計取引、風説の流布といった資本市場を欺く行為は、一企業の利害関係者の損失にとどまらず、資本市場を通じ、被害は多方面に拡大する。経済のグローバル化が進展した今日、わが国一国の問題ではすまされず、日本の市場に対する信頼を世界的に著しく失墜させることにもつながりかねない。万一、資本主義の根幹を成す資本市場の信頼を損ねることとなれば、日本の国益にもかかわる重大な問題となろう。したがって、こうした資本市場を欺く行為の罪は極めて重く、徹底的に糾弾されてしかるべきである。

わが国では、民間主導の経済社会の実現に向けた構造改革の推進に伴い、事前規制から事後チェックへと大きく舵を切った。しかし、事後チェックのための市場の制度インフラの整備はいまだ充分とはいえない。資本市場の関係者は、万全なインフラの確立を急ぐとともに、ことあるごとに迅速かつ適切な対応に努め、市場の信頼回復に向けたメッセージを国際社会に発信する必要がある。

Ⅲ章. 企業価値向上経営を目指して

1) 持続的な企業価値の向上こそ経営者の最大の責務

① 中長期に株式時価総額を高める経営を

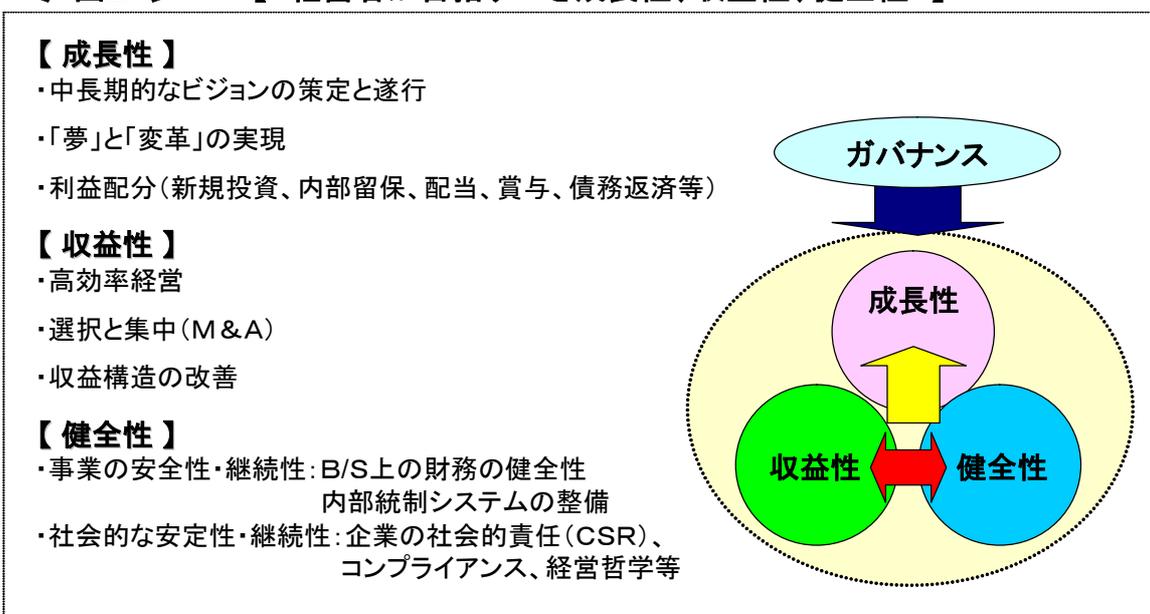
経営者は企業価値の創造者であり、企業価値の向上に真正面から取り組む必要がある。また、経営者の行動いかんで企業価値は大きく変動する。その意味で経営者の果たすべき役割と責務は極めて重いといえよう。

