

制度的側面から見たコーポレートガバナンス論

目次

- I. はじめに
- II. 米国におけるコーポレートガバナンス
- III. 日本におけるコーポレートガバナンス
- IV. 日本型コーポレートガバナンスの課題
- V. 結び

投資企画部 業務戦略グループ 大村 浩靖

(本稿の内容・意見は筆者個人に属し、三菱UFJ信託銀行の公式見解ではありません。)

I. はじめに

日本では、株主によるコーポレートガバナンスがうまく機能していないので、一般にそれが良く機能していると言われている米国型の仕組みを日本に取り入れるべきである、という議論が多く聞かれる¹。しかし、米国型がうまく機能しているのは、米国における会社法はもちろんのこと、雇用制度や裁判制度など米国における社会制度がそれを支えている面が強いからであり、これら社会・法制度が米国とは異なる日本で同様の仕組みを導入しても、実際にはうまく機能しない可能性が高いと思われる。

本稿では、主として法制度とその背景にある社会制度に焦点をあて、日本のコーポレートガバナンスの課題について考えてみたい。まず、最初に、米国におけるコーポレートガバナンスをめぐる会社法の議論について、その歴史を概観した上で、その仕組みを支える社会的制度について考察する。次に、日本におけるコーポレートガバナンスの特徴を概観し、歴史的にみて日本では会社法において株主ガバナンスの仕組みが整備されてきたにもかかわらず、株主がガバナンス主体として意識されることは少なく、また、メインバンクによるガバナンスがうまく機能してきたので、株主による会社経営者に対するモニタリングも必要なかった、ということ进行らかにする。最後に、米国型ガバナンスを支える社会・法制度を日本にその

¹ コーポレートガバナンス・マニュアル（第2版、若杉敬明監修・大和総研経営戦略研究所編、中央経済新聞社 P18～32）

まま導入することには困難が伴うため、現状の日本の社会・法制度と親和性が高い制度について検討し、日本の株主ガバナンスを実効性の高い仕組みに変えることができるか、その可能性を探る。

Ⅱ. 米国におけるコーポレートガバナンス

1. 米国におけるコーポレートガバナンス論

米国におけるコーポレートガバナンスに関する議論は、大きく分類すると、法律的側面からアプローチしたものと経済的側面からのものがある。ここでは、主として、米国会社法におけるコーポレートガバナンスの前提となる、Agency 理論²について説明しながら、その両方のアプローチを概観する。

法律のアプローチは、まず、前提となる法制度を、米国の Agency 理論に求め、会社組織を、会社資本の出し手である株主と会社の執行機関である取締役に分け、その相互の関係を考える。このような関係で会社組織を捉えると、あくまでも法律上は、会社は株主のものである。株主は、資本の出し手、いわゆる Principal (本人) として、自身で会社を経営するより、Agent (代理人) たる取締役を雇って、自身の経済的利益を最大化する方法をとる。株主は、自身で会社を経営するより、経営の専門家である取締役に会社経営を一任したほうが効率的であると考えからである。ここでの関係は、Agent と Principal の関係であり、一般に Agent は Principal に対して、忠実義務 (Fiduciary Duty) を負う。これが、株式会社に関する法的ストラクチャーを考える原点である。

次に、経済的側面に眼を向けると、株主と取締役との間では、それぞれの経済的利益に相違が発生するのが一般的である。つまり、取締役は必ずしも株主の最大効用のために働くわけではなく、取締役自身の利益追求に走り始める可能性が出てくる。いわゆる Agency 問題の発生である。米国では、古くからこの問題発生が認識されており、この問題解決の歴史そのものが米国の会社法の歴史であると言っても過言ではない。よって、株主の観点に立てば、いかにこの Agency 問題から発生するコスト (Agency Cost) を抑え、株主の利益の極大化

² Jensen and Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 J. Financial Economics 305, 308 (1976) 参照

を図るかが、株主の最大の関心事となる。

米国でのコーポレートガバナンス論は、このように、「会社は株主のものであり、取締役は株主に雇われた Agent である」という認識が一般的となっており、主として株主と取締役との間の利益衝突を調整するための議論として発達してきたものである。

なお、会社には、株主・取締役以外に様々な利害関係者（ステークホルダー）がいる。従業員と会社債権者がその代表である。昨今は、これらの株主・取締役以外の利害関係者をめぐる問題が大きく注目されてきている。従来のコーポレートガバナンス論は、株主と取締役との間の利害調節という側面が強かったが、現在では、それ以外のステークホルダーとの関係をどう調整するかも、大きな問題となってきた。

2. 米国におけるガバナンスの歴史

ここでは、会社法の長い歴史を持つ米国において、コーポレートガバナンスをめぐる議論がどう展開されたかについて、過去の会社法をめぐる裁判所の判決の歴史を概観することにより、その論点を整理してみたい。

まず、初期の段階で会社の責任追及に関して裁判において議論されたテーマは、反社会的な企業活動に対する批判活動の一環としての政治的主張であった。ここでは、株主の立場を取得して、当該企業活動に反対する株主議案提出とそれに関する Proxy Fight³という形をとった⁴。その後、1980年代に入ると、企業買収活動が活発化し、企業経営支配権をめぐる委任状争奪戦（主には、取締役により導入された企業防衛策の合理性をめぐる訴訟）が繰り広げられ⁵、本来の意味での会社のガバナンスのあり方について裁判で争われた。1990年代には、ポイズンピル⁶など企業による敵対的買収防衛策が整備されるにつれ、株主提案は、人種・性

