

独立取締役の効果と限界

シティグループ証券 取締役副会長 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. 独立取締役と法体系

本誌2014年1月号に、「独立取締役義務化に反対する」を寄稿したが、本稿はその続編である。筆者の独立取締役に関わる考え方は以下の通りである。

1. コーポレート・ガバナンスに関して、独立取締役の効果が過大視される傾向にある。
2. 独立取締役は英米法をルーツとするものであり、大陸法体系の日本との法制度の相違を理解する必要がある。
3. 日本の企業文化では独立取締役の監視機能は期待しづらいが、アドバイザー効果はある。

株式持ち合いの多い日本では、事実上、監視される人（CEO）が監視する人（独立取締役）を選任していることが多い。つまり、監視される人が監視する人の人事権と報酬決定権を握っている。これでは、厳しい監視を期待するのは難しい。独立取締役の効用自体を否定するものではないが、形式を整えるだけでは効果がないことは明らかである。

最も主張したいのは、「制度は法体系に根差す」ということである。日本は、大化の改新以来、外国の法制度を移入してきた歴史がある。大和時代から平安時代は中国から、明治時代は主としてドイツから、そして戦後は米国から法制度を移入してきた。それらをベースに日本独特の法制度が出来上がってきた。

日本の法制度において多いのが、海外から「部品」を移入することである。しかし、制度の哲学、理念の理解が十分でない上、法的プラットフォームを全体的に導入せず、「部品」だけを移入しても機能しない。このため、制度を日本に移入しても、期待通り、機能しない例が多い。

言い換えれば、ある国で合法であっても、他の国では違法であることもある。たとえば、2013年に、米国国家安全保障局が、ドイツなど同盟国の元首の通話を盗聴していると世界的な騒ぎになった。確かに、米国以外の国からすると、これは不正である。

しかし、米国では、正当な理由である限り、外国での盗聴は合法なのである。1978年外国情報監視法は、米国の政府機関が外国の情報機関やスパイの活動を監視する際の手続きを定めた法律である^(注1)。2001年米国同時テロをきっかけに、捜査機関の権限を大幅に強化拡充した。その結果、米国諜報機関は、世界のインターネット情報を監視している^(注2)。

既存株主に新規発行の株式を割り当てるライツイシュー（ライツ・オフアリング）は、欧州ではごく一般的な株式発行の制度である。しかし、日本ではその弊害が問題視されており、制度の再設計が必要である。それ以外にも、委員会設置会社や三角合併などが、鳴り物入りで導入されたが、あまり定着していない。

このように、単純に外国の制度を移入するのでは、制度改革が成功しないのは明らかである。「取締役会における独立取締役の数を増やすと、日本企業のコーポレート・ガバナンスがよくなる」という議論が見受けられるが、筆者はそれほどコーポレート・ガバナンス論が単純なものであるとは思っていない。なお、独立取締役制度の国際比較については、「独立取締役義務化に反対する」（本誌2014年1月号）を参照されたい。

■ 2. アベノミクスとコーポレート・ガバナンス

安倍政権は、コーポレート・ガバナンスに焦点を当てた政策を実行しており、これ自体はたいへん好ましいことである。今後も、次々と手が打たれることであろう。

アベノミクスは、機動的な財政政策、大胆な金融政策、民間投資を喚起する成長戦略、という「三本の矢」を同時展開するものである。2013年に発表された「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」が成長戦略を包括しているが、その中に、「コーポレート・ガバナンスの強化」が含まれている。その重要項目として、独立取締役の選任とスチュワードシップ・コードの策定が掲げられた。

最も議論を呼んだのが独立取締役選任の義務化であった。独立取締役選任については、

会社法の改正により、事実上、“comply or explain（遵守するか、さもなければ、説明する）”原則が採用されることになった。アングロ・サクソン法体系の英国において、“comply or explain”原則により、独立取締役が普及した。そして、EUの法制度の統一と、アングロ・サクソン系の投資家の台頭によって、大陸欧州でも独立取締役が普及している。

