

# 民営化の進展と コーポレートガバナンス ～公共事業体における 経営管理の一考察～



藤島 裕三

- ◆現代企業は公と民の別に関わらず、経済・社会の両面で企業価値を捉えるべきである。公共事業体は民営化の進展に伴って、公益中心から収益両立へとシフトすればよい。
- ◆SVAなど定量的な業績指標を導入する際には、段階に即したハードルを設定するとよい。同時に定性的な価値観を保つためには、BSCなど多面的な管理手法が有効である。
- ◆公共事業体の機関設計としては、監査役会設置会社のスキームが一般に馴染みやすい。目指す将来像や留意すべき事情に従い、社外取締役や各種委員会を検討すればよい。

はじめに：民営化企業にとってのガバナンス

1. 企業価値アプローチ
2. 業績指標アプローチ
3. 機関設計アプローチ

おわりに：ガバナンスと企業価値の創造

## はじめに： 民営化企業にとってのガバナンス

現代のコーポレートガバナンス論は、所有と経営が分離した株式会社を対象に、1970年代の米国で確立した<sup>1</sup>。わが国においても株式会社は、民間企業体において広く活用されている。株式会社の目的は「営利性」、すなわち出資者に対する利益の分配にある<sup>2</sup>。したがって民間企業体のコーポレートガバナンスとは、専ら経済的な価値の追求を目的とした経営意思決定システムだと定義することができる。

ただし昨今、米国型の経営に対するアンチテーゼも相まって、企業の持続可能性(サステナビリティ)が重要視されている。そのため民間企業体に対しては、経済的な価値と社会的な価値、言い換えれば営利性とCSR(企業の社会的責任)の両立が、近年において強く求められてきた。これら多様な価値観のバランスを図ることも含めて、コーポレートガバナンスを捉えるべきという見解が、一方で有力となってきている。

このように民間企業体が社会的価値を意識する流れと共に、いわゆる特殊法人<sup>3</sup>を始めとする公共事業体においても、コーポレートガバナンスをどう捉えるべきか、同様の問題意識が存在するのではないだろうか。公共事業体は元来、営利ではなく公益を目的に設立されており、社会的価値の提供を使命としている。しかしサービス水準を向上させつつ、事業の継続性・持続性を確保するためには、十分な経済的裏付けが必要である。

経済的な裏付けを得るといのはすなわち、独自に経済的な価値を創出できるよう自立することである。ここに「民営化」の意義がある。具体的なターゲットは株式上場となることが多いが、民間企業体に匹敵するような収益力を獲得する、また

は民間企業体並みに収益を意識する、といった目標設定も「民営化」には含まれよう。すなわち公共事業体においても、社会的および経済的な価値の両立が求められることとなる。

本稿においては「民営化企業にとっての企業価値<sup>4</sup>を実現するコーポレートガバナンス」について、仮説の構築および提言を試みる。まず民営化企業にとっての企業価値について、次に独自の企業価値を表現する業績指標について、さらに企業価値を実現するガバナンス組織について、順を追って議論を展開する。以上の考察は公共事業体のみならず、CSR経営を標榜する民間企業体においても、有用な示唆を提供することになろう。

なお「民営化(Privatization)」という言葉については、「脱・公営化」という本来的な意義から、「所有権の過半数を民間に移転すること」と定義することができる。現実的には「株式上場を通じて民間資本を導入する」という意味合いが強くなる。まずは株式上場を見据えた段階を「民営化準備」とすれば、上場後も政府株が存在する状態は「部分民営化」であり、政府株100%放出を経て「完全民営化」が達成されることとなる。ここに「民営化の進展度」および、それに応じたガバナンスが存在することになる。

## 1. 企業価値アプローチ

本章ではまず、民間企業体と公共事業体の別に関わりなく、経済・社会の両面から成立する企業価値観を提示する。次にそれぞれの価値が組織の成長段階に応じて、どのように変容していくべきかを検討する。そして特に公共事業体の場合、それぞれの価値観における内容とバランスが、民営化の進展に伴ってどう在るべきかを考察する。

1 現代コーポレートガバナンス論の嚆矢となったのは、米国ジェンセンとメクリンによる1976年の論文、「所有と経営の分離により発生する歪み」における「エージェンシー理論」とされる。

2 もっとも会社法には、明確に営利性が規定された条文は存在しない。同法は第105条第1項において、剰余金の配当と残余財産の分配を定めており、この規定が営利性を指し示すと考えられる。

3 総務省によれば「特殊法人」とは、「法律により直接に設立される法人または特別の法律により特別の設立行為をもって設立すべきものとされる法人」とされるが、明確な定義は存在しない。

4 以下、本稿において「企業価値」と言う場合は、常に複合的な意味合いを持つものとする。また「企業」と言う場合は、民間企業体と公共事業体の双方を含んだ、より広い組織・団体の概念とする。

## 複合／相乗的な企業価値観

企業価値とは何かについて、特に民間企業体の論理をベースにすると、イコール経済価値であり、要するに収益性<sup>5</sup>ということになる。他方で近年、企業活動を持続的に発展させつつ、ひいては社会全体の持続性を高めるため、経済価値に加えて社会価値、具体的には公益性<sup>6</sup>といった概念を、企業経営において意識することが求められる。これら経済・社会それぞれの価値は一見、お互いに相容れない概念のように捉えられよう。

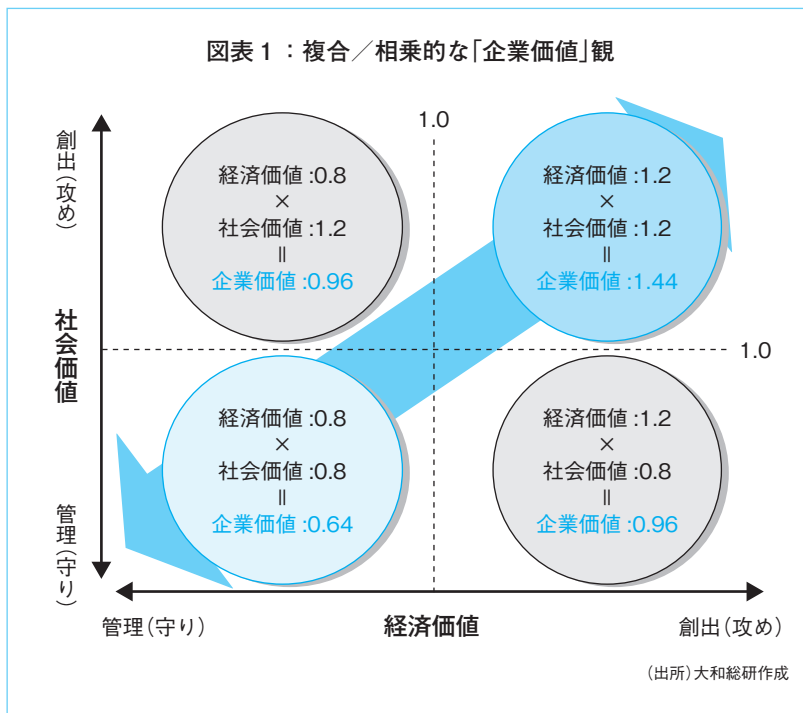
しかし、企業価値は一方だけで構成されるのではなく、双方が複合的に絡み合うことによって、全体が相乗的に高められるものとも考えられる。そこでビジュアルなイメージとして、それぞれ経済価値と社会価値を横・縦に配した、二軸によるマトリクス・モデルを想定してみる(図表1)。企

業価値は最終的に時価総額に現れるとする一方、時価総額は定量的に測ることのできる利益金額のみで必ずしも決まるのではなく、レピュテーションやコーポレートブランドなど、定性的な要素も反映されることになる。

両軸の中央には「1.0」のラインが配してある。このマトリクスは「企業価値＝経済価値×社会価値」を表わすため、2本のラインが交差する点がちょうど、「企業価値＝1.0」ということになる。「経済価値＝1.0」の意味は「PBR＝1.0倍」、すなわち時価の純資産が簿価の純資産を毀損しない状態である。「社会価値＝1.0」については、営業上で必要な範囲のブランディング活動のみ行っている状態となる。この交点に存在する企業は、将来利益およびブランドバリューを、積極的に創出できていないことになる。

横軸の経済価値において「攻め」とは、利益を上げ続けて純資産を増やしている状態である。反対に「守り」については、純資産を取り崩しつつ何とか存続している様となる。なおマトリクス上には表現されていないが、純資産を食い潰して債務超過となる象限が、「守り」のさらに左方向には存在しよう。ここに到って経済価値はマイナスとなる。一般的に民間企業体は大抵、この横軸だけで企業価値を測ることができる。

縦軸の社会価値に関しては、積極的な社会貢献などを通じたブランディングの成果が、「攻め」として現れる典型例である。これに対して「守り」の極は、最低限のコンプライアンスしか念頭にないケースだろう。この軸に関してもさらに下方には、犯罪や反社会行為を繰り返す象限が想定される。もちろ



5 ここで「収益」とは、事業などを通じて利益(利潤、儲け)を得ること、または獲得した利益そのものを表現する用語とする。

6 ここで「公益」とは、社会一般に対して有形無形の便益をもたらすこと、いわば「公共の利益」となることを示す用語とする。

ん社会価値はマイナスということになる。この縦軸を意識することが近年、民間企業体に求められてきている。

新しく要請される社会価値は、従来の基準である経済価値と、相乗的に企業価値を高める。共に高い企業は右上の象限で、「 $1.2 \times 1.2 = 1.44$ 」の価値を創出する。コンプライアンスに問題のある事業で利益を稼ぐ場合、右下の象限で「 $1.2 \times 0.8 = 0.96$ 」となり、企業総体の価値は毀損することになる。公益を優先して財務基盤が脆弱になった場合は、左上の象限で「 $0.8 \times 1.2 = 0.96$ 」と、やはり価値は損なわれる。社会的に意義のある事業を通じて、経済的な成果を十分に得てこそ、より大きな企業価値が得られよう。

