

# 日本的経営と コーポレート・ガバナンス



中央大学 法科大学院 教授

大杉 謙一

## 1. テーマ

2015年5月1日に、改正会社法が施行された。そこでは、社外取締役を置かない上場会社は「置くことが相当でない理由」を説明する義務を負うとされ（同法327条の2）、「監査等委員会設置会社」という新たな機関設計（399条の2以下）が選択肢として導入される

### 〈目次〉

1. テーマ
2. アメリカにおける社外（独立）取締役の普及
3. ヨーロッパ諸国での発展
4. アジア諸国の状況
5. なぜわが国では社外取締役は一般的でなかったのか
6. コーポレートガバナンス・コードの意義

など、社外取締役の活用が大きなテーマとなっている。また、同年6月1日には、東京証券取引所と金融庁は、「コーポレートガバナンス・コード」を策定した。いずれも、社外取締役が独立した立場から経営者を監督することが大きなテーマとなっている。

もっとも、わが国では、社外取締役の有用性について懐疑的な意見が強い。そこで、本稿では、①なぜ、欧米諸国では「社外取締役による監督」というパラダイムが定着したのか、②なぜ、わが国ではそのような考え方は賛同が得られにくいのか、そして、③そのようなわが国において社外取締役を中心とするガバナンス改革を行うことの意義、の3点について考えてみたい。

この問いの①②についての大まかな答えは、次のようなものである。①欧米では、社外取締役による監督を導入することが、成熟経済においては合理的であり、投資家と経営者の双方に利益があると考えられている。他

方、②わが国では、経営者の能力や従業員の能力が「社内での人材養成」という仕組みに支えられていて、企業に社外者を受け入れる前提・態勢が整っていない。

以下では、上記①②についてこれまでの各国の動き（わが国を含む）を振り返るとともに、③に関連して、今後のわが国の進むべき方向についても私見を述べることにしたい。

## ■ 2. アメリカにおける社外（独立）取締役の普及

### (1) 概観

アメリカの大企業における社外取締役の比率を、各種統計を集約してまとめた研究がある（Jeffrey N. Gordon, “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices,” *Stanford Law Review*, Vol.59, 2007, pp.1465-1568）。その結果は次の表1のとおりである。

（表1）

|      | 内部者 | 利害関係のある社外者 | 独立者 |
|------|-----|------------|-----|
| 1950 | 49% | 26%        | 22% |
| 1960 | 43% | 31%        | 24% |
| 1970 | 41% | 34%        | 25% |
| 1980 | 33% | 30%        | 37% |
| 1990 | 26% | 14%        | 60% |
| 2000 | 16% | 15%        | 69% |

この表には2つのポイントがある。第1に、1980年に大きな変化、すなわち、内部取締役の減少、利害関係のある社外取締役の減少、

独立取締役の大幅な増加が生じていることである。第2に、1950年頃にはすでに、大企業の実業取締役の約半数が社外者であったことである。

この数字の背景には次のような事情があった。まず、1950年代から60年代は、アメリカにおいてもステークホルダー主義が全盛であった時代である。ところが、1970年代の初頭に、ペン・セントラル鉄道会社が破綻し、また、ウォーターゲート事件の調査により多数の上場会社が不正な支出（国内での違法な政治献金、国外での政府職員への不明朗な支出）に関与していたことが判明した。これらの不祥事をきっかけとして、上場企業の経営管理体制が激しく議論されるようになった。様々な改革案の中で、1970年代後半にいわゆる「モニタリング・モデル」が提唱された。

モニタリング・モデルとは、取締役会の内部に指名・監査・報酬の3つの委員会を置き、各委員会の委員の全員（あるいは過半数）を社外取締役が占めることとし、社外取締役は、経営者と意思決定を共に行うのではなく、経営者の能力・業績を観察し、人事等の意思決定にフィードバックするという仕組みをいう。これは一学者（会社法学者のMelvin Eisenberg）が提唱したものであるが、1970年代の後半にまずアメリカ法律家協会（ABA）がこれを支持し、経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブルも大筋でこれを受け入れたため、様々な改革案の中でモニタリング・モデルが主流となったのである。

もっとも、社外（独立）取締役を増員し、社外（独立）取締役に経営者を監督させるという形式は広く採用されたものの、それが実際に機能するかについては当初は懐疑的な見方が小さくなかった。そのような中で、モニタリング・モデルは次のような過程を経てアメリカの企業社会に定着した。まず、1980年代に敵対的買収が盛んになると、アメリカ（主にデラウェア州）の裁判所は、社外取締役の意見を尊重するようになった。