2014年に、会社法の一部を改正する法律が成立し、社外取締役の要件が厳格化された。親会社・兄弟会社の現役取締役・執行役員、取締役・執行役員の近親者は、社外取締役になれなくなる。また、社外取締役を置かない場合、置くことが相当でない理由を事業報告書で開示する義務が生じる。さらに、附則において、改正法案施行後2年間で、再度、社外取締役の義務付けについて検討するという。

日本の会社法で、当初の独立取締役選任の義務化案は退けられ、政府としては欧州に近い方式で独立取締役選任を進めることとなった。筆者は「独立取締役選任の義務化は避けるべき」と考えているので、政府の判断を、基本的に支持する。

日本版スチュワードシップ・コードは、英国の制度を移植するものである。機関投資家が適切に受託者責任を果たすことを目的し、金融庁に日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会が設置された。6回に亘る議論と意見募集の後、『責任ある機関投資家』の諸原則『日本版スチュワードシップ・コード』～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～が確定した。

日本版のスチュワードシップ責任とは、機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。

同じアングロ・サクソン法体系の国でありながら、英国にはスチュワードシップ・コードがあるが、米国にはそれがない。これは、英国と米国とでは、機関投資家と経営者との対話スタイルが大きく異なるためである。英国は、自主規制の文化が古くから醸成されてきたため、スチュワードシップ・コードのように強制力のない制度が根付きやすい。

2015年には、同様に英国のソフトロー（法律による強制力を持たないルール）をベースにしたコーポレート・ガバナンス原則が導入される見込みである。おそらく、独立取締役の数を増やすことが好ましいという趣旨の原則になろう。

新しい日本株指数であるJPX日経インデックス400も注目される。日本取引所グループ、東京証券取引所と日本経済新聞社が算出するインデックス400は、「投資者にとって投資魅力の高い会社」の400銘柄で構成される。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）などの公的年金がベンチマークとして採用しているので、今後、JPX400は日本国内では普及していくことであろう。銘柄選定方法として、まず、適格基準と市場流動性により1,000銘柄が選定され、その後、定量的な指標によるスコアリング（3年平均ROE：40%、3年累積営業利益：40%、選定基準日時点における時価総額：20%）と定性的な要素（独立取締役2人以上選任、IFRS採用、決算情報英文資料のTDnet開示）による加点が行われる。そして、スコアが高い順に400銘柄が選定される。銘柄の選定は、毎年行われる。つまり、これまた独立取締役選任を促すものである。

加えて、今後、GPIFの運用改革が予定されており、日本株投資額が増える見通しである。GPIF及びその委託運用会社はスチュワードシップ・コードの採用を決定している。そのため、独立取締役選任を促す市場の圧力は次第に強まろう。

■ 3. 独立取締役の限界

取締役会における独立取締役の数を増やすと、コーポレート・ガバナンスが良くなるわけではないことは、既に、米国で証明されている。その最たる例が、2000年に金融危機を起こしたエンロンと2008年にリーマン・ショックを起こしたリーマンブラザーズである。

エンロンは、表面だけは優れたコーポレート・ガバナンスであるとの評価があった。米国の経営専門誌であるチーフエグゼクティブは、2000年の最も優れた取締役会ベストボード5社のうち3位にエンロンを選出した。エンロンは18名中15名もいた社外取締役が、経営のチェック機能を果せなかった。社外取締役であっても、エンロンと取引関係があり、中立な立場で経営のチェックが行われていなかった。

2008年の国際金融危機では、金融機関の法外とも言える高額報酬が問題となった。特に、報酬の大部分を株式関連が占めているため、経営者にとって、過度にリスクをとる動機が生じた。2000年から2008年までの金額上位5名合計の報酬（現金、株式などを含む）を見ると、リーマンブラザーズは約10億ドル（約1,000億円、1ドル100円換算）、ベアスターンズ（事実上、経営破綻してJPモルガンに買収された）は約15億ドル（約1,500億円）であった。リーマンブラザーズのCEOは9年間に500億円以上の報酬を得ていた。