## 企業規模の拡大と企業価値

企業価値を構成する経済価値と社会価値としては、あらゆる企業に共通のものがある訳ではない。厳密に捉えようとすれば、その成り立ちや置かれた状況などで、様々な内容や程度が在り得るだろう。ただし内容について経済価値を収益性、社会価値を公益性と大まかに限定した上で、できるだけ個別の事情を排除して程度を論じるのなら、ある種の企業規模を尺度にすることが考えられる。経済的・社会的それぞれの側面から成長ステージを切り分け、各ステージに求められる価値の程度を検討すればよい。

まず、経済的な側面から企業規模を把握する際には、出資者（株式会社であれば株主）の分散度を尺度とすることが有効だろう。基本的な発想としては、元手を出してくれる人が増えれば増えるほど、収益に求められる水準も高まるのではないかと考える。特に民間企業体を想定するならば、「①個人事業→②ベンチャー企業→③上場大企業」

といった変遷が、成長ステージの例としてはイメージしやすいかもしれない。

民間企業体のスタート時点として、最も単純なビジネス形態は個人事業だろう。この場合は元手のほとんどは事業主自らが準備、足りない分を親族や友人など縁故関係で調達することが多い。個人的な関係が資金の裏付けとなっており、「信用貸し」や「出世払い」の意味も強いだろう。資金を出した側としても、大きな投資収益を純粋に期待しているとは考えにくい。事業が行き詰って資金が戻らなくなりさえしなければ、当面は任せておくのではないか。すなわちこの段階では「採算性の確保」が経済価値となる。

次に事業が軌道に乗ってくると、ベンチャー企業として成長するため、より多くの資金が必要となる。取引関係のある大企業や投資ファンドなどが、具体的な出資者として登場することになる。この場合、資金の出し手は経済合理性を重視するため、企業としては出資者に説明がつく程度の収益を上げなくてはいけない。すなわち「利益の最大化」が経済価値として課される。もっともこの段階においては、企業と出資者の関係が1対1であるため、状況を説明することで要求水準を調整することもできよう。

さらに事業が発展すると、IPO（新規株式公開）を経ることで、押すに押されぬ上場大企業に成長する。ここに至ると資金の出し手は一般株主として、広く不特定多数に分散することになる。したがって1対1の関係で説得することはできず、必ず株価が上昇するよう収益を上げることが求められる。そのためには株式投資における最低限のリターンである、資本コストを超える利益水準を確保する必要がある。したがって経済価値としては超過利益すなわち「SVA<sup>7</sup>の創造」が求められることになる。

7 SVA (shareholder's value added; 株主付加価値)は、税引き後キャッシュフローから資本コストを差し引いて算出される。米スターン&スチュアート社のEVA(経済付加価値)と類似の概念。



一方の社会価値についても考察する。公益性の高い民間の取り組みで例を挙げるなら、「①互助組織→②協同組合→③財団法人」となるだろうか。ここで尺度となるものとしては、便益を享受するステークホルダーの多様性が適切だろう。広い範囲に影響を及ぼすようになれば、より高い公益性が求められるようになると考える。なお以下においては、成長に伴って組織形態が①②③と移行するというより、それぞれのステークホルダー多様性に応じた態様が存在するというイメージに従って議論を進める。

最も小規模なものとして、数人から数十人程度の限られた範囲で、何らかの目的で助け合うため結成した、町内会や勉強会など簡易な互助組織が挙げられる。構成員である個人同士が助け合うことで、それぞれの生活水準を向上させることが目的である。したがって構成員にとって、過度に経済的な負担を負わせない範囲で、その活動につき「継続性の確保」を図ることが、このレベルでの社会価値といえるだろう。

もっと広くから目的を共有できる人々を集めて、組織的にメリットを追求しようという場合は、生協などの協同組合といった事業形態が当てはまる。この段階においては、個人的な助け合いの精神などとは違って、組織的に取り組むだけの高い品質やサービスが期待される。そのため社会価値としては単に継続すればよい訳でなく、便益を高める努力を怠らないという意味で、「利便性の追求」が社会価値となってこよう。

さらに大々的に公益活動を実施するとなると、構成員や組合員の範囲に止まらず、社会貢献の意味合いが大きくなる。このレベルでは大規模な財団法人などが手掛けるケースが多い。その活動は直接の受益者以外にも広範に影響を及ぼすため、バランス感覚が重要になってくる。一方的な便益

だけでなく相応の責任が伴うという点から、この領域における社会価値としては「CSRの最適化」ということになるのではないかと。

## 株主付加価値(SVA)とは

前述したように、経済価値の究極的な内容は超過利益、すなわちSVAの創造である。換言すればSVAは、経済価値を表現するのに最も優れた概念である。このSVAを経営管理に活用する際、ポイントは「継続的に創出する」ことにある。単年度の利益だけを出すためなら、従業員の酷使や顧客からの搾取などでも足りる。しかし、ステークホルダーに過大な負担をかけては、継続して利益を出すことはできない。

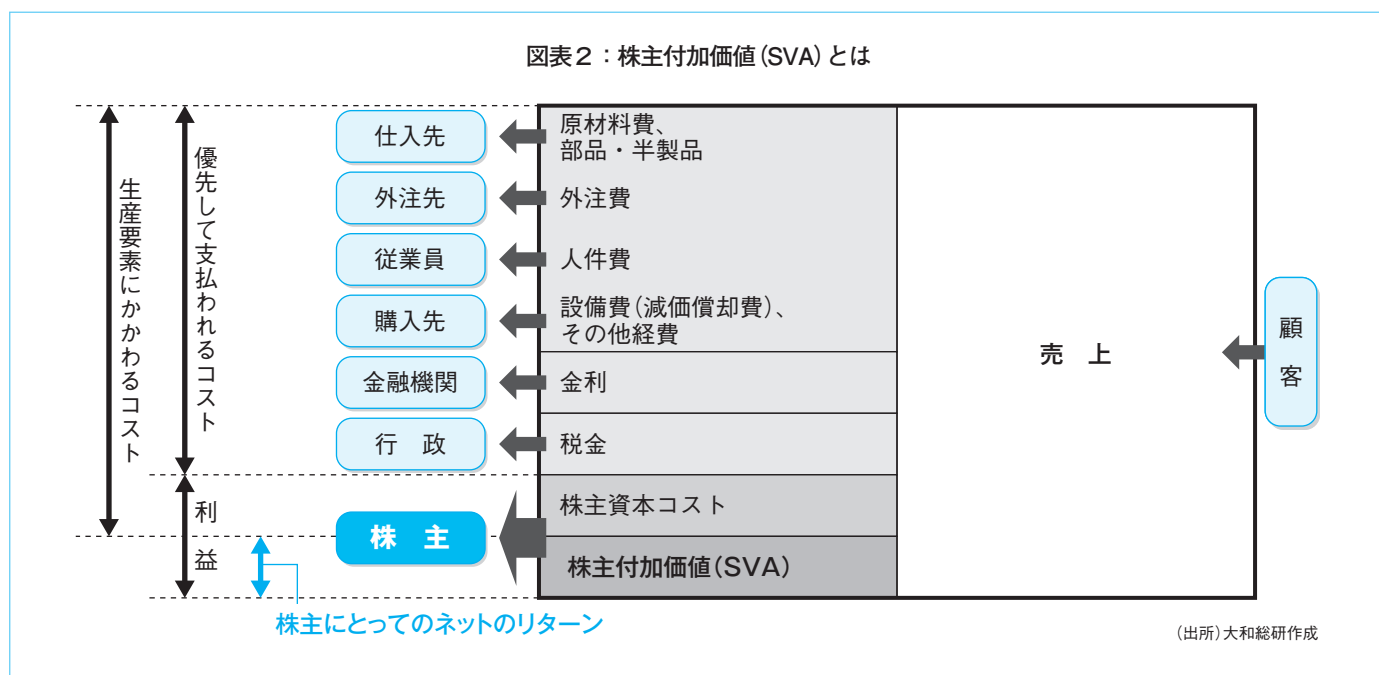
SVAは株主資本コストの概念を通じて、利益の継続性をコントロールするツールとなる。株主資本コストは「リスクフリーレート+リスクプレミアム<sup>8</sup>」で、リスクプレミアムは個別銘柄の $\beta$ 値<sup>9</sup>で決まる。 $\beta$ 値は株価を通して毎期の業績変動を反映するので、従業員や顧客に負担をかける不安定な経営で毎期の業績変動が激しくなると、 $\beta$ 値ひいては株主資本コストが大きくなる。したがってSVAは過大な株主資本コストに圧迫される。

株主資本コストを小さくするにはどうすればいいか。顧客から仕入先、外注先そして従業員まで、経済的に結びついたステークホルダーの全てが、適度に満足できるようなビジネスを每期、実施しなければならぬ。すなわち、全てに報いる経営を徹底することにより、SVAはようやく創造できる(図表2)。上記の各ステークホルダーはバリューチェーンを構成しており、SVA経営でバリューチェーンは最適化される。

8 金融商品のリスクに応じて、投資家が期待する上乗せ分の収益をいう。株式などリスクが大きい商品については、それに見合った高いリターンが期待できなければ、投資家にとっては魅力を感じない。

9 株式マーケット全体の変動に対する、個別銘柄の感応度をいう。「個別銘柄のリターン÷マーケットのリターン」で算出される。 $\beta=1.0$ であれば、その銘柄は市場と全く同じ動きをすることを表わす。

図表2：株主付加価値(SVA)とは



## 企業の社会的責任(CSR)とは

社会価値を表わす究極的な概念は、これも前述した通り、CSRに集約されるだろう。CSRにおいては、あらゆるステークホルダーが対象となる(図表3)。このうちバリューチェーンを構成する経済的ステークホルダーは、SVA経営すなわち経済価値の発想で最適化できる。一方、地域住民や市民・国民といった社会的ステークホルダーは、直接には経済的なつながりを持たない。ここがCSR経営の対象となる。