経営者が目指すべきは、中長期⁸⁾に株式時価総額を高める経営である。その際、この「中長期的な視点」を欠くことはできない。目先の株価を上げることを意図した安易なM&Aや高配当、株式分割といった資本政策は、むしろ持続的な成長を妨げることになりかねず、中長期的に見れば企業価値を毀損する可能性が高い。また、経営者は、株式時価総額(株価)そのものを高めることを目的とした(時価総額(株価)至上主義)経営を志向すべきではない。経営者がなすべきは、企業価値向上の実現に向けた真摯な経営努力にほかならない。

真摯な経営努力とは何か。それは、株主から預かった資本を効率良く活用し、「収益性」を追求すると同時に、財務面での「健全性」とバランスシート上には表れない、CSR、コンプライアンスといった経営の「健全性」とを両立させ、さらには、この「収益性」と「健全性」の均衡の上に中長期的な「成長性」を実現させることである。

[図2参照]

[図2] 【 経営者が目指すべき成長性、収益性、健全性 】



⁸⁾ 本提言では、短期とは1年以内、中長期とは、業界・業種により若干異なるが、2年以上を想定している。

②経営者自らの行動、成果に対する説明責任

経営者は、株主の利益の最大化に努めるべきだが、その過程で起こる一部の株主や他のステークホルダーとの利益相反の調整も、極めて重要な経営者の任務である。その際、「なぜそのような判断をしたのか」、さらに、その「成果」についても、経営者は株主に対して説明責任を果たさなければならない。

また、経営者による企業価値向上への不断の努力とその成果が市場において公正に評価され、株価に正しく反映されることがもっとも重要なことであり、その実現のためにも、徹底した「市場との対話」(情報開示と説明責任)が不可欠である。

さらに、こうした「市場との対話」を通じて、経営者と投資家の間に信頼関係が醸成され、投資家は、経営者の語る「夢」と「変革」の実現を期待する(成長性への期待)。つまり、そういった密な対話が、結果として投資家の中長期の株式保有を促す。

③経営者自らの成果に対するコミットメント

経営者には、自らの行動、成果に対しての説明責任が求められると同時に、その成果に対するコミットメント⁹も必要とされる。市場環境などの外的要因で、コミットメントに対する成果が変動する場合もあるが、その成果の是非を判断するのは、本来、経営者自身ではなく、市場であり、株主であり、その代理人(機関)である取締役(会)である。また、経営者がコミットした成果を上げられなかった場合には、その進退については、経営者自身が判断するか、もしくは、取締役会が判断するべきである。そして、取締役会が経営者の進退について判断する場合には、結論に至る経緯についての透明性と説明責任が求められる。

2)市場に立脚した経営監視体制の確立を

①ガバナンス改革は喫緊の課題

持続的な企業価値向上は、経営者の最大の責務であり、企業価値向上の実現の成否は経営者の手腕によるところが大きい。

現在、立派な経営者の下で持続的な企業価値向上を実現し、ガバナンスもうまく機能しているのであれば何ら問題はない。しかし、万一、経営者に不作為、あるいは、倫理観に欠けた行動等があれば、企業価値が毀損されてしまう恐れがある。

昨今の企業業績は、いわゆる、「勝ち組」と「負け組」という二極化傾向が見られ、持続的な企業価値向上をなかなか実現できない企業も散見される。

また、高い見識と倫理観を持ち、健全な経営を実践することが経営者として必要最低限の条件と考えるが、残念ながら、市場を欺く行為、耐震偽装、官製談合といった企業不祥事は後を絶たず、その一因としてコーポレート・ガバナンスの不備が

⁹ コミットメント

達成すべき目標であり、未達成の場合は、具体的な形で責任をとるもの。

指摘されている。

近年、企業経営に適正な監視・監督機能が働いているか否かが重要な投資判断の材料となりつつあり¹⁰、確かに、コーポレート・ガバナンスの整備・確立に対する市場、投資家の要請は高まってきている。

しかし、わが国では、個人の資本市場への参画意識や株主の権利意識が、いまだに低く、コーポレート・ガバナンスを重視する機関投資家も欧米と比較してまだ少ない。不祥事でも起こらない限り、株主からコーポレート・ガバナンスを強化すべしといった要求がなされるのは稀である。その意味では、遺憾ながらわが国の資本市場は、未成熟な状態にあるといわざるをえない。

