

〔研究ノート〕

企業価値を高める機関投資家の ガバナンス・ガイドラインと モニタリングの枠組みの構築に向けて

清水 一*

要旨

機関投資家が投資先企業の企業価値を高めるためのガバナンス・ガイドラインとモニタリングの枠組みを構築するために、いくつかの論点に関して議論を行う。特に、日本では社外取締役の義務付けを中心とした、取締役会改革が進められているが、このような規制は企業価値（株主価値）向上の観点からするとあまり意味のないことがこれまでの研究で繰り返し示されている。企業価値を高めるという観点からは、別のアプローチが必要であることが示唆される。

はじめに

機関投資家は投資収益を上げることが求められており、そのために求められる機能はアセットアロケーションや投資銘柄の選定、売買タイミングの決定などが中心である。確かに機関投資家のような規模の大きな投資家の場合、マーケットインパクトが大きいため、コーポレート・ガバナンスによって投資パフォーマンスを上げることも一つの方法ではある。しかし、川北（2003）なども指摘するように、コーポレート・ガバナンス活動を行うにはそれなりのコストがかかり、それによって向上できる投資パフォーマンスとの比較が重要になる。

本稿では、機関投資家が投資先企業の企業価値を高めるためのガバナンス・ガイドラインとモニタリングの枠組みを構築するために、いくつかの論点に関して議論を行う。これまでの実証研究等を勘案すると、取締役会改革などのコーポレート・ガバナンス活動はそれほど投資パフォーマンスに影響を与えず、一方でコストがかかるため、コーポレート・ガバナンスは多くの機関投資家やその顧客にとってはそれほど魅力のあるものとは考えられない。結果として、社外取締役や委員会制度の導入によって意思決定を事前にモニタリングしようとするガバナンスよりは、業績や株式リターンに基づく事後的なモニタリングによるガバナンスが望ましいと考えられる。

* 本稿は JSPS 科研費23330131の助成を受けた研究の一部である。

1 社外取締役・独立取締役の採用

近年、オリンパスの粉飾決算事件や大王製紙の不祥事をきっかけに社外取締役の義務付けを求める声が強まっている。特に、ACGA (Asian Corporate Governance Association) や企業年金連合会などの機関投資家は、社外取締役の導入を強く求めている¹⁾。この背景には、経営者は株主の利益を十分に考慮せず、自己利益の追求を行っているというエージェンシー理論がある。これに対してはいくつかの反論がある。

第1は、経営者は規制の範囲内で自らに友好的な社外取締役を選任できるという見方で、window dressing view といわれる。この見方によれば、外部の圧力によって社外取締役が増えたとしても、それらの社外取締役は実質的に経営監視機能を持たない。この見方によると、社外取締役がいてもいなくても関係ないということになる。

第2は、取締役会の最適構成理論である (Raheja (2005), Harris and Raviv (2008) など)。この理論は、社外取締役は、モニタリングとアドバイスの機能を持つが、これらの機能を持つ社外取締役が企業価値を引き上げるか否かは、アドバイスを必要とする事業の複雑性、モニタリングを必要とするエージェンシー問題の深刻度、アドバイスやモニタリングに必要な情報獲得の困難さに依存する。企業はその特性に応じて最適な取締役会構成 (社外取締役の比率など) を選択するため、一概に社外取締役の人数や比率が高ければ企業価値が高まるわけではないことになる。さらには、社外取締役の人数や比率が最適水準を超えれば、企業価値を損なう可能性もある。

第3は、Donaldson and Davis (1994) による stewardship theory で経営者は信頼でき企業の資産を不正流用するようなことはほとんどない。そのため経営者にコントロール権を集中したほうが業績が向上するという考え方である。

以上のように、仮説としては社外取締役を増やしたほうが良いというものから、増やす必要はない、あるいは増やすことは有害であるというものまで、正反対の考え方がある。実際、社外取締役の人数や比率が企業業績や企業価値にどのような影響を与えているかを調べた実証研究は多いが、効果はまちまちである。しかし、Dolton et al. (1998) によるそれまでの実証研究に関するメタアナリシスによると、取締役会の構成 (社外取締役の人数や比率) と企業のパフォーマンスの間には系統的な関係がみられないことが報告されている。また、Withers et al (2012) は、様々な研究分野における膨大な研究を統合し、やはり、社外取締役の比率とパフォーマンスの間には系統的な関係がみられないことを報告している。