モニタリング・モデルを推進したもう1つの力は、ミクロ経済学の一分野であるファイナンス理論の発展と応用である。ファイナンス理論の誕生は1958年のモジリアーニとミラーの論文に遡るが、この理論は1970年代に大きく発展し、1980年代には企業買収やハイ・イールド債（低格付け・高利回り債券）の実務に応用されるようになった。そして、ファイナンス理論は、株主利益の最大化を前提としてモデル分析を行うことが一般的であるため、この理論の普及は、次第に経営者や裁判官の思考を「株主利益の最大化」という方向へとシフトさせたと考えられる。

その後、1992年から93年にかけて、業績悪化企業において社外取締役の「反乱」が起き、CEOの更迭劇がメディアで報じられるようになった（アメリカン・エクスプレス、GM、IBM、コダック、ウェスティングハウス等）。また、1990年代に、業績連動報酬が提唱され、これが経営者のみならず社外取締役にも普及した。このような過程を経て、ア

メリカでは、社外（独立）取締役およびモニタリング・モデルがコーポレート・ガバナンスの中心的な仕組みとして確立するようになったのである。この80年代から90年代という時期は、アメリカ経済の改革・復活と重なっている。

## (2) 小括

以上で概観したアメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの変化は、次のようにまとめることができる。まず、アメリカではステークホルダー主義の全盛期においてもすでに多数の社外取締役が存在した。当時の彼らは「名誉職」であり、取締役会は経営者を規律する役割を果たしていなかった。しかし、不祥事をきっかけにモニタリング・モデルが導入され、それが裁判所によって尊重され、実際に業績悪化企業の経営者を更迭するようになった。そして、経営者の業績連動報酬は、株主と経営者の双方にメリットがあると考えられている。そして、社外（独立）取締役は両サイドの利益を媒介するものとして、アメリカ企業のガバナンスに定着することとなった。

## ■ 3. ヨーロッパ諸国での発展

### (1) 概観

ヨーロッパ諸国の中では、社外取締役およびモニタリング・モデルが早期から発展したのはイギリスであった。イギリスの大企業は、

株式所有が分散しており、証券市場が（銀行と比べて）企業の資金調達・監視に果たす役割が大きいという点で、アメリカに近い。もっとも、イギリスでの社外取締役、モニタリング・モデルの普及のきっかけは、アメリカとは少し異なっていた。イギリスでは、1992年以降、上場企業が守るべきコーポレート・ガバナンスのルールが有識者会議によって行動規範として策定され、これがコーポレート・ガバナンスを牽引した。ここでは、上場会社は行動規範を全て守ることは要求されないが、守らない場合にはそのことを開示するとともに、その理由を投資家に対して説明しなければならないという建付けになっており、「遵守または説明（comply or explain）」と呼ばれる。このような仕組みはその後ヨーロッパの他国でも採用されるようになり、わが国でも2015年に策定・導入されたコーポレートガバナンス・コードはこの仕組みを採用したものである。

イギリスとアメリカのガバナンスには違いも存在する。アメリカでは、2002年のサーベンス・オクスリー法による規制強化以降、取締役の大部分を社外（独立）取締役で占めるようになり、かつ「独立性」の基準も厳格化した。このように、アメリカではコーポレート・ガバナンスの外形へのこだわりが強いものに対して、イギリスでは、独立取締役の比率・独立性よりも、その能力・専門性・多様性が重視される。特に2008年の世界金融危機以降は、その反省に立って、この傾向が強まっ

ている。

次に、ドイツの動向を見てみよう。ドイツは、英米とは異なり、上場会社であっても殆どの会社に支配株主（創業家一族など）が存在し、その意味では株式所有はあまり分散していない。企業の資金調達や監視は、伝統的には銀行によって行われ、証券市場の発達は比較的遅れた。また、従業員が企業の経営に参加する仕組み（共同決定制度）が制定法により一定規模以上の会社には義務付けられている。

西ヨーロッパ諸国の中では、ドイツはイギリス型のガバナンス・コードの策定が遅い国である。有識者会議によってコーポレートガバナンス・コードが策定されたのは、2002年である。「遵守または説明」の仕組みを取っている点は、イギリスや近時の日本と共通する。

## (2) 小括

ここではイギリスとドイツの経緯だけを概観したが、（西）ヨーロッパ諸国におけるガバナンス・コードの普及の歴史は次のように要約できる。

まず、多くの国で、不祥事がガバナンス改革のきっかけになっている。そして、ガバナンス・コードの導入の初期には、多くの国において、経済界からの反撥や抵抗が起きている。それでも、全ての主要国において、制定法ではなく、政府の関与した有識者会議で策定された行動規範によって、ガバナンス改革

を推進することとされ、さらにその規範は定期的に改訂され、徐々にそのレベルが引き上げられてきた。

ドイツをはじめとして、英米以外の大陸諸国では、大なり小なりステークホルダー重視の文化・社会規範がある。それでも、欧米諸国においては、モニタリング・モデルが受容され、普及している。

