

2. 企業統治の多様性と最低基準



慶應義塾大学経済学部教授 池尾和人

○コーディネータ つづきまして、2人目のご報告者ですが、慶應大学教授の池尾和人先生に「企業統治の多様性と最低基準」というテーマでお話をいただきます。先生は、金融審議会のスタディグループの座長を務められております。そういう観点からお話をいただけるものと思います。それでは、よろしくお願ひいたします。

○池尾 慶應大学の池尾です。今日は、どうかよろしくお願ひします。

本日は、私個人としての意見を述べさせていただくわけですが、私が今日ここに呼ばれたのは、金融審議会のもとに設置されています「我が国金融資本市場の国際化に関するスタディグループ」の座長をやって、最近、上場会社等のコーポレート・ガバナンスに関する報告を取りまとめたということがあったからだと思いますので、スタディグループの議論についても触れながら意見を述べさせていただきたいと思ひます。

シート2をご覧くださいたいんですが、報告タイトルは「企業統治の多様性と最低基準」、ミニマムスタンダードという意味です。このタイトルどおりのことをお話ししたいということです。

企業統治というのは、基本的に多様なものだ。企業統治の望ましいあり方というのは一義的に決まるものでなくて、その企業が置かれている状況、あるいはその企業の規模とか発展段階、成熟期にある企業なのかどうか、そういうことで望ましいコーポレート・ガバナンスのあり方は当然変わってくる。機械的、技術的に決まってくるものではないという意味において、本来、多様性を認められるべきものだというのが一方にあるわけです。それはそのとおりのみだけれども、だからといって何でもありということではなくて、基本的に満たされるべきミニマムスタンダードというのは多様性を認めた中でも当然あるだろうということをお話ししたいということです。

コーポレート・ガバナンスということの理解の仕方もいろいろありまして、それだけでも議論になったりするわけですが、私としては、「はじめに」というところに書かせていただいていますように、現実の特に規模の大きな企業を考えた場合には、異なった利害関心を持つ諸々の主体から構成されているわけで、企業統治というのは、「企業にかかわる種々の主体間の利益相反をうまく解決し、効率的な企業活動を実現するための枠組み」というような意味でコーポレート・ガバナンスということを理解しております。

もう少し狭く言うと、「経営者を規律づけて、効率的な企業活動を遂行させるための枠組み」がコーポレート・ガバナンスなんだと思っているわけです。そういう意味のコーポレート・ガバナンスに関しては、当然、企業に資金を提供している主体である投資家も利害関係者の一人とし

て関心を持たざるを得ない。そうであれば、日本の金融資本市場の競争力強化ということテーマにしている金融審のスタディグループも、当然、投資家が関心を持たざるを得ない事項に関しては、資本市場の競争力強化ということとの関連で関心を持たざるを得ないということで、昨年秋から今年の春にかけて上場企業等のコーポレート・ガバナンスのあり方について検討してきたわけです。

経済学の分野では、NORTH-HOLLANDという出版社からハンドブックシリーズというのが出ていまして、それが割と権威のあるリーディングスになっているわけです。そのエコノミクス・オブ・ファイナンスの巻のトップはコーポレート・ガバナンスというテーマになっている時代なわけです。

そこでは、企業統治にかかわるさまざま諸側面とでも言ったほうがいいかと思いますが、そういうものとして5つ挙げられています。

①が大株主の存在ということで、これはもう少し広げて言うと株主構成のような話です。株主構成のような話は、当然、1つの側面として重要だと。

②が敵対的企業買収と委任状争奪戦となっていますが、これは、言ってみると、いわゆるマーケット・フォー・コーポレート・コントロール（企業支配権の取引の市場）として株式市場が機能しているのかどうかという話です。

③が取締役会ということで、これがより広く言うとガバナンス機構のあり方ということで、今日のフォーラムのメインテーマにかかわる側面になるわけです。

④が収益連動型の報酬制度、ストックオプション等が代表的ですが、そういうものが1つの側面としてある。

⑤に、株主代表訴訟に象徴されるような経営者の受託者責任を明確化し、投資家を法的に保護するような枠組みのあり方ということが挙げられています。

ハンドブックにはこの5つが挙げられているんですが、レジュメの2ページに行ってください、日本の現実を考えると、さらに追加的な側面として、⑥として主要債権者による代表的監視というのは、我が国ではお馴染みのメインバンク制等の話の側面があるわけです。また、⑦として従業員による内部規律づけというメカニズムも考えられる。