したがって、持続的な企業価値の向上を実現するためには、資本市場に立脚した株主によるガバナンスに期待するだけでなく、経営者自らが主体的に努力する必要がある。経営者は、市場から信頼されるコーポレート・ガバナンスの確立のために、投資家保護の観点から、会計監査人と健全な緊張関係を保ちつつ、取締役会や監査役会などの経営機構の改革にリーダーシップを発揮すべきである。

②取締役(会)の経営監視機能の強化を

取締役会のもっとも重要な役割は、いかにして経営手腕に優れ、同時に高い見識と倫理観を兼ね備えた経営者を選任するかにある。したがって、取締役(会)は、株主から経営を委託された「株主の代理人(機関)」として経営者の行動と成果を公正に監視・監督することが求められる。

しかし、日本における経営者の多くは、執行役(員)と取締役(選手と審判)を兼務している場合が多い。また、実質的に経営者に選ばれた多くの執行役(員)兼務の取締役は、経営者の「追従者」、もしくは、経営者に都合の悪いことには意識的に「不作為者」となりがちであり、適切な経営への監視・監督機能を発揮できるか否かは、個人の見識、力量、自律性等に大きく依存する。

したがって、取締役(会)の経営監視機能をより確実なものとするためには、取締役が、当該企業並びに経営者から「独立」していることが求められる。すなわち、少なくとも執行役(員)を兼務しない取締役¹¹、あるいは「独立性の高い社外取締役(独立社外取締役)であることが望ましい。

¹⁰ 東京証券取引所は06年3月期決算から、社外取締役の有無など、各社の企業統治のあり方を詳細に記述した「コーポレート・ガバナンス報告書」の提出を上場企業に義務付けた。報告書の内容は以下の通りである。①企業統治に関する基本的な考え方や親会社の有無②組織形態(監査役設置会社か委員会等設置会社か、取締役の人数及び平均在任年数、社外取締役の有無、社外取締役と会社の関係、役員報酬の開示制度の有無)③株主総会での議決権行使の円滑化のための取り組み④内部統制システムの状況⑤買収防衛策の導入状況

¹¹ コーポレート・ガバナンスを論じる際には、「執行と監視・監督の分離」が重要な論点となることはいうまでもない。

③独立社外取締役の招聘により弛緩のない経営を

一般的に言う「独立¹²」とは、親会社や関係会社、重要なビジネスパートナー、株式持ち合いをしている会社、メインバンク、主要株主といった、当該企業との取引や経営者との血縁関係などの人的関係から「独立」していることを意味する。

なお、当該企業並びに経営者から「独立」しているということは、当該企業の経営の結果に関して全く利害関係を持つべきでないとの意味ではない。独立社外取締役が経営への参画意識、企業価値向上の実現に対するインセンティブを高め、株主とできる限り利害を一致させるという観点から、一定数の株式を所有する意義は大きい。

前述の通り、独立社外取締役は、「株主の代理人」として、経営者の行動と成果を公正に監視・監督することが、そのもっとも重要な役割ではあるが、加えて、将来のビジネスプランの是非に対する的確な判断能力(例えば、当該企業が敵対的な買収提案を受けた際に、買収側と被買収側のいずれの提案が中長期的な企業価値向上に資するかを判断する能力)も期待される。また、独立社外取締役の招聘によるメリットは、多様な視点からの経営への助言や社外の常識、意見、思考を経営へ反映させるといった点も大きい。

一方、経営者の側も、形式的に独立社外取締役を招聘するだけでなく、有効に活用すべく、適切な経営判断を下すに足る情報を独立社外取締役に対して積極的に提供することが求められる。

