



---

# 研究レポート

---

No.111 July 2001

---

---

## コーポレートガバナンスの改革

主任研究員 米山 秀隆

---

富士通総研（FRI）経済研究所

# コーポレートガバナンスの改革

主任研究員 米山 秀隆

## 要旨

- 1 . バブル発生・崩壊と現在に至るまでのガバナンスの空白が、企業の経営不祥事を招き、日本企業の競争力をそぐ一つの要因となっている。また、IT ベンチャーなど新興企業については、そもそも経営をモニターする仕組みが存在していないことが、近年のネットバブルを助長する要因となった。
- 2 . ガバナンスの空白は、銀行（メインバンク）を中心とする日本の金融システムの機能不全と深く関わっている。既存企業については、メインバンクによる経営のモニタリング機能が失われてしまったことがガバナンスの空白を招いた。また、新興企業については、リスクをとって経営をモニターする機能が、日本の金融システムに欠けていたことがガバナンスの空白を招いた。
- 3 . ガバナンスの空白を埋めるためには、既存企業については、内部の監督機能を強化する必要がある。具体的な仕組みとしては、取締役会の監督機能の強化、持ち株会社への移行などが考えられる。監督機能を強化した取締役会（ないし持ち株会社）は、株主と現実の事業運営とを結びつける結節点としての役割を果たす必要がある。
- 4 . IT ベンチャーなど新興企業のガバナンスの空白を埋めるためには、ベンチャーキャピタルが果たすべき役割が大きい。アメリカのベンチャーキャピタルのように、新興企業に出資するだけでなく、取締役を派遣するなど経営に直接関与する体制ができれば、新興企業の経営能力を高めることができる。
- 5 . 上記の取締役会の監督機能強化、ベンチャーキャピタルの経営への直接関与を容易にするためには商法を改正する必要がある。前者については、監督と執行を明確に分離するための企業統治機構の新たな仕組みを作ること、後者については、取締役を選任する権限などを持つ株式（議決権種類株）の発行を解禁する必要がある。

## 目次

はじめに	3
1．既存企業のコーポレートガバナンス	5
(1) 機能不全のメインバンクシステム	
(2) 内部のガバナンス機能の喪失	
(3) ガバナンスの新たな枠組み	
(4) 戦前のガバナンスとの類似	
(5) 日本型ガバナンスのメリットの維持	
(6) 商法改正による新しいガバナンスの仕組み	
2．新興企業のコーポレートガバナンス	20
(1) 間接金融の仕組みの限界	
(2) ベンチャーキャピタルのガバナンス機能	
(3) ベンチャー企業を支えるネットワーク	
(4) 変化する日本のベンチャーキャピタル	
(5) ガバナンス強化のための方策	
おわりに	29
注	30
参考文献	30

はじめに

ここ数年の間、企業の経営不祥事が頻発したのは記憶に新しい。むしろそれぞれの問題の背景には固有の事情があるが、その根底にある問題として、企業が本来備えるべきコーポレートガバナンス（企業統治）の機能が失われているという問題があることは否定できない。コーポレートガバナンスが弛緩し、企業経営に適切なチェックが働かなくなったがゆえに、企業の不祥事が頻発しているという側面が強い。

一方、ITベンチャーなど新興企業の経営問題としては、ネットバブルがはじけた今、そもそもの経営能力が低いという点が改めてクローズアップされている。一般に、ベンチャー企業は、技術やビジネスのアイデアには優れていても、それを事業として成功させるノウハウや経営能力が乏しいケースが多い。ネットバブルの最盛期には、経営能力のチェックを行うことなしに、安易に資金を貸し付けたり、投資する風潮がとみに強まり、そうした企業が事業の失敗や伸び悩みという厳しい現実と直面する過程で、バブルがはじけてしまったという側面がある。つまり、ベンチャー企業に対して、適切なガバナンスの仕組みが働いていなかったことが、ネットバブルを助長し、その後のバブル崩壊を招く一因になった可能性がある。

ここであげた既存企業とベンチャー企業のガバナンスの欠如という二つの問題は、一見全く関係のない事象のようにみえるがそうではない。二つの問題は、銀行（メインバンク）を中心とする日本の金融システムの機能低下、機能不全という問題と深く関わっている。

よく知られているように、従来の日本企業のコーポレートガバナンスは、メインバンクシステムがその根幹をなしていた。メインバンクは、融資先企業の経営状態をチェックし、必要な場合には、経営に直接介入することによって、企業の健全性の維持に努めてきた。しかし、バブルの発生、崩壊の過程で、メインバンクの機能が失われ、コーポレートガバナンスに一種の空白が生じたことが、企業の暴走を招き、それが現在の様々な問題をもたらす一つの要因になったと考えることができる。

一方、ベンチャー企業の問題は、銀行を始めとする既存の金融機関が、そうした企業に対する適切な与信ないし投資能力を持っていないという点と深く関わっている。担保主義のもとでは、銀行はさしたる資産を持たないベンチャー企業に積極的に融資を行うことはできない。また、そもそも日本の銀行は、そうした企業を発掘して育てていこうという発想は乏しかったし、そうしたノウハウを蓄積してこなかった。

唯一そうした機能を発揮すべきベンチャーキャピタルも、日本ではつい最近まで銀行など金融機関系のベンチャーキャピタルがほとんどで、横並びでベンチャー投資を行っている場合が少なくなかった。つまり、ベンチャー企業を育てるためには、リスクをとって投資を行うと同時に、その経営をモニターし、事業を成功に導いていく役割を果たす主体が必要であるにもかかわらず、日本では、これまでこうした主体はほとんどといっていいほどなかった。こうしたことが、日本のベンチャー企業の成功確率を低いものとしてきたこ

とは容易に想像できる。

以上をまとめると、既存企業については、従来機能してきたと考えられるメインバンクシステムが機能不全となってしまったことが、ガバナンスの空白をもたらし、ベンチャー企業についてはリスクをとって投資し経営をモニターする機能がそもそも日本の金融システムに欠けていたことが、ガバナンスの空白をもたらしているということができよう。いずれも日本のコーポレートガバナンスの仕組みに深く内在する問題である。

本稿で考えたいのは、こうした問題をいかにして克服して、日本企業のコーポレートガバナンスの機能を高め、ひいてはその経営能力を高めていくかという問題である。既存企業とベンチャー企業のガバナンスの空白を埋めるものは何かという問題であると言い換えてもよい。

本稿の構成は以下の通りである。1. では、既存企業が直面するコーポレートガバナンス上の問題を考え、新たなガバナンスの枠組みを示す。続いて、2. では、ベンチャー企業を中心とする新興企業のコーポレートガバナンスの問題をとりあげる。

## 1. 既存企業のコーポレートガバナンス

### (1) 機能不全のメインバンクシステム

これまでの日本型コーポレートガバナンスの仕組みは、メインバンクシステムと株式持ち合いによって特徴づけられていたと考えることができる。

メインバンクシステムは、ごく簡単にいえば、メインバンクが当該企業と優先的に取引し、経営内容を日常的にモニターする一方、その企業が経営危機に瀕した場合には、メインバンクがラストリゾート（救済）機能を果たすというものであった。メインバンク以外の銀行は、メインバンクの審査機能に依拠することによって、その企業に対して融資を行ってきた。つまり、メインバンクがもっぱらその企業に関わる情報生産機能を担ってきた。

また、銀行と企業、あるいはグループ企業同士は互いに株式を持ち合うことで安定株主を形成し、銀行やグループ企業以外の一般株主の発言権が相対的に小さなものとなるように腐心してきた。株式持ち合いは、アウトサイダーからの敵対的買収（TOB）から企業を防衛するという意味合いも込められていた。

こうした仕組みのメリットとしては、TOBの防衛以外では、次のような点を指摘できる。一般に、純粋な投資を目的とする株主（純粋投資家）の持ち株比率が高まると、企業に対し、短期的な株価上昇につながるような経営戦略をとる圧力が強まると考えられる。しかし、そうした圧力を小さなものにコントロールできれば、より長期的な視点に基づいて企業経営を行うことが可能になる。例えば、目先の利益は度外視しても、長期のパフォーマンスに寄与すると考えられる研究開発投資を優先的に行ったりしやすくなる。また、短期的には雇用を削減すれば利益率が大きく高まる場合でも、その企業で長い間様々な技能やノウハウを蓄積してきた従業員を失うことは、長い目で見て大きな損失になると考えられる場合もある。そうした場合にも、安定株主がいれば、長期の視点に基づいた経営戦略について理解が得られやすいことになる。

このように、安定株主の存在は、日本企業がこれまで高いパフォーマンスを実現する原動力の一つとなってきた、長期的な視野に基づいた経営を可能にする役割を担ってきたと考えられる。こうした仕組みは、日本経済が高度成長する過程では、非常にうまく機能してきたと考えられる。しかし、その後安定成長に移行し、金融が自由化されていくという環境変化の下で、次第に機能しなくなっていったと考えられる。

80年代以降の金融自由化の進展は、企業と銀行の行動に対し、大きな変化をもたらした。この過程で、企業の銀行離れが進み、企業が自前で資金調達する動きが広がった。これに対し、銀行は既存の貸出先に代わる新たな貸出先を開拓する必要に迫られていった。こうした変化が生じつつある時に、バブルが発生した。バブル発生 of 直接的な原因は、80年代後半の金融超緩和によって、過剰流動性が生じた点に求められるが、これにより地価が高騰し、銀行が競って不動産融資に傾斜していった。

しかし、その後の顛末については周知の通り、バブルは崩壊し、銀行は多額の不良債権

を抱えるに至った。銀行自身が経営危機に瀕するなかで、メインバンクの取引先企業のモニタリング機能は大きく損なわれた。メインバンクシステムの機能不全は、金融自由化によって企業の銀行離れが進んだことと、それによって銀行が不動産融資に傾斜し経営危機に瀕したという二重の要因によってもたらされたとみることができる。この過程で、バブルの発生と崩壊は、メインバンクシステムの機能不全を大きく助長する結果となった。

