

日本企業のコーポレート・ガバナンス

--- 2002 年改正予定商法は機能するか ---

Corporate Governance in Japan

“Planned Revision of Commercial Law. Will it work?”

津 森 信 也*
Shinya TSUMORI

Abstract

Japanese Commercial Law shall be amended in order to introduce American-style corporate governance to Japan. Main point is setting up three committees in Board of Directors and each committee must be consisted from majority independent directors. But, the setting up of such committees is under each company's option.

Will this system work in Japan? How is it working in United States?

By considering corporate governance historically in two countries, "Should-be-corporate-governance" system shall be reached.

目 次

はじめに

1. コーポレート・ガバナンスとは
2. 日本型ガバナンス構造
3. 日本型ガバナンス構造の今後の方向性
4. 米国のコーポレート・ガバナンスの形態推移
5. 商法改正とコーポレート・ガバナンス
6. 結論 --- コーポレート・ガバナンスの今後の方向性

キーワード

商法改正, 委員会等設置会社, バリー・ミーンズ型企業, 社外取締役,
サラリーマン社長支配型企業, D&O 保険, 訴訟委員会

* 日本福祉大学・経済学部 大学院情報・経営開発研究科教授

はじめに

商法が2002年5月通常国会で可決された。2003年4月には施行される。

明治32年施行の商法の改正は繰り返し行われてきているが、1997年6月の金融制度調査会による橋本首相への答申「我が国金融システム改革について」を実行したいいわゆる金融ビッグバンを一つの契機として、商法を世界の潮流にあわせるべく改正が続けられてきている。

2001年には3度の改正が行われている。

2001年12月のいわゆる「コーポレート・ガバナンス法」と呼ばれる商法改正は基本的には株主代表訴訟と監査役の権限強化に関するものであり、その内容において、この商法改正に比べるとコーポレート・ガバナンス関連法としての意義は低いものである。今回の改正は一連の商法改正の中でもコーポレート・ガバナンスという観点から画期的なものであると言える。

特筆すべきは、重要財産委員会と委員会等設置会社という考え方を商法上に明記したことである。このいずれかを選択するためには共に社外取締役の任命が条件になる。

社外取締役の任命は企業が自主的に対応すべきものであり、それを法律で規定することの問題点を指摘する声もあるが、一步前進と評価するべきであろう。

本論では、この商法改正の意図と実効性に関し考察することを一つの目的としているが、そのためには、なぜこのような改正が必要であると考えられるに至ったかを考察することから始める必要がある。日本におけるコーポレート・ガバナンス論を米国のそれとも比較検討してみる必要が生じることになるが、本論の最終目的は日本企業のコーポレート・ガバナンスの諸問題とその対応策について筆者の考え方を示すことにある。

1. コーポレート・ガバナンスとは

1) なぜいまコーポレート・ガバナンスなのか

企業（株式会社）は株主なしには成立しない。紛れも無い事実であるが、従業員がいなくても成立しないし、顧客、取引先、金融機関、社会等がいなくても存在しない。企業はこのようなステークホルダーによって支えられている。

いずれかを無視してよいというものではない。いずれかを無視すると何らかの形で企業の存立基盤が崩壊するから、企業が立ち行かなくなり倒産することになる。

これらいずれかのステークホルダーの一つを取上げて企業はそのステークホルダーのためだけに存在していると考えことは間違えている。各々のステークホルダーの立場からすれば、自分が最も重要なステークホルダーのはずである。

おそらく第三者に上記のステークホルダーを重要な順に並べるという作業を行わせると大多数は、従業員、顧客、取引先、金融機関、社会、株主という順序とするであろう。いま企業が求め

られていることはこれらステークホルダーを全員満足させなければ企業が存続できないということの認識である。

従業員さえ満足させれば良いと言わんばかりの議論は「正義の味方」的な喝采を受けるが、それでは企業は倒産する。これらステークホルダーの最後までを満足させれば、企業は「ひと、もの、かね」という企業存続のための資源を安定的に確保できることとなり存続することができる。

価値創造経営とは以上のことを意味している。おそらく序列の最後に置かれかねない株主をも満足させる経営を行うことが企業存続の絶対条件であるということであり、経営としては最も苦しく厳しい経営である。この苦しい経営を行い株主をも満足させる成果をあげることができるならば、その企業は現在の超競争社会を生き抜くことができる。世界中の企業に太刀打ちできる効率性を備えることによってのみそれが可能だからである。

一方、株主という最後のステークホルダー（Last Stakeholder）の満足までを目指さない経営は甘い経営になり世界企業との競争に勝ち抜くだけの効率性を達成することはできない。

企業のオーナーでありリスクマネーの抛出者である株主は無視しても良いと考える意見が横行しているが、利益計上を目的としない経済運営を行った社会主義諸国の崩壊に目を閉ざした意見である。

なお、言うまでもないが、ここで言う「満足」とは相対的な満足を意味する。例えば、従業員であれば、「自己の能力と業績を考えると他社で働いていたとしても現在の待遇より高い待遇はおそらく望めないであろう。相対的には満足せざるを得ない」と思うであろうような状況を意味している。

ではなぜコーポレート・ガバナンスが問題になるのかという点であるが、上記のステークホルダーから抜け落ちている経営者にある。経営者は株主が自己に代わり会社を経営することを委託した代理人である。株主が分散し株主が企業経営に直接携わることが不可能になってきたので、株主が取締役を選任し、取締役が経営者を選任し経営にあたらせる仕組が成立してきた。おそらく株式会社の経営の仕組としては歴史の積重ねとしてでき上がった仕組であり、最も効率的なものであろう。

その効率的な仕組が一部齟齬をきたすようになってきたものがコーポレート・ガバナンス問題として集約される。すなわち、代理人であるはずの経営者が委託者の意向のみならずその他ステークホルダーをも第二義的ステークホルダーと見做し、自己の利益の増大が経営課題の中心であるかのごとき経営を行い始めたことにある。

2) コーポレート・ガバナンス問題の展開

コーポレート・ガバナンスとは企業統治と訳され、企業（株式会社）の統治者は誰かという問題である。

歴史的にみれば、株式会社の原型は1600年初めのオランダやイギリスの東インド会社にあるといわれているが、その基本は、多くの場合、起業家が自己資金に加えてその他の出資者からの

資金を集め、起業家自身が経営者として経営にあたることにある。

この段階の企業においてコーポレート・ガバナンスが問題になることはまずありえない。主たる株主と経営者とは同一人物であり株主と経営者の利害は一致しているからである。

問題は企業の所有者である株主と経営者とが分離してきたことから起きている。現代の株式公開企業の過半は株主と経営者が分離している状況にあるから、コーポレート・ガバナンス問題が起きている。すなわち、企業の統治者は誰なのかという点に関し実態とあるべき姿とが乖離してきている。

企業の統治者は法的には商法で示すように株主であり、株主はその意思を株主総会で表明する。株主総会で選任された取締役は株主の利益のために株主に代わり企業を経営する。

然るに、近代の企業経営においては所有と経営の分離が進み株主が小口に分散し、大きな発言力を持つ株主が存在しなくなるとともに、株主のエージェントであるはずの経営者が強大な力を持ち必ずしも株主のためとはいえない経営を行うようになってきた。

大企業における経営と所有の分離を最初に体系的に分析した米国のバーリとミーンズはその著作「現代の企業と私的財産」において、株主数が増加するに連れて、個々の株主の発言権は縮小するところとなり、株主総会における発言は実効的な力を持たないものとなっていることを指摘した。その結果、株主は企業という富を消極的な投資として保有するようになり、経営者が会社を支配するようになってきたとしている。⁽¹⁾

株主のエージェントであるはずの経営者が会社を支配するようになると、両者の利害が対立するが、株主は経営者の独走を止めるだけの力を欠いている。大企業になってくると株式の 1% を保有するのみでも莫大な投資を必要とすることとなり、株主総会において経営者から提出される議案を否決するに足るだけの株式を保有することは不可能に近いと言える。

発行株数 10 億株、株価 1,000 円の企業の株式 1% を購入するためには 100 億円を要する。かなりの発言力を発揮できるであろうと考えられる保有率である 10% を保有するためには 1,000 億円を要する。それだけの資金力を持つ機関投資家がいけないわけではない。しかし、機関投資家の基本的投資スタイルは分散投資によるリスク軽減である。米国では ERISA 法により求められている投資方法であることから理解できるように機関投資家が一社の株式を全体のバランスを欠いてまで保有することはまずできない。分散投資を行ってもそれでも一社の大株主になるということは巨大機関投資家のみにできることである。

したがって、多くの株主は経営に不満を持てば、コストをかけて株主総会に出席し反対票を投じても効果がないという現実を理解し、その株式を売却して企業との関係を切断することになる。ウォールストリート・ルールと呼ばれる投資家の行動様式である。

本論では、米国に過去に見られた株式所有構造、すなわち、「単一の金融仲介機関がアメリカの個別の巨大企業の株式の 1% 以上を所有することはまれである」⁽²⁾ という株式の所有構造、換言すれば、バーリ・ミーンズが指摘した株式所有構造の企業を「バーリ・ミーンズ型企业」と呼ぶ。

ただし、後述するように、現在においては米国の株式保有構造はますます機関投資家化しており、ダウ工業平均株価に採用されているような企業でも株式保有比率が5%を超えるような大株主が登場してきている。

「ポスト・バリー・ミーンズ型」に移行していると考えても良い。

図表1で示すように、バリー・ミーンズから20年経過した1950年代に入っても米国における年金基金や投資信託等の機関投資家（以後、機関投資家）の全株式に対する保有比率は8%に過ぎない。その後20年を経て1970年代に37%に増大し、2000年第3クォータには74%に達している。機関投資家が十分に発言力を持つ株式保有構造になってきているということが言える。

このような現実を踏まえた上で、いかにして経営者に株主のための行動を取らせるかということがコーポレート・ガバナンス論の基本である。

すべての経営者にとってもっとも避けるべきことは自分が経営者としての地位を失うことである。したがって、経営者は自分の地位を自分では決定し得ない仕組みになっているということ、および、決定権者は株主価値の向上を図ることができるかどうかで経営者の適否を判断するということを理解するならば、本来の決定権者である株主のための行動を取ることになる。逆に言えば、そのような仕組みが存在しない状況においてはコーポレート・ガバナンスが本来の目的の方向に作用することはありえない。

コーポレート・ガバナンスとは、端的に言えば、株主価値を向上させる力がないと判断される経営者を交代させることができる仕組みを構築することである。

図表 - 1 Holdings of corporate equities in the U.S. (end of period, dollars in billions)

Sector	1950	1970	1990	1995	3Q.2000
Private pension funds	\$ 1.1	\$ 67.1	\$ 606.2	\$ 1,278.6	\$ 2,451.2
States & local pension funds	0.0	10.1	270.7	791.1	1,953.7
Life insurance companies	2.1	14.6	81.9	315.4	1,028.3
Other insurance companies	2.6	13.2	79.9	134.2	203.4
Mutual funds	2.9	39.7	233.2	1,024.9	3,622.4
Closed-end funds	1.6	4.3	16.2	38.0	63.7
Bank personal trusts	0.0	87.9	190.1	224.9	357.8
Foreign sector	2.9	27.2	243.8	517.6	1,691.4
Households & nonprofit organizations	128.7	572.5	1,795.3	4,081.5	7,447.6
Other	0.8	4.8	25.3	79.5	227.6
Total equities outstanding	\$ 142.7	\$ 841.4	\$ 3,542.6	\$ 8,495.7	\$ 19,047.1
% of total equity held by U.S. pensions	0.8%	9.2%	24.8%	24.4%	23.1%
% of total equity held by U.S. institutions	7.2%	28.2%	41.7%	44.8%	50.8%
Holdings of foreign equity by U.S. residents	1.2	6.6	197.6	776.8	1,830.4

Source: Federal Reserve Board "Flow of Funds" www.federalreserve.gov.

