

形式重視のガバナンス改革は失敗する

一橋大学大学院国際企業戦略研究科 客員教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. 東芝のガバナンス体制の教訓

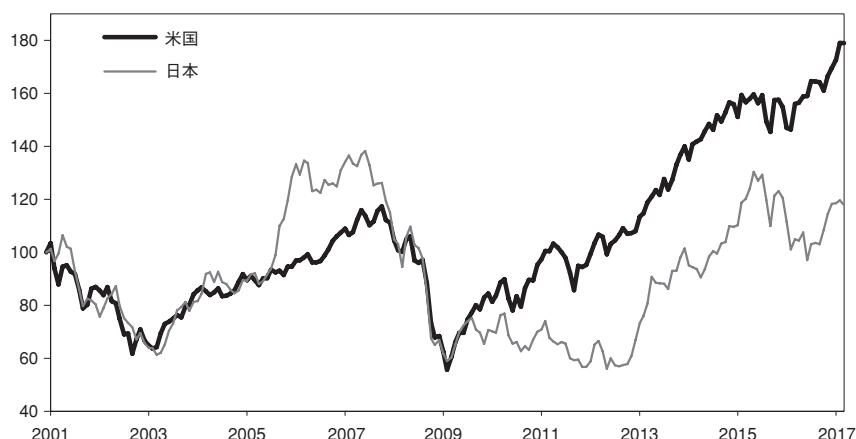
米国を中心に世界の株式市場が史上最高を更新する中で、日本株の上昇率は低い。今年3月末時点で、過去10年間に米国（S&P500）は66%上昇したが、日本株（TOPIX）は12%下落した。日米株価上昇率の格差の原因は数多いが、企業経営力の違いが大きな要素である。その中で、日本企業の最大の課題の一つはコーポレートガバナンスであると考えられる。

東芝は、米国型モデルと言われる指名委員会設置会社に早くから移行しており、多くの社外取締役がいる。ところが、2015年に会計不正事件が発覚し、それを契機に経営者は大幅に交代した。取締役16名中独立取締役が4名（全体の25%）であったが、それを、9名中独立取締役が6名（67%）の体制にした。

このように、東芝は、形式的にはいいガバナンスと言われる体制であった。しかし、その取締役会が決定したのが、今回経営危機を招いた米国原子力発電事業買収である。月に1、2度しか会社に来ない人が、世界的に展開する巨大企業の経営監視をするのは容易でないことは明らかである。

筆者の考える優れたコーポレートガバナンスとは、「株主を中心とする多くのステークホルダーの利益を長期的に極大化すること」である。言い換えると、優れたコーポレートガバナンスの条件とは、独立取締役が多いことでも、コーポレートガバナンス・コード（以

(図1) 日米株価の推移



(注) 2000年末=100。

(出所) ブルームバーグ

下、CGコード)を遵守することでもない。つまり、形式は重要ではなく、実質が重要である。

議論を深める前に、基本的なコーポレートガバナンス理論を確認する。

■ 2. コーポレートガバナンスとエージェンシー理論

近代ガバナンス理論は、1932年に、バーリーとミーンズが、「株式保有が分散したために、株主の経営監視の動機が低下し、経営者を十分に監督できない」ことを指摘したのが原点である(注1)。これを、経営者中心主義と称する。それ以降、ガバナンス理論においては、プリンシパル(主に株主)とエージェント(経営者)間のエージェンシー・コストの最小化を追求する研究が多く見られる。信託理論の流れを汲むエージェンシー理論は現代のガバナンス理論の中核となっている。

1972年に、アルチャン、デムセツが、「会社は契約の束である」という概念を導入した(注2)。「契約の束」モデルは、「予めあらゆる状況について契約により当事者の権利・義務を規定する(完全契約)」という前提にたち、それを束ねた集合体が会社である」とする。会社という法人は、株主の承認する定款(株主との契約)を中心に、株主、納入業者、顧客、従業員、経営者、政府、地域社会などステークホルダーとの契約を束ねたものとなる。

1976年に、ジェンセン、メックリングがプリンシパルとエージェントとの間のエージェ

ンシー問題の重要性を指摘した^(注3)。エージェンシー理論においては、会社は「契約の束」にすぎず、株主はその業務執行を代理人たる取締役役に委任する。その委任において、取締役は忠実に依頼者たる株主の利益を最大化すべく努め、同時に自己の利益追求を優先しないことが求められる^(注4)。