さらに現在では、株式持ち合いの解消が、従来のコーポレートガバナンスの仕組みを揺るがす大きな要因となっている。多くの企業は、不況が長期化する中で、リストラの原資を捻出するために、保有する株式を売却する必要に迫られた。銀行もまた、不良債権処理の原資を捻出するため、保有株式の売却を余儀なくされた。また、時価会計の導入（2002年3月期から持ち合い株の時価評価）も持ち合い解消を促進する要因となった。銀行にとっては、株価が低迷するなかで時価会計が導入されれば、保有株式の含み損の一部が剰余金から差し引かれ、自己資本が減少する要因となる。このため、持ち合い株を売却するインセンティブとなっている。

このように、従来のコーポレートガバナンスの根幹をなしていたメインバンクシステムと株式持ち合いはともにその機能を喪失していった。結果としてみれば、ここで述べた金融自由化や時価会計の導入などは、従来の日本型コーポレートガバナンスの根幹を揺るがす制度面での契機になったわけであるが、だからといってこの二つの制度改革を行わなければよかったということにはならない。二つの制度変更は、日本経済が成熟し、また企業活動のグローバル化が進んでいく過程では、不可欠のものであった。問題は、そうした制度変更を進めていった際に、コーポレートガバナンスの仕組みも変わらなければならなかったのに、それができなかったという点にある。しかし、一つの仕組みが機能しなくなったとしても、それを事前かつ計画的に改めていくことは難しい。いったん確立された制度は、様々なしがらみによってなかなか変えられないという「制度の慣性」が働くためである。

金融自由化と時価会計がコーポレートガバナンスの機能を揺るがす制度的な契機になったとすれば、それをさらに増幅して機能不全の度合いを著しく高める要因となったのは、バブルの発生・崩壊とその後の長期にわたる景気の低迷であった。バブルの発生は、銀行の不動産融資への傾斜を惹起し、その後、銀行が多額の不良債権を抱える要因となった。また、バブル期に企業は、株価上昇を利用したエクイティファイナンスの活用に一斉に走り、資金調達面で必要以上に銀行離れの傾向を強めたため、多くの企業に銀行のモニタリング機能が及ばなくなった。一方、不況の長期化は、株価の低迷を通じて銀行の自己資本を毀損させる要因となり、また、リストラや不良債権処理原資のために株式持ち合いを解消させる要因ともなった。

以上の議論から、金融自由化や時価会計の導入など制度の変更（グローバルスタンダードへの調和）と、その過程で起こったバブルの発生・崩壊と不況の長期化が、コーポレートガバナンスの機能不全の背後にあることがわかる。

## (2) 内部のガバナンス機能の喪失

ガバナンスの不在は、バブル期から現在に至るまで企業の不祥事とも深く関わっていると考えられる。例えば、ゼネコン、不動産、流通などの企業（いわゆる不良債権御三家）が、バブル期に事業を大きく拡大し、現在苦境に陥っている要因の一つには、本来、経営をモニターすべき銀行が、適正な審査に基づくことなく、安易に貸し出しを増やしたという要因も無視することはできない。

しかし、近年の企業不祥事は、銀行もモニタリングが機能しているかどうかという以前に、そもそも、企業内部の監督機能が失われたことが原因になっているものも多い。特にここ1～2年で起きた数多くの企業の不祥事については、そのような印象を抱かせるものが目についた。例えば、経営トップの暴走を内部で食い止められなかったケースや、経営トップが問題を把握しておらず、現場任せの対応が問題を悪化させたケースなどがあげられる。また、日常的な業務監督の仕組みが形骸化し機能していないようなケースもあった。

企業内部の監督機能の喪失には、各セクションや各階層レベルの問題があることはもちろんのことであるが、根本的には、日本の会社における取締役会の機能のあいまいさと深く関わっていると考えられる。日本の会社の平均的な姿は、取締役が日常的に業務を執行する役割を担い、代表取締役が全体の指揮・命令にあたるというものである。また、取締役には内部昇進の結果就任するケースがほとんどであり、人事権は代表取締役が握っているのが通例である。

しかし、こうした仕組みの下では、経営トップの暴走があった場合、内部昇進者がほとんどを占める取締役会でそれを食い止めるのが難しいという問題がある。また、逆に、代表取締役が適切な指揮・命令を怠っている場合（経営トップのマネジメントの不在）、日常の業務執行について監督、チェックが甘くなってしまうという問題もある。

要するに、日本の会社では、業務の執行を内部で監督、チェックする仕組みがはっきりしていないという問題がある。この点について、商法上は、取締役会は業務の執行機関兼監督機関と位置づけられているため、取締役会は選任した代表取締役を指揮・命令する立場にあるという建前になっている。しかし、すでに述べたように、通常、取締役は業務の執行も担う立場にあるため、業務を執行する上では代表取締役の指揮・命令に従っているのが実態である。つまり、日本の会社では、取締役は業務執行上は代表取締役の命令を受ける立場にあるが、業務監督機関としては取締役会が選任した代表取締役を監督する立場にあるという矛盾がある。これは、日本の取締役会の構造的な問題として、従来から指摘されてきた点でもある。

こうした仕組みの不備は、必然的に業務執行の監督、チェック機能を形骸化させるため、企業内部のガバナンスの弛緩をもたらしやすい。特に、バブルが発生・崩壊し、その後の不況が長期化するというように、経済環境が激変するなかでは、内部の監督機能の喪失が、適切と考えられる企業行動からの大幅な逸脱をもたらし、不祥事を招く要因の一つになったことは否定できない。



内部のガバナンス機能の弛緩を招いた要因として、もう一つここで付け加えておきたいのは、労働組合の経営チェック機能の低下である。かつては、経営トップの暴走や企業内部の不適切な業務処理があった場合、労働組合がこれを問題視し、経営側を牽制することによって、一定の歯止めをかける場合もあった。しかし、労使協調路線が定着する過程で、こうしたチェック機能は次第に失われていった。

近年の企業不祥事は、内部告発によって発覚するケースも少なくないが、告発を行う先はマスコミや警察当局が圧倒的に多い。労働組合の経営チェック機能が働いていた段階では、労働組合に問題が告発され、問題が大きくなる前の段階で、企業内部で適切な処理が行われるということもあった。労働組合によるガバナンスは、日本企業のコーポレートガバナンスの仕組みのなかでは決して大きなウエイトを占めるものではなかったが、これさえも失われてしまったことが、企業内部のガバナンスの弛緩にさらに拍車をかける要因になったと考えられる。

### (3) ガバナンスの新たな枠組み

ここまでの議論を整理すると次のようになる。これまで、企業は銀行やグループ企業と株式を持ち合うことによって安定株主を形成し、企業経営を日常的にモニターする役割は、メインバンクが担ってきた。しかし、銀行のモニタリング機能は低下し、同時に株式持ち合いの解消も進んでいった。

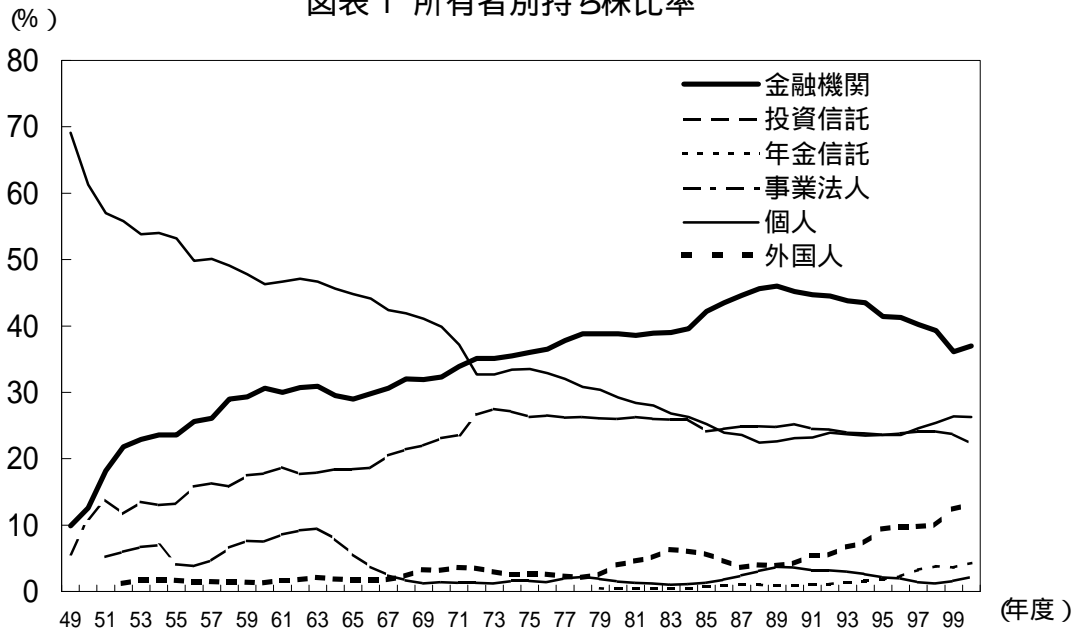
企業の株式保有については、持ち合い解消に伴い、純粋投資家の比重が相対的に高まっていた。また、ここまで言及してこなかったが、従来は安定株主的な立場にあった機関投資家も、次第に純粋投資家的な色彩を強めていった。ここ数年の間で、機関投資家の間で、株主総会の場で議決権を行使しようとする動きが広がったことがこの点を示している。このほか外国人株主も増え、こうした面からも安定株主の比重低下に拍車がかかっていった(図表1、2)。

一方、内部のガバナンス機能については、経営トップの暴走や、逆に経営トップのマネジメントの不在に歯止めをかける内部の仕組みが従来から不備であったため、こうした点が、経済環境が激変するなかで、多くの企業の不祥事を招く一因となった。同時に労働組合もかつてのような経営に対する牽制機能を失っていった。

つまり企業内外にあったはずの様々なガバナンス仕組みが、すべてその機能を低下させたことが、80年代後半から現在に至るまでのガバナンスの空白を招き、様々な企業不祥事や経営上の問題が発生する根本的な要因になったと理解することができる。