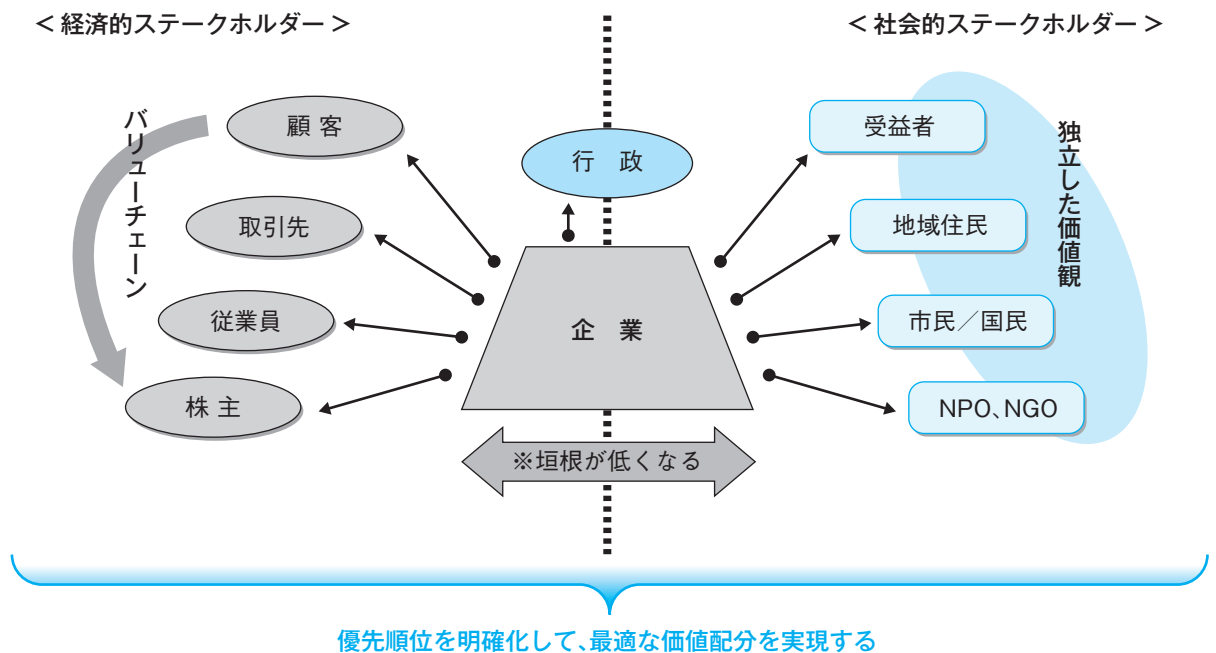
社会的ステークホルダーはそれぞれが独立しており、全く違った価値観を持っている。そのためバランスのとれた利害調整を図ることが難しい。例えば受益者であるが、B to Bの事業を手掛ける民間企業体ならば、顧客(B ; business)と受益者(C ; consumer)は一致しない。したがってB to B企業においては、顧客の収益性を高める観点と、

受益者の支持を獲得する観点が、しばしば対立する可能性が生じる。

他の社会的ステークホルダーを取り上げた場合においては、ステークホルダー間の対立構造はより顕著となる。地域住民の関心としては、自らの生活基盤を安定させることに終始しよう。市民・国民であれば、メセナ活動が自らの興味に沿うか、さらに大きい観点からは、事業が国家財政に貢献するかという話にもなり得る。NPO・NGOについては、独自の理念や見識によって、主張する内容が千差万別である。

加えて近年、経済・社会双方のステークホルダー間における、「垣根」が低くなってきている。従業員が「働きがい」を期待したり、顧客や取引先が「社会に認められるもの」や「立派な企業との取引」を求めたりするなど、経済合理性だけではバリューチェーンが最適化できなくなりつつある。こういった多様な要望に関しては、各企業が身の丈に

図表3：企業の社会的責任 (CSR) とは



(出所) 大和総研作成

合った範囲で対応できるよう、優先順位に従って経営資源を最適配分する必要がある。この資源配分の観点こそ、自社のCSRを見極めるポイントとなる。

## 民営化の進展に応じた企業価値

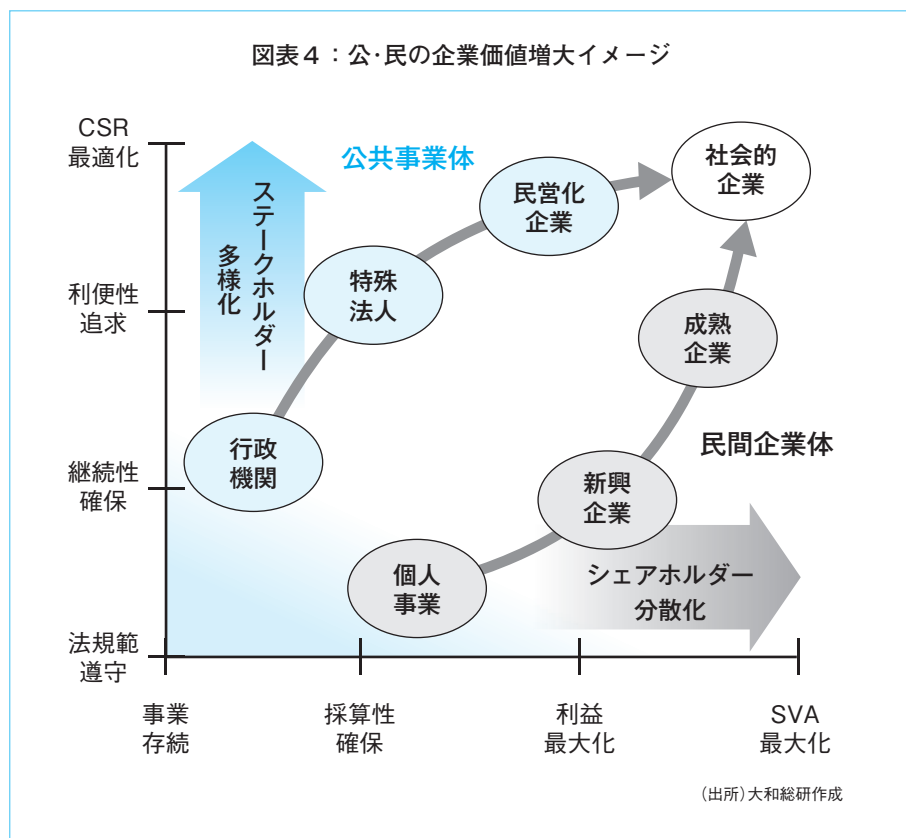
ここまでは主に民間企業体を想定して、経済価値 (SVA) と社会価値 (CSR) の各面から、規模に応じた企業価値の検討を行うべきと主張してきた。以上の考え方を冒頭のマトリクス (図表1) に反映させた上で、さらに公共事業体の成長ステージについて考察を発展させる (図表4)。図中においては、公・民ともに左下をスタート地点として、

規模拡大に伴い最終的には右上に到達するイメージを描いている。公共事業体の場合、「①行政機関→②特殊法人→③民営化企業」というルートが一般的と考えられる。

行政の一機関としてスタートした段階では、基本的にナショナルミニマム<sup>10</sup>を実現することが求められる。事業の目的 (社会価値) としては「国民生活の向上」など標榜して、存続に問題がない程度の採算性 (経済価値) を確保すればよい。したがって、国家財政を過度に圧迫しない範囲で経済的な負担を許容しつつ、必要不可欠な公共サービスを速やかに行き渡らせることが、このステージにおける企業価値となる。社会価値については「継続性の確保」、経済価値は「事業の存続」がキー

<sup>10</sup> 政府が国民に対して保障する最低限度の生活水準のこと。国内ならばどの地域に住んでいる人でも、一律の公共サービスが受けられることが求められる。

図表4：公・民の企業価値増大イメージ



直接のユーザーだけを見ていては、サービス過剰につながりかねない。また事業内容によっては、民業圧迫や近隣被害をもたらす恐れもある。広範なステークホルダーを意識した、バランスよい資源配分が望まれよう。また民間とのイコルフットイング<sup>11</sup>を確保する一環として、収益に責任を持つことが求められる。社会価値は「CSRの最適化」、経済価値は「利益の最大化」を要するのが、民営化企業の段階である。

基本的に民営化はIPOが区切りになるが、特殊法人として行政機関から独立した時点が、広い意味では民営化の第一歩<sup>12</sup>だといえるだろう。株式上場を具体的に意識する民営化準備の段階、IPOの際における部分民営化を経て、最終的には完全民営化に至

ワードになる。

当面のナショナルミニマムが達成されて、サービス水準の向上を図る段階を迎えると、公共事業体にはユーザーニーズに対応する能力が求められる。しかし役所という立場では限界があるため、独立の事業体としてユーザー対応力を高めるとよい。これが特殊法人の意義だと考えられる。事業の質を高めたり幅を広げたりするにも、野放図に国家財政を圧迫してはならない。そのため「利便性の追求」という社会価値を、「採算性の確保」という経済価値を満たしつつ、実現することが特殊法人の使命となる。

手掛けるサービスが普及し、事業の質や幅が広がってくると、より多面的な視点が必要になる。

ることになる。完全民営化した公共事業体にはもはや、民間企業体のリーディングカンパニーと同等以上の企業価値が求められよう。公・民を問わずSVAとCSRを高度に両立すべき段階として、図表中の右上には「社会的企業<sup>13</sup>」を想定している。