3) コーポレート・ガバナンスの長期的視点

コーポレート・ガバナンス問題を考えるにあたって、株主の利益を長期的な視点から確保できるようなコーポレート・ガバナンスを目指すべきであり、短期的な鞘取りを目的とする株主の視点からの利益をコーポレート・ガバナンスの目的とするべきではない、あるいは、する必要がないという意見を検討しておく必要がある。(たとえば、「コーポレート・ガバナンスの経済学」小佐野広 日本経済新聞社 2001 見られる)

非常に耳に優しい考え方であるが株主をそのようにクラス分けすることは本当に正しいのだろうか。

企業経営の視点は長期的視点で行われるべきであるという点については議論の必要はないであろう。問題はそのことが短期的な鞘取りを狙う株主を株主として歓迎しない、排除する、あるいは、好ましくない株主であるということにつながるべきかどうかである。

短期的に一定の損益(もちろん、僅かな利益、あるいは、僅かな損失)を計上すれば即座に自己の投資方針にしたがい売却するという株主は存在する。特に、ネットトレードが行われるようになりいわゆるデイトレーダーといわれる人たちが増加している。1日何回取引しても手数料が数千円の定額であるというような証券会社が出現するにおよびその数を増している。これは証券市場にとって悪いことであろうか。証券市場にとって悪影響しかないのであればそのような株主が企業にとっても歓迎されないことは一定の根拠を有すると言える。

なお、従来の株式取引は、当初は大蔵省の規制により、手数料自由化後も証券会社の実質上の談合により小額であれば単にコンピュータを動かすだけの手数料としては天文学的な(たとえば、100万円の取引で約1%強1万円である。銀行の送金手数料が少なくとも2つの銀行のコンピュータを動かして数百円であることを考えるとその数字の大きさが理解できる)手数料が徴収されていた。明らかに証券市場の大衆化を妨げる体系が存在していたと言える。現在の無視しえるほどのネット取引による手数料体系は証券取引の大衆化に道を開くものであり、証券市場にとっては歓迎することはあっても問題視すべき点は何もない。

さて、短期的な鞘取りを狙う投資家はなにを投資判断のよりどころにしているのだろうかという点を考えてみる必要がある。その株式を購入すると値上がりすると判断するかどうか以外にはありえない。長期的には企業の成長に何ら役に立たないような種類のニュースが発表された場合に長期的視点の投資家は反応しないであろう。では、短期的視点の投資家は反応するかとなるとこれも反応しない。長期的視点の投資家が反応しないことを知っているからである。株価は過半の投資家が値上がりすると判断して行動しない限り上昇しない。売りより買いが多くなければならない。

短期的視点の投資家は少ない利益で満足し、長期的視点の投資家はさらに大きな利益を目指しているに過ぎない。なお、短期的視点の投資家は利益の絶対額は小さいが投資期間を考えるとその限りにおいては十分に大きな利益をあげている。

企業価値は将来の配当の割引現在価値であり、将来キャッシュフローの割引現在価値でもある。

市場付加価値（Market Value Added）は将来のエコノミック・プロフィットの割引現在価値であると考えられている。企業価値を向上させるためには経営者は長期的視点での経営を行うことが基本条件である。そのような経営を行う中で株主が短期的視点で行動するか長期的視点で行動するかにより左右されるべきではない。短期的パフォーマンスに満足した投資家は売却し、新規投資家が購入する。経営者は行うべき経営を行えば市場はそれを正しく判断するのみである。また、短期的視点の投資家がいるから市場の流動性が維持されていることも忘れてはいけない。長期的視点の株主しか市場にいなくなれば市場は機能しなくなる。

2. 日本型ガバナンス構造

1) 日本型コーポレート・ガバナンスの形態分類

商法の改正内容に入る前に日本型のコーポレート・ガバナンスの構造を検討しておく必要がある。

まず、正確な意味におけるパーリ・ミーンズ型企业は日本にはまれである。

日本企業の現在のコーポレート・ガバナンス形態を次の3つに大別できる。

まず、いわゆるオーナー企業である。オーナーの持株比率は必ずしも過半数を有している必要はない。現実上のコントロールパワーを発揮することに何ら問題ないだけの株式数を所有しオーナー家としての力を世間一般および他株主から認められていればそれでよい。その上で、現実にはオーナー、または、オーナー族の一員が経営に携わっている場合である。

これを「オーナー企業」と呼ぶ。

2つ目は、オーナー企業であったがオーナーの株式保有比率は低下しており、株式保有額からみればオーナー企業とは言いがたくなってきているが、企業経営に対する実質的なコントロールパワーを握っている場合である。オーナーまたはオーナー家の株式保有比率は一桁下位あるいは一桁に満たないパーセンテージであることが多い。

このケースは、さらに、二つに分けることもできる。オーナー家が経営権を握っている場合、したがって、社長である場合と社長の実態上の任命権を握っている場合、および、もはや経営権は有していないが象徴的な影響力を残している場合である。

これを「オーナー支配企業」と呼ぶ。

なお、オーナー企業とオーナー支配企業の区別、あるいは、次の述べる「サラリーマン社長支配企業」との区別は必ずしも明確でない場合が多い。過渡期にある企業が当然存在するからである。

オーナー支配型企业でも筆頭株主は持合い株主であるケースが多い。持合い株主とはほとんどの場合は金融機関（銀行や生命保険会社）である。

3つ目は、主要株主は持合い株主等を中心とする安定株主であり、実態上の経営権はサラリーマン社長が握っている場合である。この場合の持合い株主も大多数は銀行である。

これを「サラリーマン社長支配企業」と呼ぶ。

4つ目に、バーリ・ミーンズ型企業が登場すべきであるが、日本企業においてはほとんど見られないケースである。

これらを、やや詳しく見ていくこととしたい。

2) オーナー企業

オーナー企業においては、コーポレート・ガバナンスが問題となることは少ない。オーナーの利益とは株主の利益であり、経営者であるオーナーの目的と株主の目的は完全に一致している。株式会社の原型である。

なお、オーナーの利益とは大株主の利益であり、小口株主の利益が省みられないことがないという意見は当たらない。少なくとも、株主の固有の権利である自益権において大株主のみを優遇するような方法は法的にも現実的にも存在しないからである。

このような企業を例示的に挙げるならば、ファーストリテイリング、ディスコ、SANKYO、任天堂、キーエンス、コナミ、大正製薬、船井電機、マブチモーター、ファンケル、平和等である。日本経済新聞発表の「日経優良企業ランキング・2001年度」の上位にランクされている。設立年はともかく比較的急速に成長してきた企業であるが巨大企業というサイズには至っていないことが普通である。

3) オーナー支配企業

2つ目の「オーナー支配企業」はオーナー企業が巨大化し当初のオーナーの出資比率が次第に縮小していくとともに、何代もの代替わりの間に自然に移行したものである。あるいは、その過程でオーナーの強い意志でオーナー経営から脱し、オーナーは社員の心の中で象徴的な力を発揮している場合である。

この企業も現時点において、コーポレート・ガバナンスが機能しないという問題が起きることは少ない。

この場合には、もはやオーナー家の持株比率がオーナー家と呼ぶほどには大きくなくても、大半の株主がオーナー家であると認識しており、取引先や得意先、金融機関等もそのように認識している。

この場合は、二つのことが重要である。一つは、僅かな持株比率でも超大企業の株式であれば、個人としては強大な財産であり、株価動向の個人資産への影響度は高いということと精神的にも父や僅か数代前の祖父や曾祖父が創業した企業を守ろうという意識を強く持っていることである。

具体的には、トヨタ自動車、松下電器、ソニー、本田技研、セコム、京セラ、武田薬品、村田製作所、ローム、オムロン等である。

ソニーとホンダは創業のオーナー家から経営が完全にサラリーマン社長に引き継がれているが、いまだ、創業者の精神が生き生きと引き継がれている。

このような企業の社長はサラリーマン社長でありながらオーナー経営者の経営への気持ちの色濃く残っている。オーナーでないにも係わらずオーナーと同じ発想をすることができる。

ただし、このタイプの企業においてオーナー家の社長が精神的な目的感を失った時は悲劇である。次で述べる「サラリーマン社長支配企業」で起きるコーポレート・ガバナンス無視経営の上を行く、放漫経営が行われることになる。抑止力が一切働かないからである。

4) オーナー企業あるいはオーナー支配企業の特殊型

オーナーと言うときには、個人が前提であるが、日本の上場企業にはオーナーが株式会社であるケースがかなり見られる。子会社を上場させるという風潮が非常に顕著に見られるからである。

子会社上場は、自社の財産の切り売りであり、その分、既存株主の財産に対する侵害であるという見方が存在しそれは正しい。それと同時に親会社としても本来一体の経営戦略で市場に臨むべきものが、上場子会社の成長により次第に実質的支配権を喪失し、グループとしての戦略を実行できないという事態が生じている。2000年1月にソニーが発表したソニー・ミュージック・エンターテインメントやソニーケミカル等上場子会社3社の株式交換による完全子会社化や2002年1月に松下電器が発表した松下通信や松下精工等の上場子会社5社の同じく株式交換による完全子会社化はその問題への解決策である。