②の株式市場がマーケット・フォー・コーポレート・コントロール（企業支配権の市場）として機能しているかという話は、公開会社に限られる話ですけれども、②を除くとほかの側面は非公開会社の場合も共通した話です。公開会社の場合には、⑧として資本市場のルールによる規律づけというものに服さなければいけないという話と、他方、公開会社の場合の利害関係者としての投資家は極めて広い範囲に及ぶということです。公開会社の場合の利害関係者としての投資家というのは、決して既存の株主に限定されるものではなくて、潜在的な株式取得の可能性がある者全般に原理的には及ぶという特徴があると思います。

これらの側面があるわけで、金融審議会のスタディグループの報告書では、ガバナンス機構の

ことだけを取り上げたわけではなくて、最後に挙げました資本市場ルールのあり方についても関心を持って取り上げているわけです。というのは、残念ながら我が国においては株主、特に少数株主の利益を損なうことになるのではないかと見られるような公開会社による資金調達、資本政策が見られる。資金調達とか資本政策における問題行動みたいなものが少なからず見られるという現実があるので、その観点から資本市場ルールの改善について提言したということで、项目的には新株発行等、特に第三者割り当てです。大幅な希釈化が生じるとか、企業支配権の移動が生じるような第三者割り当て増資を平然と行うことがあっていいのかという当然の疑問があるので、そういう問題とか、少数株主を追い出すキャッシュアウト、あと、グループ化、子会社上場、株式の持ち合い等の項目を取り上げて、それらについてのルール整備等を提言したということがあります。

本来申し上げたいテーマに移っていきますが、先ほど申し上げた企業統治にかかわる幾つかの側面のうちの①が株式の保有構造という観点ですが、この株式の保有構造という観点だけから見ても、企業統治は基本的に多様なものであるしかないということが言えるということを改めて次に確認しているわけです。

すなわち、株式の保有が分散化しているような場合、分散保有というようなケースにおいては、経営者に対して規律づけのための働きかけをする、経営者を規律づけるような何らかのアクションを起こすことが株主全体の利益になる場合であっても、株主間で集团的行動（コレクティブアクション）を組織することが、数多くの株主の間で協調行動を組織しなければならないことになり、非常に難しいということで、結果的にそうした働きかけが行われがたいという問題が起きます。それゆえ経営者にとっては、分散化している株主は脅威ではないという話になって、こういうケースでは、経営者と外部の株主の間の利益相反問題が潜在的に存在することになるわけです。

最も伝統的にはコーポレート・ガバナンスの議論というのは、所有と経営が分離していて、しかも株式保有が分散化しているような企業、私は、そうしたタイプをそういう議論を最初にやった学者たちの名前をとってバーリー＝ミンズ型と呼ぶことにしています。バーリー＝ミンズ型の企業を前提にして、経営者をいかに株主の利益に沿った形で行動するようにコントロールするか。そういう問題として、コーポレート・ガバナンスの問題は議論されてきたと思いますが、先進国を含めて株式保有が分散化している企業ばかりかというのと、大株主が存在するような企業というのは、大企業であってもファミリーファーム等の形でかなり存在している。そういう一人で支配的な割合の株式を保有している大株主が存在するような場合ですと、集団行動をとらなくて自分一人でオーケーなわけですから、経営者に対して必要な働きかけをしなければいけないということになれば、当然、自分一人でやれるわけですから、経営者に対する株主のコントロールは非常にききやすいわけです。

そういうケースでは、支配株主と外部の少数株主の間の利益相反が潜在的に最も重要な問題に

なるということで、株式保有構造のような一側面をとっても、そこが違くと潜在的に最も重要な利益相反の問題の所在が変わってくるわけですから、それに対する回答のあり方も当然変わってくるということです。望ましい企業統治のあり方というのが機械的で、技術的にあらゆる企業に共通して当てはまるものとして存在しないことは明らかだということです。