いずれにせよ、株主の意向に沿った適切な経営判断を、より確実なものとするためには、まずは、独立社外取締役を招聘すべきであり、願わくは、取締役会の過半数を独立社外取締役が占めることが望ましいと考える。しかし、各社とも自社に最適なガバナンスのあり方を模索し、試行錯誤を続けている最中であり¹³、また、委員会等設置会社¹⁴も少数にとどまるわが国の現状を鑑みると、いきなり過半数というのは現実

¹² 「独立」の概念について

何をもって「独立社外取締役」と称するかという、いわゆる「独立性」の概念については、各所で議論がなされているところだが、単に「社外」取締役であるというだけでは不十分である点についてはコンセンサスが得られよう。ニューヨーク証券取引所のようにコーポレート・ガバナンス及び独立社外取締役に関する基準を明確に規定している証券取引所もあり、わが国においても「独立性」についての明確なガイドラインを規定することが望まれる。

¹³ 取締役数の削減、監査役会の機能強化(02年の商法改正で監査役の過半数を社外監査役にすることが義務付けられた)、アドバイザリーボード(経営諮問委員会)の設置等、各社で自社に最適なガバナンスのあり方への模索が続いている。

¹⁴ 委員会等設置会社

03年4月施行の商法改正で導入が認められた企業統治制度。06年2月現在、107社が採用(出所:社団法人日本監査役協会調べ)

的ではないのかもしれない¹⁵。そこで、ガバナンス改革の第一歩として、まずは、(望むらくは複数の)独立社外取締役を招聘することにより、経営の透明性を高めることが急務¹⁶であろう。そして、その機能的有効性を経営者が実感し、同時に市場の評価も高まる¹⁷ならば、自ずとその数は増えていくものと思われる。

多くの企業で独立社外取締役が招聘され、その独立社外取締役を含む取締役(会)が、株主の代理人(機関)として経営者を公正に監視・監督することによって、経営者に緊張感のある経営を促し、ひいては、持続的な企業価値向上の実現につながるものと確信している。

¹⁵ 東京証券取引所が上場企業に実施した「コーポレート・ガバナンスに関するアンケート」(05年3月末時点で東証に上場する2261社を対象に実施、1379社が回答/05年7月発表)によると、社外取締役を選任している企業は全体の4割(40.6%)、利害関係のない(独立性の高い)社外取締役の選任となると2割程度(21.2%)にとどまっている。また、社外取締役が取締役会の過半数を占める企業は全体の3%にも満たない(2.8%=39社)。また、社団法人生命保険協会が05年6月末時点での上場企業時価総額上位1200社、機関投資家194社を対象に実施したアンケート「株式価値向上に向けた取り組みについて」(有効回答数:上場企業:495社、機関投資家:81社/05年12月発表)によると、社外取締役を「既に選任済み又は選任することが決定している」と回答した企業が過半数(50.5%)に達する一方、「選任する考えはない」と回答した企業も4割近く(39.6%)あり、社外取締役の招聘に依然として消極的な企業が多いことが伺える。

¹⁶ とりわけ、新興企業やベンチャー企業などが、企業の信用力を増すために、また、投資家が安心して投資できるように、独立社外取締役を活用し、透明性の高いガバナンスを構築することは有効である。

¹⁷ 市場(投資家)は、独立社外取締役を招聘し、透明性の高いガバナンスを実現している企業をもっと積極的に評価すべきである。また、前掲の(社)生命保険協会のアンケート(脚注15参照)によると、投資家の7割以上(74.1%)が社外取締役制度を「有効」と回答し、その効果として「経営監督機能の強化」(86.7%)、「取締役会の活性化」(58.3%)などを挙げている。

-おわりに-

コーポレート・ガバナンス強化の手段としての独立社外取締役の招聘が、わが国においても徐々に浸透してきている。その一方、自社のビジネスに関する知識と経験が十分でない第三者が重要な意思決定に参加し、経営の監視・監督を行うことに対する違和感や独立社外取締役市場の未成熟からくる適切な人材不足等から、導入企業数は遅々として増加していない実態がある。