最近の日本企業を対象とした研究では、取締役会の構成は最適構成仮説と整合的に、事業の複雑性、モニタリングの必要性、経営者の交渉力の程度によって決定されるとしている²⁾。この結果は、取締役会の構成と企業業績や企業価値との間に系統的な関係がないこ

1) ACGA (2008)

2) 内田 (2012) など

とと整合的であり、企業に社外取締役の導入や社外取締役の比率を高めることを強制することはあまり望ましくないことを示唆している。

2 委員会設置会社

日本では、会社法の改正により、従来型の監査役を置く監査役設置会社か、監査役を設置しない代わりに、監査・指名・報酬の三委員会を置く委員会設置会社のいずれかを選択するようになった。委員会設置会社は、各委員会は過半数が社外取締役で占められなければならないため、ほとんどの会社は従来の監査役設置会社を選択している。ACGA (2008) では、監査役設置会社は「事実上ほぼ完全な経営陣の自治が認められており、私たちから見ると経営陣の意思決定に対する真に透明な監督はほとんど行われていない」と主張する。

しかし、委員会設置会社と監査役設置会社のパフォーマンスの比較では、委員会設置会社のほうがすぐれているという研究は筆者の知る限り存在しない。

3 取締役会のリーダーシップ

取締役会のリーダーシップは、CEO (社長) と取締役会の会長が同一人物であるか、分離されているかで異なると考えられている。公的年金基金などの機関投資家は、CEO と取締役会議長の分離を求めることが多い。取締役会会長は取締役会の議長として議題を決定し、取締役に提供する情報を決めることができるため、取締役会における議論をリードすることができる。その会長をCEOが兼任すると、取締役会の監視機能を弱めてしまい、経営者のエンブレチメントを強めることになるという見方が分離を求める理論的背景になっている。

しかし、社外取締役のところでも議論したように、stewardship theory が成立しているならば経営者と株主の間にエージェンシー問題が発生する心配をする必要がなく、むしろ、不必要な報告や取締役会における議論を経営者に強いると経営効率が低下する恐れさえ生じる。

現実問題として、経営者が取締役会会長を兼任しているか否かは国によってかなり異なる。日本ではほとんど企業で、取締役会の会長は社長が務めている³⁾。アメリカでは2011年に60%の企業でCEOが会長を務めている⁴⁾。一方、イギリスでは2000年代に入るとCEOと会長の分離はほぼ達成されている⁵⁾。

以上のように、仮説としてはCEOと取締役会会長を分離したほうが良いというものや分離しないほうが良いというものがあり、各国の実情も異なっている。実際、リーダーシップ構造が企業業績や企業価値にどのような影響を与えているかを調べた実証研究は多いが、

3) 東証上場企業コーポレート・ガバナンス白書2013 (18頁)によると、東証上場企業の80%で取締役会の議長は社長が務めている。

4) 2011年の Spencer Stuart による S & P500 企業を対象とした調査による。

5) 2010年の Spencer Stuart による調査では、FTSE150 企業のうち CEO 兼会長は1社のみと報告されている。

効果はまちまちである。しかし、Dolton et al. (1998) によるそれまでの実証研究に関するメタアナリシスによると、取締役会のリーダーシップ構造と企業のパフォーマンスの間には系統的な関係がみられないことが報告されている。また、Withers et al (2012) も先行研究をレビューした結果、CEOが取締役会の会長を兼任していることと企業のパフォーマンスの間には系統的關係が見られないことを報告している。