そういう意味で、企業統治のあり方に関して多様性を認めるべきだという意見に関しては、私は全面的に賛成であって、多様性は当然認めるべきだと思っているんです。しかしながら、それは企業統治のあり方は全く任意でいいという話ではなくて、やはり、ある種のミニマムスタンダードのようなものが考えられるということで、多様性を認めるということとミニマムスタンダードを想定するということは決して矛盾する話ではなくて、極めて両立する話だということを申し上げたいわけです。

本題のガバナンス構造の話に焦点を当てることにいたしまして、内部取締役と外部取締役のそれぞれの役割とか、それらの組み合わせがどうあるべきかという問題について考えてみたいと思います。

そういう問題を考えるのに役に立ちそうな分析を1つご紹介したいということで、これは、3ページの下の注のところにつけておきましたように、ブートほかの方の分析のエッセンスのようなものを私なりに勝手に要約してご紹介するということです。

企業統治（コーポレート・ガバナンス）の定義は、最初に申し上げましたが、それをせじ詰めて究極的に考えると、抽象度が非常に高い形ですが、経営者の暴走を止めるのが企業統治の役割だろうという理解に立って問題を考えてみたいと思います。

タイムラインを想定するというで絵をかいていますが、経営者が意思決定をしたときを時点0というように考えています。ここで経営者が正しい意思決定をしてくれているならいいんですが、誤った意思決定を経営者がした。例えば採算に乗らないような投資案件を採択して、むちゃな投資をやろうというようなことを決めたとしましょう。そういう意思決定が行われたのを時点0とします。そこで意思決定が行われても、実際にプロジェクトが始まるまでにちょっと間があるとして、プロジェクトが実際に始まる時点を時点1と考えて、プロジェクトが進行して、プロジェクトが終了して最終的な結果が出るのが時点2。間違ったプロジェクトが行われたのだとすると、悲惨な結果が訪れるのが時点2と考えるわけです。

そうすると、経営者による意思決定を是正するチャンスとしては2つの機会が考えられるということになりまして、1つは事前の是正の機会と書いてありますが、経営者が意思決定をしたんだけど、プロジェクトが実際に始まる前にちょっと考え直してくださいということでストップをかけるということです。事前の是正ができると損失は発生しない。

しかしながら、事前に止められなくて、プロジェクトが走り出してからでもストップをかけることはできるわけですし、プロジェクトが走り出したのだけれども、最終結果が出る前にストップをかけるということは考えられる。それが事後の是正機会。走り出してから、ようやく是正で

きたときには損失がある程度発生せざるを得ないので、その損失の額をここではC 1と書いています。

それから、最終的に是正できなくて、プロジェクトが全部完遂されてしまったということで悲惨な結果が出た場合には、損失がC 2まで拡大するというような状況を想定します。

そうしたときに、内部取締役と外部取締役を考えると、申し上げたいことは非常に単純であって、内部取締役は事前の是正を行う上において優位性を持っているということです。外部取締役というのは逆で、事後の是正を行うのに優位性を持っている。そういう差があると考えられるだろうということです。

というのは、事前には是正しようと思うと、経営者の頭の中にあるだけで、実際のプロジェクトがまだ始まっていない段階でストップをかけるということになると、ある程度インサイドインフォメーションにアクセスできていなければ到底無理なわけです。言いかえると、企業の内部事情に精通していないと事前には是正することはやりようがないわけでありまして、これは外部取締役には無理だろうということです。

外部取締役は、よく言われているように、当該の企業の業務内容に精通していないわけですから、プロジェクトがまだ始まりもしない段階で修正を求めることは無理だと。それができるのは内部取締役に限られるでしょう。内部取締役は、インサイドインフォメーションにアクセスできる度合いが高いから、それができるでしょうと。

ただ、そうは言っても、100%確実に内部取締役が事前の是正ができるかということ、まだプロジェクトが始まらない段階では、内部情報にアクセスできるからといっても100%正確な情報が得られるわけでもないし、現実的に考えると、いわゆるしがらみがあるから、できないかもしれないけれども、ある程度事前の是正を行う能力は内部取締役に対して期待できる。