しかし、最近ではこうしたガバナンスの空白を埋めようとする動きが、多くの企業で表面化している。まず、安定株主の比重が低下し、純粋投資家を含む一般株主の比重が高まり、その圧力が高まったという点については、企業はこれに対応するため、株式市場を重視する経営方針に転じ始めている。例えば、IRの強化、ROE(株主資本利益率)を重視した経営、株主代表訴訟の可能性を意識しそれを惹起しないような経営、などがそれにあた

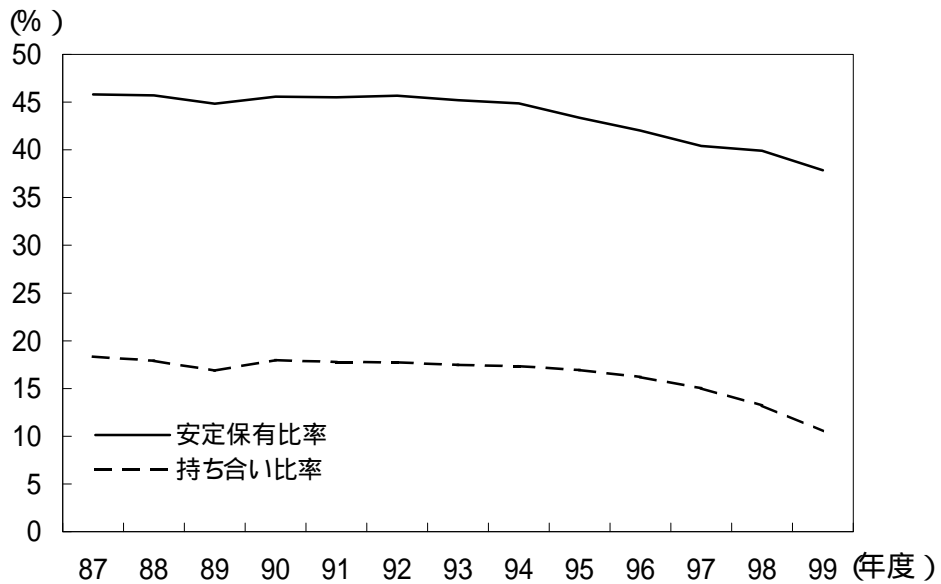
図表1 所有者別持ち株比率



(注) 84年までは株数ベース、85年以降は単位株ベース。

(出所) 全国証券取引所協議会

図表2 株式持ち合い比率と安定株主比率



(注) 1. 時価総額ベース。

2. 安定保有比率は、相互に株式を持ち合っている持ち合いのほか、金融機関の片持ちおよび金融機関株の片持ち、関係会社保有などを含めたもの。

(出所) ニッセイ基礎研究所

る。株式市場の論理、つまり市場規律をできるだけ経営に反映させようとする動きである。

一方、内部の監督機能を強化しようという点については次のような動きがある。例えば、取締役会であいまいだった監督機能と執行機能を分離し、従来取締役が担っていた業務の執行を執行役員に委ね、取締役会がそれを監督する機能に特化するということのように、監督と執行を明確に分離しようとする動きがある。執行役員の導入については、単に増えすぎた取締役の人数を減らすために導入している企業もみられるが、ここで述べているのは、こうしたものとは区別されるものであることには注意を要する。さらに、こうした機能分担を図った上で、取締役の過半を社外取締役とし、取締役会の独立性を高めようとしている例もある。また、そこまで徹底させなくとも社外取締役の数を増やしたり、アドバイザリーボードを設置したりして、経営に外部の目を入れ、監督機能を強めようとしている例もある。

つまり、現在の日本企業では、持ち合い解消とメインバンクシステムの機能不全の結果生じたガバナンスの空白を埋めるものとして、市場規律（株式市場による圧力）と外部規律（取締役会の監督機能強化）が急速に浮上しつつある。

すでに市場の論理が、企業のこれまでの行動を大きく変えつつあることには、異論のないところであろう。ここで、取締役会の監督機能の強化は、市場規律の重要性の高まりと、実は表裏一体のものであるとみることができる。取締役会が担う役割は、適切な事業の執行が行われているかどうかを監督することはもちろんのことであるが、同時にそれが株主の視点からみても適切なものであるかをチェックすることにある。つまり、監督機能を強化した取締役会に求められるのは、現実の事業運営と株主とを結ぶ結節点としての役割である。事業全体を束ね戦略立案を行い執行を監督するとともに、それを株主にとっても十分納得できるようなものにするということである。

このように現在起こりつつあるコーポレートガバナンスの変化は、市場規律のウエイトの高まりとともに、それに呼応して企業内部の監督機能を強化しようとする動きであるともみることができる。市場の論理に耐えうるように、内部の監督機能を強化していると言い換えてもよい。すなわち、市場規律が高まるなかでは、それを適切に受け止める機能が企業内部に必要とされるようになり、そうした方向にコーポレートガバナンスの全体的な構造が変化していることにほかならない。内部の監督機能の強化は、必ずしも不祥事防止策という意味合いだけで行われているわけではない。

こうした仕組みをさらに強化したものとして、純粹持ち株会社（以下、単に持ち株会社と表記）の導入をあげることができる。最近では、リストラ圧力の高まりとともに、持ち株会社を設立して、その下に事業部門や子会社置く企業が目立って増えている。こうした仕組みの下では、不要となった事業部門を売却するなど事業ポートフォリオの再構築を行いやすいというメリットがある。また、複数の企業が事業統合を行う際に、持ち株会社を設立し、その下に統合した事業部門、子会社を置く例も増えている。事業統合の一種の緩衝材として、持ち株会社を設立するものである。

しかし、持ち株会社設立の効果はこればかりではない。持ち株会社は、コーポレートガバナンス上も重要な役割を果たすことになる。先に述べた独立性を高めた取締役会と同様、株主など市場の圧力と現実の事業運営を結びつける結節点としての役割である。すなわち、事業部門を統括しつつ市場の要求にも応えていくという役割である。このように、持ち株会社がコーポレートガバナンス上果たすべき役割は、独立性を高めた取締役会とほとんど同じものであると考えられる。持ち株会社の方が、その機能が組織上、より明確化された形となっている。監督機能を強化した取締役会は、擬似的な持ち株会社であるとみることもできよう。

#### (4) 戦前のガバナンスとの類似

メインバンクシステムと株式持ち合いの機能不全によるガバナンスの空白を埋めるものとして、株式市場による規律がウエイトを高めており、そうした規律を企業内部で適切に受け止めるために、取締役会の監督機能の強化や持ち株会社の設立が図られているというのが、ここまで述べてきた日本企業のコーポレートガバナンスの変容に対する理解である(図表3、4)。

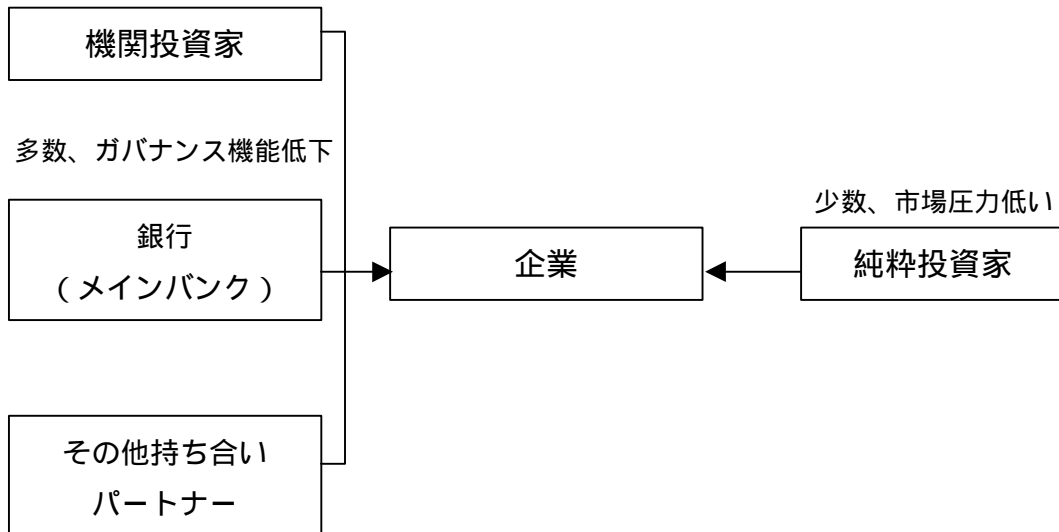
メインバンクシステムと株式持ち合いに特徴づけられるガバナンスのシステムが、日本型コーポレートガバナンスであるとするれば、市場規律によって特徴づけられるガバナンスのシステムは、一般にアメリカ型コーポレートガバナンスと呼ばれるものである。この意味で、現在進んでいる日本企業のコーポレートガバナンスの変容は、日本型からアメリカ型への転換ないし歩み寄りというように捉えられる。

しかし、歴史的な視点で見れば、日本型コーポレートガバナンスの仕組みが確立されたのは戦中から戦後のことであり、戦前には日本企業でも全く違うガバナンスが機能していた<sup>1)</sup>。端的にいえば、それは財閥による持ち株会社を通じたガバナンスであった。戦前の財閥では、持ち株会社が事業会社を傘下に収め支配してきた。代表的な持ち株会社としては、三井合名会社、三菱合資会社などをあげることができる。

財閥は独占という面で弊害が指摘されることが多いが、ガバナンスという面では効率的な仕組みを作り上げていたと考えることができる。持ち株会社は、傘下の企業の株式を所有するとともに、経営を日常的にモニターする仕組みを備えていた。傘下企業に役員を派遣するとともに、重要案件については事前承認を受けることなどを義務づけていた。1920～30年代の日本においても、現在と同じようにバブルが発生・崩壊し長期不況に突入していたが、この間も、財閥系の会社については持ち株会社のモニター機能が発揮され、経営上の問題が比較的少なかったといわれている。これは、持ち株会社によるガバナンスが比較的うまく機能していたことを示す一つの証左である。