欧米の大企業で近年に生じた経営・管理の大きな変化は、企業の経営人材の国際化・企業の多国籍化であり、また経営者報酬の高額化である。同様の変化は、ゆっくりとしたペースではあるが、わが国でも生じつつある。報酬の高額化は社会全体において格差を拡大させるものであり、各国の世論はそのことに批判的であるが、筆者は、ある程度までは高額報酬は成熟経済の宿命なのではないかと考えている。

## ■ 4. アジア諸国の状況

アジア諸国における社外（独立）取締役についての行動規範や普及状況については、baum教授らによる研究がある（以下は、Harald Baum, “Role of Outside (Independent) Directors in Asia: A Legal Transplant in Perspective,” (working paper) に依拠したものである）。

この研究によると、韓国・中国・台湾・香港・シンガポールなどでは、わが国のコーポレートガバナンス・コードよりも踏み込んだ

内容の行動規範が定められていたり、社外（独立）取締役の普及が先行している。もっとも、それが実際に機能しているかについては、各国で懐疑的な見方も少なくないようである。

アジアのコーポレート・ガバナンスについては、主として欧米の機関投資家によって設立・運営されている Asian Corporate Governance Association (ACGA) による調査・評価も参考になる。ACGAは、2008年に「日本のコーポレート・ガバナンス白書」を公表した。この白書はわが国の関係者にインパクトを与え、翌年の金融庁・経産省でのガバナンス改革プラン、ひいては東証の独立役員制度の創設につながったものである。ACGAは定期的にアジア諸国のガバナンスについての報告書を公表している。これによると、国際的な機関投資家の間では、日本の評価はシンガポール・香港の後塵を拝しているが、その原因は日本の社外取締役の少なさというわけでは必ずしもないようである。

## ■ 5. なぜわが国では社外取締役は一般的でなかったのか

### (1) 監査役制度の強化・整備の背景

日本でも、昭和40年代前半に大企業の不祥事が社会問題となり、現代風というと、ガバナンス改革の一環として、昭和49（1974）年に商法および関連法規が大改正された。そこでは、それまでは会計監査しか行わないものとされていた監査役につき業務監査権限を与



え（戦前の制度に近いものとして復活させ）、大企業の経営・行動につき監査役による適法性監査を義務付けることとした。改正の直後の昭和50年頃に引き続き商法改正が議論されているが、①取締役（会）制度の改正についてはいくつかの項目が提案されたものの、企業関係者からの強い反対に遭遇し、その多くは早期に検討対象から除かれた。その結果、②監査役制度の改正が議論の中心となり、そのいくつかは昭和56年の商法改正時に実現した。

当初の①の提案には、取締役会の構成（人数制限、使用人兼務の禁止、社外重役の義務付け）が含まれていた。これに対しては、「そのような法改正を試みるならば、サラリーマンの暴動が起きる」という笑い話があったともいわれている。

商法（会社法）が、社外取締役をはじめとする取締役会改革に向かわずに、その後の改正においても主として監査役制度の改善・強化によって問題に対処しようとしたのは、ひとことでいうと日本の企業社会が社外者を受け入れず、社外者による企業経営への干渉を可能な限り小さなものとどめようとしたことによる。幹部候補社員は全員が取締役となり、社長となることを目指し、そのことが社員が努力するインセンティブとして機能していた当時の企業文化・社会規範は、「会社共同体」と呼ぶことができる。

## (2) 職務能力の獲得

このように日本企業がそこで働く者たちにとっての共同体としての性格を有するのは、社員の技能形成における企業の役割の大きさと深く関係がある。すなわち、わが国では、社員が職務遂行に必要な能力の多くを企業の費用負担により身に付けており、そのために、企業は自社の負担で技能を身に付けた社員が離職しないよう、年功型の賃金体系を採用し、長期雇用を前提とした人事・労務制度を開発してきたし、また社員の技能開発も、なるべくオン・ザ・ジョブ・トレーニング（職場内訓練；OJT）として、なるべく他社では通用しない企業特殊的な技能を提供するやり方で行われてきたと考えられる。

欧米では、企業が労働者に求める職務内容を具体的に定義し、それに適した人材を採用するという考え方で人事制度が設計される（ジョブ型）。これに対して、わが国では、企業は潜在能力が高いと思われる人材を採用し、会社共同体のメンバーとして受け入れた後で、各労働者に仕事を割り振っていく（メンバーシップ型）。このように、欧米企業と日本企業では、企業と労働者の関係が異なった原理により構成されている。両者の間には単純な優劣の関係はない（ジョブ型社会ではスキルの乏しい若者に雇用問題が集中するのに対して、メンバーシップ型社会ではメンバーシップを得られなかった非正規労働者に雇用問題が集中する。濱口桂一郎『若者と労働「入社」の仕組みから解きほぐす』（2013年）