4 配当・現金保有

ACGA (2008) によると、日本企業はキャッシュを不必要にため込み、経営者の保身や不必要な企業買収と多角化に用いられ、企業価値を損ねていると主張する。

企業が保有する現金1円に対する市場の評価は、理論的にはどのように考えられるだろうか⁶⁾。完全市場を前提とすれば、企業の1円の現金保有の増加が市場で1円と評価されるのは、その1円が将来生み出すキャッシュ・フローの現在価値が1円であると予想していることを意味する。1円の積み増しが市場で1円より低く評価されるのは、市場が企業の積み増した1円が将来生み出すキャッシュ・フローの現在価値が1円未満であると予想するためであると考えることができる。つまり、企業が新たに積み増した1円の現金は、資本コストを満たすだけの投資収益率で運用されないと市場が予想していることになる。これが、Jensen (1986) による「フリーキャッシュフロー仮説」であり、現金保有に対する評価を経営者と株主の利害対立から生じるエージェンシーコストの観点から説明しようとするものである。AGCA や多くの機関投資家はこのフリーキャッシュフロー仮説を信奉していることになる。

しかし、他の見方も可能である。1つの仮説は Jensen and Meckling (1976) による「富の移転仮説」といわれるもので、これは株主と債権者の利害対立に注目することで、1円の現金の積み増しを市場がそれ以下にしか評価しないことを理論的に説明する仮説である。これは、負債利用が多く、債務不履行の可能性のある企業においては、有限責任制に守られた株主の富は一種のオプションとして評価される。このような場合、株主はリスク・インセンティブによって、企業がリスクを高めれば高めるほど、株主の富が高まる状況が生じる。よって、企業の現金保有1円の増加は、債務不履行のリスクを下げ、株主の富よりも債権者の富をより多く増加させる。つまり、株主から債権者への富の移転が生じる可能性がある。

これら2つの仮説が現金保有1円の積み増しに対して、市場がそれを1円未満に評価する理論的な説明になっている。これに対して、もう1つの仮説は、1円の現金積み増しが1円より大きく評価される可能性を示唆する。この仮説は「取引コスト仮説」とよばれるもので、外部資金調達に関するコストに注目した議論である。特に、Myers and Majluf (1984) によって示されたように、情報の非対称性が存在する場合、外部資金調達に当たっては逆選択のコストが生じる。現金保有の積み増しは、将来有望な投資案件が発生した際、

6) 以下の記述は、山口・馬場 (2012) 115-116頁に負うところが大きい。

この種のコスト負担を回避できるため、1円の現金積み増しは1円より大きく評価されることになる。

日本市場を対象にした研究では、福田（2011）が、日本企業の1円の価値が市場において2倍の価値を持つと評価されているとする。一方、山口・馬場（2012）では、0.55円から0.74円と1円より低く評価されており、その理由として株主から債権者への富の移転が生じている「富の移転仮説」が該当していることを報告している。

米国企業を対象にした研究では、Faulkender and Wang（2006）をはじめとした研究で、1ドルの積み増しが市場から1ドル未満の評価しか受けていないことを報告している。また、Dittmar and Mahrt-Smith（2007）では、ガバナンスが機能する企業では現金保有が高く評価されていることを報告している。

日本企業を対象にした研究は少なく、評価も正反対になっている。もう少し研究の蓄積が必要ではないかと考えられる。

5 取締役会の規模縮小

社外取締役の導入や、委員会設置会社への移行、株主還元策（配当や自社株買い）に関して、多くの機関投資家は日本企業の取り組みが十分でないと感じている。しかし、実は機関投資家の要求を受け入れた議案がある。それが取締役会の規模縮小（取締役の減員）である。

1990年代の前半、日本企業の実務取締役会の平均人数は20人程度とかなり多かった。取締役の人数が多いと迅速に意思決定できない、あるいは、人数が多いので積極的に議論に参加しない取締役が増えるといった問題点が指摘されていた。また、Yermack（1996）などのアメリカ企業を対象とした研究で、取締役会の規模が小さいほど企業価値が高いという研究が発表されたことも、取締役会の規模を縮小させるべきだという議論を後押ししたものと考えられる。