財産を切り売りしてとりあえず利益を計上し、かつ、経営権を維持するという姑息な子会社上場の動きに対しては市場が拒否反応を示す日が来ると考えるが、この形態の企業には次第にコーポレート・ガバナンスが機能しなくなってくることが多い。上場当初は親会社のガバナンスが十分に効いていて、社長も本社から派遣されることが多いものの全員で創業の精神に燃えている。しかし次第に、独立の志向を高めていくことになる。特に、親会社トップ経営陣の定年後の職場として社長として送り込む場合は、親会社経営陣がかつての部下であるということになり、次第に子会社社長の専横が始まることになる。親会社が筆頭の大株主でありながら子会社社長がオーナー経営者であるかのごとき権力を振るうことがある。親会社社長も企業全体の効率性の問題よりも先輩の処遇の方が大切であるという日本企業独特のコーポレート・ガバナンス欠如の傾向が強い。

5) サラリーマン社長支配企業

サラリーマン社長支配企業の成立

企業のほとんどは、設立当初はオーナー企業であり、次第に株式保有構造の分散が始まりオーナー支配企業に移行し、最終的にはサラリーマン社長支配企業へと移行していく。

三井、三菱、住友、安田、古河等のいわゆる財閥の名前を企業名に冠する企業（冠していなくても、ルーツをそこに有する企業を含む）は当然として、その他大多数の企業もかつてはオーナー企業であった。

旧財閥系の企業が現在ではほぼ完全にサラリーマン社長支配企業になっている。その原因は、

第一に戦後の財閥解体により株式保有構造の分散化を迫られた時の政策的な意図が背景にある。株式持合いが外資による乗っ取りを防ぐことと安定的な株主構造により経営の安定化を図ることができるかと判断されたものと考えてよい。

第二に、1980年代後半を頂点とするバブル期においてエクイティーファイナンスを持合い形式で行うことによりさらに強化されたものである。

この持合い構造はバーリ・ミーンズ型企業とはまったく異なる所有形態であり、ガバナンス能力を発揮できるだけの大株主が存在しながら、それでも経営者の独走というバーリ・ミーンズ型と同じ問題点を生んでいる。

バーリ・ミーンズ型企業においては、現実に個々の株主が株主の権利である共益権（基本的には株主総会に参加し議決に加わる権利）を行使することが、コストを伴うのみで実効性を持たないことから、株主総会に参加せず経営者の提出する議案通りに決議が行われ、それが経営者による独走をまねくことになった。サラリーマン社長支配企業では、大株主が持合い株主であることにその原因がある。

株式持合いの功罪

日本においては5%（銀行に許された持株比率の上限）あるいは、それ以上の持株比率を有する企業が株主に名を連ねながらコーポレート・ガバナンス問題が発生するということは、持合い株主が株主としての役割を果たしていないか、あるいは、果たそうとしていないことに原因がある。

日本企業は株式持合いを通じて長期的かつ安定的な経営を行う機会を手に入れたことは事実である。それが高度成長を演出した大きな背景の一つであろう。ただ、このような日本的経営構造は次第に停滞するようになってくる。その原因は複合的なものであることは当然であるが、最大の原因の一つは産業界の協調による業界の安定性確保の方向を経営者が志向したことにある。欧州の先進国は社会主義政権と保守政権との政権交代が続き、次第に工業国としての活力をなくして行った。同時に米国に強く言えることであるが、ソ連との生存をかけての戦いに多くのエネルギーをつぎ込んでいた。日本は若干の製造手法上の効率性の向上を行う程度で欧米諸国企業に対し十分な工業製品の競争力を保ちえた。

保ちえたから、日本の経営者たちはますます安易な方法、すなわち、競争制限的な方法に経営の軸足を移すことになった。経営者にとってはそれが最も安定的に自己の地位の保全を約束した。

社長の最大の関心事は利益ではなかった。利益とは業界協調と社内の和の結果として後から付いてくるものであった。社長の関心事は次第に社内を平和に保ち、闘争を避け、結果平等を維持することに絞られてきた。同じ状況が当然持合い株主側にも起きていたから、暗黙の内に株主権の行使とは相手側株主総会に対しての白紙委任状の交付を意味するようになってきた。相手側企業が倒産の危機に瀕したときのみ持合い株主である銀行が登場した。しかし、それは株主としてよりも大口債権者としての債権回収という視点の方が大きな目的であった。

例外はもちろんある。自動車産業やエレクトロニクス産業等いち早く国際競争にさらされた企業である。この産業は各国ともに戦略的産業であり、徹底的な競争に勝ち抜く他に生存の方法は存在しなかったために、生き残った企業は高い競争力を維持できた。

1989年11月のベルリンの壁崩壊に象徴される社会主義圏の崩壊が、世界を工業力による自由競争の時代に一変させた。欧米大企業が確固とした戦略と先進経営手法をもって、日本企業に挑んだ時に多くの日本企業はなすすべを知らなかった。多くの製造業に限らず、銀行業、証券業等の金融業も同じである。

日本のサラリーマン社長の特徴は次の2点にある。まず、小数点以下の単位にもならないような僅かな持株数で100%の株主権を行使できる立場にあるということである。ついで、自分がその企業の全権を掌握しているとはいっても、表立って自己の報酬の大幅な増加を図ることは憚れるということにある。社長の報酬は平社員から始まる一定の報酬体系の最頂点に位置するものと長年位置付けられており、これを改定して自分のみ、あるいは、執行取締役を含めた報酬をこれまで考えられてきた水準以上に上げるだけの専横さを発揮できるだけの無謀な行動力は持ち合わせていない。多くの場合、人格円満が社長レースの大きな要素であり、それに勝ち抜いてきた立場上もそれはできない。また、従業員組合との対立の火種を一つ追加するに過ぎない

しかし、権力の魅力はたまらなく素晴らしいし維持したいとなれば、自ずと経営の方針は決まってくる。

従来方針の踏襲である。換言すれば、自分の成功体験の踏襲と横並びである。隣と同じ拡大路線一本槍ということになる。それが自社を発展させその路線に今日の自分があれば当然の選択である。ついては、会社生活を居心地が良いものにすることに専念することになる。自分の後継者を選ぶにあたり、自分を尊重してくれる人間、要するに、取締役会長と取締役相談役の地位を順送りに保証してくれる人物を選択することになる。自分が社長に選択された理由にもその点が含まれている。一生、秘書・個室・車の三種の神器を保証してもらうことが第一義であり、会社自体はこれまでうまく行ったので今後もうまく行くとやみくもに信じることになる。目的がそこに絞られてくると新たな改革案を提示するような執行取締役を排除することになる。

血のにじむような経営努力で1,000円の会社の株価を2倍に上げて自己の財産への影響額はせいぜいが1,000万円か2,000万円の評価益増加に過ぎないし、ストックオプション制を導入していたとしてもせいぜいが1~2万株を手にするのみであり、これも1,000万円か2,000万円程度にものに過ぎない。業績向上のインセンティブよりも自己の保身のインセンティブの方がはるかに強く働く、その方が金銭的にも有利であることになる。

ストックオプション制度がほぼ自由な形で導入できるように商法が2001年に改正されたが、現実に上場企業で採用されているストックオプション付与株数は社長ですら数万株であり、これから10年以上にわたり秘書・個室・車付というポジションを維持することができるメリットに比べると金銭的な点のみで判断してもはるかに小さいものである。その上、日本的ガバナンス構造は一生権力を誇示することができ、それを世間にも見せることができるという自己顕示欲を満

足させる何ものにも換えがたいメリットがある。

そのような経営が現在の企業業績不振の基本原因だが、この段階で社長の地位を受け継いだ現在の社長たちにとっても発想は同じである。すなわち、自己の地位の保全である。しかし、今度は全く逆の縮み志向になる。リストラ一辺倒である。リストラという社員くび切りを行えば社長は責任をとって辞めるべきであるが、地位保全が目的であるからあくまでも社長の地位にしがみつ়くことになる。このような状況をもたらしたのは自分ではなく前任者であるからと考えるから責任を取るという気持ちは出てこない。それは多くの場合事実であるが、その時には自分もトップ経営陣の一人であったことは忘れた振りをしている。

結局、経営者による会社の私物化という米国でバーリ・ミーンズ型企業が経験したと同じ結果を招くことになった。バーリ・ミーンズ型企業におけるコーポレート・ガバナンス欠如問題と根本的に異なる点は、日本型の場合は経営者へのガバナンスを働かすに十分な力を持った数社の大株主が存在するにも拘わらず、それらが持合い株主であるがゆえに株主としての意識を持たず、結果として零細株主のみから構成されるバーリ・ミーンズ型企業と同じガバナンス構造になったという点である。

大株主としての銀行

ここで検討すべきは、最大の株主である銀行はなぜ株主として当然取るべき態度をとり、企業経営の抜本的改革、さらには、それができない経営者の交代を求めなかったのかという点である。

第一には、「お互い様」という関係にあったということである。持合い先の企業にコーポレート・ガバナンスを云々できるほど自行のコーポレート・ガバナンスが機能しているわけでもなく、業績をあげているわけでもないという点である。また、銀行が巨大な利益を計上できた時代には企業はメイン先としての大口の借り手であり金利を滞りなく支払ってくれば株式投資への効率は大きな問題ではなかった。

銀行は大株主であると同時に大口の資金の貸し手であった。政府による直接金融市場無視、間接金融重視の金融政策が強大な銀行を生み出し、銀行はその資金のはけ口を企業に求めメインバンクという形式で企業を系列下において行った。銀行は企業に対する大口の貸し手であると同時に大株主であったと表現した方が正しい。

戦後一貫して企業は株主資本の充実に意を注ぐことなく資金を調達することができた。銀行は企業を自己の管理下に置き資金の流れをコントロールしていたから過少株主資本を問題にする必要はなかったということである。

株主としての投資効率という観点から株式持合いを行ったわけではなく、金融面からの利益確保のためのグループ形成という観点からの方が高かったということである。

カーンとシヴァーサニ (Kang and Shivadasani 1995) による実証研究データを基に「メインバンクとグループ企業の株式保有は経営不振に陥った企業に対しては少なくともデータが取られた期間 (筆者注：1985年～1990年) に於いては有効なガバナンス効果を持っていた」(小佐野広

同上) という見解も見られるが、再検討してみるべきであろう。

メインバンクは大株主であるから株主としての損失を避けるために行動したのか、あるいは、債権者としての貸倒れを避けるために行動したのかという点である。メインバンクのメイン先企業の株式の簿価は当時であれば同時売買による益出し操作を行う前であるからせいぜい 200 円とか 300 円とかという程度である。発行株数 10 億株の大企業の 5% を保有していたとしても 200 億円か 300 億円に過ぎない。経営危機を起こしたような企業の株式を保有するための金額はおそらく 100 億円をかなりの程度下回っている。メインバンクはもし大株主でなくても行動していたと考える方が正しいであろう。貸金の方がはるかに金額的に巨大であるからである。