公共事業体にとって、様々な利害関係を調整しながら、最適な便益を提供することは、その存在意義に関わる重要な能力である。したがって民営化した時点において、CSRのリーディングカンパニーにもなり得る。SVA創造の観点では民間企業体に一步譲ることになるだろうが、民営化の進展度に応じてキャッチアップを図ればよい。いわば公と民は企業価値を追求する際に、お互いに影響して高め合う関係なのである。

11 競争条件を同一化すること。競争関係にある複数の事業者が、財やサービスを提供する際に、対等の立場になるよう、事業基盤や営業条件を同じにすることなどをいう。

12 この段階においては「特殊会社化」すなわち、会社法上の株式会社に改組するのが通常である。なお「民営化＝株式上場」の準備段階で

ある、「商業化」として区別することもできる。

13 本稿における独自の表現で、「社会的な要請に応える営利企業」をイメージする。マトリクス上では、相当に高度なレベルで2つの価値を両立する、エクセレントカンパニーを想定している。



## 2. 業績指標アプローチ

本章においては、企業価値を表す定量的な業績指標として、SVAの利点と問題点について最初に明らかにする。次にその特性を踏まえた上で、民営化企業における応用方法を考察する。最後に経済価値と社会価値を両立するメソッドとして、BSC (Balanced Score Card; バランス・スコア・カード) の有用性について提言する。

### SVA指標の基本的な概念

単純化すればSVAは、フリーキャッシュフローから資本コストを引いて算出される。フリーキャッシュフローは事業による儲けを表し、簡便に済ますならば税引き後営業利益などが用いられる。資本コストはハードルレート、すなわち株式会社として確保すべき最低限の利益水準で、負債と株主資本の調達コストを加重平均して求めるため、加重平均資本コスト(WACC; Weighted Average Cost of Capital)とも言う。

WACCを構成する要素のうち、負債コストは借入金利を使用すればよい。一方の株主資本コストは、リスクフリーレートにリスクプレミアムを加える。リスクフリーレートはリスクがないとされる投資商品の期待利回り、一般に長期国債利回りを参考に2%前後とされる。リスクプレミアムを計算する際には、株式投資に求められる平均的なリターンである市場リスクプレミアムに、前述した $\beta$ 値を掛け合わせる。

市場リスクプレミアムの水準については、実務的に5%程度とされることが多い。 $\beta$ 値は業種などによって大きくばらつくが、平均すれば市場全体並み、すなわち1.0になる。そのため株主資本コストは、一般的には7%ぐらいのイメージとなる。

したがって、事業特性などを一切無視すれば、利払い後(負債コスト控除後)のフリーキャッシュフローの売上比率が、7%を超えていれば優れた経営ということになる。

### SVA運用における原則と論点

SVAを創出することは企業にとっての経済価値であり、最終的な存在理由のひとつだといえる。ただし、あらゆる企業が資本コスト7%超(負債コストがない場合)を目指せばよいか、目指さなくてはならないのかということ、少なくとも一律に課せられるべきではない。特に公共事業体の場合、受益者へのサービスを優先するため企業としての収益を度外視したり、まただからこそ実質的な事業リスクが低減するような措置が講じられていたりもする。以下、SVAを構成している要素ごとに、公共事業体が運用する上でのポイントを考察する。

まずフリーキャッシュフロー(儲け)については、「あらゆる事業において十分な収益性が見込めなければならない」のが、民間企業体としての大原則である。これに対して公共事業体の場合、その提供するサービスが未だナショナルミニマムに達していなかったり、独立採算で展開するほどは事業基盤が確立していなかったりするケースがある。すなわち「まだ民間には難しい」という意味で、高い公共性が要求される事業については、継続するために必要とされる、最低限な儲けの水準でよいはずである。

次に資本コスト(ハードルレート)は、原則として株式投資が前提となっている以上、リスク資産に相応なリターン、例えば平均7%といった水準が求められる。ただし社会的なインフラを手掛ける公共事業体は、倒産したのでは国民生活に支障が大きいため、現実として民間企業体並みのリス

クは想定しにくい。政府による直接的な保護措置もあれば、ある種の「暗黙の保証<sup>14</sup>」といったものも考えられよう。少なくとも杓子定規のように7%を課すべきでないことは、勘案されてもよいのではないか。

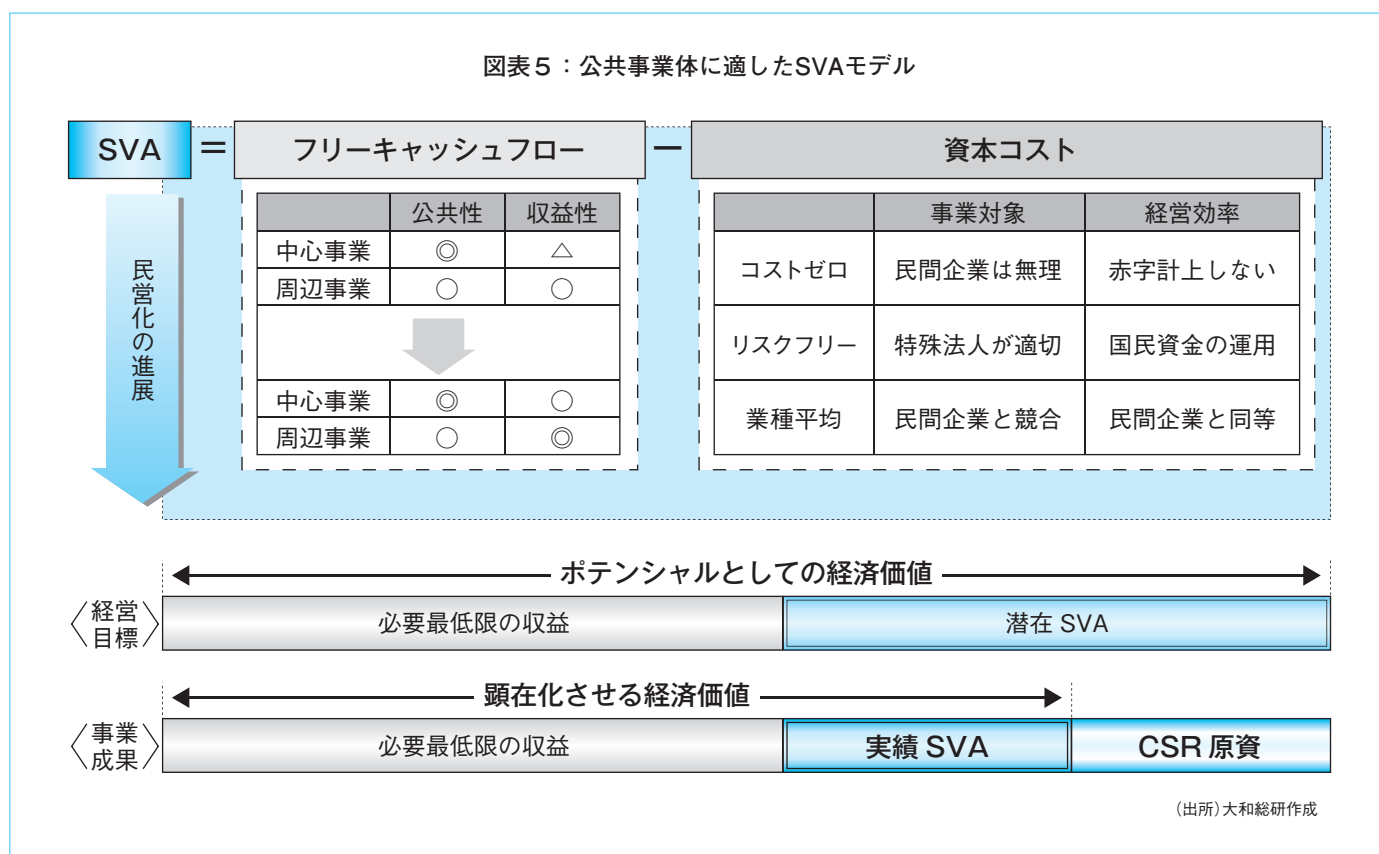
さらに導出されるSVA自体も、その用途に関して検討の余地がある。超過利益としてのSVAは、原則的には株主の取り分であるので、配当として還元するか、成長が期待できる事業分野に再投資するか、ということになろう。しかし公共事業体は広く国民生活に関わっており、その活動についての理解や関心を深めるため、一定の資金を投入することもあるだろう。すなわち本来はSVAとして計上される金額の一部を、CSR対応のコストに

向ける必要性が、民間企業体よりも大きいかもしれない。

## 公共事業体に適したSVAモデル

以上の論点を踏まえて、民営化の進展度に対応した、公共事業体のSVAモデルを提案する(図表5)。まずフリーキャッシュフローについて、株式上場が予定されていない特殊法人など、さほど民営化が進展していない段階では、中心事業に期待される公共性が非常に高い(◎)ので、収益性は事業が維持できればいい程度(△)となる。一方で民営化を着実に進めるため、しばしば周辺事業の育成などが図られる。この場合は公共性に適った

図表5：公共事業体に適したSVAモデル



14 特殊法人を初めとする公共事業体は、政府が政策を実施するに当たっての道具と見ることができる。その政策が必要性の高いものであれば、道具である公共事業体の存続について、政府が最後まで面倒を見ると、資本市場(財投機関債の投資家など)は期待する。これを「暗黙の政府保証」という。

範囲(○)で、成長の期待できる収益性(○)が求められよう。

これが株式上場など民営化の大きく進展した公共事業体になると、株主に報いるために収益を追求姿勢が強く求められる。したがって、中心事業においても公共性は維持(◎)した上で、成熟産業における平均並みの収益性確保(○)が望ましい。民間手法を活用した効率経営が期待される。また周辺事業に関しては、もちろん事業の公共性は変わらない(○)まま、この時点では一定の事業規模に達しているはずである。したがって、成長企業並みの高い収益性(◎)を獲得できていなくてはならない。