現在、主流のガバナンス理論では、従来のエージェンシー問題を超え、支配株主と少数株主とのエージェンシー問題^(注5)、株主とそれ以外のステークホルダーとのエージェンシー問題^(注6)を合わせたものが広義のエージェンシー問題と捉えられる^(注7)。これらのエージェンシー・コストを最小化することが、ガバナンスの要諦である。

■ 3. 会社は誰のものか

「会社は株主のもの」という株主主権論の根拠には、「株主のみがリスクを負っている」という前提が挙げられる。会社が契約の束であるとすれば、契約が完全に履行される限り、株主のみが残余請求権者となる。残余請求権者は、毎決算期の最終的な利益と会社の清算時の残余財産を無制限に得ることができる。

一方、株主以外のステークホルダーは、会社の確定請求権を持つ。株式と異なり、債券などの他の資本提供者は、一定の利益（金利など）が保証されており、かつ清算時には、会社の財産を優先的に受け取る権利がある。つまり、株主以外の契約者は、契約が確実に実行される限り、契約以外のリスクを負わないと言える。

残余請求権者たる株主は、残余利益と残余財産を最大化しようとするインセンティブが働く。つまり、株主は、ハイリスク・ハイリターンであるために、会社を発展させる動機は大きい。

株主主権論は現実には多くの効用がある。会社が株主の利益を増大させれば、雇用、設備投資、納税額も増加し、従業員、社会、金融機関、取引先など多くのステークホルダーが潤う。株主の利益を追求することが従業員、社会、取引先の利益に資する。

■ 4. 不完備契約理論とコーポレートガバナンス

しかし、株主主権論の正当性については、契約理論の観点からは疑問が投げかけられる。グロスマン、ハート、ムーアによって提唱された不完備契約理論は、株主のみが残余請求権者であることを否定する^(注8)。会社は契約の束であるものの、その契約自体が完全で

ないので、契約の束モデルを前提とする株主主権論は成り立たないという考え方である。

現実には、企業に関して完全契約を締結することは不可能である。たとえば、日本航空が経営破綻した時に、受給権が確定した退職者の年金給付額が減額された。つまり、既に、日本航空を辞めてかなり期間を経過した人でも、リスクに晒されるのである。つまり、「リスクを負うのは株主のみであり、株主以外の契約者はリスクを負わない」という前提が成り立たない。そこで、「株主のみが残余請求権者」という前提が崩れる。

契約が不完備であるとするなら、「契約の束」モデルから導き出された株主主権論は成り立たないことになる。そうであれば、株主のみが唯一のリスク保有者ではないので、従業員や債権者などのステークホルダーにも配慮した経営がなされるべきという見方が成り立つ。

近年、不完備契約理論を支持する見解が台頭し、現在では、狭義のガバナンス論よりも、広義のガバナンス論が支持を広げている^(注9)。無論、全ステークホルダーの中で最も大きなリスクを負っているのは株主であることは否定できない。よって、結論としては、「会社は株主を中心とする多くのステークホルダーのもの」ということになる。

この仮定に基づけば、株主を中心とする多くのステークホルダーの利益を最大化する状態が、優れたコーポレートガバナンスと言える。これを実現するためには、「社会と調和しながら、長期的に利益が成長している会社のコーポレートガバナンスは優れる」と言える。

企業が利益を得るためには、社会に役立つ必要がある。その企業の製品・サービスが社会にとって必要であるからこそ、顧客は適切な価格を支払い、その結果、企業の利益が生まれる。企業の利益は、社員の雇用、給与、投資や消費、そして法人税などの支払いに充てられる。こうして、企業の利益は世の中に広く貢献できる。

したがって、社会と調和しながら、長期的に利益が成長している会社、たとえば、アップルやトヨタ自動車が、優れたコーポレートガバナンスの会社と言えるのである。

■ 5. 形式を重視するガバナンス改革は成功しない

アベノミクスの成長戦略として、CGコードや日本版スチュワードシップ・コードが制定された。筆者もこれらの改革には大賛成である。しかし、「独立取締役増=いい企業統治」、「欧米がxxだから」という形式論が横行することには疑問を感じる。