そのときに大株主であるという地位は行動を取り易いものにしたことは否定できないが第一の目的は債権回収であった。メインバンクとは大株主であり同時に筆頭債権者であるから調査から得られたデータを分析し株主としての行動であると判断することを妨げるデータはないものと思われるが、それは貸金額をデータとして入手しその金額の大小を比較するという作業を行えば異なる結論をもたらしたものとも考える。

メインバンクは間接金融中心とする日本型企业金融の世界において、常に、大口の債権者として行動している。

それは、株式持合い構造が解消の方向に向かっているという事実と企業のメインバンク離れとが直接的な関係を持つものではないという現実にも一致している。メインバンク離れをしている企業は離れて調達できるだけの財務内容を有する企業のみであり、そのような企業は多くの場合メインバンクよりも高い格付けを有しており、コマーシャルペーパーのような直接調達コストが銀行借入コストよりも低いからである。また、そのような企業においてすらバックアップラインとしてのコミットメントラインの設定はメインバンクに取りまとめ幹事役を依頼している。

3. 日本型ガバナンス構造の今後の方向性

1) 株式持合い

株式持合いは崩壊する方向にある (図表 - 2 出所: ニッセイ基礎研究所)。

株式持合いとはキャッシュを投下することなくお互いの株主資本を増強させ企業体力が強化したかのごとく見せる錬金術の一つである。

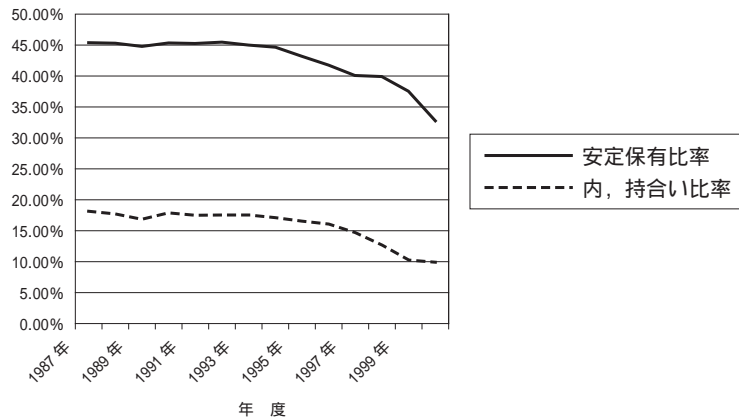
持合い相手の企業は、自社がその企業の増資を引受けるために払い込んだ資金を使って、お返しに、自社株式を引受けているに過ぎない。キャッシュの往復はあるが、いずれの企業のキャッシュフローにも貢献していない。

会計の上の処理方法で言えば、両企業が

(借方) 投資有価証券 (貸方) 株主資本

という仕訳を行っているに過ぎない。

結果は、キャッシュゼロで大株主になり、それが持合い株主同士の株主総会への白紙委任状と



図表 - 2 日本企業の株式持合い推移

なり、取るに足らない株主に過ぎない社長に 100%の株主権を与えてしまうという結果を生んでいる。100%の株主権を有する社長は思いのままに取締役候補と監査役候補を選任し、彼らを自分の部下とみなすことになり、取締役と監査役は始めから社長の部下であるとの認識を有することになる。すなわち、コーポレート・ガバナンスが機能しない取締役会と監査役会の誕生である。

この仕組が崩壊をはじめている。基本はバランスシートの悪化にある。バランスシートが悪化した原因はコーポレート・ガバナンスが機能しない取締役会でリスク管理を疎かにし社長の気分で投資を決めてきたつけが表面化したものである。例えば、収益還元法では説明が出来ない土地不動産投資であり、タダに近いと信じて調達したエクイティーファイナンス資金の低収益資産への投資（設備投資を含む）である。持合い株式もそれにあたる。これらの投資が資産としての価値を持たないとの当然の判断に達した企業が資産の売却を始めたのがバランスシート・リストラである。ここに合成の誤謬が起きることになる。一社の最善の判断を合成すると土地・不動産・株式の連鎖的値下りを招きそれが売却意欲をいっそうかき立てることになる。

株式について言えば、株主への正当なリターンが期待できない株式を自己の貯蓄からキャッシュを支払って購入するような株主がいるはずがないから株価が低下するという連鎖反応が起きることになる。

2) コーポレート・ガバナンスの方向性

根本的治療策は企業業績の回復しかないが、コーポレート・ガバナンスが機能しない企業では社長の自己保身が先に立ち、これまでの自分を否定するような抜本的かつ革命的施策を取ることができないから業績は回復しないというジレンマに陥る。

しかるべき改革を行う企業とそうでない企業との株価が 2 極化しながら全体としては下降しつつ、投資に値する株価に達するまで真の株主は登場しないことになる。逆に言えば、そのような株価水準に到達するまで株式持合いの解消が進むことになる。その後の株主はキャッシュを支払っ

た株主である。これまでのように持合い株主のようなもたれあい関係にはない。厳しい態度で臨んでくることになる。

ここではじめて日本にバーリ・ミーンズ型企業が登場することになるかと言えばそうではなく、米国型の機関投資家現象が進むであろうから、バーリ・ミーンズ型を経由することなく「ポスト・バーリ・ミーンズ型」に移行することになる。

しかし、そのこと自体はコーポレート・ガバナンス問題に関しては何らの進展をもたらすものではない。

その点は次章での米国におけるコーポレート・ガバナンスの実態から結論されることである。

なお、日本型コーポレート・ガバナンスの方向性については第6章でさらに詳しく述べる。

3) 日本型コーポレート・ガバナンス形態分類 --- まとめ

企業のほとんどすべてが創立時はオーナー企業である。オーナーが親会社たる企業であることはありえるが、これもオーナー企業に分類する。

規模が拡大するにつれ、また、代が変わるにつれ次第にオーナー支配型企業に移行する。このときに金融機関を中心とする持合い株主が登場することが多い。

さらに大規模化し時間の経過とともにオーナーの支配力がなくなり、持合い株主同士の白紙委任状交付に基づくサラリーマン社長支配企業に移行する。このタイプが現在の日本企業の圧倒的多数を占めている。

そして、株式持合い解消に伴いさらに株式保有の分散化が進展し、同時に分散が機関投資家を經由して行われることとなりポスト・バーリ・ミーンズ型企業になる。

このような日本企業のガバナンス構造の変化はコーポレート・ガバナンスの発展形態を示すものではない。次のタイプに移行するにしたがい何らかの進展が見られるというような性格のものではないからである。単なる歴史的帰結に過ぎない。

4つの形態の境界は必ずしも明確ではない。オーナー企業からオーナー支配企業に、あるいは、サラリーマン社長支配企業に一足飛びに突然変わるわけではない。当然のことながら、所有と経営との関係がその過渡期にある企業が存在する。

株式持合いもメインバンク制も存在しない米国のケースでは「日本型サラリーマン経営者支配型」を経ることなくバーリ・ミーンズ型に移行し、ついで、ポスト・バーリ・ミーンズ型企業に移行した。これは第4章で述べるような米国社会の特殊性に根ざすものであるとのマーク・ローの指摘は正鵠を得ている。

日本のコーポレート・ガバナンス形態に関する限り、すべての企業をこの形態に分類できるというものではなく、当然のことながら中間形態や若干の変形が有りえるが、上記4つの変遷のいずれかの段階にある。

米国の場合は、オーナー企業あるいはオーナー支配企業から一足飛びにバーリ・ミーンズ型に移行している。

4. 米国のコーポレート・ガバナンスの形態推移

1) バリー・ミーンズ型企業におけるガバナンス

米国であろうと日本であろうと、株式会社の始まりは同じである。ある起業家が企業を起こし、これがいろいろは経過をたどるが成長し、株式を公開・上場し、次第にオーナーの財産からではなく株式市場からの資本を調達して成長を続ける。

時間の経過とともに創業者が高年齢化し引退を考えることは当然であり、子供に経営権を渡すこともあれば、一族としては完全に経営から手を引くこともありえる。

いずれにしろ、時間の経過と企業の成長の結果は所有と経営の分離をもたらすことになる。少なくとも、1932年にはそれが顕著に見られるようになっていた。

なぜ米国では金融機関による企業支配が日本のような形で行われなかったのかに付いては、マーク・ローは次のように述べている。⁽³⁾

一つは、アメリカ人の心に根ざすポピュリズムである。「大規模機関と中央集権化した経済力は、たとえそれが生産的であったとしても、本来望ましくないことであり、縮小すべきである」と考える米国人の態度にある。そのような背景の下に連邦主義があり、全米を網羅するような銀行が成立することを阻んできた。「このため、19世紀末に大規模企業が形成されたとき、それに融資する資金を持った銀行はほとんど無かった」、「20世紀の初頭にはリスク・キャピタルの源泉は銀行ではなく広範な株主に求められることになった」という指摘は正しい。政治家はこの考え方に乗り銀行の大規模化を押さえる規制を導入した。州外への支店進出はまず不可能であり、州内においてすら支店を設けることを禁止した州も存在した。商品取引と金融の中心地の一つであるシカゴがあるイリノイ州もそうである。

銀行が企業の大株主として登場してくる基盤は一切存在しない仕組みが作られてきたと考えられる。

バリー・ミーンズ型企業の登場は、「経済的必要性だけの産物であるのではなく、その主要部分はアメリカの政治の産物である」と言える。(マーク・ロー)⁽⁴⁾

日本では政府が銀行の大規模化を支援し、銀行を中心とする株式持合い構造を推進した。また、特定企業や銀行の大規模化は明治以来三井、三菱等の財閥が経済の興隆を牽引したという事実に照らし、国民から反発を受けるようなものではなかった。日本人と日本国政府が伝統的に持っている社会主義的傾向、すなわち、競争が存在することが経済発展の原動力であることを是認しながらない傾向が株式持合いを広げ、コーポレート・ガバナンス欠如をもたらし、現在の不況の基本原因を形作ったと言える。

そして、全世界が競争状況になった現在において、日本企業は他律的に競争の世界に入らざるを得ない状況にあり、その動きを全面的にバックアップすべき政府は引き続き社会主義政策がもたらした利権構造の甘さを忘れられないでいるのみならず、その強化すら図っているという悲