それに対してプロジェクトが始まってしまえば、経営者が実際どんなことをしているかはある程度分かるわけですから、とんでもないプロジェクトだということは外部取締役から見ても理解できるようになるわけで、事後の是正に関しては、情報上の優劣というより、是正の必要があると思ったときに、それをちゃんとやれるかどうかのほうが非常に重要で、内部の取締役はさまざまなしがらみが伴っているのだから、客観的には是正をすべきだと思われる事態になっても、そうした是正行動を100%確実にとれるとは限らないという問題がある。それに対してしがらみのない外部取締役は、情報がはっきりと分かるようになった後においては確実な是正行動ができるはず。内部取締役と外部取締役については、そういう優劣がある。

繰り返しますが、事前の是正に関しては内部取締役のほうが外部取締役よりも優越するけれども、事後の是正については外部取締役のほうが内部取締役に優越するという関係を想定することができると。

そういうことになると、経営者が誤った意思決定をして、誤ったプロジェクトを行うことによって企業価値が破壊される事態をできるだけ回避するという観点からすると、どれぐらいの内部取

締役を入れ、どれぐらいの外部取締役を導入すべきかというのは、C1とかC2といったコストの大小とか相対関係に依存して変わってこざるを得ないということになります。

要するに、事前に是正できないでプロジェクトが始まってしまうと、そこそこ大きな損失が出ざるを得なくて、一たん始まった後でストップをかけてもほとんど仕方がない。始まる前に是正しないことには、損失は避けられないというような状況、こういうのはプロジェクトの可逆性がない場合と言っていいと思います。要するに、取り返しがつかない性質がプロジェクトにおいて非常に高い場合です。非可逆的な場合には、始まってしまったら、最後まで行ってしまうのとあまり大差がない。だから、始まる前に止めなければいけないというケースにおいては、やはり、内部取締役のほうが大切で、内部取締役中心のボードのほうがいいんだという答えが出る場合があるということです。

これまで日本の企業が行っているプロジェクトについて非可逆性が非常に高かった、一回やると取り返しがつかない性質が多かったということであれば、内部取締役中心でやってきたことはそれなりに意味があったという話もすることができると思うんです。

ところが、逆の可逆性が高い、取り返すことがある程度つくという場合であれば、とにかくストップをかける、是正の漏れを少なくすることが重要になりますから、その場合には客観的に振る舞える外部取締役の存在が絶対要するという話になる。

ここでも、やはり、多様性ということが企業統治については言えるわけです。C1とかC2がどういう大きさで、どういう相対的な関係になっているかというのは企業によって随分違うわけで、どのような性格のプロジェクトをやっている企業かということによって違ってきますから、そうすると、そういう企業の特性に応じて取締役会の最適な割合が当然違ってくるということで、そういう意味で、やはり、企業統治の多様性が言える面があるわけです。

分かりづらい表現かもしれませんが、トレードオフがあったときに最適な場所を選ぶときに内点と端点という言い方をしていまして、端点というのは文字どおり端っこという意味です。トレードオフがある場合に最適な組み合わせというのは、例えば10人取締役を選ぶとした場合に外部が2人、内部が8人か、外部が4人、内部が6人、そういう違いはあるだろうと。内点の場所が違うということは、さっきから言っているようにプロジェクトの性質の違いによってあるだろうと。

そういうことを考えても、端っこになるということは、まずあり得ないという話ができるはずで、要するに、C1とかC2の相対的な大きさとか、絶対的な大きさは企業によって違うだろうから、どれぐらいを内部の取締役にして、どれぐらいを外部の取締役にするかという割合は違うという意味での多様性は生まれてくるだろうが、端っこになるというのはまず考えられない。端っこになるというのは、全員内部にする取締役会が一番いいんだとか、全員外部にする取締役会がいいんだという、そういう端点が最適解になる可能性はあり得ない。