しかし、取締役(会)の役割は、「株主から経営を委託された『株主の代理人(機関)』として経営者の行動と成果を公正に監視・監督する」ことにあるとの基本認識に立ち返って考えれば、独立社外取締役が必ずしも当該企業の業務内容に精通していなければならないわけではない。独立社外取締役に求められるのは、「全ての株主の利益を最大化する」という視点から、公正に経営者を監視・監督することである。その意味では、独立社外取締役は当該企業の業務内容に精通していることよりも、一般的な株主の持つ倫理観、価値観をもって経営者の行動を判断できる見識が重要視される。

こうした観点から考えれば、既に第一線を退いた経営者のみならず、現役の経営者であっても、要請があれば、自ら積極的に(独立社外取締役として)他社の取締役に就任することがあってしかるべきである。また、そうすることにより、自社に独立社外取締役を招聘することへの理解が深まり、ひいては、独立社外取締役の普及につながっていくものと期待する。

なお、「独立性」の概念の規定や独立社外取締役市場の確立、さらに、招聘後、いかにして独立社外取締役を有効に活用するか、また、その処遇や適正な報酬といった類の問題は、今後さらなる検討が必要である。

最後に、より多くの企業でガバナンス改革の第一歩として、独立社外取締役が招聘され、取締役(会)が株主の代理人(機関)としての機能を発揮し、緊張感のある企業価値向上を目指した経営が実践されることを期待して結語としたい。

以上

	米 国	日 本	
	社外取締役(独立取締役)	社外取締役	社外監査役
社外取締役 (社外監査役) の占める割合	<p>大企業で約8割</p> <ul style="list-style-type: none"> ・取締役会の平均人数: 12人 うち、社内取締役 2人 (CEO、CFOであることが主) うち、社外取締役 10人 (うち、独立取締役が8~9人) <p>(注) ニューヨーク証券取引所、ナスダック上場企業については、取締役の過半数が独立取締役であることが義務付けられている また、監査委員会については全員独立取締役であることが必要</p>	<p>委員会等設置会社 約1/2</p> <ul style="list-style-type: none"> ・取締役会の平均人数 10.0人 うち、社外取締役 4.8人 <p>(注) 法律上、最低2名の社外取締役が必要</p>	<p>[参考] 委員会等設置会社 (委員会等設置会社の監査委員会は監査役ではなく取締役で構成される)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・監査委員会の平均人数 3.3人 うち、社外取締役 2.7人 <p>(注) 監査委員会は、過半数が社外取締役で構成されることが必要</p>
	<p>【ニューヨーク証券取引所上場企業に求められる独立取締役の要件】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・現在及び過去3年間、会社との雇用関係がない ・現在及び過去3年間、本人又は家族が会社から10万ドル以上の報酬を受け取っていない ・本人家族が会社の監査関係者ではない ・会社の売上の2%又は100万ドル以上の大口取引先の従業員ではない など <p>(注) この他、会社が当該取締役が独立であると判断した理由を示す必要がある</p>	<p>監査役設置会社 約1/4</p> <ul style="list-style-type: none"> ・取締役会の平均人数 9.1人 うち、社外取締役 2.3人 	
独立性の要件		<p>【商法上における社外取締役の要件】(商188)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・現在及び過去において、会社又は子会社の業務を行う取締役、執行役、支配人、従業員ではないこと <p>(注1) 親会社や連結子会社の関係者、親族、取引先関係者(顧問弁護士等経営コンサルタントを含む)は、社外取締役になることができる</p> <p>(注2) 過去に企業との雇用関係が全くないことを要件とする点では、米国よりも厳しい</p> <p>(注3) 独自に社外取締役の要件を定めている企業もある</p>	<p>【社外監査役要件】(商特18)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・就任前に、会社又は子会社の取締役や支配人、その他従業員ではなかったこと <p>(2005年4月末までは、就任前5年間、上記のような関係でなければよい)</p>

企業価値向上委員会

(敬称略)

委員長

藤 木 保 彦 (オリックス 取締役兼代表執行役社長)