劇的構造にある。

米国においては、1932年の時点でバーリ・ミーンズは「会社の経営者は、その経営者がかなり多くの株式を保有している場合でも、経営者というものは会社に利益をもたらすよりも、むしろ会社の費用で自分のポケットを潤す」⁽⁶⁾と早くも指摘している。会社に利益をもたらし、それを株主に評価してもらい、しかる後に報酬の上昇やボーナスで自分のポケットを潤すという回りくどい方法ではなく直接的に会社の費用として処理することにより自分のポケットを潤すという方法を取るものであるということを示している。後述するように、これをストックオプションで行えば会計基準上も会社費用として処理する必要すらない。

このような傾向は必要な牽制機能を欠いている組織においては常に見られるものであり、人間の本性に根ざしているものである。

人間は、少なくとも、法令に違反していない限り自分に直接的に有利な行動を取るものである。自分に對する牽制機能を設置するか設置しないかということが自分の権限で決定することができるならば決して自分に對する牽制機能を設けない。牽制機能を設けない理由が、自分は充分に自己抑制ができる人間であるから不要であると考えた場合と、勝手気ままに経営したいから不要であると考えた場合とは結果は同じである。

それが人間の本性であるということを理解しないで、多くのコーポレート・ガバナンス議論が行われている。前提が間違えているから答が間違えることになる。それが人間の性であることを理解すればそういう態度を取ることができないような仕組みを構築する必要性を理解することができる。

従業員が経営の主権を取れば全てが解決するかのとき見解も見られる。従業員が人間であることを忘れている。

強い理念と目的感を有する経営者を選ぶことが必要であることは論をまたないが、それが全てであるとする考え方は必ずコーポレート・ガバナンスに破綻をきたすことになる。

米国における経営者に対する牽制機能の設置の必要性はバーリ・ミーンズにおいて既に述べられている。経営者と株主とのエージェンシー関係についても取上げている。

米国においては、その問題を解決するためには経営者を牽制する仕組みと同時に業績をあげた経営者には報いることができる仕組みも作れば良いのではないかと合理的な判断が行われている。日本企業や日本社会において良くみられるような精神論で片付けていない。日本においては、「だから教育が必要なのだ。人間性の問題である」との議論で納得し具体的な手を打たないから何年か後に必ず本質的には同じ問題が何度となく繰り返されることになる。

2) バーリ・ミーンズ型企業におけるガバナンス対策

米国では経営者に対する牽制機能を法律ではなく民間組織である証券取引所の規制として導入している。もちろん、背景には監督当局（証券取引委員会、SEC）の強い意向があったことは間違いないであろう。

まず、ニューヨーク証券取引所は1956年に全上場企業は最低2名の社外取締役を置くことを義務つけている。

あらゆる制度はその時点における問題点を解決すべく、たとえ妥協の産物であろうとも問題点を精査して作られているから数年間は機能する。しかし、それは常にその裏をかこうとする人々との知恵比べとなり、多くの場合において、経営者は現行規制上では何ら問題が無い形で規制を有名無実化してしまう。経営者は聖人であるかのごとく考えることは間違えている。欲深いという人間の本性そのものを持つ一人に過ぎない。

資本主義は自らを統御する仕組みを内包していないということを常に念頭においておく必要がある。統御する仕組みはそれぞれの時代に合わせて制定されなければならない。市場原理は市場が効率的に運営されるときにのみ正しく作用する。

ここでも新たな規制が導入された。

ニューヨーク証券取引所は1978年に社外取締役のみから構成される監査委員会を置くことを上場条件とするように規制を強化(NYSE Listed Company Manual 303.01)している。1970年代のペンセントラル鉄道、フランクリンナショナル銀行、クライスラー等の経営者の無能と独走に対する対処策である。⁽⁶⁾

これとて、いずれは機能が低下してくることになる。1980年代末から1990年代初頭の米銀の経営危機である。背景には不良債権問題、すなわち、企業経営の問題があることは言うまでも無い。

3) ポスト・バーリ・ミーンズ型ガバナンス

図表-1で示したように、1990年代に入り機関投資家の株式保有比率が60%を超えるようになってくると、機関投資家は発言力を高めてくる。

大株主になった機関投資家の問題点はウォールストリート・ルールを実行するわけには行かなくなってしまうことである。自社による株式の売却が市場に強い影響を与え売却価格を上げてしまうことになる。機関投資家が経営者に対して発言せざるを得ない状況になってきたわけである。

それでも一機関投資家のみでは力不足であるとの判断から、それらを横断する仕組みも登場してくることになった。

2002年3月時点での米国主要企業(ダウ工業平均30種採用企業)の上位株主を見ると、GM、ボーイング、アメックス等では1機関投資家が10%を超える保有をしている。5%を超える株主が存在する企業も多くみられ、さらに分散している場合でも筆頭株主は3%前後を保有している。

多数の分散保有投資家のみから構成される株式保有構造から機関投資家による保有構造への転換が明らかに見られる。「ポスト・バーリ・ミーンズ型」への移行である。

この段階になると、経営者は大株主である機関投資家と対話を行うことの必要性を認識してき

ていることが多い。

現在採用されている社外取締役がその過半数を占める指名委員会や報酬委員会等の各種委員会制は機関投資家からの圧力による結果であると見てよいであろう。

委員会制は幅広く採用されており、ちなみに、2000年にはS&P500種構成企業における委員会の組織率は、監査委員会が100%、報酬委員会が99.3%、人事委員会が87.6%である。また、そのメンバーの過半数を社外取締役としている。⁽⁷⁾

この内部委員会制度の原点はEisenbergにある。⁽⁸⁾ Eisenbergは1976年に監督機能を担う取締役会と業務執行を行う執行取締役の機能分離、および、それを実効有らしめるための監査・報酬・人事委員会の設置を提案している。ニューヨーク証券取引所規則に社外取締役による監査委員会設置が義務づけられた年に一致しており、米国内に気運が盛り上がっていたことが理解できる。

現時点において経営者に経営のための自由な裁量権を与えながら、同時に、牽制機能も整備するという仕組みを構築する方法として、この独立委員会制度より優れていると考えられる仕組みは登場していない。株主と経営者とがエージェンシー関係にあるという点を踏まえた仕組みが構築されている。

しかし、ここにもそのルールの網の目をくぐる企業が必ずでてくることになる。

ニューヨーク証券取引所が監査委員会設置を上場条件にするにあたり、企業が規制回避を試みるであろうことは当然予想されたであろうから、社外取締役の定義を「独立」取締役(Independent Director)としてかなり厳しく規定している。たとえば、当該企業と直接間接に取引関係がある企業の関係者は独立取締役ではないとしている。しかし、おそらく何らかの妥協策と思われるが「取締役会が、その取引関係は取締役としての独立性を損なうものではないと判断」すれば対象外とするという規定を置いている(詳しくは第5章)。

そして、2001年末のエンロンの破綻である。形式上は規制をクリアしながら実態上は規制の目的の本質が捻じ曲げられた結果である。

数多くの損失隠しのために作られ簿外とされた特別目的会社(SPE)は公認会計士から簿外としての処理を認められていた。その会計士事務所に監査料以外にコンサルティング・フィーを年間数千万ドル支払い、その幹部を社外取締役として迎えていた。6名から構成される監査委員会の内1名はエンロンとコンサルティング契約を結び報酬を受取っており、2名はエンロンが多額の寄付を行っている大学の職員であった(BusinessWeek 2002.1.28)。

これは米国型コーポレート・ガバナンス構造の破綻を意味するものではない。さらに深化したコーポレート・ガバナンス構造を構築するための環境が生まれてきたということを意味している。

そして、おそらく確実にコーポレート・ガバナンス関連ルールは強化されることになるが、何年後には必ずその欠陥が露呈してくることになる。この「いたちごっこ」が永久に継続するところに自由経済社会の特徴があり、むしろ社会の健全性を示す一面として捉えることもできる。

ただ、新規規制を作る際に抜け道を作ろうと産業界の多くが最初から画策することは当然のこと

とであり、議会や証券取引委員会、証券取引所等がいかに毅然とした態度を取るかにより新しい規制の有効期間が変わってくることになる。

4) 訴訟委員会

現在の米国のコーポレート・ガバナンスを考えるにあたり、検討しておくべきは取締役 (Directors) や幹部社員 (Officer) への損害賠償請求である。

米国では 1980 年代初めに株主代表訴訟が頻発し、経営者敗訴の事例が多く見られたことから、D&O 保険料の高騰や取締役への就任拒否者が現れるという混乱した事態を收拾するため、1986 年にデラウェア州が商法を改正し、3 つの義務を守れることを前提に役員は賠償責任を問われないという免責条項を企業が定款に盛り込むことを可能にした。3 つの義務とは、

遵法義務：法律を守って経営を行う

忠実義務：会社と自己の利益が相反する場合は会社利益を優先

注意義務：経営にあたっては善良な管理者として常識的な注意を払う

であり、その後他州もこれに続いた。

現在アメリカの上場企業の 98% が取締役とオフィサーを訴訟リスクから守る規定を定款で定めている。(ニューズウィーク 日本版 2000.11.1)

米国における取締役や幹部社員への賠償請求の根拠となる法律はほとんどの場合 1934 年証券取引所法 10 条(b)と同規則 10b - 5 である。この法律は証券取引に関する不正取引を一般的に禁止する詐欺防止条項であるが、これが損害賠償等請求の根拠規定になる。

米国におけるこの関連の訴訟は多く提起されるが、多くの米国企業が登記上の本社をおいているデラウェア州では株主代表訴訟のみでも週に 30 件あるといわれている。

1999 年の調査によればいわゆる D&O に関する損害賠償請求訴訟を請求者ごとに分類すると次のようになる。

請 求 者	割 合	備 考
従業員	28%	
顧客	14%	
ライバル会社	8%	
株主	44%	26%がクラスアクション 18%が株主代表訴訟
政府	2%	
その他	4%	

(Tillinghast-Towers Perrin 1999 年調査、資料提供：東京海上火災保険)

株主代表訴訟よりもクラスアクション (集団訴訟) の方が件数も多いが、主として、株価急落企業の株主が経営者による情報開示不足やインサイダー取引等を訴えるケースが多い。

一般の訴訟の 90% が和解あるいは訴訟取下げで終了されている米国で D&O 訴訟においては取下げが 14%、和解が 38% (資料は同上) 合計 52% であり判決まで行くケースが多いが D&O 保険により取締役等の個人負担となるケースは非常に少ない。

特に、裁判所が全員が社外取締役から構成される企業内の訴訟委員会が原告側の訴訟の合理性を認めない場合には、裁判所も訴訟を却下することが多くなっており、その点においても敗訴による取締役と幹部社員の個人負担の事例は非常に少ないようである。

本来米国社会では「経営の専門家が誠実に行った経営判断は、結果的にそれが間違いだとしてもその責任を負わない」というビジネス・ジャッジメント・ルールが存在しており（*Newsweek* 日本版 2000.11.1）、そのルールへの原点回帰を行ったものと言える。