³委任状争奪戦、株主から議案賛成の委任状（Proxy）を取り付ける競争

⁴1970年には、ベトナム反戦運動の一環として、ナパーム弾の原料製造会社の取締役に対し、ナパーム弾の製造を禁止するよう定款を変更する提案がなされ、裁判所は、Proxy に載せるよう命じた。Medical Committee for Human Rights v. SEC, 432 F. 2d 659 (D.C. Cir. 1970)

⁵1985年には、後で述べるように、M&A をめぐる革新的判決が多く出された。

⁶買収者が、買収対象企業の株式の一定割合（たとえば20%）以上取得すると、被買収企業の株主に対して、被買収会社または買収後の会社の株式を市場価格に対してディスカウント価格で購入する権利を付与するものである。

別による差別を行う企業に対するもの⁷。このように、従来からの株主提案を分類すると、会社の社会的責任（Social Responsibility）に関するものと、会社の統治（Governance）に関するものがある。すなわち、1980年代以前は、時代背景を反映して、政治的色彩を帯びた、企業の社会的責任をめぐる議論がガバナンス論の中心であったが、1980年代の敵対的買収ブーム以降は、会社組織をめぐるコーポレートガバナンスが中心となった。

その後 1990年代に入ると、買収ブームの収束と買収防衛策の整備につれて、企業による従業員の差別的取扱いに反対するなど倫理的問題をめぐる議論が高まった。

株主をめぐるガバナンス論に関しては、1990年代前半までは、いわゆる「Wall Street Rule」と呼ばれる原則が支配した。『会社経営に不満がある株主は、市場で保有株式を売却する』、というシンプルなものである。ここでは、会社経営権をめぐる売買市場において市場原理がうまく機能する。すなわち、経営に不満を持つ多数の株主の売却により株価が下落すると、株価下落→会社買収の可能性増大→会社買収者による経営陣の刷新と効率的経営の導入→会社業績の回復→株価回復、という流れとなる。ここでの株主の戦略は、いわゆる Exit 戦略であり、株式市場や M&A、Buy Out 市場などの会社経営権市場を通じた、人的・物的会社資源の効率的再活用による市場原理に基づく自浄作用である。ここで、忘れてはならないのは、後にみるように、このような市場原理の貫徹のためには、効率的な資本市場や会社支配権市場、ドラスティックなリスストラクチャリングを可能とする柔軟な労働市場の存在が不可欠である。これらの経済的、法的、社会的インフラがあって初めて、市場原理の徹底による、「Wall Street Rule」が機能するのである。

1980年代以降の企業の買収合戦により、企業側は、いろいろな買収防衛策を講じ、現在に至っている。1980年代のガバナンス論は、会社取締役により導入された、会社買収に対する防衛手段の合理性に関する問題が中心であった。もっとも一般的な防衛策は、ポイズンピルであるが、そのほかにもクラウンジュエルディフェンス⁸など多くの手段が開発された。ここでの論点は、このような買収防衛策導入が、株主価値極大化をはかるべき取締役の忠実義務違反になるか、である。取締役が自らの保身のために買収に反対しているのではないか、株主の利益の極大化とは何か、について法廷で議論されてきた。1985年以降、米国会社法のリー

⁷同性愛者である従業員に対する雇用差別を行う企業に対する雇用差別反対の株主提案が出された。New York City Employees' Retirement System v. Securities and Exchange Commission, 45 F.3d 7 (2nd Cir. 1995)

⁸ 会社の主要資産の売却により、買収者にとっての買収価値を減じる方法

ディング州であるデラウェア州の最高裁において、企業の買収戦略をめぐって、画期的な判決が相次いだ。Unocal 判決⁹、Revlon 判決¹⁰、Time 判決¹¹がそれである。これらの判決を経て、確立されたのは、以下のような会社法の原理である。『企業に対する敵対的買収に対しては、会社の存続にとって脅威となる、または、脅威となる恐れが合理的に予想できるときには、その脅威に対して、合理的な範囲内で対抗手段を講じることは、許される（Unocal 判決）。ただし、一旦企業の売却が決まった場合には、取締役には、より高い値段で企業を売却する義務がある（Revlon 判決）、また、M&A に長期的戦略が内包されているときには、M&A の戦略決定に際しては、それが尊重されるべきである（Time 判決）。』ここでは、会社の支配権をめぐる争いからガバナンスの議論が活発化し、主に、M&A における取締役の意思決定が、取締役の株主に対する忠実義務 (Fiduciary Duty) を全うしたことになるかが、論点となった。

1990 年代に入ると、上記企業側の買収防衛策が整備されるにつれ、従来型の「Wall Street Rule」による市場原理貫徹型のガバナンスが機能しにくくなった。また、年金基金、Mutual Funds を中心とする機関投資家の保有比率が増大するにつれ、市場売却によるマーケットインパクトが大きくなりすぎるようになり、代わって、Voice 戦略と言われる機関投資家による会社経営者へのコミュニケーションによる経営改善要求を行うようになった。この場合の主役は、競合企業の年金基金などとは違って、直接企業側と利害関係がない公的年金のスポンサーが担い手であった。同時に、機関投資家によるパッシブ運用の増大が、Exit 戦略から Voice 戦略への転換を促していった。

1990 年代後半になると、経営者・従業員に対するストックオプション制度の導入が活発化する。この背景には、会社経営者たる取締役や従業員に対してストックオプションを付与することにより、彼らの経済的利害と会社業績とを連動させることが可能となり、特に、取締役と株主の利害の衝突からくる Agency 問題の解決を図るものであった。取締役にとっては、企業業績を上げることが直ちに株価上昇につながり、自身のストックオプション保有による経済的価値を拡大することにつながる。企業業績拡大期には、オプション価値は、企業業績拡大による株価上昇のレバレッジがフルに効いてくるため、業績拡大→株価上昇→取締役の

