

コーポレートガバナンス：根底にある 考え方から今後の課題を展望する



東京大学大学院 経済学研究科 教授

柳川 範之

東京証券取引所においてコーポレートガバナンス・コード（企業統治原則）の適用が開始され、コーポレートガバナンス改革は新たな局面を迎えた。今後、多くの企業がガバナンス改革を行い、それが日本企業と日本経済の健全な発展に寄与することを多いに期待したい。しかしながら、単にコードをつくれればガバナンスが変わるというものでもないし、社外取締役を導入すれば、それでガバナンスが劇的に改善すると言えるほど、コーポレートガバナンスの問題は単純なものでもない。

そこで本稿では、コーポレートガバナンスの持つ意義と課題について、改めて整理し、

その整理を基に今後の必要な改革について検討することにしたい。

1. コーポレートガバナンスとは何か

現代社会においては、企業活動から、多くの関係者が直接・間接的な影響を受けると同時に、また影響を与えている。企業の株主、債権者、従業員、取引先、周辺地域住民など、それぞれの立場によって、影響の性質や大きさは様々である。株主は、企業の収益があがらなければ配当が少なくなり株価が低迷するという影響を受けるし、従業員にとっては、給料やボーナスがどの程度になるかが重要かもしれない。また、周辺住民にとっては、公害を出さないかどうか等がポイントとなるだろう。

様々な人が影響を受ける企業活動を「適切」なものにするには、誰がどのように意思決定

〈目次〉

1. コーポレートガバナンスとは何か
2. 市場の論理・組織の論理
3. 参入退出の重要性
4. 実質を変える難しさ
5. もっとEXPLAINを

すべきルールや仕組みを考える必要が生じる。コーポレートガバナンスというのは、ごく一般的に言えば、このような「望ましい」決定や活動を企業が行っていくための仕組みのことを指す。ここで、「適切」「望ましい」という文字がカッコつきになっているのは、何が適切かの判断も仕組みのつくり方によって異なる可能性があるからである。

狭義のコーポレートガバナンスは、企業の法的な所有者である株主のために、いかに経営者がうまく働く仕組みにするか、を考える。この場合、望ましい企業活動というのは、株主の利益が最大化される行動ということになる。現実にはモラルハザード等によって経営者がそのような決定や行動をするとは限らないため、株主の利益が大きくなるような仕組みを考える必要が生じるとされる。

一方、より広義のコーポレートガバナンスでは、企業を多様な利害関係者の集合体としてとらえて、それらのグループの利害を適切に調整し、全体としてより望ましい方向に向かわせる仕組みを指す。したがって、この場合には適切さの判断も単に株主の利益だけではなく、利害関係者全体の判断が入ることになる。ただし、たとえば利害関係者の中に地域住民まで含めるべきか、利害関係者間の調整が重要にしても判断基準は株主の利益にすべきではないか等細かい点では意見が分かれている。

仕組みと一口に言っても、その中には、法律や、ビジネス慣習、社会的評判、組織構造

など様々な要素が含まれる。望ましいコーポレートガバナンスの問題を考えていくうえで、これらのさまざまな要素を考慮したうえで、総合的な仕組みを構築していくことが必要となる。

今回のコーポレートガバナンス改革でも多くの側面が改革の対象になっているが、基本的には、コードと呼ばれる緩やかなルールによって、投資家および企業側の自主的な取り組みを促そうというものである。またガバナンスについては、狭義のガバナンス定義に近い考え方で、経営者がもっと株主のほうを向いた経営を行わせるためには、どうしたら良いかという点に焦点が当てられている。ただし、株主といっても短期的な利益を追求する投資家ではなく、より中長期的視点の株主をより重視し、それらの人々と「対話」を進めることがポイントとなっていて、そのために、コーポレートガバナンス・コードに先だって、スチュワードシップ・コードが制定された。また、長期的視点の株主を重視することで、他の利害関係者との利害対立が軽減されることも期待されている。