歴史的にみると、株主は社外取締役の導入等経営者に対する牽制機能を高めてきたが、経営者はそれに対する自衛手段を着々と準備して対応している状況にあると言える。

ここでもエージェンシー問題における経営者へのアメとムチの関係が基本にある。

ただし、ムチが少しでも弱くなると経営者は抜け穴を探して利己的な行動をとり、ムチがきつくなりそうな気配が出てくると政治的な力を使ってでもそれを薄める努力を行い、その上で、次の抜け道を探すというたちごっこである。

エンロンの破綻はこの流れが引き続き継続していることの傍証にすぎない。

5. 商法改正とコーポレート・ガバナンス

1) 改正内容

社外取締役

2002年5月通常国会での商法改正内容は、コーポレート・ガバナンス関連に絞れば、社外取締役の存在を前提に重要財産委員会の設置、あるいは、委員会等設置会社となることを選択肢を認めた点にある。適用対象会社は商法特例法上の大会社および資本金1億円以上で商法特例法第二条の会計監査人の監査を受けることを定款で定めた会社である。

社外取締役とは2001年12月成立のいわゆるコーポレート・ガバナンス法による改正後の188条第2項7号の2で定義されているが「大会社の業務を執行しない取締役であって、過去にその大会社または子会社の業務を執行する取締役、執行役または支配人その他の使用人となったことがなく、かつ、現に子会社の業務を執行する取締役またはその大会社若しくは子会社の執行役若しくは支配人その他の使用人ではないもの」と定義されている。

ニューヨーク証券取引所が規定する「独立」取締役の定義は概要以下のようなものであり、それに比べればかなり甘いものになっている。

ニューヨーク証券取引所が定義する独立取締役とは、

- ・当該企業の役員・従業員ではないもの。ただし、退職後3年経過すれば可能。
- ・当該企業と取引関係（Business Relationships）にある企業のパートナー、大株主、上級役員（Executive Officer）ではないもの。ただし、取締役会がその関係は独立した判断を行う上で障害にはならないと判断すれば例外扱いが可能
- ・当該企業と役員が兼任関係にあるような企業の取締役ではないもの

・当該企業やその子会社の取締役や上級役員の直系の親族ではないものとされている。

日本の社外取締役の定義にやや甘さが残るものの、これまで当該会社において働いたことがない人を取締役に起用することにより米国型あるいはグローバルスタンダード型のコーポレート・ガバナンスを目指すということである。

重要財産委員会

重要財産委員会は中間試案では経営委員会としてイメージされていたものであるが、社外取締役をまず一人でも導入させようとするアメの役割を果たす規定であると考えられる。

既に、ほとんどの大会社では経営会議や常務会等の名称で実質的に導入されている制度に法的な裏付けを与えたものである。

「日本的ガバナンス構造」の企業においては、常務や専務、さらには、副社長を含むトップ経営層が協議決定した事項が取締役会決議事項として取締役会に提案された場合に否決されることはありえない。否決されない確率は100%に近いものと考えてよい。

ただし、経営会議の結論は最終ではなく、形式的に過ぎないにせよ取締役会で討議した形式を取る必要があったが、僅か1名の社外取締役の任命でこれを回避することができることになる。

この社外取締役を重要財産委員会の構成員としなければならないという規定は存在しないから、日本のガバナンス構造企業においては、単純な損得勘定から社外取締役を1名のみ置く企業が出てくることは考えられる。さらに、コーポレート・ガバナンスを意識した経営を行っている企業であるとのアピールを社会に発することもできる。

ただし、社外取締役を1名置くということは選択制であり、従来通りのガバナンス構造を維持することは可能であるから取締役の人数を経営会議や常務会と呼ばれる実質上の会社意思決定機関として必要と考える人数に絞れば（たとえば、現在10名で経営会議を開催しており、それが必要十分な人数であると認識するのであれば、取締役の人数を10名に絞れば）社外取締役を置く必要はないことになる。社員の昇進による士気向上という観点からは、商法上の機能ではないが対外的に認知され得る役職を引き続き置くことも考えられる。基本的にはソニーが始めた執行役員制である。

委員会等設置会社においては業務執行と監督機能とを分離し執行役を置かなければならないと規定している。いわゆる、オフィサー（Officer）である。執行役という名称が商法上の会社機能として規定された現在において、今後執行役員という紛らわしい名称を継続するかどうかは時間が経てば判明してくるが、商法上は問題はないはずである。欧米系の証券会社や銀行は10年以上前から、マネジングディレクターやディレクター、あるいは、バイスプレジデントという役職を作って使用している。

重要財産委員会の最大の問題点は多数の取締役をおいている企業でこれを組織する場合である。いわゆる平取締役を含む取締役会でこの委員会（委員は実態的には社長を含む専務や常務の役付

取締役のみで構成されることになる)に重要事項の決定を委任することになるが、取締役とは実態上は社長の部下であるという日本企業においては委任事項に関し取締役会での議論が起きることとは有り得ない。提案どおりに自動的に可決される。これに反対して自分の職を棒に振るだけの利点はその時点では考えられないからである。商法改正前であれば、経営会議等の決定事項は形式的にしる取締役会の決議事項であるから、個別の案件については反対意見を述べる事が可能であり、取締役会議事録にそれを記録することも可能である。しかし、一旦すべてを委任してしまった後は、重要財産委員会の決定事項は取締役会に報告されるのみであるから、取締役は議決に参加できないにもかかわらず株主代表訴訟等の訴訟にさらされるリスクのみを負うことになる。

報告を受けることができるから報告を受けた際に反対意見を述べて議事録にとどめることは可能であるが、反対票を投じることはできない。

取締役人数が数十名の企業は現実には少なくなるものと思われるので、この点が問題となるケースは少ないと考えられるが、重要財産委員会制には現在の取締役会の基本問題が必ずしも認識されていない可能性がある。

かなりの問題を含む改正であると言える。ムチの代わりに用意したアメが少し甘すぎてムチ自体を台無しにしている。

委員会等設置会社

問題は委員会等設置会社である。

この規定通りに多くの大企業が委員会等設置会社になれば日本のコーポレート・ガバナンスは先進国中でも最高位の仲間に入ることができようが、まず実現の可能性は非常に低いものと考えられる。

委員会等設置会社は取締役候補を選定する指名委員会、監査を担当する監査委員会、および、取締役と執行役の報酬を決定する報酬委員会の三委員会から構成される。

各委員会ともに社外取締役が過半数を占める必要がある。

また、委員会等設置会社は執行役をおかなければならず、会社の業務執行は執行役に任かされることになる。取締役は取り締まりに徹し、日常の経営業務は取締役会が指名する執行役が担当する。

取締役が執行役を兼ねることは可能である。たとえば、取締役であると同時に社長であるということが可能であることを意味している。また、監査役をおくことができない。

旧来の制度と社外取締役を置く制度とを選択制にしたのは、次のように法制審議会の中間試案に対する日本企業からの拒否反応が強いために妥協した結果である。

2001年4月18日の法制審議会による「商法等の一部を改正する法律案要項中間試案」(以下、中間試案)の発表以来財界はあらゆる手段を使って社外取締役の義務化について反対してきたことは新聞雑誌の伝えるところであるが、経団連も正式にコメント発表し反対論を述べている(会

社機関の見直しに関する考え方 --- 2001 年 4 月 27 日)。

その主旨は、中間試案は国際競争の激化、IT 革命の進展等経済社会の変化に対応した内容となっていると評価した上で、「社外取締役を設けるかどうかは会社の自治に任せるべきである。また、現実的にも供給源が限られていることから、適切な人材の確保が困難である」と述べている。

それ以外のコーポレート・ガバナンス関連の中間試案についても、取締役の任期を最長 2 年から 1 年に短縮することも「経営者が短期的成果のみを重視したり、取締役会の経営監視機能の低下を招いたりする惧れがある」として反対している。

注目すべきは米国が在日大使館を通じてこの試案に対する意見を公表していることである。内容は、すべての公開企業に最低 1 名の社外取締役を置くことを義務化することを歓迎するとともに、1 名では「あまりに慎重すぎる」のではないかと懸念を表明している。また、社外取締役の定義についてもニューヨーク証券取引所の定義等を参考にすべきであるとしている。⁽⁹⁾

なお、コーポレート・ガバナンス法と通称される 2001 年 12 月改定の商法では、取締役の責任軽減と監査役制度の改定からなり、

- ・ 取締役の賠償責任軽減化の対象となる取締役の責任や軽減の要件、手続き
- ・ 監査役の実務の取締役会出席義務
- ・ 商法特例法上の大会社は 3 名以上の監査役を置きその半数以上は社外監査役（筆者注：過半数ではない）
- ・ 監査役任期の 4 年への延長
- ・ 監査役の責任の軽減等

である。

これらを合わせ総合的に検討していく。

2) 取締役・監査役の責任の軽減

2001 年 12 月改正の商法により、株主総会の特別決議が必要であり、監査役全員の同意が必要である等の条件はついているものの、取締役と監査役の責任は「職務を行うにつき、善意にして、かつ、重大な過失がなかったときは」責任額に限度を設けることができることになった。

その限度とは代表取締役で年俸の 6 年分、代表取締役以外の社内取締役で 4 年分、社外取締役で 2 年分、監査役については取締役への規定を準用するとしている。

この意味するところは何らかの法令違反や重大な過失、あるいは、悪意によるものでない限り責任額に上限が設けられたということであり、それは「会社役員賠償責任保険」（いわゆる、D & O 保険、Directors and Officers Liability Insurance）で補填可能な範囲内に収まる程度になってきているということである。

取締役や上級役職者が安心して職務に取組むことができる体制が整備されたものとも考えることもできる。

しかし、それは大きな問題をはらんでいることも事実である。

2002 年 5 月の商法改正にも拘わらず委員会等設置会社となる企業は限られたものになるであろうから、日本企業のコーポレート・ガバナンスは当面は引き続き株主不在のガバナンス構造のままであろう。すなわち、白紙委任状により 100%の株主権を得た社長による独裁的ガバナンス構造が継続するということを意味している。

(注) 日本経済新聞の調査によれば、日本の主要企業 300 社にアンケート調査を行ったところ 0.8%の企業が委員会等設置会社になる予定であると回答しているに過ぎない (日本経済新聞 2002 年 6 月 20 日)。

取締役は引き続き社長の部下であり、もっぱらの関心は社長の意向に従うことに集中することとなり、取り締まるというような役目を果たすことを期待することは不可能である。ガバナンス構造の変革無きままに取締役の責任の軽減のみを認め、株主代表訴訟を含む損害賠償請求訴訟に敗訴しても取締役の実質負担額がゼロになることを可能にした商法改正であると言える。一方的に経営者側に有利な改正であると見ることができる。