⁹ Unocal v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985)

¹⁰ Revlon, Inc. v. Mac Andrews & Forbes Holding, Inc., 506 A. 2d 1140 (Del. 1989)

¹¹ Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A. 2d 1140 (Del. 1989)

保有オプションの価値上昇、という好循環となる。逆に、業績下降期には上記関係は負の相乗作用となる。

実際は、会社業績が下降線をたどっているような場合には、経営者は、自身の会計処理における裁量権を最大限に活用して、自身の経済的利害の保守を図ろうとするような例も発生した。また、経営者が、会計処理の裁量権を大きく逸脱し、粉飾決算を行った例もある。Enron事件以降の会社経営者による不祥事の頻発は、まさにこのような流れの中で発生した。ここでは、経営者の報酬が、会社業績ならびに業績に連動して付与される株式オプションその他の株主としての利益に大きく連動するようになった結果、自身の立場を利用して、粉飾あるいは会計処理裁量の拡大解釈による会社業績拡大によるストックオプション売却利益という私利の追求を図ったものであった。このように、株主利害と取締役の利害が一致することによる弊害が発生してしまったのである。

Enron事件を受けて、Sarbanes-Oxley法¹²が制定され、経営者に、会社の財務情報の開示に対する無過失責任が課された。CEO、CFOに対し、会社の会計情報・その他の四半期・年次報告¹³への署名を義務付け、虚偽の開示内容に対しては、刑務所への収監もありうる重い責任が課されるようになった。これにより、取締役による会計操作による過大利益計上には、一定の抑止効果をもつようになった。

3. 米国コーポレートガバナンス論の特徴

現在の米国のコーポレートガバナンス論の特徴は、第一に、会社の存在意義に対する考え方が社会に広く認識されており、それが司法の規範原理となっていることである。その認識とは、会社の目的は会社の執行機関たる取締役が株主利益の最大化を目指すことにある、というものである。つまり、取締役はその雇用主である株主に対して **Fiduciary Duty** を負っており、その遵守の徹底が取締役の義務の最優先課題である、という意識が、社会に定着しており、それが裁判を通じて確立した規範となっていると言える。

次に、取締役による義務の履行に対して、訴訟による責任追及手段が確立しており、取締役の忠実義務履行が間接的に担保されていることが特徴としてあげられる。取締役は、義務の不履行に対して、株主からクラスアクション（株主代表訴訟）を提起される可能性がある。

¹² Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. 107-204, Sec. 2(a), 116 Stat. 746 (2002)

¹³ SECへファイルされる10Q、10K

また、会社情報のディスクロージャーに対して、証券取引法（1933年法¹⁴、1934年法¹⁵、William Act¹⁶）が詳細に規定しており、不開示に対しては、基本的に取締役の無過失責任が課されている。そのほか、取締役と会社の利害関係が衝突するような場合には、取締役に自身に過失がないことの立証責任を課し、それが立証できない場合には、取締役の過失を裁判所が認定するという判例法も確立している。

第三に、最近の取締役に対するストックオプション付与制度の導入や、従業員持ち株制度の拡大により、取締役と従業員の利益の方向性が、それぞれが株主になることを通じて、共通のものとなりつつある。従来型の、株主と取締役の対立構造から、経済的利益の一致により、所有と経営の分離とは必ずしも呼べない、利益共同体を構成するという現象が発生している。

最後に、株式保有の機関化現象を背景に、機関投資家によるガバナンスが活発化している。これは、CalPERS¹⁷など機関投資家による議決権行使を通じた、会社経営への影響力の行使だけでなく、企業のIR活動への積極的な関与による間接的なガバナンスも含まれる。会社側は、四半期決算発表、業界主催のカンファレンス、証券会社主催のカンファレンスなどの場で、潜在的株主の代表である、証券会社（セルサイド）のアナリストや機関投資家の運用担当者（ポートフォリオマネージャー）や業界担当アナリスト（バイサイドアナリスト）と積極的な意見交換を行っている。これは、主に、アナリストから会社経営者へ投げかけられた質問に対する回答、というかたちをとるが、その対応次第で瞬時に株価に影響を及ぼすという点で、非常に重要なものである。このようなIR活動に積極的な会社は、それだけ緊迫した質疑応答を参加者から要求される機会が増えることになるが、このような潜在的株主からの意見に真摯に耳を傾け、経営に生かす企業は、総じて株価は競合他社に比べて高く、市場で評価される傾向がある。昨今のウォールストリートでは、企業による株主に対するIR活動の重要性がますます高まっていると言える。

¹⁴ Securities Act of 1933

¹⁵ Securities Exchange Act of 1934

¹⁶ Pub. L. No. 90-439, 82 Stat. 454 (1968)

¹⁷ カリフォルニア州公務員退職年金基金

4. 米国コーポレートガバナンスを支える社会制度

ここでは、米国のコーポレートガバナンスの仕組みを実効性あるものにしていく社会的・法的仕組みについて考察する。

米国のガバナンス制度を支えてきた背景となる社会制度については、以下の三点に特徴がある。まず、第一に、資本市場を中心とする各種効率的市場があること、次に、リストラを十分吸収できる柔軟な労働市場が存在し従業員の流動性が高いこと、最後に、上記社会制度の実効性を担保する公平迅速な裁判制度が整備されていることである。