このようなガバナンス改革によって期待される変化には、いくつかの側面が考えられる。まず、金融市場への影響という観点からみると、個々の企業が収益性を高めることができ、株主に多く還元できるようになれば、それは金融商品の収益性が高まることを意味する。通常ファイナンス理論では、個々の金融商品の収益性やリスクの程度は所与とされてお

り、その下で最適なポートフォリオの選択をする構造となっている。しかし、実際には収益性やリスクの分布は外生的に定められているものではない。株式のリターンが我が国全体で高まれば、それはポートフォリオ選択後の投資家の収益性を高めることに貢献をするし、日本の金融市場に多くの資金を引き付け、それが企業の投資等を促進させる等の役割を持つことになる。

ただし、ガバナンス改革が目指しているのは、単に投資家へのリターンを増やし、金融市場を活性化させるためだけではない。投資家へのリターンを増やすよう努力をすることで、企業全体の生産性の向上を促し、それが日本経済全体の活性化や経済成長につながる面も期待されている。成長戦略の一環としてガバナンス改革が政府主導で推し進められてきた背景には、このような背景がある。ただし、この点が、どこまで期待できるのか、またそのためにはどんな課題を解決する必要があるかについては、意見が分かれるであろう。

■ 2. 市場の論理・組織の論理

コーポレートガバナンスの問題が、企業の利害関係者の調整を適切に行うために必要な仕組みを考えることだとしても、そのためにつくられている法律やルールはかなり多い。上場規則や今回のコードまで含めて考えると、企業のコーポレートガバナンスは、かなり規則に縛られているようにすら感じられ

る。その一方で、我が国だけでなく、欧米諸国も含めて世界中でガバナンス改革が（その方向性は国によって多少の違いがあるにせよ）叫ばれ続けていて、ベストな法律やルールをどの国でも見つけられていない。これはなぜなのだろうか。

この点を考えるうえでは、もう少し抽象的にコーポレートガバナンスの裏側にある構造を整理しておくことが有効である。結論を先に述べれば、コーポレートガバナンスは市場取引と企業内取引という、相互に矛盾する取引の両方の側面を持っており、これを調整することにはかなり困難を伴う。それがどの国もコーポレートガバナンスのあり方について悩み続けている要因の一つである。

一般的に、取引というのは市場を通じて行うものと、企業内の活動を通じて行うものとに大別することができる。市場を通じた取引というのは、いわゆる取引所等の狭い意味での市場のみを指すのではなく、もっと幅広い、金銭を介在したやり取りを通じた取引関係のことを指す。社会主義国家ではなく、自由主義的国家においては、この市場内取引は経済活動の基本である。

しかし、実は市場を直接通さないで取引されているケースも現実にはかなりある。それが企業内取引である。企業内での取引は、契約書は明示的にかわさず、また金銭対価が支払われない場合も多い。トップの判断によって、A部門からB部門に支払いなしにモノが移転すること等も起こりうる。この点は、企

業内の取引は市場取引の例外的な構造を持っていると言える。

このような市場取引と企業内取引の違いに注目したのが、ノーベル賞を受賞したオリバー・ウィリアムソンであり、彼は企業内取引の論理が、市場取引と大きく異なる点が、企業が経済に存続する大きな意義であるとした。たとえば、A工場とB工場とで取引をしている場合、両者が同じ会社であれば、企業内取引、別々の企業であれば市場取引ということになる。両者の違いは根本的にはどこにあるのかを考え、そこからどこまでを同じ企業にして企業内取引として処理するのが望ましいかを考えたのである。

このように通常のモノの取引であれば、市場取引と企業内取引はかなり明確に区別する。しかし、投資家と企業との関係は、この違いがかなりあいまいである。

株主は企業の所有者という側面を持っている。したがって組織の内部者であり、株主が関与する意思決定は会社内での活動の根幹を規定し得る。いわば企業内取引の主役の一人である。その一方で、株主には市場参加者という顔も存在する。閉鎖会社の場合を別にすれば、現在株主であっても、株式を市場で売却することは可能であるし、またその選択肢があることを前提に株主は行動している。現在は株主でない投資家であっても、今後株主になる可能性も常にある。そのため、組織の論理だけで株主を語ることはできない。