いくら内部取締役が重要だというケースにおいても、社外取締役は1人以上いて当たり前だと

いう結論が出てきて、そういう意味で多様性はあっても、企業統治に関するミニマムスタンダードとして外部取締役は1人以上いて当たり前だということが、ある程度抽象度の高い話のレベルですけれども、確認できるということです。

ただ、今申しましたような話は、何遍も繰り返していますように、かなり抽象度の高い話ですから、そういう抽象度の高いモデルで言っている外部取締役なるものの現実的対応物というのは、文字どおり現実的意味での外部取締役とは必ずしも限らないわけでありまして、日本の現実においては社外監査役であるということも考えられないわけではない。ということで、社外監査役が1名以上いれば、それでいいはずだという議論も分からないわけではないわけです。

しかしながら、モデルの中で機能的なポイントとして外部取締役に期待していた面というのは大きく2つあるわけで、1つは、しがらみがないということで、情報さえ与えられれば正しい判断をする意欲があるということが1点。もう1つは、そういう是正行動を実際にとる能力がある。この2つが充足されていないと対応物にならないわけです。だから、しがらみがないということが重要で、その点では社外取締役・監査役に関する独立性要件の定義という話は見直す余地があって、現在の我が国の場合は、業務執行していないという要件は当然として、もう1つの要件は従業員でないということに非常に関連した形で社外性を規定しているわけですが、ここでの議論を踏まえると、そうではなくて、利害関係性がない。経営者との間で強い利害関係を持っていない。従業員であるかどうかというよりは、利害関係がないかどうかということで定義されなければいけないということです。

それから、是正行動をとる能力がなければならぬわけですが、その是正行動をとる能力が監査役の場合について十分と言えるのかどうかということについては、限界があるのではないかと指摘が行われていることはよくご存じだと思います。

終わりに、形式よりも実質が大事だというのは、そのとおりと言えはそのとおりで、形式ではなくて実質に着目すべきだという議論は非常にもっともらしい議論で、それ自体が間違っているとは言いきりません。しかしながら、今議論しているような公開会社のコーポレート・ガバナンスということを考えますと、公開会社の利害関係者としての投資家というのは、最初のほうでも述べましたように、今、株を持っている人だけが利害関係者としての投資家とはならないわけです。

株式を公開しているということは、国民の誰であっても、いや外国人であってもいつでも株を買ってくださって結構ですという状態にしているということですから、そういう意味では、潜在的な株式取得の可能性のある者全般に及ぶわけですから、そういう極めて広い範囲のものに対して説明責任を果たしていくということを考えた場合に、形式的な分かりやすさというのは、実は実質的な意味を持つということで、形式ではなくて実質と言っても、形式を伴わない実質は少なくともアカウントビリティという要件から言うと実質たり得ないという問題があると思うのです。

だから、日本の制度の実情を外国の投資家は知らないのではないかという指摘もあったわけですが、それを知らないほうが悪いんだと言い切れないのが公開会社だということを踏まえていただかなければならない。もちろん、外国の投資家にも日本の実情とかは勉強してもらいたいと思いますけれども、知らないやつが悪いんだというのは、公開会社の態度ではないわけでありまして、やはり、公開会社というのは説明をする義務があるわけで、単に話せば分かるだけでは、公開会社の説明責任としてはなかなか難しいところがあって、形式的な分かりやすさというのが大切ではないかということで、そうすると、例えば社外取締役を導入するというのは投資家に対する説明責任を向上させる上で、相対的に費用のかからない非常に効果的な方法だと言えるのではないかということです。

あと、金融審のスタディグループの報告書では、それ以外にも、先ほど新原さんの報告にもありましたけれども、投資家による議決権行使等をめぐる問題も重要な問題としてあるわけで、そういうのにも触れております。それから、上場会社等のコーポレート・ガバナンスにかかわる規律づけをどうするのか。法律のレベルでやるのか、取引所ルールのレベルでやるのかという問題についても取り上げていますが、もう時間も来ておりますので、ここでは言及することは省略させていただいて、私のとりあえずの報告はこれで終わらせていただきます。ご清聴、どうもありがとうございました。

○コーディネータ 池尾先生、どうもありがとうございました。

金融審議会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告の概要 ～ 上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて ～