効率的市場として、まず、株式市場を中心とする資本市場がある。また、企業買収などの会社支配権の売買市場、会社経営者である取締役雇用市場も柔軟な会社経営権の売買市場をサポートしている。資本市場については、1933年・1934年証券取引法を端緒として、連邦法レベルで、統一的な発行市場・流通市場の整備のための法制度が作り上げられている。最近では、Enron 事件を契機とした、Sarbanes-Oxley 法の制定がある。会社支配権市場は、M&A、Tender Offer、Leveraged Buyout、Management Buyout により、会社の支配権（マジョリティーステーク）が売買される市場であるが、判例法と立法による手当てにより、公正な市場が整備されている。このように、効率的市場の存在とそれを担保する法律制度は表裏一体の関係にあり、一方が他方の未整備を催促する良好な補完関係となっている。

一方、会社経営権の売買が執行された後は、新しい経営者により、人員削減を中心とするリストラを効率的に進めたり、新規事業拡大のため従業員を雇用したりする必要がある。この点で、このような人員削減や新規採用を吸収できる、あるいは、サポートできる柔軟な労働市場の存在が不可欠となる。人員削減の面では、米国では、ニューヨーク州を中心に、判例法により発達した **Employment at Will** という法理が、労働法を支配している。これは、「雇用者は、理由のいかんにかかわらず、それが差別的理由によるものでない限りは、被雇用者を解雇することができる」という労働法の法理である¹⁸。つまり、米国の多くの州では、雇用者に解雇権の自由が一定の条件の下で保証されている、ということであり、これにより、従業員に対しては厳しい人員削除を中心としたリストラを行うことが可能となる。一方、従業員の新規採用の面では、マネジメントから事務的職員のレベルまで、人材の流動性が極めて高く、必要な人材の手当ては比較的容易である。このように、米国企業は業績の好不況に

¹⁸解雇理由が差別的理由によらない限りは、理由の如何を問わない

あわせて柔軟に従業員を増減させることができ、米国企業の競争力を高める要因となっている。

ここで重要なことは、これらの社会的システムが、米国におけるコーポレートガバナンスを間接的にサポートする仕組みとなっており、さらに重要なことは、それらの社会的システムが、法律により、連邦法レベルでも州法レベルでも担保されており、同時に、不公正な取り扱いや違法行為があったときには、それを是正する迅速な訴訟制度が整備されている、ということである。これら法制度は、弁護士に対するアクセスの容易さ、出訴に対するアクセスならびに期を失することのない迅速な判決へのアクセスはもちろんのこと、判決を受け、法の不備があった場合に迅速に対処できる議会などの立法機関が、きわめて重要な役割を果たしている。

Ⅲ. 日本におけるコーポレートガバナンス

1. 日本におけるコーポレートガバナンス論

日本における伝統的コーポレートガバナンス論には、大きく分けて、二つの視点があると思われる。ひとつは、「会社は誰のものか」という会社の所有者をめぐる議論であり、もうひとつは、「会社はどのように統治されるか」という統治（ガバナンス）論に関するものである。

米国と異なり前者の議論がなされてきた背景は、会社法の規定上では「会社は株主のものである」ということが明確であるにもかかわらず、日本の終身雇用制度により「会社は従業員のものである」という意識が社会的に広く認識されていたことや、また、後に述べるようにメインバンクを中心とする債権者の発言力が強く、メインバンクによるガバナンスが上手く機能してきたことが挙げられよう。また、取締役はほとんどが内部昇進のため実質的には従業員の代表という意識が強く、米国のような株主と取締役の対立関係は意識されてこなかったと考えられる。

繰り返しになるが、会社法の規定上では、株主は会社の実質的所有者であり、所有者たる株主が会社の基本的事項の最終的な決定権者である主権者となっている。これは、①わが国経済システムとして私有財産制をとっていること、②会社は社団であり、株主はその構成員であること、そしてそれに基づき出資をしていること、③株主は株主総会を構成し、株主総会は、経営者たる取締役を選任、解任するなど、会社の基本的事項を決定する権限を有し、

会社の最高決定機関であること、④株主が利益配当請求権を有すること、⑤株主が残余財産分配請求権を有し、最終的リスクテイクであること、などにより、裏付けられる¹⁹。

また、後者の「会社はどのように統治されるか」という問題は、現在の会社法上の規定が、「株主が主権者である会社では、本来主権者たる株主が会社のすべてのことを決定するが、経営の素人でもある株主自らが業務執行を行うことは、効率的ではないので、株主の Agent である経営者（取締役）を株主が選任し、彼らに、自身の自己決定権限をゆだねて、会社経営を行わしめる」という Agency 理論に依拠していることを考えると、以下のような論点に集約されると思われる。「会社経営者（取締役）は、その主権者たる株主による経営チェックをいかにうけるべきか」という、いわゆる会社経営に対する株主モニタリングをどう実効性あるものにするか、という論点である。

この点に関しては、現状の会社法の規定上では、半数以上を社外監査役とする監査役会が組織され、監査役による経営に関する業務監査が、経営者の業務執行の適法性に関するチェック機能として構成されている（会社法 381 条）。株主には、また、株主代表訴訟が認められており、会社に代わって、会社経営者に対し、違法行為・不作為の責任を追及できる（会社法 854 条）。株主による会社経営に対するチェック機能としては、株主総会が取締役の選任・解任権を持っており（会社法 329 条・339 条）、また、株主総会で、計算書類の報告を行うこととなっており、株主総会における取締役会に対する牽制の機能を果たしている。このように日本の会社法上は、会社経営に対する牽制機能として、監査役・株主総会それぞれが直接取締役に対して働きかける仕組みが整備されている。しかし、日本のコーポレートガバナンスにおける問題は、以下に見るように、会社法上、モニタリング機能は整備されているが、それが実効性ある仕組みになっていないことである。

