

経営から見たコーポレート・ガバナンス

明治大学商学部助教授

出見世 信之

1. コーポレート・ガバナンスとは何か

1990年代初頭よりコーポレート・ガバナンス (corporate governance ; 企業統治と訳されることが多い) をめぐる問題が「産官学」において議論され続け、21世紀を迎えた今日においても解決に向けた努力が行なわれている。経営学の領域においてコーポレート・ガバナンスを巡る問題は株式会社研究の当初より行なわれていたとされるが、最初に「コーポレート・ガバナンス」という語を用いて考察を行なったのは、R. Eells であるといわれている。彼は、“*The Government of Corporations*” (『企業の統治』、1966年) の中で、「ガバナンス」という用語を用い、それは古くからある技術 (art) であるけれども、新しい科学であるとしている¹⁾。そして、会社権力の増大の問題を取り上げ、説明責任 (accountability) に関する問題に言及し、コーポレート・ガバナンスにおける説明責任は、誰が何について誰に対して責任を有するのか、どのように責任ある集団に対する要求は強化されるのかという問題になるとしている。

「コーポレート・ガバナンス」という用語の統一的な理解が行なわれている状況にはないが、構造の面では、広義には「企業と利害関係者との関係」、狭義には「株主・経営者関係と会社機関構造」と捉えることができる²⁾。また、機能面では、指揮・統制と関係している。利害関係者 (stakeholders) とは、直訳をすると、「杭を打つ人」、「賭け金の保管者」となり、それぞれ権利を主張する人、影響をともにする人を意味していたが、R.E.Freeman は “*Strategic Management*” (『戦略経営論』、1984年) の中で、利害関係者は、その支持がなければ組織が存在を停止してしまうような集団であって、組織体の目標の達成に影響を及ぼすことができるか、もしくは、それによって影響を被るかする、集団または個人であるとしている。具体的には、従業員、株主、顧客の他に、公共の利益を求める集団、政府機関、業界団体、競争企業、労働組合などを指している。そのため、コーポレート・ガバナンスを巡る議論の中では、一部の利害関係者がコーポレート・ガバナンスの中心であることを示して、「メインバンク資本主義」、「従業員主権企業」などの用語が使われることもある。株主は、「株主民主主義」の下で、「主権者」であるといわれているが、株主には、株主総会における議決権、帳簿閲覧権、配当請求権、残余財産請求権などの株主固有の権利がある。コーポレート・ガバナンスを巡る議論においては、株主を区別することなく議論することもあるが、個人株主ばかりでなく機関投資家が株式市場には存在し、それぞれ異なった行動をとっている。また、株主には、「デイトレーダー」といわれるもののようになかなか時間の間に多額の利益をあげるといった経済的な目的ばかりでなく、社会的責任を履行している企業を支持し、そうでない企業を支持しないというような社会的目的をもつものもあり、SRI (Social Responsible Investment ; 社会的責任投資) は欧米において増大している。

経営者は、株主に対し受託責任や説明責任を負う。株式会社における経営は、株主総会・取締役会・執行担当者という会社機関によって担われることになる。株主総会において取締役を任免し、取締役会において執行担当者を任免することが法律上定められているが、実際には、執行担当者である経営者自身が取締役を選任していたことから、「経営者支配」と呼ばれる現象が主張されることとなったのである。こうしたことから、株主と経営者との関係がコーポレート・ガバナンスの議論の中で問われるようになってきている。

指揮機能というのは、会社を方向付けることを意味するが、具体的には、経営理念の公表、経営目標の設定、経営環境の分析、経営戦略の策定、リーダーシップなどを指す。統制機能には、財務的統制、法的統制、倫理的統制、経営者に対する評価を指し、コーポレート・ガバナンス問題の中で、コンプライアンス（compliance；法令遵守）も主要なテーマとなっている。

2. 企業の目的は何か

コーポレート・ガバナンスをめぐる議論では、それまで経営学、特に、会社支配論の領域で活発に議論されていた「企業は誰のものか」という問題ではなく、「企業は誰のために存在するのか」という問題が問われている。M.Jensen は、コーポレート・ガバナンスの議論の核心は、企業の目的の問題であるとして、「われわれは何を達成しようとしているのか」という問いに答えなければならないとしている¹³⁾。具体的には、企業の目的は、株主の利益の追求か、利害関係者の利益の追求か、あるいは、短期的利益の追求か、長期的利益の追求か、といった問題である。アメリカの経営者は、ストックオプション（stock option；自社株購入権）の行使などにより、年間に100億円あまりの報酬を受け、平均でも15億円あまりで、一般従業員の報酬とは400倍以上であるといわれる¹⁴⁾。こうしたことから、会社は経営者の利益のために存在するのか、という問題提起が行なわれたのである。

