

コーポレート・ガバナンス：投資家として何をすべきか

金融が自由化される以前、大雑把には 1980 年代半ばまでの日本経済において、事業会社（以下、企業）に対す金融の規律すなわちコーポレート・ガバナンスはある程度機能していた。この規律は、基本的には供給資金量をコントロールすることによって成立していたと考えられる。また、金融仲介機関も企業経営から生み出される利益を享受していた。持ち合いによって保有していた株式の値上がり益がその典型だろう。

1980 年代半ば以降、この金融自由化以前のコーポレート・ガバナンスが崩れた。その理由として、いくつか考えられよう。金融の側面からは、1970 年代半ばに高度成長が終わり、資金のアベイラビリティが高まったため、それまでの規律が機能しなくなったことを指摘しておくべきだろう。企業経営の側面からは、規制によって得られていたレントがグローバルな競争や規制緩和によって徐々に消滅していったことを指摘できよう。

1990 年代には株価の大幅下落が続いた。1990 年代後半に株式持ち合いが崩れ始めた直接の原因は、この株価の下落にある。株価が下落することにより、金融仲介機関が留保していた株式含み益が枯渇したことから、株価と金融仲介機関の経営の連動性を断ち切るインセンティブが働いたのである。

現在、金融仲介機関と金融システムの再構築が求められている。コーポレート・ガバナンスとの関連で重要なのは、金融仲介機関の役割の変化と、株式保有構造の変化だろう。

前者に関して、金融仲介機関として枢要な役割をはたしてきた銀行の役割が変化する。今後、銀行としては、収益性の観点から企業との資金の流れを形成することになる（この役割が社会的に期待されている）。この結果、収益性のない企業が淘汰されることになる。後者の株式保有構造の変化に関しては、機関投資家の比重が増すものと考えられる。同時に、機関投資家がコーポレート・ガバナンスに大きな影響を与えることになる。

機関投資家に期待されるコーポレート・ガバナンスは、単純な議決権行使とは少し異なる。コーポレート・ガバナンスの目的は投資収益率を向上させることにある。単純に議決権を行使するのではなく、投資収益率を向上させるために、議決権行使、企業との水面下での交渉、株式売却などの手段を組み合わせなければならない。

これらの組み合わせとしてのコーポレート・ガバナンスは、企業価値の評価に裏打ちされていなければ偽物である。事業自身に潜在的な価値が見出せるのに、その価値が実現していないのなら、経営をいかに変えていくのがコーポレート・ガバナンスの本質になる。

まとめれば、銀行の立場か、機関投資家の立場かにかかわらず、企業価値がコーポレート・ガバナンスの出発点になることに変わりはない。

質問1：日本の企業経営統治において銀行の役割が大きく低下しつつあると思われる。

その判断は正しいか？

また正しいとした場合、その影響はどのようなものと考えられるか？

川北：

かつて高度成長期には、企業にとって資金のアベイラビリティは低かった（資金のアベイラビリティに関する議論については、貯蓄投資バランスが一つの根拠となる）。このため銀行は、資金のアベイラビリティを梃子にして企業に対する影響力を行使し、企業経営の統治を行ってきたと考えられる。もっとも、それが有効だったかどうかは（合理的な行動をどこまで企業にとらせたかは）議論の余地があろう。

それはともあれ、高度成長が終わって以降、資金のアベイラビリティは企業にとってそれほど重要な問題ではなくなった。1980年代後半のいわゆるバブルの時代には、企業は自由に資金を調達できるようになり、現在も健全な企業にとって資金調達の制約はほぼないに等しいだろう。このような環境において、高度成長期と同様の企業経営統治を銀行が行うことは不可能になったといえよう。

一方、ポスト高度成長期の日本に銀行に代替する企業経営統治があったかといえば、なかったのが実情だったと考えられる。たとえば、株式持ち合い構造が頂点に達したのもバブルの頃であるし（この背景にも銀行の自己資本調達を理由にした大量のエクイティ・ファイナンスがあるわけだが）、政府の金融市場に対する行政指導も「自由化」の進展とともに外されようとしていた。またバブルは、企業に対して良好な収益環境を提供した。