一方、資本コストについては、民営化が進展していない特殊法人は、民間企業体がビジネスとするのは無理な事業、いわゆる「市場の失敗<sup>15</sup>」に陥るリスクが非常に高い事業を手掛けている以上、そもそもこの段階で市場の論理は馴染まないだろう。したがって、資本コストは0.0%と設定すればよいのではないか。言い方を換えれば、フリーキャッシュフローが赤字でない限り、ハードルレートを達成したと見なすことになる。

逆に民営化が相当に進展した段階においては、民間企業体が競合相手として参入することを阻むなど、むしろ「政府の失敗<sup>16</sup>」が生じるリスクが高まってくる。公共性の行き過ぎた追求が非効率をもたらさないよう、収益性を非常に重要視しなければいけないため、民間企業体と同等の資本コストを設定する必要がある。具体的には、公共性が高い類似の業種を抽出して、その平均値を採用することが考えられよう。

なお民営化準備や部分民営化など、進展度で見れば過渡的な状況にある場合、ハードルレートを0.0%にするのは甘過ぎ、民間企業体と同等の目標とするのも厳し過ぎることもあろう。一つの目安

として、リスクフリーレート(長期国債利回りレベルの2.0%前後)が考えられる。国民の資金を預かって事業を展開している以上、機会コストを損なわない程度の収益を求めることは、道理に適用しているのではないか。これら3点(コストゼロ、リスクフリー、業種平均)の幅で、資本コストを検討すればよい。

最終的に算出されるSVAについても、計上できる分を全て計上して株主に報いるか、一部をCSR活動の原資に向けるかで違ってくる。ここにおいて潜在SVAと実績SVAのギャップが生じることになる。経営目標として掲げたSVAにつき、達成できる見通しがあった時点で、全てを経済価値として利益計上するのではなく、一部を地域貢献など社会価値に対する先行投資に充てることは許されるだろう。

ここで問題となるのは、CSRに振り分ける金額の決め方である。1つの基準としては株主構成・株主属性が考えられる。例えば国と一般株主が半々の状態(部分民営化)で、国側が国民生活を高めることを重要視しているならば、潜在SVAの半分は社会価値のために使うべきとなる。残り半分は経済価値として顕在化させて、株主配分に充てることになろう。国が配当を重視するならば、全て顕在化させればよい。

なお完全民営化した段階においても、個人投資家が株主構成の中心である場合は、100%を経済価値に振り向けるべきではないかもしれない。ある種の個人投資家は「世の中に役立っている会社を応援したい」といった動機で株式を保有することがある。そのような株主が多いなら、割合に応じて潜在SVAをCSRに使うべきかもしれない。ここで重要なのは、資金の用途について論理的に説明できることである。

15 財やサービスの供給を完全競争市場に委ねたところ、その結果が社会的に最適なものにならないことを「市場の失敗」という。この場合、政府が市場介入するか、または政府自身が供給者となる。

16 政府の裁量によって実施された政策が、当初に意図したような成果を上げられず、むしろ経済活動が非効率化することを「政府の失敗」という。これを回避する手段のひとつが民営化だといえる。

## CSR経営を実現するBSC手法

ここまで、経済価値を表すSVA指標を運用する際に、社会価値の観点を取り入れるための運用方法を論じてきた。もっとも、上述の範囲では金額的なボリュームしか扱っておらず、公益性やCSRといった定性的な内容を、質的にどう評価すればよいのかという問題が残っている。民営化が進展していないということで、儲けは少なくハードルは低く設定した上、超過利益の相当部分をCSRに充ててよいとする。だからといって、資金の用途について、ノーチェックでよいということにはならない。

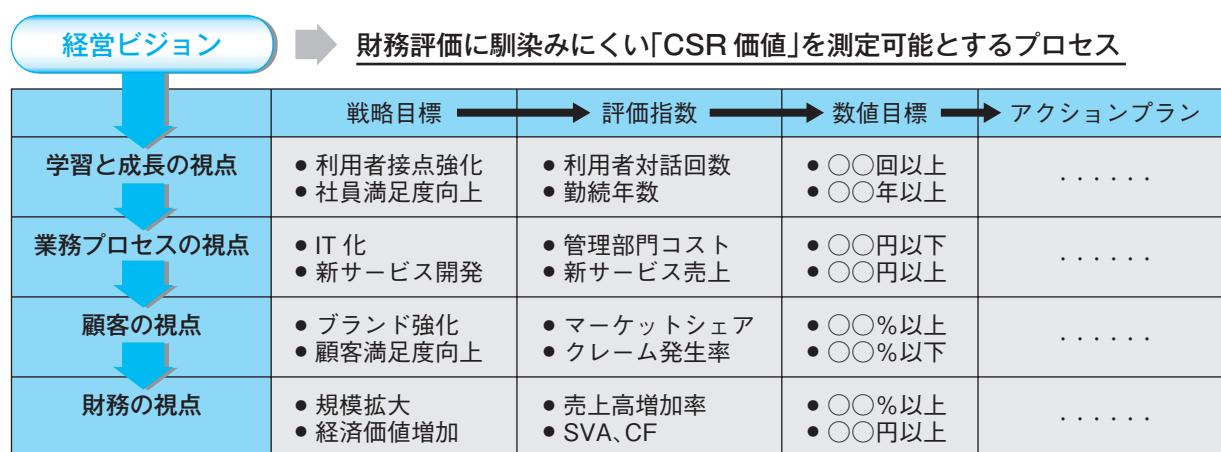
定量的な事業活動を管理する手法として、バランス・スコア・カード<sup>17</sup>（以下、BSC）の活用が有効だと考えられる（図表6）。この手法においては、まず経営ビジョンとして、独自の社会価値を明確に打ち出す。内容は民営化進展度によって、受益者の視点だけから社会全体の意識にまで拡張しよ

う。このビジョン達成のため、「学習と成長の視点」「業務プロセスの視点」「顧客の視点」「財務の視点」の順に、戦略目標を落とし込む。すなわち経済価値を創出する過程で、社会価値を管理することができる。

例えば、民営化準備の特殊法人が、財務の視点にSVA指標を採用する際、3.0%の予想税引き後利益率と、2.0%のハードルレートを設定したとする。対売上で1.0%のSVA<sup>18</sup>を創出すれば目標達成になるが、便益を高めたり効率を上げたりする努力の結果かどうか、数字だけでは確認できない。不当に低い財務目標の裏に放漫経営が存在する恐れもある。社会価値に多大な知恵と労力を費やす必要がないのなら、1.0%という極端に低いSVA目標は到底、許されるものではない。まさに国民財産の浪費である。

BSC手法においては定性的な価値観についても、可能な限り定量的な指標に置き換えて管理する。その際の評価指標をKPI (Key Performance

図表6：CSR経営を実現するBSCスキーム



(出所) 大和総研作成

17 BSCは1992年、米国ハーバード大学のキャプラン教授が、ハーバードビジネスレビュー誌において発表した。財務指標による経営管理手法では評価が難しい、顧客満足度や従業員の意欲など、定性的な要素を明確化することが狙い。非財務的な価値であっても、定量的に表現可能な業績指標を用いることで、企業活動が全体として最適に行われているかを、総合的に判断することができる。

18 通常、SVAなどの資本コスト指標を運用する際は、対売上高比率ではなく絶対額を用いる。これは企業価値を表現するのに、具体的な金額で把握の方が適切であること、またパーセンテージを用いた価値観の認識が過ぎると、経営姿勢が縮小均衡に陥る恐れがあること、などによる。本稿においては、指標としてのイメージが湧きやすいよう、あえて比率を用いて説明している。



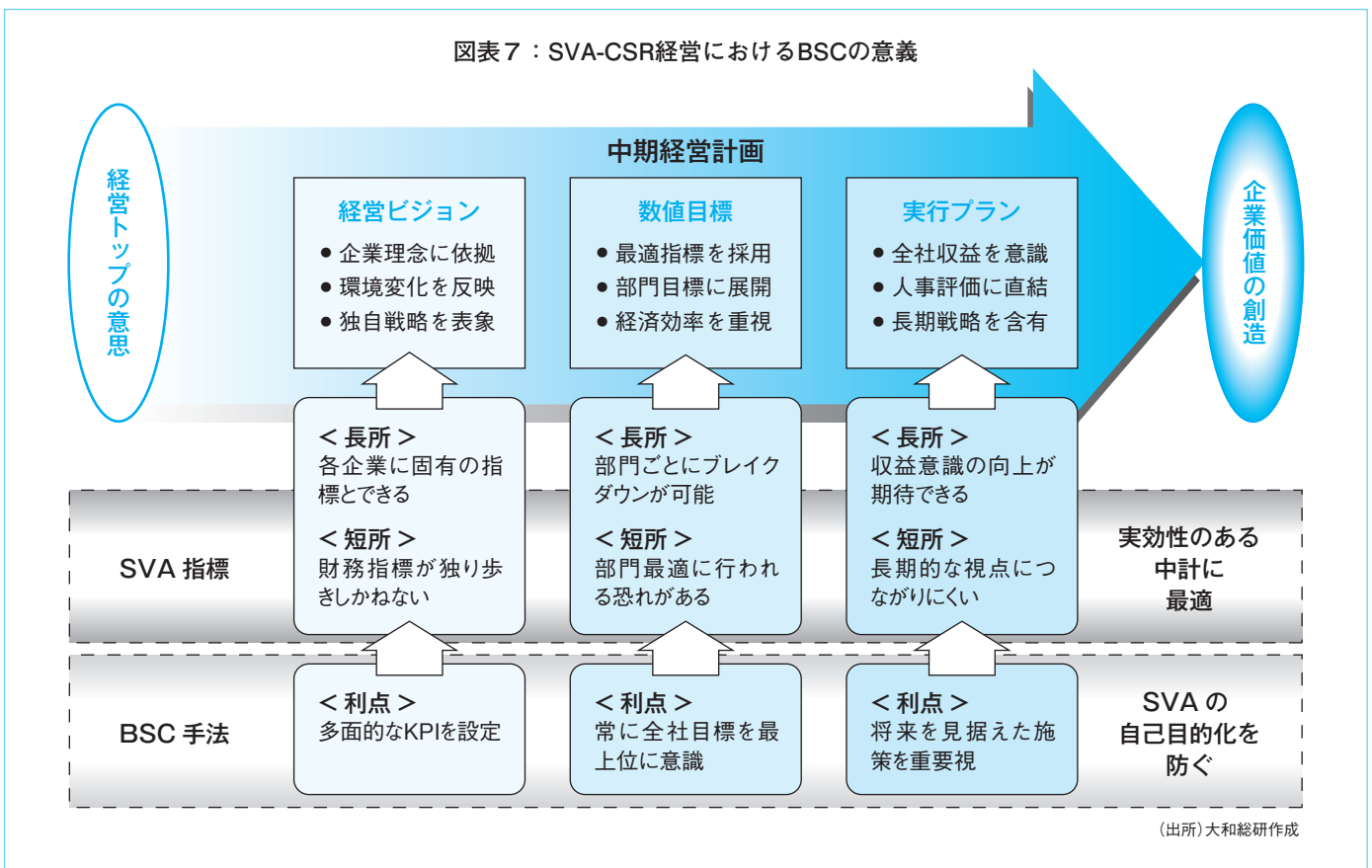
Indicator；重要業績評価指標）という。社会価値が「利用者接点の強化」であればKPIは「利用者対話回数」、「顧客満足度の向上」ならば「クレーム発生率」といったものになろう。財務視点の業績目標が達成されていても、そこに至る各視点の様々なKPIが未達ならば、財務価値の評価は割り引かれる。これによってバランスのとれた価値創造が導出される。