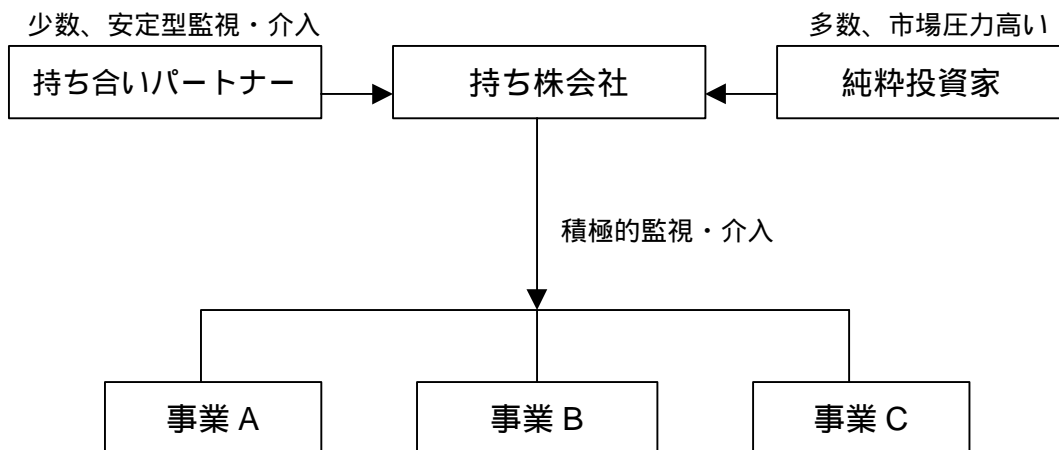
戦前の持ち株会社によるガバナンスが変容を遂げたのは、戦時体制に移行してからである。戦時体制下では、国家の資源を総動員するという目的から、株主主権が否定され、企業は経営者、従業員が構成する組織体と位置づけられ、軍需産業の増強に力が入れた。

図表3 株式持ち合いを中心とする仕組み（概念図）



（出所）シェアード（2001）をもとに作成。

図表4 持ち株会社を中心とする仕組み（概念図）



（出所）図表3と同じ。

そして、それを銀行が資金面から支えるという形に変えられていった。

こうした体制が戦後の一連の改革によって、より強固なものにされていくことになる。財閥解体と持ち株会社の禁止によって、企業は、戦前の体制とは完全に決別することになった。持ち株会社の禁止に伴って株式の受け皿が必要になったが、当時は株式の受け皿として個人は力不足であったため、銀行が株式を保有する形がとられることとなった。やがて TOB に対する防御という側面からも、株式持ち合いが広がっていった。一方、資金供給面では、その後の高度成長を実現するに至るまで、銀行が主要な役割を果たしてきた。こうして株式持ち合いとメインバンクシステムに特徴づけられる日本型のコーポレートガバナンスのシステムが形成されていったのである。

しかし、これまで述べてきたように、こうしたシステムの機能が低下し、新しいガバナンスの仕組みが形成されようとしているのが現在の状況である。新しいガバナンスの形態は、持ち株会社（ないしその擬似的な形態としての監督機能が強化された取締役会）によるガバナンスが重要な役割を果たすが、これは戦前のガバナンスの形態に回帰する形とも捉えることができる。

ただ、これはある意味自然な成り行きである。ごく大雑把に言えば、コーポレートガバナンスの形態は、銀行による監督を主体とするものか、持ち株会社（ないしその類似型）による監督を主体とするものかに大別される。銀行による監督が機能しなくなった以上、もう一つの形態に移行していくのは極めて自然なことである。時代と経済環境によって、どちらがよりよく機能するかは変わってくる。現在は再び、持ち株会社（ないしその類似型）が機能する環境になってきていると考えることができる。

#### （５）日本型ガバナンスのメリットの維持

新しいガバナンスの形に移行した場合、これまで日本型ガバナンスがもたらしてきたメリットである、長期的視野に基づく経営が損なわれるという懸念がある。冒頭部分で述べたように、日本企業にとっては、安定株主の存在が、長期的視野に基づいた経営を可能にする大きな要因となってきた。

しかし、市場規律が高まれば一般に、短期的にパフォーマンスを向上させる圧力が強くなる。過度にこうした圧力が高まれば、これまでの日本企業の強みが損なわれることにもなりかねない。日本企業が好調を維持してきた 80 年代には、長期的な視野に立った日本企業の経営が礼賛され、株主の圧力に振り回され近視眼的な経営に陥りがちのアメリカ企業の反面教師ともされていたのは記憶に新しい。

新しいガバナンスの枠組みのなかで、日本企業はこうした問題とどのように折り合いをつけていくべきであろうか。一つは、持ち株会社（ないし監督機能が強化された取締役会）の機能に期待するというものである。持ち株会社の果たす機能は、何も株式市場の論理をそのままストレートに事業運営に反映させればよいというものではない。株式市場の論理を尊重しながらも、それと現実の事業運営との折り合いをつけていくのがその役割となる。

株式市場から短期的な収益向上が求められても、長期的な視点からみて、そうした方向への過度な傾斜は好ましくないと考えられるような場合には、両者のバランスをとることが、持ち株会社に要求される。つまり、持ち株会社は、企業内部を適切にガバナンスしながら、市場の要求にもバランスよく応えていくという二重の役割を果たす必要がある。

しかし、持ち株会社がこのような役割をうまく果たしたとしても、企業によっては、経営を安定させるためには、やはりある種の安定株主的な存在が必要と考えるかもしれない。こうした場合に、企業がとる戦略としてはいくつか考えられる。

その一つは、新たな安定株主の受け皿を作り出すというものである。従来の持ち合いパートナーが株式を放出せざるを得ない状況のなかで、それを安定的に保有する新たな主体があるとすれば、最も有力なのは従業員であろう。日本企業で、従業員に自社株を持たせる制度としては、従来から従業員持ち株会があった。また、最近ではストックオプションという形で、従業員に自社株を割り当てるケースも増えている。

従業員を株主とすることについては、株主としての利害と労働者としての利害が、会社の維持発展という方向で完全に一致するという意味で望ましいと考えられる。従業員は投資家であり、労働者であるという立場になるため、働いた分だけ株価が上昇し、それが自らの資産価値の上昇につながれば、労働のインセンティブが高まることになる。また、株主と労働者が一致していれば、コーポレートガバナンス上、エージェンシー（代理人）問題が発生する余地がなくなるというメリットがある。株式会社制度の下では、株主は代理人である経営者に対し、企業価値が高まるような企業経営を行うよう委託するわけであるが、代理人がそうした役割を本当に果たすかどうかはわからないというのがエージェンシー問題である。しかし企業の中で働く労働者が株主であれば、こうした問題はなくなる。

しかし、持ち株会では、今までの制度（任意の加入、換金自由）を前提とする限り、株式全体に占める保有比率は微々たるものであり、安定株主とまでいえる存在とはなり得ない。一方、ストックオプションについては、それを持たせた従業員に対し、短期的な株価上昇につながるような近視眼的な行動に走らせる危険性がある。つまり、従業員自身が純粋投資家的な行動に走る可能性である。それは短期の収益向上という点では望ましいかもしれないが、長期的な視点でみても望ましいとは限らない。また、ストックオプションの保有者は、株価が高値をつけた段階で売り抜けることを考えるため、そもそも安定株主とは全く異質の存在である。

ここで注目されるのは、アメリカの ESOP（Employee Stock Ownership Plan）である。ESOP は、従業員が将来受け取る年金として自社株を購入する仕組みであり、日本の持ち株会とは全く発想が異なるものである。持ち株会では従業員が給与から天引きして自社株を買うが、ESOP では企業が購入代金を拠出するという違いがある。もっとも当初は、ESOP（信託として設立される）が銀行から借入れを行うことによって自社株を購入し、企業が ESOP に対し毎年一定の上限内で資金を拠出していく形をとる（借入れ金は拠出金と株式配当によって返済していく）。ESOP は、あくまでも年金であるため、従業員が退職す

るまでは現金化することができない（原則 59.5 歳以降）。また、任意の加入ではなく、従業員全員が対象となる。日本の持ち株会が、任意の加入で、貯蓄という位置づけのためいつでも引き出せるというのと対照的である。さらに ESOP は、企業にとっても従業員にとっても税制上優遇措置が設けられており、こうした面でも導入するインセンティブが与えられている。

ESOP を導入している代表的な企業としては、ユナイテッド航空（発行済み株式数に占める ESOP 保有比率約 55%）、マクドナルド（同約 15%）などをあげることができる<sup>2</sup>）。一般に、アメリカ企業のガバナンスは、市場の論理を尊重する市場型が主体と考えられることが多いが、ESOP を積極的に活用することによって一種の安定株主を作り出し、経営の安定性を確保しようとしている企業も少なくない。この意味では、アメリカ企業のガバナンスシステムが、日本型に歩み寄っている部分もある。

ESOP のような制度が日本でも導入されれば、安定株主の新たな受け皿として活用することも可能になる。こうした問題意識とはやや視点が違うが、日本企業の中では、最近の持ち合い解消による株式需給の悪化を回避するため、自社株の買入消却を行う企業が増えている。自社株の消却については、ROE を向上させたり、将来の配当負担を減らすことができるなどのメリットもある。また、今年に入ってから、株価対策として、用途を限定しない自社株買いである金庫株の解禁を求める声が強まった（商法改正により今年 10 月にも解禁）。ただ、こうした自社株買いは、概して資金に余裕にある企業しか行いにくいという面がある。これに対し ESOP は、経営の先行きに自信があって、従業員の理解も得られる企業であれば、利用できる可能性が広がる。ESOP は、日本企業がとり得る戦略の選択肢を増やすという意味でも、いずれその導入を真剣に検討すべき時期が訪れるのではないかと思われる。

一方、安定株主には頼らず、むしろ一般株主を安定株主な存在に変えていくような戦略をとることによって、経営の安定性を確保しようというやり方も考えられる。例えば、一般消費者向けの製品を製造している企業で、徹底的にそのブランドイメージを高める戦略をとりそれが奏効したとすれば、消費者は単にその製品を購入するだけでなく、株主としてもその企業に投資してよいと考えるかもしれない。その結果として、消費者はその企業の製品を購入するリピーターになるだけでなく、株主としても安定的な存在になり得るかもしれない。