以上のような環境は、非常に緩い制約条件のもとでの企業経営を可能にしたと考えられる。経営者の好みや自己利益（背任行為ではないが、たとえば規模や本社社屋の外観等の社会的な露出度）を重要な行動原理とする企業が出現したとしても、不思議ではなかっただろう。少なくとも、付加価値生産の観点から、合理的な企業行動が阻害されたと考えられる。1980年代後半以降についてマクロ的な分析結果から示すことのできる、資本当たりの生産性の低下、さまざまな観点からの企業収益率の低下などは、企業経営統治を欠いた企業行動の、非合理性の表現だろう。

質問2：日本の金融システムや企業経営統治にかかわる資本市場の機能は、アメリカに比較すればかなり未発達と思われる。一方、日本では資本市場の発達に対する期待は従来から強かった。なぜ、資本市場は期待通りに発達しなかったのか？

川北：

資本市場と企業経営統治に関する実証分析は不足しているので、あくまでも感想としての意見を述べる。

要因の一つは、1980年代まで、金融市場の環境が投資家にとってきわめて好都合だった（収益性が非常に高かった）ため、投資家にとって企業経営統治へのインセンティブがほとんどなかったことである。

第二に、高度成長期の個人大金持ちの地位が低下する一方で、それに代わる「リスクを取る投資家」が出現しなかったことである。機関投資家において実際に投資の意思決定を行うのは「戦後の日本型サラリーマン」であったため、純粹の投資行動によって（リスクとの比較で）投資収益を最大化することが、ひいては自己の所得を増大させることにつながるという意識に乏しかった。

第三に、専門家の育成がさまざまな理由から遅れた。アナリストにしるファンドマネージャーにしる、長らく素人に近かった。これは、彼らが「戦後の日本型サラリーマン」を構成していたことにもよるし、機関投資家という会社組織の内部においてはローテーションの一環としてたまたまアナリストやファンドマネージャーを経験させられてきたことにもよる。

以上は、資本市場で投資家が何故育たなかったのかの要因である。資本市場での仲介機関が育たなかった理由としては、金融に対する規制に基づいて、仲介機関に制度的な超過利潤が与えられていたこと、そのため専門的な人材を育てる必要性に迫られなかった（素人を配置しても十分な利益が獲得できた）ことを指摘しなければならないだろう。また、銀行システムが（政府系金融を含めて）巨大かつ堅固であったため、量的な意味で資本市場が育たなかったこともあげられよう。

質問3：日本では、いわゆる「市場型間接金融」に対する期待も強い。それが発達する可能性をどのように見るか？また、市場型間接金融の発達は、企業経営統治にどのような影響を及ぼすか。

川北：

「市場型間接金融」の発達には、専門能力を有した仲介機関としての機関投資家が発達しなければならないだろう。しかし、質問2でも述べたように、機関投資家の内部では、人材育成が遅れてきたと考えられる。また、1990年代の後半以降、人材育成への意識が高まりつつあった時期に重なるように株価が急落し、市場は崩壊に近い状況に陥った。また公社債市場は、企業の資金調達ニーズが弱いこともあり、国債一色になってしまった。それ以外にも、委託ファンドのインデックス運用化、年金基金の代行返上等、厳しい状況が多々ある。このため、人材の育成はあまり進んでいないとみられる。機関投資家自身も、収益力の不足から、投資のためのインフラ作りに遅れている。

とはいえ、機関投資家と「市場型間接金融」の発達は徐々に進むものと考えられよう。何故なら、「相対型間接金融」の担い手である、従来型の銀行の地位が急速に低下しているからである。

「市場型間接金融」が発達した場合、企業経営統治は「証券価格」を梃子にしたものになると考えられる。すなわち、もっとも劣後する資金に関する権利の表現である株式が、企業経営統治のコアとなろう。その株式の企業経営統治の方法として、ウォールストリート・ルールだけでなく、株主総会での議決権行使などに期待が寄せられている。

しかし、その議決権行使であるが、「行使のための行使」ではなく、アナリスト的な企業評価に基づいて行使するのが本筋だろう。言い換えれば、どのような行動を選択していくことが株主にとっての投資収益の最大化に結びつくのかを考え、行動することが重要である。この観点を忘れた、マスコミ的な興味から出発した議決権行使は企業経営統治としての役に立たない。同時に、アナリスト的に企業評価を行い、議決権を行使するには費用がかかる。この点、現在進行しているインデックス投資の大流行は資本市場による企業経営統治の阻害要因である。