つまり簡単に言えば、組織の内部者として

支配権を適切に行使しながら、株式市場を市場として適切に機能させるという二つの目標を追求ことが要求されているため、その解決は簡単なことではなく、本質的にはある種の矛盾をはらむ。コーポレートガバナンスに関する制度やルールは、基本的にはこの矛盾をできるだけ調整しようとしてきた。しかし、そもそも矛盾した面をもつ二つの論理を完全に調整することは不可能であり、ここにコーポレートガバナンスの難しさがあり、複雑さがある（もちろん、厳密に考えれば、同様のことは、株主と企業の関係以外にも起こり得る。しかし、従業員が外の職場に移転する可能性は、株主が株券を売却する可能性に比べてはるかに小さく、長期固定的な関係にある。したがって、この市場の論理が大きく関係する構造は、株主にかなり特有の現象であるといえる。）。

現実のガバナンス改革でこの点の難しさが端的に表れているのが、インサイダー取引規制とスチュワードシップ・コードとの関係である。スチュワードシップ・コードにおいては、株主との対話の促進がうたわれている。しかし、そのような対話が、果たしてインサイダー取引規制に抵触することはないのか、あるいはどこまでであれば抵触しないのか、問題とされた。この点は、まさに市場の論理と組織の論理とを、どこで折り合いをつけていくかの難しさが表れた事例である。

インサイダー取引規制は、ある意味では金融市場が適切な市場として機能するためのル

ールであり、市場の論理を貫徹させるための規制であると言える。インサイダー情報を得た投資家が、不当に利益を得ることがあれば市場全体の信頼性を貶める形になりかねず、そのようなマイナスを避けるために導入されている規制と考えられる。

一方のステュワードシップ・コードのほうは、機関投資家と企業との間の積極的な対話を促進させること、そして中長期保有を促すことを通じて、ある意味では企業のことをしっかり考える機関投資家を取り入れ、育成させることを目的としており、その点において組織としての論理がかなり前に出たコードとなっている。

この両者は、先にも述べたように完全には一致しないものであり、両者をどう調整させていくかが、今後のガバナンス改革の大きなポイントとなるだろう。現状では、インサイダー取引規制は所与のものとして条文も解釈も変えずに、このインサイダー取引規制に抵触しない範囲で、対話をとることが推奨されている。その範囲でどこまでがOKでどこまでが問題かの明確化がある程度行われ、切り分け整理がされた。しかし、法改正も含めて根本的に考えた場合、現状では、この二つについてはある程度明確化が行われ、金融庁としてはその切り分け整理は行われた。しかし、現状の切り分け方が本当にベストなものかは分からないし、どこまで対話をするのが市場の論理として問題ないのかは、絶えず検討していく必要がある。

それではこの市場の論理と組織の論理の調整という難しい課題に対して、どのような発想で取り組んでいくべきだろうか。それに対する答えは、ルールだけでベストなガバナンスを実現しようとししないことであろう。ルールを法律やコード等によって作成するとともに、積極的に競争原理を併用すること。このスタンスが、重要なことと思われる。以下では、この点について少し詳しく説明していくことにしよう。

■ 3. 参入退出の重要性

企業と株主が対話をすることによって、あるいは社外取締役が機能することによって、既存企業の収益性を押し上げ、企業にとっても株主にとってもWin-Winの関係を実現するというのが、今のガバナンス改革の方向性である。具体的には、外国企業に比べて低いとされる、日本企業の株主資本利益率（ROE）を高めることが、一つの目標とされている。ROEを高めることができれば、そこから日本全体の経済成長につながることも期待されている。

実際、ROEを改善させている企業もあり、改革が実態を動かしつつあるように見える。この方向性は決して間違ったものであるとは思えないが、本当に企業の収益性を高めることに成功しているかと言えば、必ずしも手放しでは喜ばない状況にある。