こうした方向に比較的合致した戦略をとっていると思われる企業はソニーである。ソニーは、あらゆる方法を通じてブランドイメージの維持向上に努め、同時に経営改革にも積極的であるという情報を発信し続けることによって、消費者（投資家にもなり得る）を獲得する戦略をとっているようにみえる。こうした戦略を通じて、ソニーの株を買いたいという投資家を増やし、株式需給の悪化を未然に防いでいると考えることができる。ただ、こうした戦略はブランドイメージが維持されているうちはいいが、いったんそれが崩れた場合、取り返すのは極めて困難である。その意味では、一般株主を安定的に確保できたと



しても、それが安定株主そのものになるわけではないことには注意を要する。

いずれにしろ、安定株主の比重が低下していくなかでは、株式の新たな受け皿をいかにして確保していくかが、日本企業にとって重要な課題となっていく。

#### (6) 商法改正による新しいガバナンスの仕組み

現行商法が様々な面で実態とそぐわなくなっているため、抜本改正が必要との認識が高まっている。現在、2002年の法改正を目指して議論が行われており、法務省の法制審議会は、今年4月にこれまでの議論をまとめた商法改正試案を公表した。

これによれば、企業統治機構について次のような案が示されている。大会社（資本金5億円以上または負債200億円以上）について、最低一人の社外取締役の導入を義務づけ、社外取締役については、過去に一度でも子会社を含めその企業グループの役員、管理職、取締役でなかったものに限る。また、複数の社外取締役を導入した場合には、監査役制度を廃止することを認める。このための条件は、取締役会の中に取締役候補の選定、取締役などの報酬決定、監査を担当する三つの委員会を設ける、各委員会は三人以上の取締役で構成し、過半を社外取締役から選ぶ、業務の執行を専門とする経営幹部職（執行役）を新設し、現在の取締役から個別業務の執行を分離するの三点である。

前段の社外取締役の義務づけについては、すべての大企業に企業外部からの社外取締役を入れることによって、経営監督の機能を強化しようとするものである。

後段の部分は、従来の企業統治機構に代わる新たな仕組みの導入を認めるものである（図表5）。すでに述べたように、日本の会社の取締役会が抱える問題点の一つは、監督機能と執行機能が未分離であるということだった。そこで改正試案では、新たに、経営の監督については取締役会、執行については執行役と両者を明確に分離する仕組みも認める。そして、取締役会の中に、経営に関する重要事項である指名、報酬、監査の各委員会を設け、各委員会の構成員の過半数を社外取締役にすることによって監督能力を強化する。この場合、監査委員会と従来の監査役の機能が重なるため、監査役を廃止することも認める。

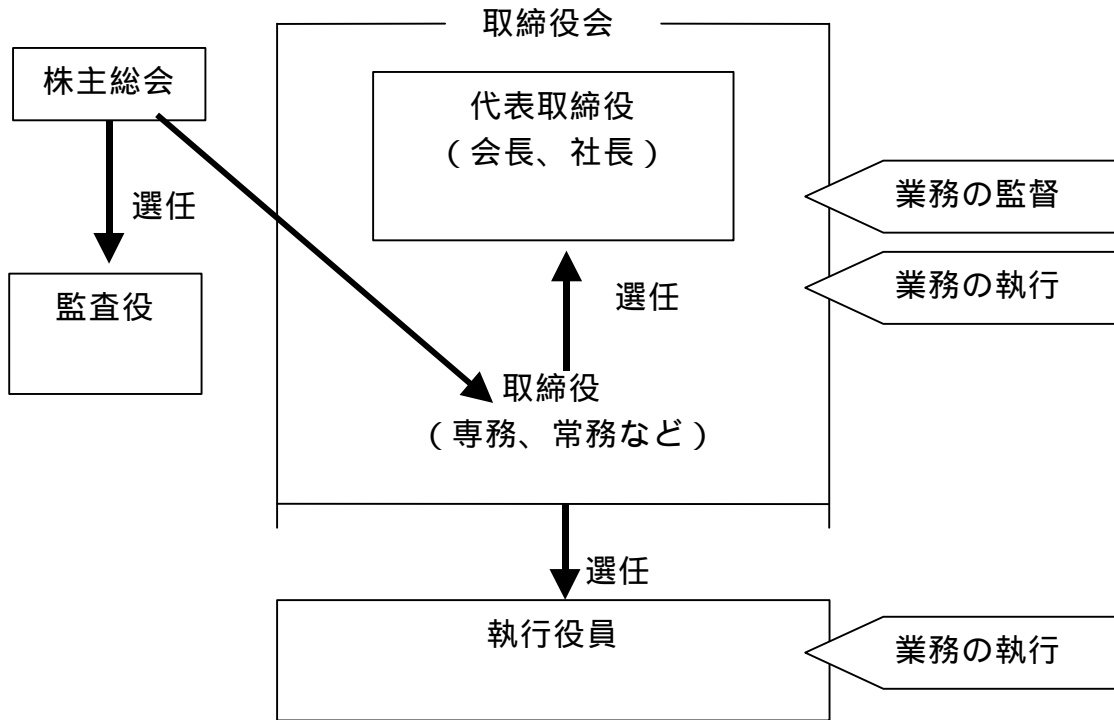
これは、アメリカの大企業で一般的とされる統治機構のスタイルであり、今回の改正試案が実現されれば、日本企業でも導入しやすくなる。もっとも、現行商法の下でも、執行役員を設け、取締役会に複数の社外取締役を入れることによって、その監督機能を強めようとしている企業も少なくないが、それを制度的にも明確に位置づけるというのが今回の改正試案の主旨ということができる。

今回、改正試案が打ち出した統治機構の仕組みにもう一つの選択肢を用意するという方向性は、日本企業が新たな統治機構を導入しようとする際の制度的な障害が取り除かれるという意味で望ましいものであるといえる。制度面でも、日本企業がアメリカ型の仕組みに接近しやすくなる基盤が与えられるということにほかならない。

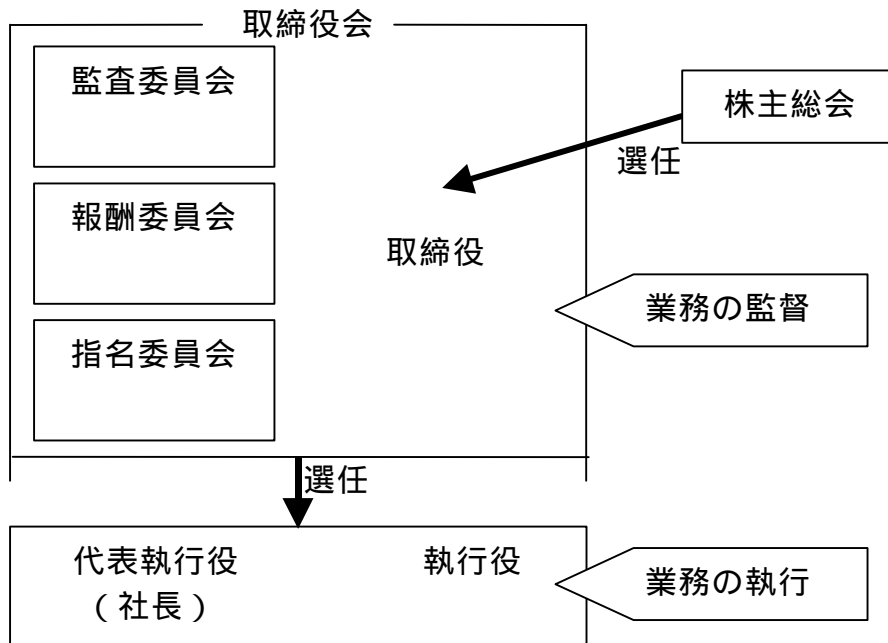
なお、ここで重要な役割を果たす社外取締役については、実は、アメリカ企業と日本企業とでは、そもそもの導入の目的が異なっているという面がある。一般に、アメリカ企業

図表5 商法改正試案による企業統治機構の変更点

現行



新しく可能になる仕組み



- (注) 1. 、 はいずれかを選択。  
 2. 執行役は取締役を兼任できる。  
 3. は社内のメンバー、 は社外のメンバー。  
 (出所)『読売新聞』2001年4月19日をもとに作成。

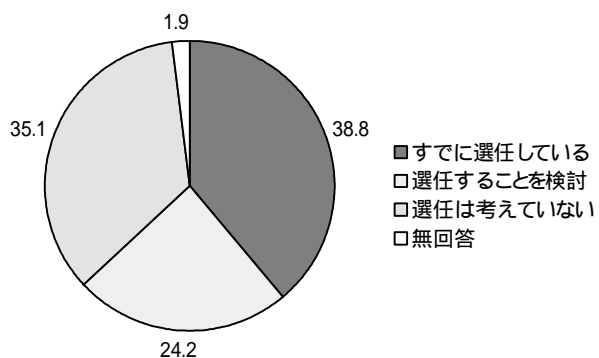
では、市場型ガバナンスが主体となるため、経営が市場の論理に傾きがちとなるが、そうした面への過度な傾斜が企業にとって常に望ましいとは限らないため、それを冷静にチェックする役割が社外取締役に期待されているという面がある。これに対し、日本企業は全く逆で、社外取締役に期待される役割は、企業内部の論理に傾きがちの日本企業の経営に対し、株主の目によってチェックするという役割が期待されているという面が強い。つまり、社外取締役に期待される役割が、アメリカ企業では市場の論理への牽制なのに対し、日本企業では社内の論理への牽制という正反対のものとなっている。制度面で接近しても、その意味付けが異なるのは、それぞれの仕組みには固有の成り立ちがあるからである。

また、アメリカ型の仕組みの導入により、監査役制度の廃止が可能になるが、ここまで言及してこなかったものの、日本企業のガバナンス機能低下の背景には、監査役制度がうまく機能していなかったという問題も決して無視することができない。監査役は、商法上の義務と責任と権限は大きい、取締役会での議決権がないという致命的な欠陥があった。このため、往々にして監査役は取締役より低く見られがちであった。これに対し、今回の改正試案で示された取締役会の中に監査委員会を設ける仕組みを導入すれば、従来のような問題はなくなる。監査役に取締役会での議決権を与えるのに近い状況となるからである。