副委員長

篠 田 紘 明 (バンテック・グループ・ホールディングス 取締役社長)

清 水 雄 輔 (キッツ 取締役会長)

長谷川 閑 史 (武田薬品工業 取締役社長)

平 岡 久 夫 (日興フィナンシャル・インテリジェンス 副理事長)

星 野 敏 雄 (花王 取締役兼専務執行役員)

委員

青 松 英 男 (アクティブ・インベストメント・パートナーズ 代表取締役)

秋 池 玲 子 (関東自動車 取締役)

井 阪 健 一 (平和不動産 取締役社長)

石 井 義 興 (ビーコン インフォメーション テクノロジー 創業者 最高顧問)

石 津 進 也 (旭硝子 取締役・取締役会議長)

石 橋 健 藏 (昭和化学工業 取締役社長)

伊 藤 秀 俊 (フォーバライブ 取締役社長)

井 上 健 (日本電設工業 取締役社長)

井 上 秀 一 (東日本電信電話 相談役)

井 上 弘 (東京放送 取締役社長)

岩 部 金 吾 (文化シヤッター 取締役会長)

浮 田 武 家 (アヴァンティスタッフ 取締役社長)

梅 田 昌 郎 (建設技術研究所 相談役)

浦 野 文 男 (ペンタックス 取締役社長)

海老根 智 仁 (オプト 取締役COO)

大 坪 清 (レンゴー 取締役社長)

大 野 要 (岡部 取締役社長)

大 橋 光 博 (西京銀行 取締役頭取)

岡 内 欣 也 (三菱UFJ信託銀行 専務取締役)

岡 本 実 (タイコ エレクトロニクス アンプ 取締役会長)

奥 田 昌 孝 (トランスコスモス 取締役社長兼COO)

奥 村 晃 三 (大日本インキ化学工業 取締役会長)

尾 上 洋 二 (ダイヤモンドリース 相談役)

貝 淵 俊 二	(協和エクシオ 取締役会長)
梶 川 融	(太陽A S G監査法人 総括代表社員)
柏 木 斉	(リクルート 取締役社長)
河 合 輝 欣	(TDCソフトウェアエンジニアリング 取締役社長)
河 原 茂 晴	(KPMG Japan (あずさ監査法人) パートナー)
川 村 治	(テー・オー・ダブリュー 取締役社長)
木 曾 健 一	(ユニゾン・キャピタル パートナー)
木 村 恵 司	(三菱地所 取締役社長)
木 村 剛	(フィナンシャル 取締役社長)
桐 原 敏 郎	(日本テクニカルシステム 取締役社長)
小 池 雅 治	(野村證券 顧問)
河 野 栄 子	(リクルート 特別顧問)
小 島 啓 示	(明電舎 相談役)
小 林 恵 智	(インタービジョン 取締役会長)
小 林 茂	(ノードソン 取締役社長)
五 味 雄 治	(プライスウォーターハウスクーパース マネジメント 取締役会長)
斉 藤 惇	(産業再生機構 取締役社長兼産業再生委員)
佐 藤 葵	(ジェムコ日本経営 取締役社長)
佐 藤 義 雄	(住友生命保険 常務取締役)
澤 村 淑 郎	(ビジネスブレイン太田昭和 特別顧問)
重 久 吉 弘	(日揮 取締役会長・CEO)
島 本 一 道	(島本パートナーズ 取締役社長)
清 水 修 一 郎	(三國機械工業 取締役社長)
正 田 修	(日清製粉グループ本社 取締役会長)
鈴 木 雅 子	(パソナ 取締役専務執行役員)
関 收	(住友電気工業 特別顧問)
瀬 下 明	(あいおい損害保険 取締役会長)
菌 口 穰	(巴川製紙所 取締役会長)
高 島 一 郎	(KANKO 取締役社長)
高 須 武 男	(バンダイナムコホールディングス 取締役社長)
高 梨 圭 二	(東京コカ・コーラボトリング 取締役社長)
竹 内 透	(だいこう証券ビジネス 取締役社長)
竹 尾 稠	(竹尾 取締役社長)
立 石 忠 雄	(オムロン 取締役副社長)