2003年の厚生年金基金連合会の株主議決権行使基準や、それを引き継ぐ企業年金連合会の株主議決権行使基準では、取締役の人数を20名以内にすることや、減員することを肯定的に判断すると記されていた。日本企業は、1997年にソニーが執行役員制度を導入したことをきっかけに、他の企業も執行役員制度を採り入れ取締役のかなりの部分を執行役員とし、取締役を削減したため、東証1部企業の平均取締役人数は10人程度とかなり減少している。このように、取締役会の規模縮小という問題に関しては、多くの上場企業はガイドラインに沿った行動をとったが、それが実際に企業価値の向上につながったのであろうか。取締役会の規模と企業価値に関する研究はアメリカを中心にその後も蓄積され、Dalton et al.（1999）では、それら既存研究のメタアナリシスを行なった。その結果、取締役会の規模と財務パフォーマンスは正の相関を持つと報告している。機関投資家等が取締役会の規模を縮小させようとした行動はミスリーディングだった可能性が高い。実際、2000年以降取締役会の規模はかなり縮小しているが、コーポレート・ガバナンスが改善され、業績が向上したというような話はあまり聞かない。

6 ディスカッション

これまでに見てきたよう、社外取締役の導入や、委員会設置会社の導入、配当の増額など、機関投資家は様々なことを日本企業に対し要求しているが、これらが企業価値を高めているという確固たる証拠はあまりない。取締役会の構成や取締役会のリーダーシップ構造に関しては、企業はその属性に見合った最適構成をとっているという研究結果も多く、単一の基準をすべての企業に対して求めることは、不合理であるばかりか、企業業績や企業価値を毀損することに繋がりがかねない。

では、なぜこれほど機関投資家は社外取締役や委員会の設置、増配を求めるのだろうか。一つには、議決権行使助言会社の影響が大きいと思われる。例えば、有力な議決権行使助言会社である ISS は社外取締役の導入や増配などをかなり強く推奨している⁷⁾。

機関投資家が議決権行使助言会社を利用する理由は、自らの責任回避が大きいと考えられる。機関投資家も議決権を行使すべきであるという社会的圧力のもとで、機関投資家は議決権を行使せざるを得ない。議決権を行使する以上、顧客に対して説明責任が生じる。そこで、議決権行使助言会社の出番となる。とりあえず専門家の意見を聞いて議決権を行使したという体裁をとっておけば問題が少ないだろうというスタンスである。そのような意味で、議決権行使助言会社の利用は機関投資家の無責任を生む温床になっている可能性がある。

そもそも、議決権行使助言会社はなぜ助言を行うのか。助言会社のインセンティブは助言サービスを利用してもらうことによる金銭的な対価であろう。つまり、助言会社にとって重要なことは、機関投資家にサービスを利用してもらうことであって、企業価値を高めることではない。助言サービスを利用してもらうためには、わかりやすさが重要になる。特に、機関投資家の背後にはその機関投資家に資金を提供している顧客が存在しており、通常それらの顧客は専門的な知識を有していない（だからこそ、機関投資家に運用を委託している）。社外取締役の人数や比率を高めるとか、配当を増やすというのは、機関投資家に資金を提供している顧客にもわかりやすいし、受けもよい。結果、社外取締役を増やしたり配当を増やしたりしても企業価値は向上しないとしても、そのような議決権行使は機関投資家の顧客にとってわかりやすいし、助言会社はそのような内容の助言を行うインセンティブを持つ。助言会社に企業価値を向上させるというようなインセンティブはないといってよい。

では、企業価値を高めるために機関投資家はどのようなガバナンス・ガイドラインを持つべきであろうか。英国において最初に採用された Comply or explain 原則を様々な形で採用すべき（たとえば、社外取締役の選任などにおいて）という意見もあるが、これも問題が多いと考えられる。例えば英国では取締役会会長と経営責任者の分離を勧告し、それに関して Comply or explain 原則を課している。その結果、FTSE150 企業のうち兼任する

7) Institutional Investor Services Inc. 2013年日本向け議決権行使助言基準（概要）

企業はわずか1社しかない。そのような状況は実質的な強制になっていると考えられる。経営者は説明することで規制を回避するより、仮にそのような選択が非効率だとしても勧告に従うことが無難だと考えてもおかしくはない。Comply or explain 原則で選択の余地を残したといっても、実質的な選択の余地はほとんど存在しないと考えられる。