2. 日本の会社法におけるガバナンス制度²⁰

日本の会社法上、日本のガバナンス制度は、以下のようになっている²¹。監査役会設置会

¹⁹コーポレート・ガバナンス（末永敏和 ジュリスト No. 1155（1999年5月1・15日合併号））

²⁰ 現行の会社法では、委員会設置会社と非設置会社による相違、会社の公開・規模の状況による会計参与・監査役・監査役会・会計監査人に関する制度の相違が見られるが、本稿では公開会社に対するガバナンス体制について論じていることから、主に、株主総会・取締役会・監査役会を設置する会社について説明している。

²¹ リーガルマインド会社法第11版（弥永真生、2007年11月30日、P118-122）

社には、会社の最高意思決定機関としての株主総会、業務執行機関としての取締役会・代表取締役、業務執行の監視機関としての監査役会の4つの機関が設けられるのが原則。これは、相互の機関が互いにチェックアンドバランスの役割を担い、業務執行機関の専横の防止を図り、機関相互の調和を狙ったものとされる。株主総会では、会社に関する基本的事項の決定を行い、業務執行を行う取締役、業務執行に対する監査を行う監査役を選任し、大会社かつ公開会社においては、計算書類ならびに事業報告の報告を受ける。業務執行の意思決定を行う取締役会は、業務執行と代表を職務とする代表取締役の選任・解任権を有し、代表取締役の職務執行を監督する。監査役は取締役会や代表取締役の職務執行を監査する。

会社のモニタリングに関しては、会社法はどのような規定になっているであろうか。まず、大会社かつ公開会社には、機関として、株主総会、取締役会、監査役会の三つがあり、それらが、あたかも、それぞれ国の統治機関である、国会、内閣、裁判所の役目を果たし、相互にチェックアンドバランスが図られている。会社機関としての株主総会は、国民を代表して法律案を作成する国会の役目を持っており、会社に関する基本的事項の意思決定機関として位置づけられる。しかし、詳細な業務執行を株主が一つ一つ行うことはできないので、取締役を選任して、取締役に会社の業務執行をゆだねている。これは、国会が内閣を選任して、行政を執行させることに似ている。これら業務執行機関の専横をチェックする役目を会社では監査役が負っており、これも三権分立における裁判所が果たす役目と似ている。これら三権分立の元では、日本では、歴史的に、官僚を中心とする行政権に権力が集中した結果、実質的に官僚が、政策を立案・実行してきた面が強い。この現象は、会社における執行機関である取締役会が会社の業務執行を行ってきた組織とよく似ており、会社法の世界でも、三権分立が確立していたというより、取締役の権力が相対的に強く、株主総会、監査役会は、取締役会の影響を強く受けてきた。株主総会では、議事の時間も少なく、実質的な会社の意思決定がなされることは少なく、また、監査役会も、会社の元取締役が任命されることが多く、会社の業務執行の意に沿うように運営されてきた面が強いとの指摘が多い²²。

3. 日本におけるガバナンスの歴史的特徴 ～メインバンクによるガバナンス～

日本におけるガバナンスの最大の特徴は、1990年代に至るまで、株主によるガバナンスが意識されてこなかった、という事実であり、逆説的に言えば、歴史的には、日本では、株主

²² コーポレートガバナンス・マニュアル（第2版、若杉敬明監修・大和総研経営戦略研究所編、中央経済新聞社 P18～22）

以外の会社利害関係者（いわゆる会社のステークホルダー）がコーポレートガバナンスを行うことが多く、その代表が銀行であった、ということである。日本企業の成長のための資金調達、高度成長期に顕著であったように、主に銀行融資に依存してきた。これは、企業の機動的な資金調達を可能にすると同時に、好況時でも不況時でも安定した資金供給を提供してきた。銀行によるガバナンスは、企業と銀行による株式相互持合いを伴う、いわゆるメインバンク制度による。ここでいうメインバンクは、企業に対する最後の資金の出し手として、企業の経営状況が悪化した場合でも、資金を供給し、場合によっては、銀行から経営者を派遣し、経営の再建を図る場合もある。

メインバンクは、株主としてではなく、最大の債権者として、ガバナンスを行った。このガバナンス形態では、株主利益の極大化という、株主によるガバナンスの最大の目標とまったく逆の方向を志向する場合もある。つまり、株主の利益よりも債権者の利益を優先するのである。換言すれば、有担保主義における銀行融資を背景として、会社収益の成長よりも会社資産の確保を優先するガバナンスである。これは、企業収益（資本リターン）の最大化を目指す効率的経営よりも、企業規模の拡大戦略を優先する傾向となる。これは、日本企業がバブル期に犯した失敗の遠因となり、低金利と株高により、資本コストが急激に低下した結果、収益極大化の経営ではなく、企業規模拡大の経営を目指すことになった。企業の拡大戦略が、銀行の経営目標である融資の量的拡大に見事にマッチし、バブル拡大とその後の崩壊につながった面もあったと考えられる。

メインバンク制は、高度成長期から日本の成長を支えてきたが、1990年代に入り、金融市場の自由化等の環境を受け急速に影響力を失った。法制度上は「株主によるガバナンス」が機能する仕組みがあったが、株主はその意識を持っておらず、その結果として、ガバナンスの不在を招いた。近年では、株式持ち合い解消、機関投資家の受託者責任の高まり等を背景として、漸く株主によるガバナンスが意識されるようになってきたが、米国と比較しても歴史は浅く、初めの一步を踏み出したところであるといえよう。

なお、日本のメインバンク制によるコーポレートガバナンスのメリットとデメリットは以下のとおりである。メリットとしては、メインバンクを中心とした銀行団が安定的な長期資金供給主体となることにより、企業が長期戦略立案の柔軟性を享受できる点である。企業は四半期ないし年次の収益動向にとらわれず、長期的視点にたった会社経営に専念できると考えられていた。しかし、このメリットは、デメリットと表裏一体であり、銀行が長期安定的資金供給主体となることは、一方で、資本コストに対する意識低下とそれに基づく過剰投資の危険性をはらんでいる。銀行による資金供給のルートが確保されている限り、企業経営者は、資本市場から市場原理による退場を余儀なくされる危険が少ない、と感じ、企業収益向