### 中期経営計画におけるBSCの意義

SVA指標にBSC手法を組み合わせることで、質的にも経済価値と社会価値の両立を図る発想は、

中期経営計画<sup>19</sup>（以下、中計）を策定する際に有用な指針となり得る。経済価値を最適に表現するSVAは、中計に実効性を伴わせるのに最適である。ただし、SVA指標は固有の欠点もあり、運用次第では社会価値の実現を妨げかねない。中計に経済・社会の両面を適切に配することが、BSCの導入で可能となる（図表7）。

中計の重要な前提に、企業として目指す将来像としての、経営ビジョンが挙げられる。これは企業理念や事業環境などを反映した、独自の企業価値を表現するものでなければならない。公共事業体であれば民営化の進展度に従って、社会価値と経済価値のバランスを検討する必要がある。この



19 中期経営計画とは通常、3年から5年の期間を対象に策定される経営計画をいう。相応に正確な事業環境の見通しをベースに、定量的な業績目標と具体的なアクションプランによって構成される。また、その前提として、10年程度先をイメージした経営ビジョン(企業の将来像)が必要である。

点でSVA指標は、経済価値を追求する度合いを段階的に設定することで、独自のビジョンに合致した固有の指標となり得る。

ただし、財務指標は精緻に設計するほど、採用された本来の意図が忘れられ、数字だけ独り歩きしかねない。その結果、経営ビジョンが有名無実化する恐れがある。すなわち、経営ビジョンからSVA指標をつなぐロジックを常に意識した運用が必須である。BSCを中計に介在させること、ビジョンから財務への間に多面的なKPIを設定することは、SVA目標の達成が自己目的化することを防ぐのに有効だろう。

その数値目標だが、中計の運用に際しては部門ごとにブレイクダウンした上、それぞれの経営管理に用いられることになる。例えば、民営化準備の段階にある公共事業体(負債コストがない場合)ならば、ハードルレートが3.0%でかつSVAは2.0%(したがって税引き後営業利益率は5.0%)とする全社目標を、中心事業はハードルレート2.0%でSVA1.0%、周辺事業はハードルレートが5.0%でSVA3.0%、といった設定も考えられる。

ここで問題となるのは、ブレイクダウンした後の数値を達成することだけが、各部門の目標となることである。さらにSVAを上積みする余力があるのに、当初目標の範囲内しか努力しないというのは、非効率性の温存そのものである。しかし、BSCにおいては、全社→部門→個人と指標の関連性を重視する。常に全社目標を念頭に置くことによって、これに貢献する努力を怠らないよう動機付けることが期待される。

さらに中計においては、経営ビジョンおよび数値目標を達成するための、具体的なアクションプランを策定する。公共事業体といえども事業を展開する際には、資金を投入して収益を回収するという点では、基本的に民間企業体と変わらない。

SVAは資本コストを用いるという点で、投資採算性を測るIRR<sup>20</sup>(Internal Rate of Return; 内部収益率)と共通しており、収益性の意識を高めることには寄与しよう。

その一方、資本コストを用いたプロジェクト決定のプロセスは、長期的な観点から当面の採算性を度外視するような、先行投資あるいは社会貢献などに類する案件には、どうしても馴染みにくい。SVA指標だけを重視することが過ぎると、これらの取り組みが過小評価されかねない。アクションプラン策定に際して、BSCでいう「学習と成長の視点」を確保することは、社会価値を実現する上で重要だろう。

以上、SVA指標とBSC手法の組み合わせによる、経済・社会の両面でバランスのとれた価値創造システムを考察してきた。もっとも実際のところ、SVAとBSCの単独についても、経営管理手法として使いこなしている企業は、著名な民間企業体を含めてまだまだ少ない<sup>21</sup>。民営化のステップを経てリーディングカンパニーを狙う公共事業体にこそ、経営管理の面でわが国企業をリードする試みを期待したい。

### 3. 機関設計アプローチ

本章に至ってようやく、機関設計としてのコーポレートガバナンスに言及する。確固とした企業価値観と明確な業績指標があつてこそ、会社機関は有効な意思決定を導出することができるからである。まず会社法の定める2つのガバナンス体系について、それぞれの特徴を検証した上で、公共事業体に望ましいガバナンス体制を考察する。

20 投資プロジェクトを評価する手法。プロジェクトに対して投資する予定の金額と、それによって得られる将来キャッシュフローの現在価値が、ちょうど等しくなる割引率を「内部利益率」とする。この内部利益率が資本調達コストよりも大きければ、プロジェクトは価値を生む有利なものとなり、逆に小さければ不利ということなので、見直しの対象となる可能性がある。

21 民間企業体におけるSVA指標の活用事例としては資生堂のEVA、BSC手法の活用事例としてはリコーのSMO(Strategic Management by Objectives; 戦略的目標管理制度)が有名である。BSCに関しては三重県病院事業庁など、むしろ公共セクターの方が先行している感もある。

## 二つのガバナンススキーム

会社法は大会社かつ公開会社<sup>22</sup>に対して、監査役会設置会社か委員会設置会社の採用を定めている。このうち委員会設置会社は全上場企業の中で70社弱に止まり、ほとんどは監査役会設置会社のスキームを採用している。株式上場が民営化の重要な局面である以上、公共事業体の機関設計に際しても、いずれかに移行することを見据えたものでなければならない。以下において、それぞれの特徴を簡単にまとめる(図表8)。

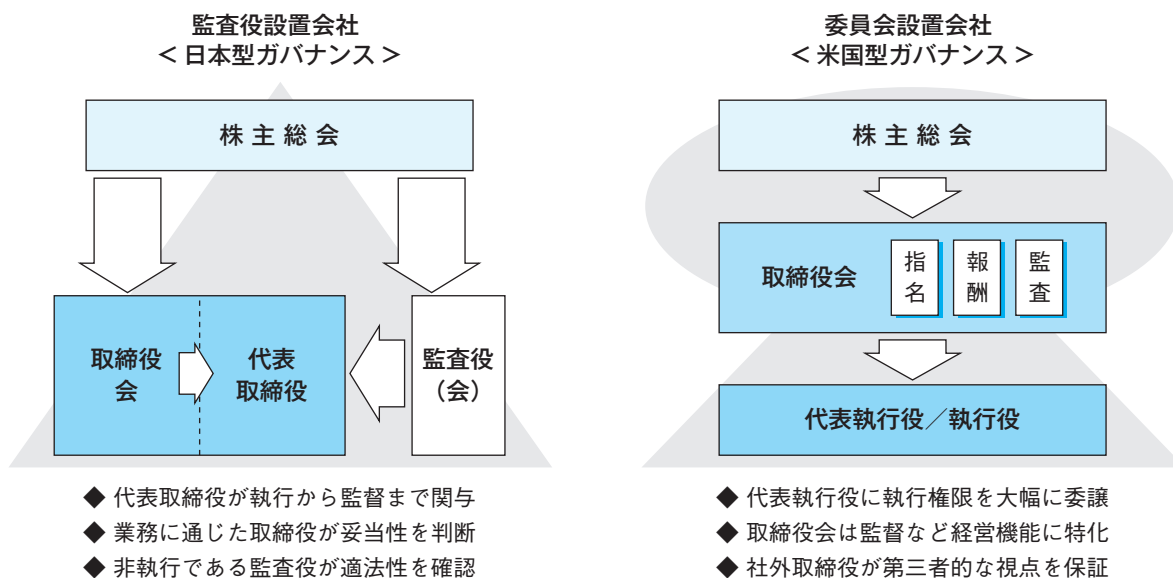
監査役会設置会社は業務執行取締役<sup>23</sup>が前提となっており、取締役会の中で監督と執行が一体化している。そのため執行サイドから上程された案件について、担当責任者を含む執行に通じた社内者が判断するので、業務執行をスピードアップす

ることにつながる。いわば「話が早い」状態を、取締役会に保つことができる。社内の意見調整・合意形成を尊重する、日本型の経営システムが優れているとする企業に馴染みやすい。