ROEは、簡単に言えば利益を資本の大き

さで割ったものであり、分母を小さくすれば、高めることができる。具体的には自社株買いを行い、企業内のキャッシュを株主に還元する形で資本を減らせば、ROEを高めることは可能である。これは、資本の効率的利用を促すという面では効果があるが、企業の生産性自体が直接上がっているわけではない。

社内に有効な活用先がなく、眠っているキャッシュなのであれば、それを還元された株主が、より有効な形で活用することができる場合、経済全体の生産性にプラスの影響を及ぼす。しかし、仮に国内企業のほとんどが自社株買いを行う状況であるならば、有効な投資先は国内にないことになる。その結果、たとえば海外の投資に流れてしまうとすれば、国内のGDP増大には貢献しない。

したがって、本質的には分子のほうを高めることが必要になる。それにも大きく分けて二つの方策があり、その一つは、分配構造を変化させることである。たとえば賃金を引き下げ利益を増やすならば、一時的にROEを高めることはできる。しかしこれでは企業の長期的な成長にはつながらないだろう。やはりもう一つの方策、全体の生産性を高めて、パイを大きくし、その結果分子である株主利益を高めることを考えていく必要がある。

現在のコーポレートガバナンス改革も、当然その方向が期待されており、そこで重要な役割が期待されているのが、社外取締役による経営改善であろう。内向きになりがちな経営を外向きにし、外部からのアドバイスが取

益力を改善させることが期待されている。実際、社外取締役が入ったことで、取締役会に緊張感が出たという話はよく聞くし、新たな知見が得られたという経営者も多い。より市場や株主の側を意識した経営を行っていくことが、収益性を高める経営にプラスに働き得ることも事実で、それらの面での重要性は決して否定しない。

しかし、今まで低かった各企業の生産性が、単に外部から取締役が入ったというだけで、マクロ的にインパクトが出るほど高くなるというのは、かなり無理のある話だろう。

大きく全体の収益性を押し上げるためには、やはり企業の参入退出を通じた新陳代謝が欠かせない。つまり、コードや社外取締役に期待するばかりではなく、市場競争原理に基づいた参入退出がきちんと行われるようにすることが必要なのである。新しく収益性の高い企業が参入してこそ、全体のROEの押し上げにつながるし、低い生産性の企業が退出してこそ、資金は効率的に使われ、経済の成長に貢献する。

その意味で市場原理の活用は、日本全体のROEを押し上げるうえで必要な政策であり、規制改革など市場競争をもっと促進させていくことが、ROEを経済全体として高めていくために必要なコーポレートガバナンス改革だろう。

現状のまま推移してしまうと、高まらないROEに対して不満が高まり、企業が無理な経営を行って無理なROE引き上げを助長

することにもなりかねない。

■ 4. 実質を変える難しさ

もう一つ、コーポレートガバナンスに関する改革がなかなか難しい理由は、法律やルールで外側から強制しても、それが実質的な経営の中身を変えるとは限らない点である。先に述べたようにコーポレートガバナンスが利害関係者間の調整のメカニズムだとすれば、企業がより活力のある投資や企業活動を行い、利益をあげていくためにも、本来はより良いコーポレートガバナンスの構築が必要不可欠である。

しかし、コーポレートガバナンスに関する法改正においては、どうしても外側から強制され、企業がいよいよ導入する、という形になりがちである。これではどれだけ制度をつくっても、実効性の確保は難しいし、いよいよ形式だけを整えても、あまり成果はあがらない。

そもそもコーポレートガバナンスは法的・形式的なルールと実質とが大きく乖離しやすい。この点は、学術的には、「形式的ガバナンス」と「実質的ガバナンス」として区別される。例えば、法律の条文だけみれば、日本はアメリカよりも、むしろ株主の権限が強い。社外取締役の人数とパフォーマンスに明確な関係がみられないとして議論になったのも、この点に関係している。社外取締役の人数はあくまでも形式的な人数に過ぎないから、そ