上に対する意識が希薄化する可能性があり、利益成長よりも売上、企業規模拡大による資産維持を優先させてきた面もあったと思われる。日本の高度成長期を支えてきたメインバンク制のメリットは、その時期企業が右肩上がりでも拡大再生産を繰り返すことが可能であったからであり、一旦、成長が止まると、そのメリットはデメリットとなり、バブル崩壊後の日本企業の業績低迷につながったと推察できる。

4. 法制度上の問題点

日本において、株主によるガバナンスが機能しづらい制度上の理由としては、以下の三点が考えられる。一つは、株主の権利を訴訟により遂行するためのリーガルインフラが不足していること、次に、社会的に訴訟による問題解決を忌避する意識が強いこと、最後は、株主ガバナンスの行使に基づく企業のリストラ推進を可能とする柔軟な労働市場が存在しないこと、である。

第一、二の点については、まず、恒常的な法律サービスを提供する側の不足が問題となる。日本の弁護士数は、約 23,000 人とされているが、これは、米国と比較した場合、その50分の1である。弁護士サービスを提供する形態としても、米国では、単独開業弁護士から大規模ローファーム、企業内弁護士、専門特化型ローファームなど多様である。中には、株主代表訴訟専門のローファームも存在する。また、訴訟による裁判へのアクセスという点から、裁判官の数を比較してみたい。日本では、判事補から最高裁長官まで含めて2,100名強であるが²³、米国では、連邦裁判所の判事の数だけで約29,000名であり、これに州裁判所の判事を加えると、日本の10倍をはるかに超える数の裁判官がいる²⁴。また、米国では法曹一元制のもとで、弁護士資格を有するものの中から弁護士としてのキャリアを積んだ者を裁判官として採用しており、日本のように、キャリアとして固定された裁判官制度とは異なり、多様なキャリアを持つ裁判官が存在する。このように、サービス提供者としての弁護士、また、訴訟遂行者としての裁判官、いずれもその数の面で、日本は、米国と大きく差があり、米国のように裁判へのアクセスが十分あるとは言い難い²⁵。

次に、年間の民事訴訟の出訴件数をみると、日本では、第一審である地方裁判所と簡

²³ 裁判官選任制度と裁判所組織の日米比較（木下富夫、武蔵大学論集、第54巻第1号、2006年7月）

²⁴ 米国では、連邦裁判所と州裁判所という二元構造となっており、それぞれで三審制となっている。

²⁵ 米国の司法制度については、浅香吉幹著「現代アメリカの司法」（1999年、東京大学出版会）に詳しい。

易裁判所の合計の通常訴訟で 65 万件強²⁶となっている。一方、米国では、連邦地方裁判所の民事訴訟件数は、26 万件弱²⁷、日本の約 40%であるが、州裁判所については、全州のデータがないため、ニューヨーク州の州裁判所の数値を見てみると、第一審の裁判所で、民事訴訟 110 万件弱²⁸となっている。ニューヨーク州一州の訴訟件数がすでに日本の約 2 倍弱となっている。

また、訴訟に対する日本人の意識を見てみたい²⁹。民事訴訟に対する意識調査の中で、「裁判の開始にあたってためらいがあったか」という質問に対して、46%が「躊躇を感じている」と回答している。この回答者のうち躊躇の理由として、費用（79%）と時間（80%）がかかることをあげていることが注目される。その一方で、「対立が決定的になる」「世間体が悪い」「人に知られる」という理由を挙げた人は、それぞれ、39%、23%、20%と「費用・時間がかかる」ことを理由に躊躇した人よりかなり低い数字となっている。訴訟を躊躇する理由の多くは、体裁を重んじるというよりも、訴訟遂行に対する費用と時間を問題にしているようである。一方、訴訟をする動機としてあげている項目の中では、「権利実現」（79%）、「公正解決」（86%）、「財産・利益」（78%）という理由が高く、これらの実現のために訴訟を提起している様子が伺える。日本人は民事訴訟の提起に関しては、権利実現や公正解決のため訴訟を提起しているが、費用・時間がかかることで訴訟を躊躇する人が多いと考えられる。意外にも、訴訟による問題解決を意識して避けているわけではなさそうである。

さらに、訴訟にかかる時間に対する評価については、回答者の平均審理時間は 17 ヶ月となっており、その評価として「やや長い・長すぎる」との回答が 42%で、合理的範囲の 31%を上回っている。また、裁判制度全般に対する評価としては、「利用しやすさ」、「裁判制度の満足性」の両方とも 24%と低い評価になっているほか、「法律の公正」という項目も 22%となっており、この点でも問題意識をもっているようである。

以上の調査から、「日本では、紛争解決手段として白黒はっきりさせるために訴訟を利用しているが、費用・時間がかかるため躊躇する人も多く、全般的に裁判制度の利便性に対する評価が低いと考える人が多い」ようである。今後は、費用・時間がかかる点を改善するなどして裁判制度の利便性を高めれば、利用したい人がもっと利用できるのではないだろうか。

²⁶ 最高裁判所のデータ（平成 19 年度）

²⁷ <http://www.uscourts.gov/judbus2007>

²⁸ New York State Unified Court System のデータ (<http://www.nycourts.gov/>)

²⁹ 日本の民事裁判制度についての意識調査 (http://www.ilf.or.jp/ilfnews/vol35_2.shtml)