結果として、取締役会の属性のような形式的な要件ではなく、業績や株式リターンを基準として、業績が未達であれば経営者を更迭するというような議決権行使の在り方が望ましいし、そもそも経営者に経営を任せている以上そのような在り方が本質的と思われる。問題は業績の悪い経営者も、比較的長期に渡りその地位にとどまる状況が散見されることである。議決権の行使によって、業績や企業価値を高められない経営者を取締役として再任しないというのが望ましい在り方であると考えられる。

アメリカでは取締役会による経営者の更迭が一般に行われているというが、日本ではそのようなことはほとんど起こっていない。これは、機関投資家の持株比率に大きな違いがあるという背景がある。アメリカでは1990年ごろに機関投資家の株式保有比率が50%を超えた。そのころから機関投資家は、社外取締役がCEOの選任や解任に責任を持つように迫り始め、1992年GMのCEO兼取締役会会長が取締役会によって事実上解任された。その後も、AMEX、IBM、イーストマン・コダック、ウェスチング・ハウスなどで取締役会がCEOを解任するようになった。

このように、英米で機関投資家の圧力が社外取締役の動かし始めたのは、機関投資家が多数派となった（持株比率が50%を超えた）頃からである。一方、日本では機関投資家の保有比率は英米ほど高くない。いくら機関投資家がガイドラインを設定しモニタリングを行ったとしても、持合や関係金融機関の保有比率が高いと、議決権の行使で多数派を形成できず有効性は低くなってしまふ。このような観点からも、ガバナンスにコストをかけるのは機関投資家の顧客にとってはあまり望ましいものではない可能性がある。

7 ま と め

これまでの議論から、社外取締役や委員会などを強制することは、企業の最適化を阻害するため望ましくない。また、Comply or explain 原則も実質的な強制と変わらないため、あまり望ましいとはいえない。

望ましいモニタリングのルールとしては、経営者には業績や株式リターンなどのハードルを提示し、ハードルを越えたか否かで経営者を取締役として再任する議案に賛成するか否かを決めるというようなものが考えられる。機関投資家は、どの程度のハードルが望ましいのかということ具体的を提示し、機関投資家自身の顧客に理解されるよう努力すべきであろう。

そもそも、機関投資家の本来の役割からいうと、コーポレート・ガバナンスによって収益性を高めるというような不確実な方法ではなく、銘柄選定や売買タイミングの決定などによって受託責任を果たすことが重要であると考えられる。さらにいうならば、機関投資家自身がその顧客に対して十分な成果を上げることができているのか、できていないとす

ればどのような対応が必要なのか、つまりは機関投資家に対するガバナンスを問う必要が強まっているように思われる。

参 考 文 献

- ACGA (2008) 『日本のコーポレート・ガバナンス白書』
- Dittmar and Mahrt-Smith (2007) Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics* 83, 599-634
- Dolton, Daily, Ellstrand and Johnson (1998) Meta-analytic review of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal* 19, 269-290
- Dalton, Daily, Johnson and Ellstrand (1999) Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal* 42, 674-686
- Donaldson and Davis (1994) Boards and company performance: Research challenges the conventional wisdom. *Corporate Governance: An international Review* 2, 151-160
- Faulkender and Wang (2006) Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance* 61, 1957-1990
- Harris and Raviv (2008) A theory of board control and size. *Review of Financial Studies* 21, 1797-1832
- Jensen (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329
- Jensen and Meckling (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360
- Myers and Majluf (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221
- Raheja (2005) Determinants of board size and composition: A theory of corporate board. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40, 283-306
- Withers, Hillman and Cannella Jr. (2012) A Multidisciplinary Review of the Director Selection Literature. *Journal of management* 38, 243-277
- Yermack (1996) Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185-211
- 内田交謹 (2012) 「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』2012年5月号
- 川北英隆 (2003) 「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『ファイナンシャル・レビュー』2003年12月号
- 福田司文 (2011) 「企業の現金保有と企業価値の関係について」『流通科学大学論集』Vol. 24
- 山口聖・馬場大治 (2012) 「日本企業の現金保有に対するマーケットの評価」『経営財務研究』第32巻