ストックオプションは、従来、株主と経営者との利益を一致させる仕組みとして導入されたものである¹⁵⁾。これは、経営者に対して、事前に一定の株式を一定の金額で購入できる権利を与え、株価がストックオプションで決められた購入予定金額よりも高くなればなるほど、ストックオプションを行使した際に得られる利益が大きくなるというものである。それゆえ、経営者は株価を上げるような経営を行なうことが想定されたのであるが、一方で、四半期ごとに行なわれる財務報告の数字をいかによくするかという短期志向経営に陥らせたり、経営者が会計操作を行なったりする誘因ともなっている。

一方で、今日のアメリカは、経営者が貪欲（greed）を求める面ばかりでなく、「利害関係者資本主義」（stakeholder capitalism）ともいわれている。そこでは、企業は投資家から資本を、納入業者から原材料を、従業員から労働力を結びつけて製品を作り、それは顧客の需要を充たすために販売活動を行ない、それぞれの利害関係者の利益が企業の目的として考慮されなければならないとされる¹⁶⁾。近代経済学では、企業の目的は「利潤の極大化」であるとされてきたが、利害関係者資本主義の下では、短期的な利益よりも長期的な利益の追求が企業の目的となる。

3. コーポレート・ガバナンス問題の背景

日本においてコーポレート・ガバナンス問題が指摘され始めた当初は、企業不祥事の度重なる発覚や「バブル経済」崩壊後の企業業績の低迷を背景として、企業と社会との関係や経営者と株主との関係が問題とされていた。1990年代初頭の一連の金融スキャンダルから、総会屋への不正利益供与事件、リコール隠しや集団食中毒事件、食肉偽装事件、ODAをめぐる談合事件、原子力発電所における虚偽報告まで、この10年あまりで多くの企業不祥事が明らかになっている。また、「失われた10年」といわれる「平成不況」の要因をコーポレート・ガバナンスの欠如に求める主張もあり、「ガバナンス不況」などといわれることもある。1997年に三洋証券が経営破綻したことに始まり、北海道拓殖銀行、山一証券、さらには、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行、そごう、長崎屋などの大企業の破綻が起きている。それは、業績を改善することができない経営者を交代させることができないことに理由を求めている。

それらに加えて、コーポレート・ガバナンス問題の背景には、企業活動の国際化がある。1991年に行なわれた日米構造協議において、アメリカ側は日本に対し社外取締役の導入を強く求め、これを受ける形で、1993年に大会社に社外監査役の設置を求める商法改正を行なうことになる。ソニーやオリックスなど、コーポレート・ガバナンス改革に積極的な企業は、株主の3割あまりを外国人投資家が占めるようになってきている。1999年にOECD（経済協力開発機構）がコーポレート・ガバナンス原則を公表しているように、企業活動や市場のグローバル化を背景とする国際的な問題ともなっている。

OECDは、優れたコーポレート・ガバナンスは、資本を効率的に使用することに役立ち、利害関係者の利益に配慮することや取締役会が会社や株主の利益に対して責任を持つことに役立つという立場をとった。原則は、株主の権利が保護され、少数株主、外国人株主を含むすべての株主が平等に扱われること、利害関係者の権利が尊重され情報提供が行なわれること、重要事項に関する正確な情報開示が適宜行なわれるように透明性を高めること、取締役会は経営者から独立して企業や株主に対する説明責任を確保することから成っている。2000年には、世界銀行が「コーポレート・ガバナンス実施の枠組み」を公表し、発展途上国を含めた国々におけるコーポレート・ガバナンスのあり方の方向性を示している。

このように、コーポレート・ガバナンス問題の背景には、企業不祥事、企業業績の低迷、企業活動の国際化がある。

4. 米英におけるコーポレート・ガバナンス改革

アメリカでは、1970年のペンセントラル鉄道の経営破綻を契機として、社外取締役の有効性を含め、株主の利益を守るためにコーポレート・ガバナンス改革の必要性が認識されるようになる。1972年には、SEC（証券取引委員会）が、ペンセントラル鉄道の破綻に関する調査報告書を公表し、取締役会の問題を認め、社外取締役からなる監査委員会の必要性を説いている。また、1973年にはウォーターゲート事件に関連して大企業の不正政治献金が明らかになり、1974年、SECは、違法な政治献金を調査し不正支出を行っていた企業に対して差止請求を行なっている。この請求

を受け、裁判所は企業に対して、取締役会の構成の過半数を社外取締役にすること、社外取締役から成る特別訴訟委員会を設置することなどを求めたのである。SECは、また、委任状規則を改正し、監査委員会が設置されているかを委任状説明書に明記することを求めている。