株主からの訴訟提起については、日本では、損害をこうむった一般の株主が弁護士を雇って訴訟に訴える機会も非常に少ない。米国では、クラスアクションにより、より多くの株主が訴訟に参加できる仕組みが整備されている。2006年の連邦裁判所でのクラスアクションの訴訟件数は139件であり、今後はサブプライム問題もあり、増加傾向にあることが指摘されている。また、弁護士の利用に関しては、米国では、訴訟により獲得する賠償金額に対して一定の成功報酬を弁護士に支払うことを事前に原告と約して³⁰訴訟を請け負う仕組みがある。原告の訴訟費用を弁護士が全部負担する代わりに、このような成功報酬で訴訟を請け負う制度であり、大企業相手の不法行為法による責任追及で一般に利用されている。

このように、米国では、何でも争いがあると、訴訟に訴えて、裁判所での公平な解決を双方の当事者が望み、これを迅速に処理する裁判所があり、これをサポートする弁護士も専門化が進み、利用しやすいなど、裁判制度に対する利便性が非常に高い。この点で、米国は司法へのアクセスが限定的で、訴訟での問題解決を費用・時間を理由に忌避する傾向にある日本と大きく異なっている。この訴訟に対する意識の違いは、米国では、民事・刑事いずれも事実審議の段階で、国民参加の陪審制度が導入され、国民による訴訟参加も一般的であり、裁判参加に対する心理的障壁が少ないことも、米国で裁判が利用されやすい理由のひとつになっている可能性もある。

また、訴訟手続き面でも、取締役に対する責任追及の手段が、取締役による利益相反取引の場合を除き、原告側に立証責任が課されるため、実質的に非常に困難となることが問題である。取締役の責任追及には、会社法上の株主代表訴訟によるものと、民法上の債務不履行責任追及によるものとが考えられるが、いずれも責任追及をする側、主として、会社に代わって、会社に損害をもたらした取締役の責任を追及する株主たる原告に立証責任がある。いずれの方法によっても、取締役の責任を追及するために、外部にいる株主等原告に立証責任を課すことは、責任追及を非常に困難なものとしている。外部からは、会社内部の資料などに対するアクセスがかなり限られており、証拠を積み上げて立証責任を満たすのは非常に困難である。この点、米国の判例法で認められてきた、取締役と会社の利益相反取引の場合にお

³⁰訴訟で原告が買った場合だけ、成功報酬で（Contingent Fee）弁護士費用を支払う仕組み。不法行為では30%を成功報酬として受け取るケースもある。

ける立証責任の転嫁制度が、新会社法に取り入れられ、注目される³¹。これは、取締役が会社と利益相反関係にある場合には、取締役の行った行為に対して、取締役側の過失の推定を認めるもので、取締役側に過失がないことの立証責任を課し、それが果たせない場合には、取締役側の過失が推定され、結果、過失責任を問われるという仕組みである。また、米国では、SEC (Securities and Exchange Commission) の果たす役割も非常に大きい。彼らは、取締役の刑事・民事の責任を追及する出訴権限を持っており、これらに課される責任が、取締役による違法行為実施に対する抑止力にもなっている。

最後に、労働市場に関しては、日本では、労働法により、雇用が保護されており、この点、解雇の自由が原則認められている米国とは大きな違いがある。米国では、従業員の解雇に対する労働法上の制約はないため、景気後退期ないしは企業業績不振時には従業員解雇を中心とするリストラを断行することによりコストカットを進め業績回復を目指すことが可能となり、取締役による戦略オプションが拡大する。このように、米国では、取締役によるガバナンス、この場合にはリストラ推進という戦略オプションの選択が機能しやすい柔軟な労働市場がある。一方、日本では、社会的にも、リストラを断行することに対して、社会的非難が向かいやすく、機動的なコスト削減が制約されている面がある。

IV. 日本型コーポレートガバナンスの課題

日本のコーポレートガバナンスを巡る状況を概観すると、以下のようになろう。まず、法的側面に目を向けると、会社法の規定上は、株主や監査役会によるガバナンスの仕組みが整備されている。しかし、実態面を見ると、株主に認められた権利を裁判に訴えて実行に移すことは、日本の訴訟制度上困難なハードルとなっていることは、これまでに見てきたとおりである。また、日本におけるコーポレートガバナンスが、主として、銀行を中心とする債権者によるガバナンスに依拠していたことやそれにより上に述べたような問題点が発生してきたことは否定できないが、株主ガバナンスがこれまで見てきたように機能しづらい状況であったことを考慮すると、日本では、銀行など債権者が、主要なガバナンス主体として、コーポレートガバナンスを担ってきたといえる。ここでは、このようなガバナンスの一翼を銀行が担ってきたことを否定的に捉えるよりも、むしろ銀行が株主ガバナンスの不在を埋める存在

³¹ 会社法 423 条 3 項

であったことに注目し、これからの日本のコーポレートガバナンスの発展のためには、株主ガバナンス、つまり、株主による会社取締役へのモニタリング強化を進め、結果として、債権者ガバナンスの影響力の相対的な軽減を目指すべきであり、これがこれまで日本のガバナンスを担ってきたメインバンクによるガバナンス制度との親和性を高めるものと思われる。

これには、二通りのやり方が考えられるが、ひとつは、取締役自体に対するモニタリング強化であり、もうひとつは、株主による取締役に対するモニタリング強化のための訴訟制度の改革である。