誰が、このように法外な報酬を決めたのか。それは、独立取締役で構成される報酬委員会であった。むろん、取締役会の大多数は独立取締役であり、これを承認した。

同様に、日本でも、赤字企業でありながら、経営者に対して、高額の報酬を支払う会社

(図表1) リーマンブラザーズとベアスターンズの経営者の報酬(2000-2008年)

	ベアスターンズ		リーマン	
	CEO	役員上位2-5	CEO	役員上位2-5
ボーナス	\$87,509,569	\$239,337,718	\$61,557,166	\$102,407,231
株式の売却	\$289,088,081	\$817,237,608	\$461,173,614	\$389,315,896
株式の残額	\$11,656,420	\$17,494,360	\$0	\$0
合計	\$388,254,069	\$1,074,069,685	\$522,730,780	\$491,723,127
上位5名合計	\$1,462,323,754		\$1,014,453,907	

(出所) Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, Holger Spamann, “The Wages of Failure : Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000 – 2008”, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 657 (revised 2/2010)、シティグループ証券

がある。これらも、独立取締役を中心とする報酬委員会が決めた例がいくつもある。

このように、形だけ整えても、コーポレート・ガバナンスがよくなるわけではないということは明らかである。であるからこそ、「独立取締役の数を増やせばコーポレート・ガバナンスがよくなる」という議論は問題が多いのである。

■ 4. 欧米では独立取締役は効果を発揮する

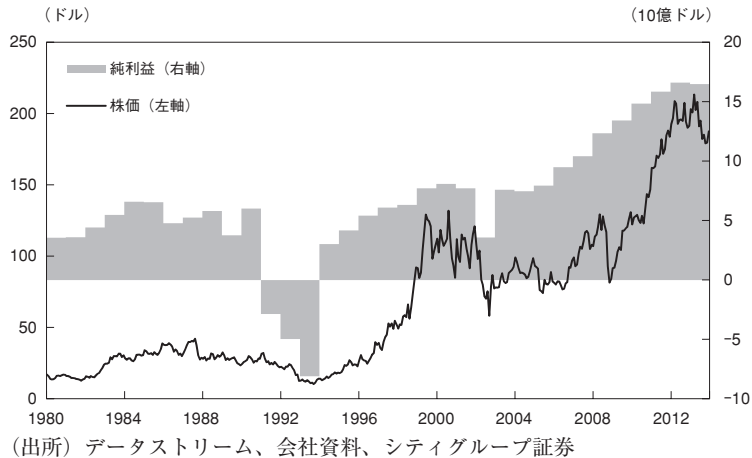
欧米の例では、独立取締役が機能しない場合も確かにあるが、それ以上に、機能する場合も多い。欧米の機関投資家の多くが、日本企業に対して、独立取締役の数を増やすように要望することが多いが、彼らの理解として、欧米での独立取締役が機能しているように、日本でも機能すると期待しているのであろう。

欧米では、独立取締役が多数を占める取締役会が、事実上、CEOを解任する例は多く、独立取締役は明らかに日本よりは機能している。最も成功した例として、IBMがある。1992年、IBMの取締役会は業績不振を理由にCEOを解任し、食品会社RJRナビスコのCEOであったルイス・ガースナーをCEOに選任した。それまで汎用コンピュータ中心であったビジネスモデルを、積極的なM&Aで切り替え、ソフトウェア、サービス、コンサルティング中心の事業に変えた。その結果、業績は様変わりに改善し、経営危機から脱却した。これ以外にも、CEO解任案件を中心に、独立取締役がコーポレート・ガバナンスにおいて大きな役割を果たした例は数多い。

独立取締役に期待される役割は多いが、その中で最も重要であるのは、CEO解任である。独立取締役がCEO解任する権利と能力を持つからこそ、独立取締役のアドバイスや指導が大きな効果を持つのである。

単に経営上のアドバイスをする必要があるのであれば、マッキンゼーのような経営コ

(図表 2) IBMの純利益と株価の推移



ンサルタント会社を雇えば済むことである。つまり、経営のアドバイスは独立取締役でも、マッキンゼーでもできる。しかし、CEO解任は、独立取締役は可能であっても、マッキンゼーではできない。だからこそ、最後の手段として、独立取締役がCEO解任する権利を持つということが担保されることが重要なのである。