このような取締役と監査役の責任の軽減はコーポレート・ガバナンスが機能する状況が企業内に存在しているという背景が必要であり、責任の軽減は委員会等設置会社のみに認めるという改正が今回行われるべきであったと言える。

なお、日本の D&O 保険について付言すると、現在日本で引き受けられている D&O 保険の限度額は 1 社あたり 10 億円程度である。役員一人当たりではないことに注意を要する。取締役一人のみを対象とする訴訟での敗訴であれば保険限度内に収まる可能性があるが、多数が訴えられ敗訴すると個人負担が大きくなる。

また、株主代表訴訟に対する保険料は取締役の個人負担になっている。(注)

(注) D&O 保険のカバーは基本的には株主代表訴訟に対する保険とそれ以外の損害賠償請求とに分かれる。取締役にとって保険料が個人負担となるケースは株主代表訴訟での敗訴に備える保険料である。この点は商法学者からの「保険料を全額会社負担で補填することは役員の充実義務に違反する」という指摘に対応したものである。

D&O 保険は最初の 1 社の填補額限度が 10 億円であるとしても、それを越える部分の保険を他の保険会社との契約でカバーするという仕組みが存在する。いわゆる Excess 保険である。

ただし、米国の D&O 保険の限度額は資産規模によるが 20 億ドルを超える資産規模の企業では 1997 年現在で 71.3 百万ドル (約 86 億円) まで補填され Excess 保険を利用すればさらに高額の保険カバーが可能である。日本の保険限度額が低いがこの商法改正を機に今後の日本における D&O 保険の限度額がどのように推移するかには注目する必要がある。

3) 社外取締役の任命

日本経済新聞の東証 1 部上場企業の調査 (2001 年 6 月 16 日付け、調査対象 1,464 社、回答 740 社) によれば、38.8%の企業がすでに選任済みであるとしており、選任することを検討して

いるの24.2%を含めると63%に達する。

この数字は奇妙である。最低1名の社外取締役選任を義務付けるという商法改正案に経団連を中心に財界はこぞって反対の意思を表明したからである。約3分の2の企業の実態を無視して財界団体が動いたと考えるべきではなかろう。

確かに、社外取締役の任命は企業が自主的に行うべきことであり、法律で義務付けるような性格のものではないことは事実であるが、動きに鈍い日本企業に1日も早くコーポレート・ガバナンスを根付かせることにより近代的な経営に脱皮させる必要性を考えるならばそれほど強硬に反対するべきことでもない。

米国では法律で定められているわけではないが、ニューヨーク証券取引所が最低3名のすべて独立取締役で構成される監査委員会の設置を上場条件として定めており（Listed Company Manual 303.01）、実態上は強制する規定になっていることはすでに述べた通りである。

日本経済新聞の調査結果と財界団体の行動が異なるものになっている理由は回答社数が約50%という点にあるように思われる。すでに社外取締役を選任している企業は積極的に回答しそうでない企業はあえて回答をしなかったという可能性を考えておくべきであろう。

この商法改正によりさらに社外取締役を選任する企業が増加するかとなるとかなり疑問である。

前述のごとく、企業内のガバナンス構造が社長への全権力集中という構造になっており、あえて、それを覆すだけの積極的理由やメリットが社長にはないからである。

重要財産委員会は取締役の人数を削減すれば実態上設置可能でありあえて社外取締役を任命するインセンティブにはなり得ない。また、委員会等設置会社となり社長の人事権を社長自身の進退を含めて社外取締役に委ねるというコーポレート・ガバナンス貫徹の稀有の意志をもった社長を探すことは非常に困難であろうと予測される。

ただし、いわゆるアドバイザリーコミッティーのような組織をすでに有している企業が実施する可能性はある。

なお、いわゆる執行役員制を敷いていることをコーポレート・ガバナンス強化の現われと解釈する意見や報道は間違えている。日本企業においては、取締役とは出世階段の最後の始まりに過ぎないわけで、商法上の取締役会による取締役の監督という観点から選任されたものではない。代表訴訟等の手続きが大幅に緩和され取締役の責任が現実のものになってきたから本来取締役であるべき人数に絞るという動き、および、いわゆる経営会議と取締役会の一本化による合理化という考え方の中で出世階段の最後を外すことによる社員の士気喪失を懸念し、日本では「取締役」と社会通念上同じ意味を持つが法的には何ら規制を受けない「役員」という言葉を使ったポジションを創設したに過ぎない。日本企業においては多くの“平”取締役は社内では実態上は法的な取締役であるという扱いはされていなかった。日本社会独特の本音と建前の使い分けの中で任命されたケースが非常に多い。本当に会社の意思決定のための真剣な会議を行うとすれば最大人数は10名、多くても、15名程度であることは容易に気がつくことであり、20名以上の取締役を選任しているという事実が多くの会社で現実存在する取締役会は商法が期待する取締役会ではな

いことを物語っている。

4) 日本企業における監査役の位置付け

1990年代に入って行われている一連の商法改正には監査役の地位や役割に関するものが多く含まれている。日本企業におけるコーポレート・ガバナンス欠如問題を意識した改定であると言える。

ただ、一連の改定は監査役の基本を認識することなく行われたものである。

商法は原点において監査役の役割を正しく認識していたものと考えてよい。その点は監査役には取締役を「監査」する役割を与え、取締役会に取締役を「監督」する役割を与えているという事実により理解できる。監査役の役割は監査に限られており監督権限は無い。

取締役会には代表取締役や役付取締役をその地位から解任し、取締役としての任期満了時には時期取締役候補に選任しないという権限が与えられている。すなわち、法的な取締役を罷免する権限が与えられている。罷免する権限が与えられているから取締役会は取締役を監督することができる。

監査役と監査役会には実態上も、あるいは、法律上も取締役を罷免する権限はない。自分たちを罷免する権限を有しないものからの監督は実効性を持ち得ないことは当然であるから、あくまでも監査する権限を与えているにすぎない。監査役からの経営に関する意見については「ご意見は拝聴するが、従うかどうかは取締役会の判断である。その判断については取締役会が責任を負う」ということになる。

監査役が実効的に取締役を罷免する権限を有しない限り、監査役の権限強化を図る目的でいかなる改正を行ってもコーポレート・ガバナンスの実効性確保という目的は達成できない。監査役あるいは監査役会は取締役に対するコーポレート・ガバナンスという観点からの牽制機能を果たしえないということである。

それでは監査役に取締役の実効的な罷免権限を与えるべきかとなると、与えるべきではないと言える。監査役は会社経営には責任を負っていないからである。会社経営に責任を負わない者に会社経営に責任を負っている者の罷免権を与えるべきではないことは当然である。責任なくして権限なしである。

取締役（特に、社長）の実態上の罷免権は取締役会に与えられるべきであり現に法律はそうなっている。問題は現実になんか機能がしていないことであり、本来そのような権限を有していない監査役という会社機関にそのような役割を与えようとするに基本的な間違いがある。

コーポレート・ガバナンス強化を目的としての監査役権限の強化は本末転倒している。

監査役は監査を行う機関に過ぎない。

取締役会が実効的に取締役を（日本企業の場合は、特に社長を）罷免する権限を行使できるような改正が行われるべきであり、それは今回の改正による委員会等設置会社で実現している。

コーポレート・ガバナンスのために監査役が貢献できる余地は限られている。それは監査役の

本質に起因するものである。

6. 結論 --- コーポレート・ガバナンスの今後の方向性

1) 社外取締役の必要性

社外取締役を選任しない企業においてコーポレート・ガバナンスが機能することは例外的なケースである。この点は日米の区別はない。

社外取締役を1~2名選任するのみではコーポレート・ガバナンスという観点からは大きな意味はない。最終的に、社外取締役が取締役・執行役の人事権を握るに足るだけの人数と委員会構成が必要である。

自分が自分を牽制するという仕組みは失敗する。人間の本性から来る当然の結果である。企業のみならず、政治体制や官僚組織等人間が構成している組織は例外なく同じである。また、監査役ではコーポレート・ガバナンスの機能のために果たし得る役割が上で述べたように限られている。

現在可能と考えられるコーポレート・ガバナンスの仕組みは社外取締役の任命しかない。そして社外取締役に取締役・執行役の人事権を与えることである。換言すれば、指名委員会（あるいは、人事委員会）を作り、その過半数を社外取締役が占める構成にすることである。

自由経済社会というのは規制とそれをくぐり抜けようとする人たちとのいたちごっこであると述べた。その時点で最善と思われる仕組みを作ってみても、新たな抜け道を見つけて、自分が責任を有している組織のためではなく、自己の利益のために行動する。たとえば、外務省機密費流用等の問題は外務省の組織のために個人が行ったわけではない。それを口実に私服を肥やしたに過ぎない。

米国エンロン社の破綻は見事にそれを示している。

2) 米国エンロン社破綻が提起する問題点

エンロン問題は3つの観点から分析する必要がある。社外取締役の機能の問題、それに関連してのストックオプションの問題、公認会計士監査の問題である。まず、最初の点から見ていく。

BusinessWeek (2002.1.21) は次のように伝えている。

監査委員会の6名のメンバーは法律、取引所規則、および、取締役の報酬、独立性、ディスクロージャー、必要な財務知識というガバナンス問題の諸点においてルールを逸脱していない。問題はそのようなルール等が意図しているようには機能しなかったということである。

たとえば、

- ・取締役が自社株で報酬を支払えば、取締役が株主と同じように考えて行動するであろうとされているが、それは単に取締役会で厳しい質問を控えさせる動機になったに過ぎない。
- ・ディスクロージャーのルールに従い監査委員会の1名の取締役は会社との利害関係者であることは説明されていたが、他にも利害関係者が2人いることは説明されていない。この2人

は慈善関連の組織の有力メンバーであり、その組織へエンロンは多額の寄付をしていたがそれはディスクロージャーの対象ではなかった。

- ・ 監査委員会のメンバーは財務のノウハウを有することを証券取引所規則で規定しているが、エンロンの成長に伴う複雑な取引を理解できるほどのものではなかった。

このような事実からいえることはルールを変更するべき時にきているということである。

たとえば、米国企業のトップ 200 社では 1995 年にはその 81% が株式で報酬を支払っていたが最近では 99% がそうである。その全報酬に占める割合は 1995 年には 24% であったが最近では 62% になっている。(Pearl Meyer Partners 調査)

公認会計士が得意先企業の株式を保有することは SEC (証券取引委員会) が禁止しているが、監査委員会のメンバーを含め取締役は株式を保有することを要求されている。