前者に関しては、英国におけるコーポレートガバナンスの仕組みが参考になる。英国では、**Combined Code**³²という企業の行動規範についてのルールの中で、取締役会の構成、取締役の任命、株主への説明責任、監査方針などコーポレートガバナンスに関する指針を示している。これは、法律ではないので、違反に対するペナルティを科して、その執行を強制するものではないが、英国上場会社は、上場規定により、年次で、その遵守状況ならびに違反している場合にはその理由を報告する義務が課せられており、実質的に、上場会社を拘束する行動規範として確立している。この中で、取締役の人員構成に関して、議長を含めて、過半数の取締役が独立取締役でなければならないとしている。ここで、独立取締役とは、直接、会社と利害関係を有しないこと、とされ、通常は社外の取締役を指す。その結果、英国上場会社は、取締役の過半数を社外取締役が占めることがルールとして確立しており、取締役会そのものの中で、社外取締役が会社の業務執行に従事する社内取締役に対するモニタリング機能を果たしている。このため、通常の実務執行とは別に、業務執行のための執行役員会（**Management Board**）を組織して、執行役員会が業務執行を行い、執行役員会と兼務する業務執行取締役（**Chief Executive Officer**、**Corporate Finance Officer** など）が、取締役会に業務執行を報告、それを社外取締役が過半数を占める取締役で承認するというモニタリング制度が確立している。

日本にも、この制度を導入して、取締役会での業務執行に対するモニタリング強化を図ることが可能である。会社法の改正という形で、この制度を導入するよりも、英国同様、上場規則のような形で、この制度を導入すれば、日本の状況、グローバルな環境変化に合わせて、柔軟で機動的な対応が可能になる。会社法のように強行法規として規定しなければ、導入に対する会社側の抵抗感も少ないことが想定され、制度導入もスムーズに行くのではないか。

³² 以下ページ参照、<http://frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm>

取引所規則として導入することで、基本的には上場会社とその対象となり、中小企業における社外取締役手当の負担も回避できる。

後者の株主ガバナンスの強化については、訴訟制度における立証責任の柔軟な対応により、株主による取締役の責任追及の機会を増大し、株主による取締役に対するモニタリング強化につながるものと思われる。株主が取締役の業務執行に対して責任を追及する手段は、主として、株主代表訴訟により、会社に代わって取締役の任務懈怠を追及するものと、一般の民法上の、取締役の忠実義務違反に基づく債務不履行責任を追及するもののが考えられる。これらの責任を追及するには、いずれも裁判で、原告たる株主が取締役に任務懈怠や忠実義務違反が存在することを立証する責任が生ずる。一般に、外部の株主から取締役の責任を追及することは、情報の非対称性や訴訟遂行能力の大小を考慮すると、非常に困難な状況となる。米国では、取締役と会社が利益相反の状況にある場合には、取締役にその業務執行について過失がないことの立証責任を負わせて、それが立証できない場合には、取締役の過失を推定する判例が確立しているが、日本でも、直近の会社法改正で、取締役の利益相反取引に関して、その過失の立証責任を取締役に転嫁する規定が新しく加えられた(会社法 423 条 3 項)。同様に、取締役が会社の意思決定について、その関与が大きくそれにより自身の利害が大きく依拠しているなど、より高い取締役の善管注意義務が課されるような場合には、取締役にその業務執行に関して過失がないことの立証責任を転嫁することができれば、原告たる株主の立証責任の軽減を図ることが可能となり、取締役に対する責任追及の手段が拡大するのではないかと。また、取締役の善管注意義務違反追及の訴訟では、取締役の業務執行に関して、ビジネスジャッジメントルールが確立しており、業務内容については、裁判所による司法審査に服さないが、業務判断の意思決定過程には、司法審査が及ぶ。この点に関しても、業務に関する意思決定プロセスの適正さの立証責任を取締役に課し、それが立証できない場合には、取締役の過失を認定するアプローチも検討に値するのではないかと。実際の訴訟の場面では、たとえ取締役の過失が認定されたとしても、善管注意義務違反行為から発生した損失とその行為との因果関係を、原告の側で立証する必要があるため、原告側に立証責任の負担に関して大幅に歩み寄ることにはならず、バランスを失することにはならないと思われる。

V. 結び

これまで見てきたように、日本のコーポレートガバナンスは、株主によるモニタリングが十分機能してこなかったことに問題があるが、これは、会社法の規定が整備されていないか

らではなく、司法制度などガバナンスを支えるインフラが整備されていないため利用されてこなかったからである。また、制度の実体面では、これまで日本の会社では、伝統的に従業員が昇格して取締役就任するケースが多く、これらの取締役は従業員の代表として会社の業務執行に従事して来たため、従業員はもちろんのこと、株主・債権者など会社をとりまく利害関係者から信頼されてきたため、株主によるモニタリングをあえて実行する必要がなかったという面もある。実際には、経営が悪化した会社に銀行が経営支援をするような場合のように、必要に迫られれば、会社経営者である取締役以外の利害関係者がガバナンスを発揮するケースもあった。

このように、日本の会社法では、株主によるガバナンスを実効性あるものにする基本的な法制度は整備されているため、ただ、盲目的に米国型株主ガバナンスを導入するのではなく、その制度のバックグラウンドたる社会制度にも目をむけ、日本の会社法をとりまく歴史的背景・社会通念に照らした柔軟な対応が求められている。米国では、現在のガバナンス制度にいたるまでに、長い歴史的な法廷闘争と立法による試行錯誤が繰り返されてきたことを考えると、日本で、日本独自のコーポレートガバナンスが確立するには、いまだ少し時間が必要である。日本でも、制度の運用面に目を向け、実効性を高める努力、たとえば、本文で述べたような取締役の構成員改革など実現可能性の高いものから着手し、少しずつコーポレートガバナンスの改善に向けた一歩を踏み出すべきである。

参考文献：リーガルマインド会社法第11版（弥永真生、有斐閣、2007年11月30日）

（2008年11月14日記）

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）