NYSE（ニューヨーク証券取引所）は、1956年に2名以上の社外取締役を上場要件としていたが、ペンセントラル鉄道の経営破綻を契機として、1974年に3名以上の社外取締役を擁する監査委員会を推奨している。機関投資家の資産運用者の受託者責任を明記した、ERISA（従業員退職所得保障法）が1974年に制定され、1988年には、労働省が株主権の行使も受託者責任であるとする「エイボンレター」をエイボン社の企業年金基金の担当者に送付し、その後、これは、一部年金基金のコーポレート・ガバナンスへの積極的参加の根拠を提供することになる。

1980年代のM&A（合併・買収）ブームは、TOB（敵対的買収）に象徴されるように、株主の権利を再確認させるものであったが、1982年にペンシルバニア州は州内企業に対する敵対的買収を制限する利害関係者条項を規定し、株主と経営者が短期的に莫大な利益を獲得し、買収後に行なわれるリストラクチャリングにより、従業員や地域社会が損失を蒙ることを制限したのである。1992年には、社外取締役に指導されたGMの取締役会は、CEOを事実上解任する。これ以降、IBM、コダック、コンパックなどにおいても社外取締役に主導された取締役会においてCEOの交代が行なわれる。社外取締役の背後には、CalPERS（カリフォルニア州公務員退職年金基金）などの支持があった。その後、GMは、1994年に「取締役会の行動指針」を公表し、取締役会の構成については、過半数を社外取締役とすることを求め、社外取締役が行動できるように、取締役会資料の事前配付や取締役会の委員会の予定開催、会長とCEOが兼任している場合には、取締役会を指導するような首席取締役を置くことを求めている。

こうして、アメリカにおいては、20年あまりで社外取締役が取締役会の過半数を占め、取締役会の中に、社外取締役から成る監査委員会、報酬委員会などが設置されるようになったのである。背景には、受託者責任のもと、コーポレート・ガバナンス改革に積極的に関わってきた年金基金の存在がある。しかしながら、2001年に経営破綻したエンロンやその後のワールドコム的事件が明らかにしているように、社外取締役が大多数を占め、社外取締役のみから成る監査委員会を設置したとしても、それだけでは、不祥事を防止することも業績を改善することも保証されない。アメリカでは、2002年に企業改革法が制定され、NYSEなども上場規則の改正作業に入り、取締役の経営者からの独立性を高めようとしている。

イギリスにおいては、「犯罪銀行」といわれたBCCI事件や経営者による従業員年金の不正流用をしたマックスウェル事件などを受けて、LSE（ロンドン証券取引所）、イングランド銀行などの支援の下、1991年にキャドバリー委員会が設置される。1992年には、CEOと取締役会会長の分離、社外取締役の増加、監査委員会、指名委員会、報酬委員会を設置し、社外取締役によって構成されること、遵守状況に関する報告などを定めた最善慣行規範（code of best practice）を公表している。その後、LSEにより上場規則の中に最善慣行規範が組み込まれ、イギリスにおいては、CEOと会長の分離、社外取締役の増加が進展する。

経営者の高額報酬に対する批判を受けて、1995年には、グリーンブリー委員会が設置され、報酬委員会の設置、報酬や業績に関する情報開示の充実、遵守状況に関する報告などを定めた最善慣行規範が公表される。グリーンブリー委員会においてもキャドバリー委員会同様に、規範を遵守す

るかどうかは企業の判断に委ねられている。その後、企業の繁栄や収益性を説明責任とともに重視すべきとする傾向が強まり、キャドバリー委員会の後継組織として1998年に設置されたハンベル委員会では、「規範」から「原則」という表現に変え、「守った方がよい」とするコーポレート・ガバナンス原則を公表し、株主の価値と利害関係者への責任、原則の柔軟な適用を求めている。1998年、LSEは、上記の3委員会の最善慣行規範、コーポレート・ガバナンス原則を統合規範として、上場基準としている⁷⁾。

1990年代までの状況を踏まえ、イギリスにおいては、2000年に年金法が改正され、投資先を選定する際の社会的責任、企業倫理に関する基準の公表が求められることとなったため、年金基金の多くが社会的責任投資を実施するようになってきている。また、機関投資家に対しては、2001年に「英国における機関投資」と題された、マイナース・レビューが公表された。これは、機関投資家の投資原則について広く開示を求めるもので、その遵守状況の開示を求めている。同年、貿易産業省は、会社法改正に関する最終提案書を公表し、コーポレート・ガバナンスとの関連で取締役は株主に対する説明責任のみならず、利害関係者へ配慮することが求められようとしている。2002年4月にG.Brown 大蔵大臣とP.Hewitt 貿易産業大臣により社外取締役に関するレビューを作成する責任者として、D.Higgs が任命され、取締役会の過半数を社外取締役とすること、経営者からの独立性を高めることなどを内容とする報告書を2003年1月に公表している。