エンロンのケースでは 6 人中 3 人は 10 万株以上を保有していたが、その他の取締役分を含め 17.3 百万株 (11 億ドル) を問題が表面化する少し前に市場で売却している。

関係者が考え得る最善の規制を設けたはずであると考えても時間の経過が情勢の変化をもたらす。取締役が新たなルールの抜け道を探す努力をし、それを見つけ、次第にルールが有名無実化して行くということが今回も起きたに過ぎない。

ストックオプションも導入当初は取締役が株主と同じ利害を有することになりエージェンシー問題の根本的な解決策と考えられていた。そのこと自体は正しい認識であるが、ここにも抜け道が存在した。過度の自社株買いにみられるように取締役が企業としての財務上の健全性を無視してまでも意図的に株価上昇のみを狙った経営諸施策を採用し、ストックオプションの行使により私的な利益の追求が激しく行われるようになってきたことである。

米国の場合には制度上もそれを助長する仕組みが存在した。一つは、実際にストックオプションを行使した価格と市場価格との差額を税務上損金に計上可能という点である。これがストックオプションの付与株数増大化を助長した。その上、市場価格とストックオプション行使価格との差額は企業にとっては明らかな費用であるが会計上費用計上は不要とされている点である。

また、もう一つの重要な点はガバナンス機能を果たすべき監査法人がその期待される役割を果たさなかったという点である。

監査法人による会計監査業務と経営コンサルティング業務の併営の問題である。明らかに利害が衝突する問題を同一法人内で行うと監査の目が緩くなることは当然のこととして懸念される。これがエンロンでは行われていた。監査法人のアーサー・アンダーセン社はコンサルティング業務で年間数千万ドルを受取り、しかも幹部パートナーがエンロンの社外取締役であった。

エンロンとの金銭的つながりを指摘されている米国ブッシュ政権としては早速対応策を検討し大統領自らが発表を行っている。(日本経済新聞 2002 年 3 月 8 日夕刊)

しかし、規制強化には産業界がこぞって反対に回することは日米同じであり、かなり妥協の後が見られる。監査法人への監督強化や「重大な不正行為」を働いた企業経営者がその後公開企業の幹部に就任することを禁止する法案が提出される予定としていることは当然としても、それ以外

に、たとえば、報酬として受取った株式の任期中の売却禁止や監査委員会メンバーの財務知識強化問題、あるいは、ストックオプションの費用計上問題等は見送られている。

全世界を巻き込むほどの大問題後の対応策としてはいささか手緩いという感を否めない。

なお、気を付けるべきはこれを「経営者の自律心問題、倫理問題、あるいは、道徳教育問題」として片付けてはならないということである。それは問題の解決には何の役にも立たない。経営者は自律心も道徳心も持ち合わせていないという前提で考える必要があり、それをいかに律するかがテーマであることを忘れるといつまでも解決策はもたらされない。

3) 日本企業のコーポレート・ガバナンスの方向性

一部の企業ではすでに社外取締役を選任しており、また、一部の企業ではアドバイザリーボードと呼ばれる監査委員会兼指名委員会のような組織を作っている。明らかに、コーポレート・ガバナンスを意識しての行動であり評価できる。

では今回の商法改正により大きく社外取締役導入、さらには、委員会等設置会社への移行ということが広く行われるようになるかという点に関してはかなり疑わしい。

まず、最低1名の社外取締役選任であるが、すでに述べたようにむしろIRやPR目的での選任が行われることは考えられる。対外発表の中にはコーポレート・ガバナンスへの対応が高らかに謳われることになろうが、コーポレート・ガバナンス面での効果は限られている。1名の社外取締役の役割はおそらく大所高所からの企業経営に対する提言と当該企業の方向性に対する疑問の提示であろうが、この点に関しては企業経営経験者が最適であろう。人選さえ誤らなければ効果を発揮することはありえるが、1名（あるいは2名であっても）の意見ではブレーキを一回踏んでみるが直ぐにアクセルを踏むという程度の効果しか期待できないであろう。

また、財界等の社外取締役任命への反対意見として、社外の人物には自社の複雑な業務内容が理解できないからその務めを果たし得ないという意見があるが、社外取締役の役割を履き違えている。社外取締役の役割は牽制機能にある。また、取締役会における個別案件への発言が大所高所からのものであることが期待される。たとえば、バブル期における銀行や企業の土地投機への客観的なリスク管理面からの警鐘というような役割が期待される。

社外取締役の1名任命ですら経団連等財界が率先して動かない限り大きな動きにはならないであろう。ただ、財界は社外取締役義務化への反対の急先鋒であったことを考えるとあまり期待できないというのが現時点での結論である。

委員会等設置会社であるが、よほどの先端的な企業でない限り期待できない。ありえるとする大株主からの圧力であるが、持合い株主にその役割を期待することは不可能であり、機関投資家への期待ということになるが、日本の機関投資家は多くの場合どこかで金融機関を中心とする日本企業と結びついており、企業間の取引関係を考えるとあまり厳しい声を出しにくいという問題がある。海外機関投資家は現時点では経営者を行動させるほどの圧力にはなっていない。

現在の経営者に自社を委員会等設置会社に移行させるインセンティブがあれば良いがこの点は

何もない。

業績が悪化すると社長を解雇されるリスクと報酬委員会がもしかすると自分の年俸を業績が好調な限り何倍かにしてくれるかも知れない可能性といずれかをとるかということである。さらに言えば、現在のガバナンス構造を継続する限り会長職とその後には永世に近い相談役の職が待っているというメリットと即座に解任されるかもしれないというリスクといずれを選ぶかという問題である。

これほど答が分かっている問題も少ない。

大銀行の経営者はなぜ公的資本注入を拒みつづけ、2002年3月時点でもなぜ拒んでいるのかと言えば自己の地位を放棄することとの引換えだからである。大量のリストラという解雇を行いながら自分は地位に止まっている状況がそれを物語っている。銀行再編の最大の問題点は現在の経営者（および、その直ぐ下にいる人たち）の地位の確保である。3つの銀行が一つの銀行を作ると持株会社と傘下の銀行という二つの頭取の地位しかなくなるから、止む無く銀行を小売部門と卸売り部門に分け3つのポジションをとるというようなことを考えることになる。

内部からの改革は期待できないということである。それが人間の本性である。例外はありえるであろう。特に、就任当初が可能性としては一番高い。新社長が先輩社長たちのやり方に大いに不満を持っていることはありえることであり、それを実行に移せるのは新鮮な気持ちを持っている短い期間のみだからである。

時間が経てば自分も先輩たちと同じように考え始めることになる。

日本のコーポレート・ガバナンスの将来を考えるにあたり、財界が米国のエンロン問題をコーポレート・ガバナンス強化への反対理由として取上げる可能性があるが、それは間違えている。

米国のコーポレート・ガバナンスに比べて2周も3周も遅れている体制を早急に整備し、経営者による私利私欲経営を脱して世界企業との競争体制を早急に構築する必要がある現在の日本企業においては、公開企業を委員会等設置会社へ移行させる動きを官民あげて高めていく必要がある。

幸いにも、良い例も悪い例も米国が先行して教えてくれている。

後発の強さという点もある。学ぶべき点は直ぐに取り入れてより機能するコーポレート・ガバナンス体制を構築し、いま一度“Japan as No.1”の地位を取り返す必要がある。

世界一を誇った日本の国際競争力はWorld Economic Forumの調査によれば2001年には21位に落ち込んでいる。IMD調査では26位である。その原因のかなりの部分はコーポレート・ガバナンス不足による経営の停滞にあるものと考えられる。

4) 日本における訴訟委員会の制度化について

2002年3月12日付け日本経済新聞によれば、自由民主党が、米国型の全員が社外取締役から構成される「訴訟委員会」を設け株主代表訴訟が会社にとって不適当なものであると訴訟委員会が判断すれば裁判所に対して却下の申し立てができるように商法の改正を行うという検討に入ったと報じている。

その方向での経済団体からの強い申し入れが自民党あてにあったであろうことは容易に想像できるところである。

日本における株主代表訴訟が真に合理的な判断に基づく訴訟のみであるのかどうか、すなわち、自由主義経済下においては企業の自由な経営判断はその判断が判断時においては誠実なものである限り尊重すべきであるということを本当に認識しているのかどうかは疑わしいところである。

そこであまりにも企業経営者にとって不利な方向に振れた振り子を少し修正してみようという動き自体を否定すべきではなかろう。

ただし、厳しい条件を付する必要がある。

まず、訴訟委員会を設置できる会社は委員会等設置会社に限定すべきである。ついで、社外取締役の定義をせめて米国のニューヨーク証券取引所の定義程度にまで厳格化すべきである。米国ではエンロンの例に見るようにそれでも問題が起きている。

社長が友達を連れてきて訴訟委員会を組織させる可能性が非常に高いと言える。

3 つめには、取締役会を議論が可能な人数にまで制限し、過半数を社外取締役とすべきである。そうすれば取締役は真に議論に参加することになるから責任を自覚した経営判断を下すことになる。そしてはじめて、訴訟委員会に対して誠実に議論した結果であるという納得できる説明が可能になる。仲間内ですべてを決定する仕組みを残しておいて上記のような役割を果たす訴訟委員会の設置を認めるべきではなかろう。

また、僅か 1 名の社外取締役の任命でもって、取締役会で議論すべき事項を少数の役付取締役に委任してしまうような仕組みを残すべきではない。重要財産委員会の制度を廃止する必要がある。

取締役が全員で誠意をもって下した判断であるとの自信を持つことができるだけの議論の場が用意されており、その上で、その判断を下した結果に対する訴訟に対して訴訟委員会が検討するという仕組みが確実に作られる必要がある。

2001 年来の商法改正はアメの用意を財界の求めに応じて行うものの、それはムチを働かすことが目的であるという本来の趣旨を忘れたものになっている。

注

- (1) ■The Modern Corporation & Private Property■, Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, Transaction Publishers
- (2) 『アメリカの企業統治』マーク・ロー、北條浩雄・松尾順介訳 東洋経済新報社
- (3) ditto
- (4) ditto
- (5) ■The Modern Corporation & Private Property■ ditto
- (6) 『コーポレート・ガバナンス』田村達也著 中公新書
- (7) 『日本企業の変革を促す商法改正』橋本基美 知的資産創造 2002 年 3 月号
- (8) 『社外取締役制度とコーポレート・ガバナンス論の分析』川口幸美 月刊監査役 451 号
- (9) 法制審議会の『商法等の一部を改正する法律案要項中間試案』に対する米国政府の意見 2001 年 5 月 31 日