CGコードのルーツは、英国であり、それが、欧州諸国に伝播している。しかし、CGコ

(図2) 先進国のROE比較

(%)	ROE (今期予想)	時価総額構成比
米国	16.3	36.9
オーストラリア	13.4	1.8
オランダ	12.5	2.2
スイス	11.9	1.0
カナダ	11.5	2.9
ドイツ	11.3	2.8
フランス	8.7	2.9
英国	7.9	4.5
スペイン	7.9	1.0
日本	7.8	7.5

(注) 今期ブルームバーグ予想。2017年3月末時点。

(出所) ブルームバーグ

ードが成功している国は見当たらない。

自己資本利益率（ROE、今期ブルームバーグ予想予想）は、英国が7.9%と、日本と同程度であるが、CGコードがない米国の16.3%よりもはるかに低い。金融、エネルギー、資源など英国の大企業の多くは、19世紀の大英帝国時代の遺産に依存している。一方で、英国には、世界的な成長企業は見当たらない。

株主の反対を押し切って、巨額の赤字を生む企業の経営者に対して、独立取締役を中心とする報酬委員会が、巨額の報酬を支払うこともある。英国エネルギー企業BPは、2015年度に7,000億円強と過去最大の赤字を計上した。それにもかかわらず、CEOに対して約22億円の報酬を支払った。それを決めたのが、取締役15名のうち12名（全体の80%）を独立取締役が占める取締役会である。

2016年の株主総会では、巨額報酬案に対し、59%の株主が反対票を投じた。しかし、取締役の報酬報告は非拘束決議なので、株主の意見は反映されなかった。

欧州では、企業の大型不祥事も数多い。UBS、バークレイズ、ドイツ銀行などの市場操作、BPのメキシコ湾原油流出事故、フォルクスワーゲンの排ガス不正事件などが代表例である。

このように、形式を重視するガバナンス改革は成功しないことは、明らかである。

■ 6. 日米会社法の比較

企業統治において重要な会社の機関は株主総会と取締役会である。詳細は省くが、主要国の中では、日本の株主総会の権限は最も強い。よって、日本の企業統治改革において最も重要であるのは株主総会改革である。そこで、日米会社法体系を比較検討しながらこの問題を論じていきたい。

日米の会社法体系は大きく異なる。たとえば言うところ、日本は株主の権限が強い直接民主主義、米国は取締役の権限が強い間接民主主義である。

米国では、株主が取締役会に大きく権限を委譲する取締役優位モデルである（注10）。たとえば、委任状合戦などをしない限り、株主が配当や取締役選任の議案を株主総会に出すことはできず、原則、株主総会招集権もない。役員報酬決議についても拘束力はなく、決めるのはあくまで取締役会である。株主は企業買収など限られた重大事項にのみ拘束力のある議決権を持つ。

ただし、絶対多数投票制度（過半数の賛成による可決）、プロキシ・アクセス（取締役選任の株主提案）など株主に配慮した制度導入が進んでおり、取締役優位モデルの修正が図られている。たとえば、株主が取締役を提案できる権利（プロキシ・アクセス）をS&P500企業の半数が自主的に導入している。

取締役の権限は基本定款によって自由に設計できる（デラウェア州会社法第141条（a））。このため、執行（最高経営責任者、CEO）と監視（独立取締役）を明確に分離することができる。米国では取締役会制度改革が重要であるため、早くから委員会制度、独立取締役などが発達した。今では、多くの会社では、取締役会においてCEOが唯一の社内取締役であり、それ以外の独立取締役は監視に徹する。つまり、取締役会はミニ株主総会の位置づけである。

一方で、ドイツ法をルーツとする日本の会社法は、株主総会が絶対的な権限を持つ。株主総会決議が取締役会の決定に優先する株主優位モデルである。そして、経営を監視するのは一義的には株主総会の役割である。米国以外、たとえば英国なども株主優位モデルをとる（注11）。

日本の取締役はいずれも業務執行に責任を持つ（会社法第362条第2項）。つまり、独立取締役といえども、業務執行に関わる決定に加わる。よって、日本の会社法では、執行者と監視者を明確に分けることはできない。このように、日米会社法体系の違いから、日本

では米国流企業統治はできない。

■ 7. 株主総会の活性化が重要

日本では、株主総会における株主権が強いが故に、総会屋、株式持合い、株主総会集中日など独特の慣行が出来上がった。株主総会は、お祭りの色彩が強い米国と異なり、会社の予定通りに議事を進行するため、綿密にリハーサルを行うなど重要な場となった。こうして、日本の株主総会は本来の役割を十分果たして来なかった。