田 中 昭 洋	(ウシオ電機 取締役副会長)
田 中 孝 一	(ダイセーロジスティクス 取締役会長)
谷 家 衛	(あすかアセットマネジメント 代表・CEO)
田部井 昌 子	(関塾 取締役会長)
田 村 達 也	(グローバル経営研究所 代表取締役)
津 上 健 一	(トッキ 取締役社長)
土 屋 文 男	(日本航空 常務取締役)
戸 田 敏 博	(理化電子 代表取締役)
永 井 秀 哉	(日本曹達 常任監査役)
永 田 雄 志	(三井物産 取締役専務執行役員)
中 野 正 健	(嘉悦大学 副学長 教授)
中 村 公 一	(山九 取締役社長)
永 山 妙 子	(カリヨン証券会社 東京支店 副支店長)
野見山 昭 彦	(新日鉱ホールディングス 取締役会長)
野 村 邦 武	(富士重工業 社友)
芳 賀 日登美	(フラリック 取締役会長)
畠 山 襄	(国際経済交流財団 会長)
原 丈 人	(デフタ グループ 取締役グループ会長)
半 田 純 一	(マネジメント・ウイズ・ゲーム・パートナーズ・ジャパン 取締役社長)
平 井 康 文	(マイクロソフト 執行役常務)
廣 岡 和 繁	(ルネサンス 取締役専務執行役員)
廣 川 和 男	(スミセキ・コンテック 取締役社長)
広 瀬 駒 雄	(ジョイント・コーポレーション 取締役)
廣 瀬 勝	(森ビル 特別顧問)
福 間 年 勝	(日本銀行 政策委員会 審議委員)
藤 井 俊 一	(ネスレ日本 相談役)
藤 崎 清 孝	(オークネット 取締役社長)
藤 澤 義 麿	(アルゴグラフィックス 取締役社長)
藤 沼 彰 久	(野村総合研究所 取締役社長)
藤 森 義 明	(日本ゼネラル・エレクトリック 取締役会長)
藤 原 曉 男	(UFJニコス 取締役会長)
辺 見 芳 弘	(東ハト 取締役社長)
堀 田 利 子	(ルネサンス 取締役専務執行役員)
本 田 勝 彦	(日本たばこ産業 取締役社長)

前田 晃 伸	(みずほフィナンシャルグループ 取締役社長)
益子 隆	(JALブランドコミュニケーション 取締役社長)
益山 邦彦	(ピップトウキョウ 取締役副会長)
松尾 雅彦	(カルビー 取締役会長)
松田 章	(丸紅 取締役専務執行役員)
松林 知史	(アール・プロメトリック 代表取締役兼最高経営責任者)
松村 茂	(オーヤラックス 取締役会長)
松本 啓二	(森・濱田松本法律事務所 弁護士・特別顧問)
水上 博和	(あおぞら銀行 取締役社長)
宮内 淑子	(メディアスティック 取締役社長)
宮田 浩二	(ユタカ電機製作所 取締役社長)
宮原 秀彰	(トヨタ自動車 常勤監査役)
三好 孝彦	(日本製紙グループ本社 取締役会長)
村上 世彰	(M&Aコンサルティング 代表取締役)
村田 嘉一	(日立製作所 特命顧問)
森 正勝	(アクセンチュア 取締役会長)
安 陽太郎	(十字屋証券 取締役社長)
柳 省三	(日本スペンサーズチュアート シニア ディレクター)
山田 洋暉	(興銀第一ライフ・アセットマネジメント 取締役副社長)
山本 裕二	(国際自動車 取締役社長)
吉沢 正道	(ロングリーチグループ 代表取締役)
米山 高範	(コニカミノルタホールディングス 名誉顧問)
鰐 淵 美恵子	(銀座テラー 取締役社長)

以上120名