改正試案に対しては、経団連などは、すべての大会社に社外取締役の導入を義務づけるのは、会社にとって負担となるので好ましくないとしている。しかし、先進的な企業では、現状でも積極的に社外取締役を導入することによって、取締役会の監督機能を強化し、経営の透明性を確保しようとしている。好むと好まざるとに関わらず、こうした方策をとらなければ市場の信頼を得ることが難しくなっており、たとえ商法で義務づけられなくとも、多くの企業で今後社外取締役を導入する動きはさらに広がっていくとみるべきであろう（図表6、7）。

改正試案で打ち出された大きな方向性は、企業統治機構について企業の選択できるバリエーションが広がるという意味でも、ここまで述べてきた市場規律の高まりに対し内部の監督機能強化を図るという意味でも望ましいものであると考えられる。

図表6 社外取締役について

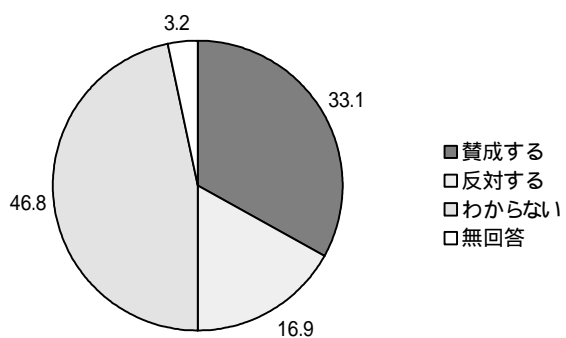


(注) 東証一部上場企業 1,468 社に対するアンケート調査

(回答率 50.5%、調査時点 2001 年 5 月)

(出所) 日本経済新聞社

図表7 社外取締役の義務化について



(出所) 図表6 と同じ。

## 2. 新興企業のコーポレートガバナンス

### (1) 間接金融の仕組みの限界

ネットバブルが崩壊し、現在はネット系のベンチャービジネスも整理淘汰の時期に入っているが、ここ1～2年はベンチャー企業にとってこれまでにない追い風が吹いた時期であった。ベンチャーキャピタルによる投資が急増する一方(図表8)、マザーズやナスダックジャパンなど新興企業向けの株式市場が開設され、株式公開も従来に比べ格段に行いやすくなった。

しかし、宴が終わった今では、経営危機に瀕するベンチャー企業が出現するなど、日本においては、ベンチャー企業が発達する基盤は依然として弱いものであることが明らかとなった。ベンチャー企業に対する資金供給量は増えたものの、それだけではベンチャー企業発展の十分条件とはいえないことが強く認識された。とりわけ目につくのは、ベンチャー企業の経営力の弱さである。ベンチャー企業は一般に、技術力やアイデアには優れていても、経営能力が乏しいケースが多い。

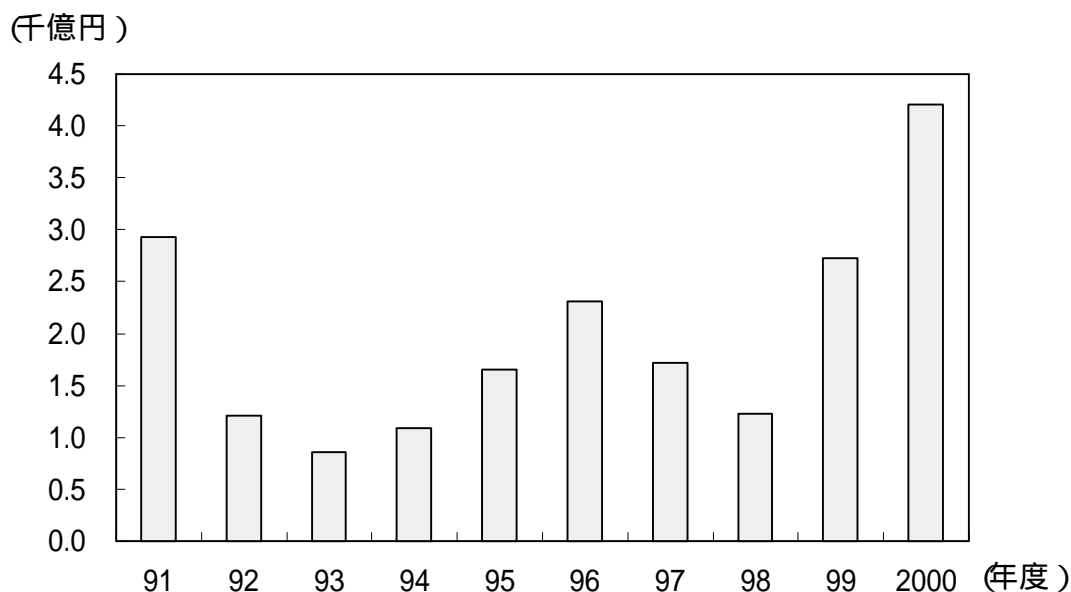
むしろ、ベンチャー企業の経営能力の弱さは、個々の企業固有の問題として片づけることもできる。しかし、より根本的には、経営能力を積極的に高めるような仕組みが、これまでの銀行を中心とする間接金融の仕組みの下では、欠如していたという問題も決して無視し得ない。

日本の銀行は、不確実性は高いものの潜在的な収益性は高いベンチャー企業に対する融資については、概して消極的な姿勢を示してきた。これは、与信の仕組みそのものが不動産担保を基本としていたため、そうした担保を持たないベンチャー企業には融資を行う条件が整っていなかったことによる。また銀行は、本体とは別に系列のベンチャーキャピタルを設立し、そこからベンチャー企業に対する投資を行ってはきたものの、その多くは成熟期にあるベンチャー企業であり、また往々にして他社と横並びの投資を行いがちであった。

特にベンチャー企業のスタートアップ期には、リスクをとって資金提供を行う主体が必要となる。また、そうした主体は、場合によってはベンチャー企業の経営にも積極的に関与することによって、ベンチャー企業の成長を促す役割も果たすことが期待される。むしろ、ボランティアでそのような役割を果たすのではない。資金提供する主体にとっては、経営に関与することによって成長を促し、やがて株式を公開できれば、巨額のリターンが得られるというインセンティブがあればこそ、そのような役割を果たしていくことになる。つまり、ベンチャー企業のスタートアップ段階では、自らリスクをとって投資する一方で、その成功確率を高めるために経営に積極的にテコ入れしていくような主体が必要になる。

しかし、これまでの日本では、こうした役割を果たすはずの本当の意味でのベンチャーキャピタルが存在していなかった。こうした仕組みの欠如が、ベンチャー企業の経営能力の低さと密接に関わっているというのがここでの認識である。

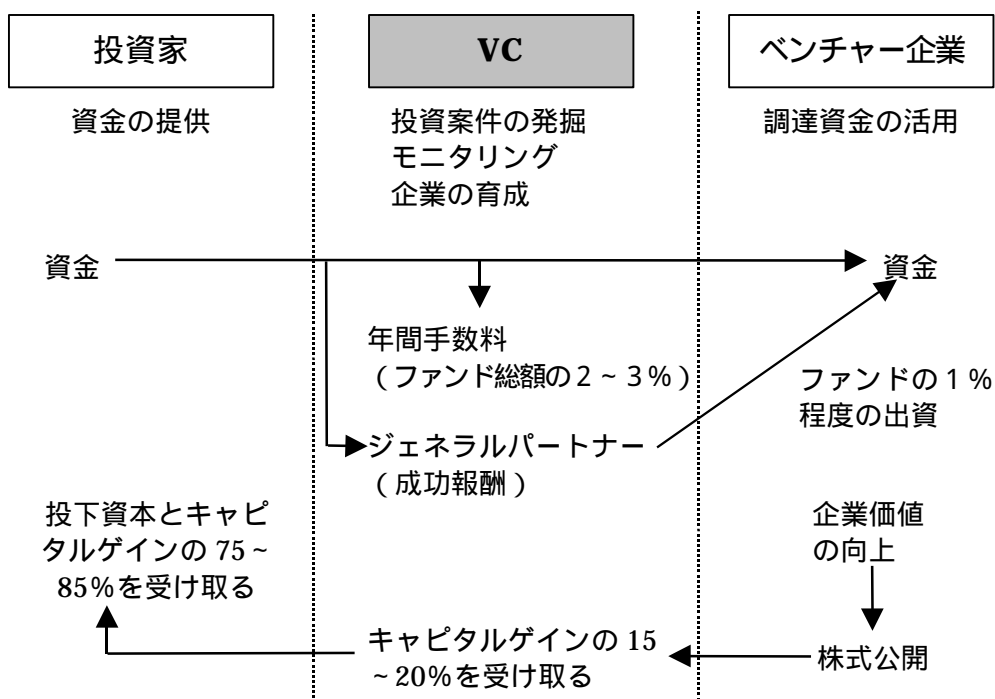
図表8 日本におけるベンチャーキャピタルの年間投資額



(注) 主要ベンチャーキャピタルに対するアンケート調査。その年に回答した企業の投資額の合計。

(出所) 日本経済新聞社・日経産業消費研究所

図表9 リミテッドパートナーシップの仕組み



(出所) 小堀(2000)をもとに作成。

## (2) ベンチャーキャピタルのガバナンス機能

ここで、ベンチャー企業の成長を促す原動力となっているアメリカのベンチャーキャピタルの仕組みを簡単にみてみよう。アメリカでは、ベンチャー企業のスタートアップ段階で、ベンチャーキャピタルが資金提供するとともに、その後の経営にも深く関わることで、ベンチャー企業の育成に成功しているケースが多い。経営への関与とは、具体的には、取締役などに就任し、経営メンバーを外部からスカウトしたり、CEOの交代を促したり、他企業との提携や買収の筋書きを書くといったことである。例えば、シスコシステムズの創業から現在に至るまでのCEOの交代は、ベンチャーキャピタルがすべて関与したといわれる。また、コンパックが、高級パソコン路線から低価格路線へ転換し成功を収めたのも、ベンチャーキャピタルのシナリオによるものであった。

このようにアメリカでは、ベンチャーキャピタルは、機関投資家などから得た資金をベンチャー企業に投資することと、資金提供後にベンチャー企業の経営に関与することの二つの役割を果たしている。