の多寡が実質的な影響の大きさを必ずしも決めているとは限らないからである。

法律やルールで強制できるのは、形式的側面だけである。実質的なことも書き込めるが、外から見てそれがどこまで実効されているのかは把握しづらく、努力規定が限界である。もちろん、形式を変えることで、実質が変わることを期待するという面はある。だからこそ、多くの法改正が行われてきたのだし、今回のコードのように自主性に期待したルールの形成も行われてきたのだ。とはいえ、形式を変えることでどこまで実質を変えられるかという問題は、やはりついて回る。

その理由としては、実質的なコーポレートガバナンス構造は変えようと思ってもなかなか変えるのが難しいという点もあげられるだろう。それは、場合によっては社内文化や会社そのものの大きな変革を要求する。したがって、本当の意味で実質的なコーポレートガバナンスを大企業で変革しようとする、強いリーダーシップとある程度の時間は必要だろう。

いずれにしても、単純に形式を変えれば、実質が変わるというものではないとすれば、企業の実質を変える、あるいは変えさせるための工夫が必要である。そして、そこでやはり重要になってくるのが、競争原理の活用である。

本来あるべきコーポレートガバナンスの姿は、企業の側から実質としての自分のコーポレートガバナンス構造がいかに素晴らしいか

を投資家に積極的にアピールをし、信頼と資金を集めるものであるべきだろう。そのようなアピール競争が企業間で起きる環境にしておくことが、実質的なコーポレートガバナンス構造を改善していくことにつながる。

■ 5. もっとEXPLAINを

このように、より良いコーポレートガバナンスが必要なのは、何よりも企業である。企業は自分自身のために、実質的なコーポレートガバナンスをより良いものにし、それを内外に向かって、積極的にアピールしていく必要がある。ただし、その際には、一律の形式的要求に従う必要は必ずしもないし、一律の形式的要求に従っていることを示すことだけがアピールではない。

今回のガバナンス改革においては、コーポレートガバナンスの多様性と企業の自主性を尊重し、適切な説明をすれば基本ルールに従わなくても構わないという、Comply or Explainの考え方が明示的に導入された。今までのコーポレートガバナンスに関する議論の中では、多くの企業が日本的ガバナンスの重要性を訴えていたことを考えると、各企業は、単純に決められたルールに従うだけではなく、独自のガバナンスを追求する方向性をもっとあっても良いように思われる。そして、独自のガバナンスについて、企業は積極的にexplainすべきである。

現段階では、社外取締役の導入にみられる

ように、多くの企業に、explainの努力が欠けているようにみえる。わざわざ独自の選択を行い、それに対する難しい説明を行って批判にさらされるよりは、ルールを受け入れてしまったほうが、コストがかからないと考えられている。

確かに安易な形式的な言い訳によって、ガバナンス改革が骨抜きになることがないよう、explainに対しては比較的高いハードルが設けられている。しかし、もし多様性のあるコーポレートガバナンス構造が本質的に必要なのであれば、理由をしっかりと説明し、異なったガバナンスを選択して市場の評価を受けるべきであろう。

投資家の側も、基本ルールに従わない場合には直ちにバツをつけるのではなく、真摯にexplainに耳を傾ける姿勢が求められる。残念ながら、企業側も投資家側も、explainに対してこのような建設的な姿勢はあまりみられない。それは、基本ルールと異なるガバナンスは、どのようなものがそれぞれの会社にとって望ましいのかについて、しっかりとした議論が深まっていないこと、またどのようなexplainをすれば、前向きな評価がされるのか、またできるのかについての十分なコンセンサスが形成されていないからであろう。

しかしながら、最初にも述べたようにコーポレートガバナンスは望ましい構造が簡単に求まるものではなく、試行錯誤しながら、より望ましいものを探していく必要がある。この点を考えると、様々なガバナンスに対する

取組みをしっかりと評価することが、将来的にも重要である。

企業の側は、自らのガバナンス体制、あるいはガバナンス改革の姿勢を、積極的に示し、投資家にアピールしていくことが、企業にとって大きなプラスになる。そして、投資家、市場の側は、一律的な対応ではなく、真摯なexplainに対しては、正確な評価を行い、その評価を通じた競争原理が働くようにすること。難しいことではあるが、これが二つのコードが策定された我が国に求められる今後の課題なのではないだろうか。