しかし、日本では、代表的な企業に関して、独立取締役が中心になって、取締役会が社長（CEO）を解任した例はない。多くの社長解任は、社内取締役同士の内紛である。

ただし、社外取締役が中心となって社長を解任した例はある。1982年三越岡田茂社長解任事件である。原因は、岡田社長（当時）が親密な関係にあった女性の経営する会社と三越が取引をして、会社に損害を与えたというものである。これを主導したのが、メインバンクであった三井銀行相談役小山五郎であった。ただし、小山は社外取締役ではあったが、独立取締役ではない。

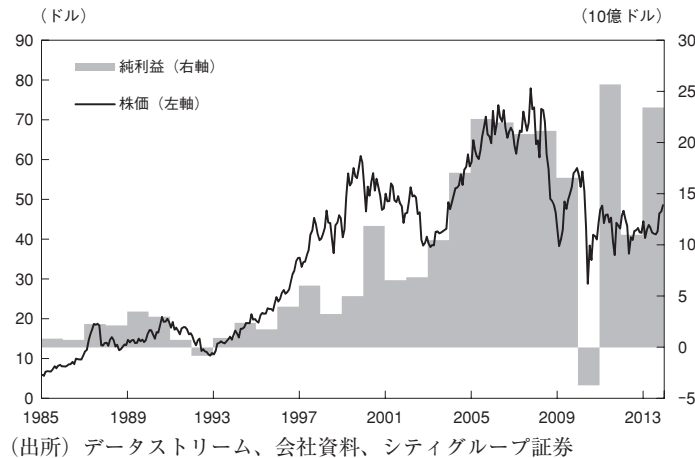
■ 5. 独立取締役の効果が発揮できるための条件

それでは、なぜ、日本では独立取締役の機能が十分に発揮されず、欧米では独立取締役がコーポレート・ガバナンスにおいて、大きな役割を果たした例が多いのであろうか。その理由は数多いが、以下の3点の影響が多いと思われる。

1. 米国では訴訟のチェックが効く。

米国では、コーポレート・ガバナンスにおいて、株主による訴訟の効果が大きい。独立

(図表3) BPの純利益と株価の推移



取締役がCEOを十分に監視せず、その結果、会社に多大な損害が発生した場合、取締役はクラスアクション訴訟の対象になりかねない。

米国では訴訟が活発である。一般の株主が容易に訴訟を提起でき、しかも、多額の損害賠償が請求できる仕組みである。米国は判例法の国であるため、制定法に加えて、裁判による判例の影響が大きい。民事訴訟では、原告は100ドル程度（連邦裁判は150ドル）の費用で裁判を提訴できるので、問題解決の手段として、簡単に提訴が行われる^(注3)。弁護士費用の成功報酬制も、経済的に余裕のない者にとっても、裁判を提起しやすい要因となっている。

クラスアクション訴訟とは、共通点を持つ一定範囲のクラスを代表して、1名もしくは数名の者が、全員のために起こす集団訴訟である^(注4)。懲罰的損害賠償制度は、民事訴訟において、補償以外に、懲罰として、巨額の賠償負担を加害者に求めるものである。その結果、裁判で負けた場合、巨額の賠償請求が課せられる可能性がある。

2. 敵対的買収を含むM&Aが多い。

2010年に、英国のエネルギー会社BPがメキシコ湾で大規模な原油流出事故を起こした。その結果、巨額の損害賠償請求が予想されたため、膨大な原油埋蔵量と世界最高水準の原油採掘技術を持つBPの株価は急落した。このため、世界最大のエネルギー会社であるエクソンモービルが、BPの買収を本格的に検討し始めた。