ベンチャーキャピタルの仕組みを、アメリカにおける代表的な投資形態であるリミテッドパートナーシップ(有限パートナー制)に則して説明しておくこととなる(図表9)。リミテッドパートナーシップが主流となっている背景には、機関投資家にキャピタルゲイン課税が課せられないという税制上の優遇措置の存在がある。リミテッドパートナーシップでは、投資家(資金提供者)がリミテッド(有限)パートナーとして、ベンチャーキャピタリストがジェネラル(一般)パートナーとして位置づけられる。

投資家として資金を出資するのは、年金基金、保険会社などの機関投資家のほか、エンジェル(個人投資家)などがあげられる。ベンチャーキャピタリストは、投資家の資金提供を受け、投資案件の発掘、企業の育成、経営のモニタリングなどにあたる。ベンチャーキャピタリスト自身も出資を行うが、その額はファンドの1%程度にすぎない。ベンチャー企業は出資された資金をもとに事業活動を行う。そしてベンチャー企業が株式公開を果たした場合、ベンチャーキャピタルはキャピタルゲインの15~25%を、投資家が投下資本とキャピタルゲインの75~85%を受け取る。このほか、ベンチャーキャピタルは、ファンド総額の2~3%を手数料として受け取る。

こうした仕組みの下では、投資家とベンチャーキャピタルの間で利害対立が起こる恐れはないだろうか。例えば、情報上優位な立場に立つベンチャーキャピタルが法外な手数料を受け取り、投資家の利益を損なうという可能性である。この点は、リミテッドパートナーシップが、一定期間だけ有効という仕組みになっていることでうまく回避されている。リミテッドパートナーシップが一定期間しか有効でないため、ベンチャーキャピタルはその度ごとに投資家から新たに資金を集めなければならない。資金を集めるためには過去の運用実績がものをいうことはいうまでもない。このためベンチャーキャピタルには、常に新たな投資家を獲得するためには、投資家の利益を損なうことなく、資金を運用していなければならないというインセンティブが与えられることになる。また、ベンチャーキャ

ピタルの成功報酬は、株式公開を果たした場合、その一定割合を受け取るというように、投資家の利益と完全に一致するように決められている。

以上述べてきたようなベンチャーキャピタルの役割は、機関投資家などの資金提供者と、その資金を利用してリスクの高い事業を行うベンチャー企業との間の仲介機関としての役割として捉えることができる。すなわち、ベンチャーキャピタルは資金提供者の代理人として、有望な投資先を発掘し投資するとともに、投資が失敗に終わらないように投資先企業の経営をモニターする役割を果たしている。これは、ベンチャーキャピタルがベンチャー企業のコーポレートガバナンスについて、重要な一翼を担っているということ意味する。

ベンチャーキャピタルが果たすコーポレートガバナンスの役割は、メインバンクや株式市場が果たすコーポレートガバナンスとはかなり異なっている。まず、ベンチャーキャピタリストには、ベンチャー企業の将来性を見抜く高度な鑑識眼が要求される。つまり「目利き」としての役割である。また、ベンチャー企業の経営に関与するための実務経験（創業経験や大企業での経営経験）も不可欠である。したがって、ベンチャーキャピタリストの個人の力量に強く依存することになる。

アメリカで成功を収めている著名なベンチャーキャピタリストとしては、シスコシステムズ、アップル、オラクルなどへの投資によって成功を収めたドン・バレンタイン氏、ヤフー、ネオマジックなどへの投資によって成功したマイケル・モリッツ氏などがあげられるが、いずれも豊富な経営経験を持ち、創業期の実務にも長けているという共通点がある。

このようにアメリカでは、ベンチャーキャピタルがベンチャー企業の経営をモニターし、育成していくという仕組みが確立されている。これに対し、これまで日本では、ベンチャーキャピタルは、ベンチャー企業に資金提供を行うだけにとどまっているケースがほとんどであった。また、投資対象もスタートアップ期にあるベンチャー企業よりも、成熟期にあるベンチャー企業の方が多かった。そもそも、日本のベンチャーキャピタルには、スタートアップ期にあるベンチャー企業に投資し、経営に関与することによって成長を促し、その果実をキャピタルゲインとして得るという発想はほとんどなかったといえる。

この点は、これまでの日本のベンチャーキャピタルが、銀行など金融機関系のベンチャーキャピタルが多く、アメリカのような独立系ベンチャーキャピタルが少なかったという点と深く関わっていると考えられる。サラリーマン投資家では、リスクのある投資を行うことは困難である。サラリーマン投資家にはそうした権限もなく、またリスクをとって投資を行うというインセンティブも与えられていない。また、サラリーマン投資家には、経営に関与する必要が生じたとしても、そうした経験や能力に乏しいということもある。

### （３）ベンチャー企業を支えるネットワーク

アメリカにおいて、ベンチャー企業の成長を促す仕組みとして、このほかに指摘しておかなければならないのは、ベンチャー企業向けの専門サービスが発達しているという点で



ある、ベンチャー企業が多数立地するアメリカのハイテク集積地域では、弁護士、会計士、弁理士、コンサルティング、人材派遣、契約生産、事業者賃貸など多様なベンチャー企業向け専門サービスが発達している（図表 10）。

専門サービスは、ベンチャー企業と互いに分業を行い、ネットワークを形成することによって、相互にリスク分担し、ベンチャー企業の成長に寄与する役割を果たしている。専門サービス業者は、報酬を現金ではなく株として受け取る場合もある。この場合、ベンチャー企業が株式公開を果たせば、専門サービス業者は莫大な成功報酬が得られることになる。こうしたケースでは、専門サービス業者に、ベンチャー企業が成功するように自らも積極的に貢献しようとするインセンティブがより大きく働くことになる。

専門サービス業者は、ベンチャーキャピタルのように積極的にベンチャー企業のモニターや育成に貢献するわけではない。しかし、自らが請け負う部分において、ベンチャー企業の成功に貢献しようとするインセンティブが与えられており、この意味で、ベンチャー企業のガバナンスに多少なりとも関与しているという面もある。

このように、アメリカにおいては、ベンチャー企業と、ベンチャー企業に資金を提供するベンチャーキャピタル、様々な専門サービスを提供する業者が一体となってハイテク地域に集積し、それがベンチャー企業の育成を促す土壌を形成している。ベンチャーキャピタル、専門業者はそれぞれの立場で、ベンチャー企業の成長に貢献するインセンティブを持ち、一体となって成長しているということほかならない。これに対し、これまでの日本では、ベンチャー企業に専門サービスを提供する業者も少なく、ベンチャー企業、ベンチャーキャピタル、専門サービス業者の三者が一体となって成長する土壌は形成されていなかった。

#### （４）変化する日本のベンチャーキャピタル

しかし、最近では変化の兆しが現れている。まず、豊富な経営経験や起業の経験を持つ独立系のベンチャーキャピタルが、日本でも現れてきたことがあげられる。また、投資対象も、これまでのような成熟期のベンチャー企業中心ではなく、スタートアップ段階のベンチャー企業に投資を行うケースが増えている（図表 11）。スタートアップ段階での投資が増えている背景には、マザーズやナスダックジャパンなど新興企業向けの株式市場が整備されたことにより、ベンチャー企業の株式公開が行いやすくなり、ベンチャーキャピタルにとって、スタートアップ段階で投資しても株式公開という最終的な出口が見えやすくなったことも大きい。

さらに、投資形態も、早期の株式公開を果たすために役員を派遣するなど、積極的に経営に関与する形態が増えている。こうした投資形態は、ハンズオン型とも呼ばれるが、日本のベンチャーキャピタルでも急速に広がりつつある（図表 12）。

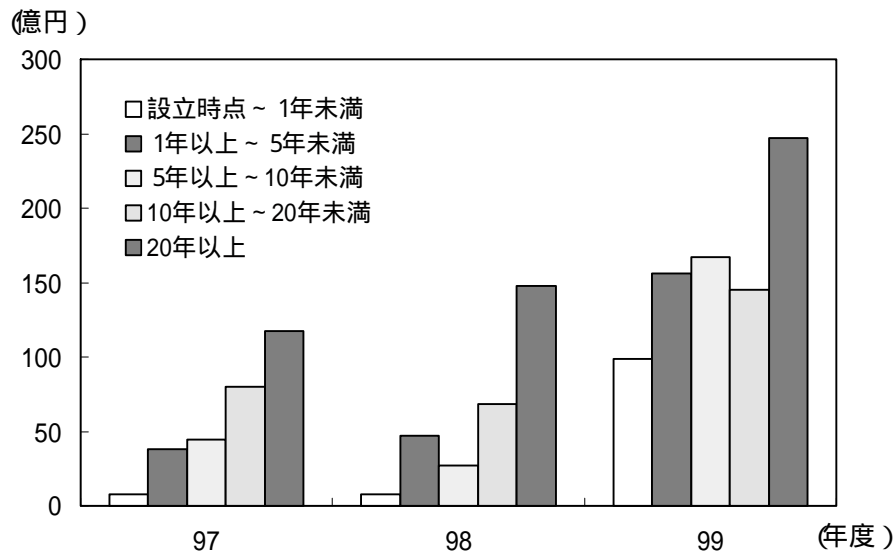
加えて、ベンチャー企業向けの専門サービスを積極的に行う会計事務所、弁護士事務所、コンサルティング会社も現れてきた。こうしたサービスに対するベンチャー企業のニーズ