一方で委員会設置会社においては、社外取締役の設置が義務付けられており<sup>24</sup>、監督と執行を明確に分離する建付けとなっている。その代わり執行サイドに決定権限を大幅に委譲しているため、やはり業務執行をスピードアップすることができる。すなわち「多くを任せる」ことで、取締役会の関与を最低限にできる。CEO(最高経営責任者)に権限と責任を集中させる、米国型の経営システムを志向する企業に適している。

このように二つのガバナンススキームは、いずれも業務執行のスピードアップをメリットにしているといえる。もっとも、そのアプローチについ

図表8：二つのガバナンス・システム



(出所)大和総研作成

22 会社法の「大会社」は、資本金5億円以上または負債総額200億円以上の株式会社のことをいう。また「公開会社」は、発行する株式の全部または一部に譲渡制限を設けていない株式会社をいう。

23 会社法348条は監査役会設置会社の取締役について、「株式会社の業務を執行する」と定める。一方で同415条は委員会設置会社の取締役について、「業務を執行することができない」としている。

24 会社法400条は委員会設置会社について、「各委員会の委員の過半数は、社外取締役でなければならない」とする。なお各委員会(指名、報酬、監査)は3人以上の委員によって構成される。



ては、取締役会における議論を手っ取り早く済ませようとする監査役会設置会社と、そもそも取締役会には限られた案件しか上程しないという委員会設置会社とでは、全く正反対のロジックに拠っており、双方の間には180度の違いが存している<sup>25</sup>。その違いが最も明確に表出されるのは、それぞれのスキームが内包するデメリットを論じようとした場合である。

## スキーム特有のデメリット

監査役会設置会社のデメリットは「経営判断リスクが高い」ことである。これは取締役会のメンバーが業務執行取締役で占められていることに起因する。ほとんどの取締役は経営トップ(社長、CEOなど)の部下であるため、その判断に異を唱えることが難しい。また自分の業務執行に文句を言われぬよう、他の取締役と相互不干渉を決め込む恐れがある。さらに業績不振や不祥事の芽があっても、手元で処理しようと隠蔽するかもしれない。そうすると取締役会としては、意思決定を適切にすることが難しい。

その点で委員会設置会社は、独立性の高い社外取締役<sup>26</sup>が監督することで、適切な意思決定を引き出すことができる。その際のデメリットは「経営判断コストが高い」ことになろう。具体的には、企業経営に通じた優秀な人材を選定・選任する手間、社内情報を適切に伝えるなど補助するスタッフの設置、など有形無形のコストが発生する。また監査委員会においては、監査役会設置会社の監査役と違って、実査は予定されていない。そのため内部統制システムの精度について、より高レベルなものが求められよう。

したがって、企業がガバナンススキームを選択する際には、経営判断に関するリスクとコ

ストのどちらを重視するかによる。すなわちコストベネフィットの問題である。経営トップに難しい経営判断が常に求められる企業の場合、監査役会設置会社のままでは客観的に危なっかしいこともあろう。一方、着実に業務執行すれば問題はあまりない企業の場合は、委員会設置会社に移行する意味を感じられないかもしれない。

もっとも現実には、監査役会設置会社のままで済むほどリスクが低くはないが、委員会設置会社は時期尚早でコスト倒れになりかねない、というケースがほとんどだろう。その場合は例えば、監査役会設置会社のスキームをベースに、社外取締役を選任するとか、指名報酬の委員会を設置するなど、任意に委員会設置会社のパーツを導入すればいい。その程度を調整することによって、自社に最適なガバナンスを構築できよう。

## 増大していく経営判断リスク

それでは各企業においては、自社の経営判断リスクをどう測ればよいのか。この答えとしては、段階論によって把握すべきだと考える(図表9)。企業を取り巻くリスクの発生要因としては大きく2つ、「事業構成の分散」と「支配構造の分散」がある。それぞれの分散度が高度化するのに伴って、「ビジネスリスク」および「マーケットリスク」は極大化される。すなわち、企業の成長ステージによってリスクは増大する<sup>27</sup>。

まずビジネスリスクとは、業績の悪化や不祥事の発生など、事業を展開する際に生じるリスクである。単一事業・単一地域の初期段階と比較すれば、業容や地域など拡大に伴い飛躍的に高まる。これを低減するため経営トップは、内部統制を整えて社内情報を統率、的確な意思決定につなげればよい。さらに事業が拡大して、トップの手に余

25 会社法362条は監査役会設置会社の取締役会が、「重要な財産の処分及び譲受け」「重要な組織の設置、変更及び廃止」といった文言で、重要な事項を総じて決定することを求めている。一方で同416条は委員会設置会社の取締役会について、「経営の基本方針」すなわち基本的な事項を決定すればよいとする。

26 日本コーポレートガバナンスフォーラム「改訂コーポレートガバナンス原則」は、独立性の毀損要件として以下を定める。①当該会社とその親会社・子会社およびこれに関連する会社(以下、会社等と

いう)の常勤監査役、経営執行者および従業員である(あった)者、および従業員を除くそれらの縁故者。②現在、会社等へ法律、会計、戦略等の知的サービスを提供している者(弁護士、会計士、コンサルタント等)。③現在、会社等の主要な顧客、および会社等の主要取引先(金融機関を含む)である者。

27 なお本稿「1.企業価値アプローチ」との関連において、事業構造の分散はステークホルダー多様化、支配構造の分散はシェアホルダー分散化に対応する。



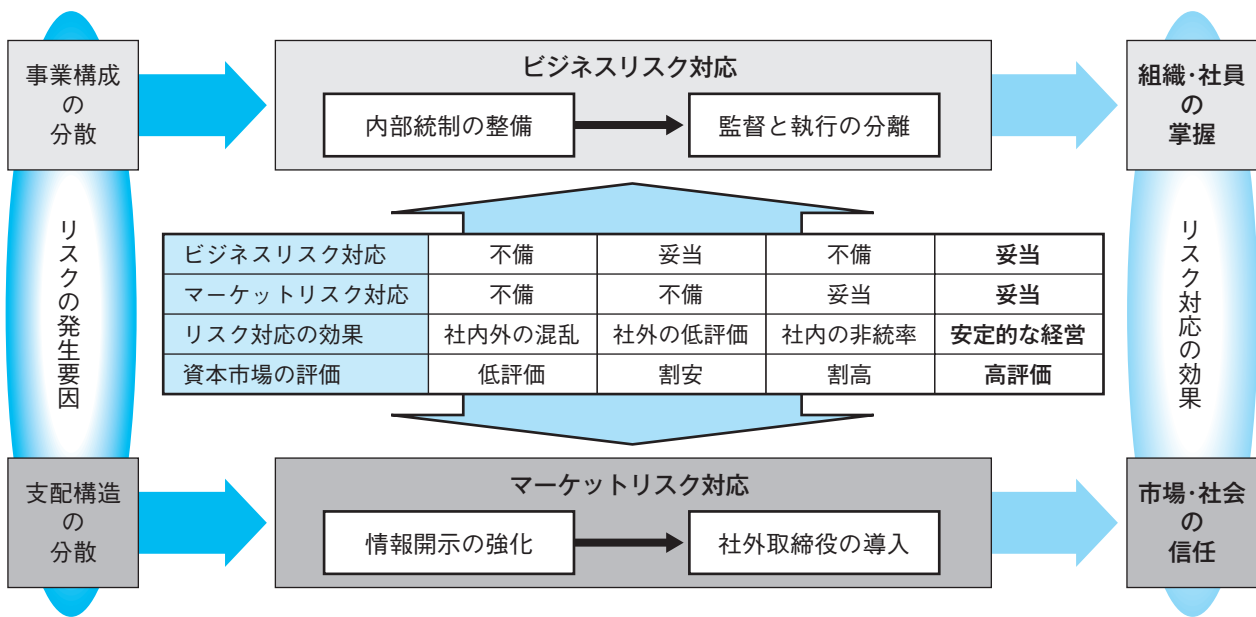
る程の情報量になったら、経営意思決定の機能を分化させるべきである。すなわちこの段階に至って、監督と執行の分離を高度に図ることが、喫緊の要請になるといえる。

次のマーケットリスクは、株主との意思疎通が適切に図れず、不当な株価がつくことで生じるリスクである。1人の株主からの要望を伺う時期と違い、不特定多数の投資家を相手にするのは難しい。基本的には経営トップが、IRを通じて情報開示を積極的に進め、適切な株価形成を実現すればよい。外国人や個人など範囲や属性が多岐に広がり、トップ個人では対応しきれなくなれば、経営意思決定の場に株主の代表を入れることで、信認を得ることが手っ取り早い。すなわち社外取締役が極めて有効である。

企業は2つのリスクに対して、バランスよく対応しなければならない。両リスクの対応が伴って初めて、組織・社員の掌握そして市場・社会の信任につながる。ビジネスリスク対応に偏れば、企業の実力と比較して株価が割安になるため、マーケットリスクに晒されることになる。具体的には、資本市場で不当な低評価を受けることで、必要な成長資金を得られない恐れがある。濫用的な買収者のターゲットになるかもしれない。

もちろんマーケットリスク対応ばかり優先しては、肝心のビジネスリスクが温存されてしまい、実力が伴わないのに割高な株価がつくことになる。社内の統率が疎かな状態が続いたのでは、足下の業務執行にほころびが生じるだろう。このような欠陥が顕在化すれば、どのみち株価は暴落す