を参照)。

このジョブ型とメンバーシップ型の対比は大まかなものである。業種によっては、たとえば金融業においてはわが国でもジョブ型に近い働き方もあるだろう。また、中小企業では、長期雇用は必ずしも保障されていない。これらの点に留保が必要であるが、ジョブ型とメンバーシップ型の対比は、単に個々の労働者や企業にあてはまる類型ではなく、社会全体の制度となっている点に注意が必要である。

つまり、ジョブ型では、職務遂行に必要な能力のうち一定の部分は、労働者の費用負担により、企業外部での教育・研修を通じて獲得される。これに対して、メンバーシップ型では、職務能力の獲得は、先述のように企業の費用負担で、しばしばOJTによりなされる。ジョブ型社会では、大学・大学院での教育が広い意味での職業訓練ととらえられているのに対して、わが国では大学・大学院がそのような役割を果たしているとはあまり考えられていない。

このような欧米社会と日本社会の違いがいかにして成立したのかは筆者には明らかでないが、欧米においては「正典」(たとえば聖書)が存在し、正典を共有し発展させる仕組みとして高等教育機関が存在し(教養とはそのような営みの中で生まれ、継承されるものである)、高等教育機関がエリートを(そして社会階層を)再生産するというサイクルが社会の根底にあるように思われる。他方、日本社

会には、教養・高等教育機関・社会階層の間にそのような結び付きは存在しないのではないだろうか。平たくいえば、企業人は大学教育は役に立たないと考えているし、大学教員は大学は企業戦士養成の場ではないと考えている。このように入口と出口がつながっていない以上、わが国では企業特殊的でない能力を大学(院)で養成するというビジョンはなかなか共有されるものとはならないだろう。

このような日本企業の人事制度や日本社会の特徴に照らせば、日本企業が共同体の外部者である社外取締役を受け入れることに消極的であったことが理解できる。人事制度を通じてコア社員の技能を形成し、時間をかけて選抜することで経営者を育成するという仕組みにおいては、社員こそが企業の所有者であり、社内の経験や規範・文化を共有しない外部者を経営に関与させることは問題外と考えられてきたのである。

## ■ 6. コーポレートガバナンス・コードの意義

先に5で述べた日本企業の共同体的性格に照らせば、2015年に策定されたコーポレートガバナンス・コードは、「なかなか変化しない日本企業を、現場レベルからではなく、トップレベルから変革しようとする試み(実験)」と見ることができる。

この試みは、日本的経営や日本社会のあり方を根本から変えようとするものではない。

あくまで、経営トップの意識を、従来の内向きのものから外部の資本市場へと向かわせることを目指しているにすぎない。社外取締役やモニタリング・モデルの導入は、それ自体に意味があるわけではないし、それが直ちに企業の増収増益をもたらすわけでもない。むしろ、社外取締役は、投資家をはじめとする企業外部のステークホルダーの視点を取締役会にもたらす存在であり、社外取締役をうまく生かせる企業が継続的に自己改革を遂げることが期待されている。コーポレート・ガバナンスは、固定的な形ではなく、経営の適法性と収益性を確実にするプロセスである。ガバナンス・コードが企業に求めている「コンプライ・オア・エクスプレイン（遵守または説明）」は、PDCAサイクルの一環ととらえることができ、企業の適法性と収益性を確実にするプロセスの中に位置づけられるべきものである。

ここではガバナンス・コードの細かな内容には立ち入らない。ガバナンス・コードの背景には、日本経済の「失われた20年」があり、コードの策定者の「立法者意思」は、次のようなものととらえることができる。すなわち、ガバナンス・コードの実践においては、「伊藤レポートの問題意識＝日本企業の資本効率の低さ、経営者が外向きの指標と内向きの指標を使い分けていることの弊害をどのように克服していくか」という課題について、各社が具体的に取り組んでいくことが望ましい、と。

他方、民間の立場からは、伊藤レポートにせよ、ガバナンス・コードにせよ、仮説であり実験にすぎないとの見方も可能である。

このように、評価が分かれているとすれば、それは健全なことといえる。コードの策定に関わった有識者や関係省庁は、企業経営の実務について十分な情報を持っているわけではない。他方、経営者の持っている情報も不完全である。最善のガバナンスは理論から演繹的に導かれるものではない。大切なのは、「実験」の結果がきちんと測定され、フィードバックされて、コードの提示する行動規範が適時に修正されることである。

古い時代の「日本的経営」の文化・社会規範が自生的に生成・発展したように、21世紀の新しい経営のスタイルも、そのような分権的で試行錯誤を含むプロセスの中から徐々に形成されていくのであろう。