イギリスでは、証券取引所などの支援により企業人を長とする委員会が設置され、そこでの調査・研究結果から、最善慣行規範などが公表され、上場規則に反映される形がとられている。会社法の改正も行なわれようとしているが、最初にコーポレート・ガバナンス改革を促したのは、公的規制ではなく、自主規制である。

5. 日本におけるコーポレート・ガバナンス改革

1997年に、ソニーが執行役員制を導入して取締役会の規模を約3分の1に縮小し、3名の社外取締役と指名委員会、報酬委員会を設置したのを契機に、多くの企業で執行役員制の導入が進み、取締役会の規模が縮小する。1998年には、テイジンが経営者の解任も勧告できる諮問委員会を設置し、2000年には、ソニーが取締役会議長とCEOとを分離している。また、この頃から、社外取締役を導入する企業が増加し、2001年には、HOYAが社外取締役と内部出身取締役を3名の同数にし、社外取締役の3名は社長と面識のない人を選び、社外取締役のみから成る報酬委員会を設置している。しかしながら、こうした動きとは異なる企業もある。たとえば、キャノンは、1995年に経営スリム化のために27名の取締役を21名にするが、2002年7月には、21名の取締役を担当事業の決定権を有する内部取締役の増員により2年後を目安に30名前後にし、現場本位の迅速経営を目指すことを公表している。また、トヨタ自動車も2002年6月に取締役を2人増やし、58人としている。

個別企業以外の動きとしては、2002年には、3月に日本取締役協会が設立され、7月には経済同友会が『企業競争力の基盤強化を目指したコーポレート・ガバナンス』を公表し、社外取締役の導入を促している。東京証券取引所も、上場会社コーポレート・ガバナンス委員会設置を発表し、イギリスの最善慣行規範に相当するものを公表することを決めている。5月には、商法改正が国会で

成立し、社外取締役の登記ができるようになり、指名委員会・報酬委員会・監査委員会を設置し、委員の過半数が社外取締役から成る委員会等設置会社を認め、それにより監査役の廃止が可能となる。また、執行役制度の導入なども規定されている。商法改正を受け、オリックスやイオンが法律の施行後、委員会等設置会社への移行を表明していたが、その後、西友、ソニー、東芝、日立製作所も移行を表明している。個別企業と商法改正による対応において、経営面では取締役会が改革の中心となっている。社外取締役の導入、取締役会付委員会の設置、監督と執行の分離はアメリカ企業によく見られるコーポレート・ガバナンスである。そうしたガバナンス構造を有していたエンロンやワールドコムで不正が行なわれ、経営破綻が生じたことを考えると、取締役会の形式面での改革は、不祥事の防止や業績の向上など、コーポレート・ガバナンス改革の目的を達成することを保証しない。また、イギリスでの経験では、改革とその後の検証作業によりコーポレート・ガバナンス改革が進められているが、トヨタ自動車やキャノンの動きに示されるように、改革に一定の距離を置く企業のほうが高い業績をあげている。さらには、米英と比べて法的規制中心であり、株主や利害関係者が積極的にコーポレート・ガバナンス改革に関わることも、株主オンブズマンが雪印乳業や日本ハムに社外取締役の導入を求めた動きがあったものの、限られている。日本におけるコーポレート・ガバナンス改革のあり方には、このような問題がある。

■ 注 ■

- (1) R.Eells, *The Government of Corporations*, The Free Press, 1966, p.3.
- (2) コーポレート・ガバナンスの定義については、以下を参照のこと。
出見世信之著『企業統治問題の経営学的研究』文眞堂、1997年、第1章。
- (3) M.C.Jensen, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and Corporate Objective Function", in *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.14, No.3, 2001.
- (4) J.E.Post, A.T.Lawrence, J.Weber, *Business and Society*, 10thed., McGraw-Hill, 2003, p.344.
- (5) アメリカでは、1950年に歳入法改正によりストックオプションに優遇税制を導入されたことを契機に普及することになるが、1976年に優遇税制が廃止された後、1981年に優遇税制が再導入されている。
- (6) G.A.Steiner, J.F.Steiner, *Business, Government, and Society*, 9thed., McGraw-Hill, 2000, pp14-16.
- (7) 三報告書の全訳が以下に掲載されている。
日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編『コーポレート・ガバナンス』商事法務研究会、2001年、262頁。