図表9：相互作用する経営判断リスク



(出所) 大和総研作成

ることになる。ビジネス・マーケット両方のリスクを適切にコントロールすることが、安定的な経営基盤を維持するためには不可欠である。

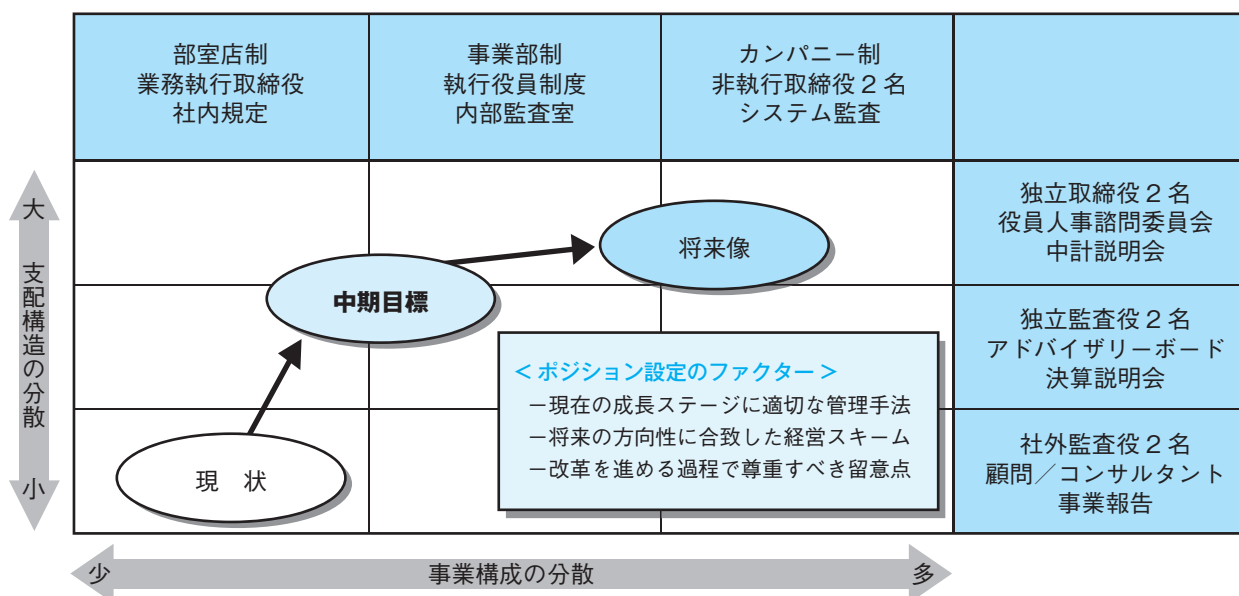
基本的に2つのリスクは、同じようなペースで高まる。事業を拡大するためには潤沢な資金が必要になるので、ほぼ時を同じくして株主層も拡大することになる。経営トップはじめ経営陣は意思決定に際して、現場の実態と市場の要望をそれぞれ、適切な努力を以って汲まなければならない。どのような企業価値を求めるべきか、どの程度の業績目標を設定すべきか、双方との信頼関係の上に決定されるべきである。この信頼関係を築くための重要なツールとして、ガバナンス体制を捉えることができよう。

## ガバナンス・マトリクスの発想法

具体的なガバナンス体制を検討するに際しては、やはり自社を相対化することが有効である。ここで事業構成の分散と支配構成の分散を2軸にした、「コーポレートガバナンス・マトリクス<sup>28</sup>」を紹介する(図表10)。事業構成が分散するほどビジネスリスクが高まるため、組織・社員を掌握するためのガバナンス・メソッドが必要となり、また支配構造が分散するほどマーケットリスクが高まるため、市場・社会に信認されるためのガバナンス・メソッドが必要となることを、当マトリクスは表わしている。

マトリクス上にプロットしてある成長ステージを、民営化する公共事業体(監査役会設置会社と

図表10：ガバナンス・マトリクスの発想法



(注)象限中のポジションと両軸のガバナンス要素は例示

(出所)大和総研作成

28 詳しくは拙稿、2006年6月2日付経営戦略情報「ガバナンス・マトリクスの発想法」を参照されたい(<http://www.dir.co.jp/souken/consulting/report/strategy/cg/06060201strategy.html>)。

する)をイメージして説明する。民営化準備中の現状は、社内対応としては部室店制、社外対応としては社外監査役に頼っている。しかし部分民営化を目標に設定した段階で、資本市場を意識して社外顧問によるアドバイザリーボード、もしくは社外取締役を設置する。このように、現在の成長ステージに適切な管理メソッドと、目標とする方向性に合致する経営スキームの間で、適切な「落とし所」を計ればよい。

株式上場を果たした後においては、資金を活用して事業の多角化を積極的に進めて、それに応じた組織としてカンパニー制を検討の俎上に乗せておく。この将来像は完全民営化の段階を想定している。さらにその先、社会的企業の域まで目指す際には、監督と執行の分離を徹底すること、および社外取締役を積極的に活用するガバナンススキーム、すなわち委員会設置会社を視野に入れる必要があるのではないかと。

もちろん個社の事情によっては、急進的なガバナンス改革は馴染まないことはあるだろうし、逆に先進的なガバナンス体制を構築する必要があるケースもあろう<sup>29</sup>。それぞれの尊重すべき留意点については、十分に反映する必要がある。現在の経営実態をベースとして、将来における望ましいガバナンス体制と、個別に抱える留意点を勘案することで、効率的かつ現実的な組織設計の指針を得ることができるだろう。

## 民営化企業のガバナンス体制

本章のまとめとして、これから民営化する公共事業体を一般化すると、どのようにガバナンス体制を捉えるべきかを考察する。基本的に公共事業体は、公益性の高い特定業務を突き詰めるミッションに拠っており、多国籍コングロマリット企業

のような規模拡大は考えにくい。また受益者や近隣住民などボトムアップの価値観に重きを置いているため、強力な権限を持った経営トップによるトップダウンはあまりフィットせず、合意形成・コンセンサス重視による意思決定が馴染みやすい。したがって基本的には、監査役会設置会社のスキームが向いていることになる。

もっとも、監査役会設置会社の取締役会が内包する経営判断リスクは、これを採用するのが民営化企業であっても同様である。内部者のみで執行から分離していない監督機関では、経営トップが暴走したり重大なミスを見逃したりする恐れが小さくない。これに加えて民営化企業の場合、監督官庁と内部者中心の取締役会で全てが決まるのではと、組織の中で一種の冷めた雰囲気が生じることはないか。これらの危険性が大きいのであれば、上場準備を契機として委員会設置会社に移行すべきだろう。

上述のリスクが極端には大きくなく、段階的な対応で十分な場合であれば、個別にガバナンス改善のメソッドを導入すればよい。例えば、大勢の社外取締役を入れる訳ではないが、社外有識者が過半数の諮問機関を作ったり、社内外の監査役として、相当に優秀な人材を手当てして手腕を奮わせたり、資本市場に対するIRはもちろん、ステークホルダー全般に対する情報開示を徹底したり、といった方法が考えられよう。ここで重要なのは、個社がそれぞれ自社に適した取り組みを熟慮することである。

あと社外取締役について取り上げると、殊に民営化企業においては特段の意味を持たせることが考えられる。社外取締役として一般に相応しいとされるのは、株主を代表する「独立取締役」であり、SVA経営を導入するには最適である。一方でCSR経営を推進するためには、多少は独立性を損なう

<sup>29</sup> 一般に社会インフラ系の多くは、労使協調を打ち出す必要などからか、監査役会設置会社のガバナンススキーム寄りのことが多い(NTT、JR各社、電力各社など)。その一方で金融インフラ系の場合には、国際競争を意識してか、委員会設置会社のスキームを積極的に採用する例が見られる(東京証券取引所グループ、日本郵政ホールディングスなど)。

ことがあっても、金融政策や地域経済など公益事業の見識を備えている、いわば「専門取締役<sup>30</sup>」の概念がより重要だと思われる。

民営化の進展度で、企業価値に占める社会価値と経済価値のバランスが変化することを「1. 企業価値アプローチ」で提言した。また、定量的な業績指標についても、民営化の段階によって運用の厳格さが増すことを「2. 業績指標アプローチ」で検討した。同様に社外取締役についても、社会価値が中心で定量的な管理の要請が小さい段階では、専門取締役を中心に選任すればよいだろう。経済価値の重要性が増して厳格な定量管理が必要になるに従い、独立取締役の割合を大きくしていくべきではないか。

## おわりに： ガバナンスと企業価値の創造

事業の属する領域が公・民の別かを問わず、リーディングカンパニーと目される存在においては、経済および社会の両面から企業価値を捉えて、これを最大化することが求められる。特に民営化プロセスにある公共事業体は、構造改革の流れを背景に注目度が高い。そのため独立採算・財政貢献という経済価値と、サービスの維持・向上という社会価値をいかに両立するか、確固たるロジックを説明することが求められる。

株式上場した民営化企業において、自社特有の企業価値に関するロジックは、IR活動の重要な内容となる。IRを通じて独自の価値観が資本市場に理解されれば、それは長期継続的な収益拡大を支える源泉と評価され、最終的に時価総額の増加に結びつくだろう。高められた時価総額は、資金調達やM&Aを戦略的に進める際に有利となり、敵

対的買収の標的になるリスクに対する抑止力となる。成長性と安全性を手に入れることができる訳で、企業経営における「経営自由度」の実質的な意味を表す。

すなわち、民営化企業が経営自由度を獲得するためには、社会・経済の両面に配慮した独自の企業価値を訴えること、まさに説明責任を果たすことが必要かつ有効である。さらにその価値観はお題目で終わってはならず、適切な経営意思決定システムすなわちコーポレートガバナンスを通じて、確実に実現されなければならない。ここに至ってガバナンスは、社会・経済の両面から新たに企業価値を創造するものとなる。本稿で試みた考察が、民営化企業における独自の論理構成に寄与すること、切に願うものである。

### ■ 執筆者

藤島 裕三（ふじしま ゆうぞう）

経営戦略研究所 経営戦略研究部 主任研究員

京都大学大学院非常勤講師

専門：コーポレートガバナンス、IR支援

中期経営計画策定

30 本稿における独自の表現で、「事業の専門性が高い社外取締役」をイメージする。企業と直接の関係は持たないものの、業界を介して何らかの利害が発生する可能性は内包する。