2015年の大塚家具の総会では、大株主、経営陣がそれぞれ配当や取締役選任議案を提出し、それらを十分議論したうえで、株主の多数決で決着した。様々な評価はあるだろうが、これが本来の姿とも言える。

株式の持合いや企業グループが残る日本において、独立取締役の独立性に問題がある。取締役は株主総会で選任されるが、一般的に、取締役選任議案を決定するのは社長である。つまり、実態としては、多くの場合、監視される人（社長）が監視する人（独立取締役）を選んでいるのである。しかも、独立取締役に対して、多額の報酬（年間1千万円程度）を与えている。監視される人（社長）が監視する人（独立取締役）の人事権と報酬決定権を持っているのであれば、厳しい監視を期待するのは難しい。

経営危機に陥った企業の再生は、米国であれば、1990年代初のIBMのように、株主の代理人である社外取締役がCEOを解任して、後任を探すのが一般的である。しかし、日本では、シャープや東芝の例にあるように、取締役ではなく、債権者である銀行が主導することが多い。このように、株主総会が十分に機能していないために、それが選ぶ社外取締役も重大時に十分に機能しないことがある。

ただし、決して、独立取締役の効果がないと主張しているわけではない。経営のアドバイザーとして、独立取締役が機能することも多い。法律、会計、法令遵守などの専門家が社外取締役として決議に参加することは、経営者にとってリスクを減らすことができる。

日本でも、米国のように株主提案（総会前に決着もしくは委任状合戦）によって選ばれた独立取締役が増えることが望ましい。社長が選ぶのではなく、株主が選べば独立性は大いに高まる。CGコードが求めるように、株主が実質的に選ぶ取締役を2名以上加えれば、取締役会は大いに活性化することだろう。

株主総会改革として、①集中日をなくすために取引所が株主総会の7月開催を奨励する、②公的年金基金が積極的に株主提案を実施する（米国で多い）、③株式持合いを減らすた

めの会計制度、税制を整備する（ドイツや米国で実施）、などが考えられる。

株主優位モデルの日本では株主総会改革が必要であるのだが、取締役会制度改革が先行しており、必ずしも株主総会改革が十分に進んでいない。株主総会が活性化して企業買収が活発化すれば、業界再編が進み過当競争が緩和されることだろう。そして、企業の新陳代謝が進むことが期待される。

結論として、株主総会が活性化するような改革が実施されれば、独立取締役とCGコードが大いに機能し、日本の企業統治改革も進展することだろう。

- (注1) AA Berle and GC Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Revised edition, Macmillan, 1932
- (注2) Armen A. Alchian and Demsetz Harold, "Production, Information Costs, and Economic Organization", *American Economic Review* LXII, no. 5, December 1972
- (注3) William H. Meckling and Michael C. Jensen, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976
- (注4) Michael Jensen and Meckling William, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, pp. 4-6.
- (注5) Fausto Panunzi, Mike C. Burkart and Andrei Shleifer, "Family Firms", FEEM Working Paper No. 74, 2002
- (注6) John Armour, Henry Hansmann and Reinier H. Kraakman, "Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement", *Oxford Legal Studies Research Paper* No. 21/2009
- (注7) Henry Hansmann and Reinier H. Kraakman, "The End of History for Corporate Law", *Yale Law School Working Paper* No. 235, 2000, pp. 3-9.
- (注8) Sanford J. Grossman and Oliver D. Hart, "The Costs and Benefits of Ownership : A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economy* 94, 1986 pp. 691-719, Oliver Hart and John Moore, "Incomplete Contracts and Renegotiation", *Econometrica* vol 56, 1988 pp. 755-785
- (注9) 穴戸善一著『動機付けの仕組みとしての企業—インセンティブ・システムの法制度論』（有斐閣、2008年）26ページ参照。
- (注10) Stephen M. Bainbridge, "RESPONSE SYMPOSIUM Director Primacy in Corporate Takeovers : Preliminary Reflections", December 2002, pp. 800-801
- (注11) Lucian A. Bebchuk, "The Case for Increasing Shareholder Power", *Harvard Law Review*, Vol. 118, No. 3, pp. 847-850