そこで、独立取締役が中心となる取締役会がCEOの交代を決定した。その結果、株価は急反転し、エクソンモービルの買収提案は実現しなかった。つまり、株価下落と敵対的

買収が圧力となって、経営の交代が実現した。

M&Aは、経営権の売買を意味する。つまり、一般に、M&Aが活発であると、必然的に経営者の交代が活発になるということである。能力の低い経営者の株価は下落することが多いが、株価が実質価値よりも下落すると、敵対的買収を含むM&Aの対象になる。買収されれば、CEOを含む多くの取締役が交代させられる。これが圧力となって、独立取締役が中心となる取締役会は、ガバナンス改善を目指すことになる。

3. 欧米では独立取締役の人材が豊富である。

一般に、米国では、退任したCEOは会社から離れる。多いパターンは、CEOの退任後、1年間、取締役会に残り、その後、取締役からも退任する。日本のように、会長、相談役、あるいは財界に残ることはほとんどない。たとえば、前述のガースナーは、IBMのCEO退任後、プライベート・エクイティ・ファンドの運用会社の会長に転身した。もちろん、引退生活を送ることも多い。このため、引退したCEOが、独立取締役にすることが多い。

経験豊富で、一流企業で素晴らしい実績を残した元CEOが独立取締役に就任するのであれば、その会社のCEOも喜んでアドバイスに耳を傾けることであろう。しかも、既に、資産をつくり、かつ功成り名を遂げたCEOが、わずかばかりの報酬や独立取締役のポストにしがみつ়くことはあるまい。しかも、引退したCEOであれば、十分な時間が持てるので、その会社や業界に関する知識を深めることも容易である。このように、欧米では独立取締役の人材が豊富なのである。

しかし、日本では、社長は会長、相談役として残ることが一般的である。あるいは、財界活動を熱心に行う。引退したCEOであっても、一般に、会長としてその会社の業務があり、一流企業の会長は財界活動や業界活動に忙しい場合が多い。このように、日本では独立取締役の人材が十分に確保できない。

このため、日本では、独立取締役が数社もかけもちする例がある。また、その独立取締役は、本業を持っている場合も多い。これで、経営の監視が十分にできるであろうか。

■ 6. アドバイザー機能は期待できる

今年、長らく独立取締役選任に否定的であったキヤノンが、斉田国太郎弁護士（元大阪高等検察庁検事長）と、証券補完振替機構加藤晴彦社長（元国税庁長官）を独立取締役として選任した。コンプライアンスと税務の専門家を加えたことは大いに意味があることであり、前向きに評価したい。あるいは、著名な経営コンサルタントを独立取締役に迎えて

いるオムロンも、アドバイザー機能を期待している例であろう。

現状では、日本では、独立取締役が中心となって、取締役会がCEOを解任するというのは、企業の内紛を除き、ほとんど考えにくい。よって、米国と異なり、訴訟や買収の脅威が小さく、かつ、人材の層が薄い日本で、独立取締役が経営の監視という意味で機能するのは難しい。

ただし、訴訟制度、独立取締役の人材の確保に関しては、制度的、あるいは構造的な問題を抱えるので、直ちに改善することは難しい。また、日本の企業文化では、欧米のように、独立取締役がCEOを解任することは考えにくい。このため、独立取締役に、アドバイザー機能を期待することは大いに考えられるが、現時点では、経営の強力な監視機能を期待することは難しい。

株式の持ち合いを減らし、かつM&Aを活発にする方策をとれば、長期的には、市場の圧力が高まり、独立取締役の監視機能が本格的に機能する可能性が増す。独立取締役の人材の確保を含め、コーポレート・ガバナンス強化のための官民による長期的な取り組みに期待したい。

(注1) 木戸裕「立法情報【アメリカ】外国情報監視法改正法案、上下両院で異なる内容で可決」(外国の立法、国立国会図書館調査及び立法考査局、2008年4月)

(注2) 根本忠明「連載IT新時代とパラダイム・シフト 第45回米課報機関によるネット監視の衝撃」(WebComputerReport、2013年7月)

(注3) 福田守利著『“法の国アメリカ”を学ぶ—アメリカ法入門』(有斐閣、2005年) 6～7ページ参照。

(注4) 日本弁護士連合会・京都弁護士会「アメリカ合衆国クラスアクション調査報告書」(2007年12月) 7～8ページ参照。