図表 10 アメリカにおけるベンチャー企業向け専門サービス業の概要

機能	具体的サービス内容	ベンチャー支援理由	報酬形態
法律	・会社の設立手続き ・株式の発行・売却等の手続き ・特許申請・アドバイス等	・新規顧客からの収益確保 ・顧客との長期的関係の構築	・現金が原則 ・特殊な場合のみ equity で受領
会計	・簿記 ・会計報告準備 ・会計・資金調達アドバイス等	・新規顧客からの収益確保 ・顧客との長期的関係の構築	・現金が原則 ・特殊な場合のみ equity で受領
投資銀行	・投資家等との交渉支援 ・成長支援・出口戦略 (M&A IPO 等)	・新規顧客からの収益確保 ・顧客との長期的関係の構築	・equity が常套
コンサルテーション	・マーケットリサーチ ・事業計画作成 ・戦略提携支援	・新規顧客からの収益確保 ・顧客との長期的関係の構築	・現金が原則 ・特殊な場合のみ equity で受領
バリュエーション	・事業性評価 ・企業価値評価 ・資金調達支援	・新規顧客からの収益確保 ・顧客との長期的関係の構築	・現金のみ
マーケティング・広告	・マーケティング ・広告代理・広報	・新規顧客からの収益確保 ・顧客との長期的関係の構築	・現金のみ
人材斡旋・派遣	・マネジメント、スタッフの探索・紹介・斡旋 ・報酬・給与の設計 ・事務代行	・新規顧客からの収益確保 ・顧客との長期的関係の構築	・現金のみ
契約生産	・パイロット・プラント提供 ・パッケージング・サービス ・プロトタイプ開発	・新規顧客からの収益確保 ・顧客との長期的関係の構築	・現金のみ
デザイン・エンジニアリング	・実験室からプラントまでのデザインと建設 ・建設許可の取得支援	・新規顧客からの収益確保 ・顧客との長期的関係の構築	・現金のみ
安全規制対処	・実験室設計のアドバイス ・設備機器に関する規制に関するアドバイス	・新規顧客からの収益確保 ・顧客との長期的関係の構築	・現金のみ
実験室のテスト・エンジニアリングサービス	・生産工程のテスト ・社内 R&D 向けの特殊資材および設備機器の提供	・新規顧客からの収益確保 ・顧客との長期的関係の構築	・現金のみ
事業保険および金融支援	・各種保険 ・信用状作成 ・401k プラン作成 ・事務代行	・新規顧客からの収益確保 ・顧客との長期的関係の構築	・現金のみ
インキュベータ	・事務所、実験室の貸与 ・各種事務機器の貸与 ・法律・会計関連サービス等	・民間の場合は 同上 ・公共の場合は 地域経済の活性化と雇用の創出	・現金 ・特殊な場合のみ equity で受領
オフィススペース賃貸 & 秘書業務	・オフィスレンタル ・倉庫レンタル	・新規顧客からの収益確保 ・顧客との長期的関係の構築	・現金のみ

(出所) 中小企業庁

図表11 投資先企業を設立年次で分けた年間投資額



(出所) 日本経済新聞社・日経産業消費研究所

図表12 ベンチャーキャピタルによるハンズオン型投資の事例

日本テクノロジーベンチャーパートナーズ投資事業組合 (NTVP)	サイベック (半導体関連ベンチャー) に出資し、NTVP代表が社外取締役に就任 (1999年)。シノックス (ネットベンチャー) に出資し、NTVP代表が代表取締役社長に就任 (2000年)。
エイパックス・グロービス・パートナーズ	パナテックス (システム開発の技術者派遣) に出資し、社外取締役と監査役を派遣 (1999年)。
アイシーピー	カカコム (ネットでパソコンの安売り情報を発信) に1億円出資し、アイシーピー社長が社外取締役に就任 (2000年)。
ウォーバーグ・ピнкаス (米系)	ブルックランズ (電子商取引システム) に約10億円出資し、非常勤取締役に派遣。
H & Qアジアパシフィック (米系)	ACCESS (ソフト開発) に10億円弱出資し、取締役に派遣 (1999年)。
ジャフコ	過去3年間に投資した企業367社のうち、取締役に派遣したのが44社、取締役参加権を持つのが150社。
スリーアイ (英系)	買収先企業に派遣する取締役候補をリストアップし、2002年にまでに25人に増やす (現在10人程度)。
ユニゾン・キャピタル	投資先に派遣する役員候補者54人をリストアップ。2～3年以内に100人まで増やす。
アドバンテッジ・パートナーズ	約30人の経営者候補をリストアップ。

(出所) 日本経済新聞報道記事をもとに作成。

図表 13 報酬を株で受け取る事例

リクルート	日本サイエンティフィック（半導体関連ベンチャー）の求人広告掲載料金の約 2 割をストックオプションで受け取り（2000年）。
ドリームインキュベータ（ベンチャー育成）	アイ・シー・エフ（電子商取引支援）のコンサルティング費用の全額を株式で受け取り（2000年）。
グロービス・マネジメント・バンク（経営幹部仲介）	顧客からの支払い 2～5 割を株式（現物株、ワラント、ストックオプション）で受け取る方式を取り入れる。すでに数社と契約。
三菱総合研究所	コンサルティングの対価の一部を株式で受け取る方式を導入（2000年）。

（出所）日本経済新聞報道記事をもとに作成。

が高まったことから、大きなビジネスチャンスがあるとみたためである。専門サービス業者の中には、報酬を株やストックオプションで受け取るケースも現れている（図表 13）。こうした一連の動きは、日本でもアメリカ型のベンチャーキャピタルをモニター、育成する土壌が急速に形成されつつあることを示している。ベンチャー企業、ベンチャーキャピタル、専門サービス業者の三者が一体となり、成功するケースが多数出てくるようになれば、こうした土壌は次第に揺るぎないものとなっていくと考えられる。

#### （5）ガバナンス強化のための方策

こうした動きを後押ししていくためにはどのような政策が必要だろうか。ベンチャーキャピタルによるベンチャー企業のガバナンスをいやすくしていくためには、株主としてのベンチャーキャピタルの力を強化することが不可欠となる。

この点、アメリカでは、優先株に投資家がリスクを避けるための条件をつけることのできる仕組みがある。具体的には、投資家が経営に参画するための取締役選任権、議決権防衛（投資家に不利益な行為が株主総会で議決されることを認めないこと）、持ち分の希釈化防止（増資や他の投資家の持ち分取得により自己の持ち分比率が低くなることを防ぐこと）などを条件としてつけることができる。ベンチャーキャピタルは、優先株につけた条件を利用すれば、経営に関与したり、他の投資家に主導権を握られないようにすることが容易に行える。また、ベンチャー企業にとっても、こうした優先株を利用すれば、投資家から資金がより調達しやすくなるというメリットがある。

これに対し、日本の商法の下では、これまでこうしたことを行いにくいという難点があった。しかし、今年 4 月に法制審議会が示した商法改正試案では、取締役を選任する権限や、経営の重要事項について拒否権を認める種類株（議決権種類株）の発行解禁が盛り込まれた。この仕組みを使えば、ベンチャーキャピタルは過半の出資比率を持っていなくて

も、取締役を送り込んだり、重要な経営問題について拒否権を発動するなどの経営監視が容易に行えるようになる。こうした改正の方向性は、ベンチャーキャピタルのガバナンス機能を強化するという意味で望ましいものであるといえる。

おわりに

本稿においては、日本企業のガバナンスの空白を招いている要因を分析し、その空白を埋め、ガバナンスを強化するための方策について検討した。その結果、以下のような点が明らかとなった。

これまでの日本型コーポレートガバナンスの仕組み、すなわちメインバンクによるモニタリング機能が失われてしまった現在では、外部規律、市場規律をいかにして企業経営に反映させるかが重要となっている。業務監督を行う取締役会と、業務執行を行う執行役員の役割分担を明確にし、取締役会のメンバーに過半の外部取締役を導入することが、その一つの方法である。こうした体制では、取締役会は、株主に対して企業価値を向上させる明確な責任を負い、株主と現実の事業運営とを結び付ける結節点としての役割を果たす必要がある。

こうした体制をさらに明確化したものとしては、持ち株会社の導入がある。持ち株会社は、上記の監督機能を強化した取締役会と同様に、株主と事業運営を結ぶ結節点としての役割を果たす。持ち株会社によるガバナンスは、戦前の日本企業におけるガバナンスの一つの形態であったが、最近では導入する企業が増えている。その意味では、日本企業のコーポレートガバナンスは戦前の形態に回帰する形となる。

一方、ITベンチャーなど新興企業が、コーポレートガバナンス上で直面している課題は、そもそもの経営能力が低いという問題である。ここで参考になるのが、アメリカにおけるベンチャー企業のガバナンスである。アメリカではベンチャーキャピタルが、資金を提供するだけでなく、取締役などに就任し、経営に関与するのが一般的である。これにより、技術力には優れるが経営経験に乏しいベンチャー企業の経営能力を高め、事業の成功確率を高めていく。ベンチャーキャピタリストは、豊富な経営経験や起業経験を持ち、新興企業の将来性を見抜く「目利き」としての役割も果たす。

日本のベンチャーキャピタルは、これまでは金融機関係の会社が多く、単に資金提供を行うにとどまり、経営には関与してこなかった。しかし、最近では経営経験が豊富な独立系のベンチャーキャピタリストが、積極的に経営に関与し、成功を収めるケースも現れている。今後は、日本でもこうした仕組みが強化されることを通じ、新興企業の経営能力が高められていくと考えられる。

## 注

- 1) 以下の記述は岡崎(2000a)、(2000b)によるところが大きい。
- 2) 井瀧・野村(2001)による。

## 参考文献

- 井瀧正彦・野村亜紀子(2001)「米国 ESOP の概要とわが国への導入 従業員を新たな株主として位置づけるべき時代」『知的資産創造』3月号。
- 伊丹敬之(2000)『日本型コーポレートガバナンス 従業員主権企業の論理と改革』日本経済新聞社。
- 岡崎哲二(2000a)「歴史から考える企業統治」『日本経済新聞』(やさしい経済学)5月25日～6月1日。
- 岡崎哲二(2000b)「持株会社と銀行 コーポレート・ガバナンスから見た1920年代と現代」『一橋ビジネスレビュー』WIN.
- 加護野忠男(2000)「企業統治と競争力」『一橋ビジネスレビュー』SUM.-AUT.
- 小堀潔(2000)「米国のベンチャーキャピタル」『企業診断』6月号。
- シェアード, ポール(2001)『企業メガ再編 新・日本型資本主義の幕開け』東洋経済新報社。
- 中小企業庁(2000)『中小企業白書』大蔵省印刷局。
- 吉富勝(1998)『日本経済の真実 通説を超えて』東洋経済新報社。