市場における資金調達等をめぐる問題

少数株主等の利益を著しく損なうような資金調達等を防止するため、上場会社等の資本政策をめぐるかバナンスを強化

1. 新株発行等への対応

- 第三者割当増資について、資金使途・割当先の詳細や割当先による資金手当ての方法等の開示。有利発行の可能性がある場合の監査役による意見表明
- 大幅な支配比率の希釈化、支配権の移動を伴う第三者割当増資について、取引所による審査、経営陣から独立した者による意見表明等。問題事案には、上場廃止を含め取引所による厳正な措置
- 経済的にMSCBに類似したスキームに対する、MSCBと同様の規制(適切な開示の確保・転換条件の適正化等)。MSCB等について、発行条件の合理性等に関する開示を拡充
- 当局や取引所等における執行面の充実・連携強化

2. キャッシュアウト(現金を対価として行う少数株主の締め出し)への対応

- 株主の権利を不当に制限するおそれのあるものについて取引所が審査。問題事案には、取引所による厳正な措置
- キャッシュアウトの予定やその具体的内容の開示

3. グループ企業におけるガバナンス

- コーポレート・ガバナンスの原則は企業集団レベルでも実現されるべき旨を明確化
- 親会社の経営に重要な影響を与える子会社の行為等に関して、親会社は、自身の見解と合わせて、子会社経営陣の見解を株主に適切に開示

4. 子会社上場のあり方

- 子会社上場のあり方について、今後真剣に検討。今後も子会社上場が認められていくのであれば、親会社・兄弟会社出身者でない社外取締役・監査役の選任など、親会社の利益相反・権限濫用防止のためのルール整備を検討

5. 株式の持合いへの対応

- 株式の持合い状況についての開示の促進
- 銀行等保有株式取得機種の積極的な活用

ガバナンス機構をめぐらる問題

上場会社等の良質な経営の実現及び投資者の信頼確保の観点から、ガバナンス機構のあり方は極めて重要

1. 取締役会のあり方

委員会設置会社化

⇒ 現状、委員会設置会社はごく一部(東証上場会社のうち 2.3%)。多くの上場会社にとって、近い将来に委員会設置会社化を選択することは現実的でない

独立社外取締役を中心とした取締役会

例えば取締役会の 1/3 又は 1/2 以上を独立社外取締役とする
⇒ 半数以上の社外性が求められる監査役会と重複との指摘。

独立社外取締役の選任と監査役会等との連携

1名ないし複数の独立性の高い社外取締役を選任。監査役会、内部統制担当役員等と連携を図ること、経営に対する監督機能を強化
⇒ 株主・投資者等からの信頼を確保していく上で、多くの上場会社にとってふさわしいモデルとして提示し、それを踏まえ、上場会社は、それぞれのガバナンス体制の内容とその体制を選択する理由を開示

2. 監査役機能強化

- ①監査役監査を支える人材・体制の確保、②独立性の高い社外監査役の選任、③財務・会計に関する知見を有する監査役の選任等を、上場会社に係る望ましい事項として位置付け、各上場会社が取組み状況を開示

3. 社外取締役・監査役の独立性

- 社外取締役・監査役と会社との関係及び独立性に関する会社の考え方についての開示を拡充(子会社上場のケースについては、別掲)

4. 監査人の選任議案・報酬の決定権

- 監査人の選任議案・報酬の決定権を監査役の権限とすることについて検討の促進

5. 役員報酬の開示の強化

- 役員報酬の決定方針及び報酬の種類別内訳等を開示

投資者による議決権行使等をめぐる問題

市場を通じて上場会社等のガバナンスを向上させていくため、投資者が的確な経営監視

1. 機関投資家の受託者責任に基づく適切な議決権行使

- 議決権行使は、機関投資家の受託者責任の重要な要素を構成することの明確化
- 機関投資家による議決権行使ガイドラインの作成・公表、議決権行使集計結果の公表に係る業界ルール等の整備

2. 上場会社等による株主総会議案の議決結果の公表

- 各議案の議決結果(について賛否の票数の公表)

3. 議決権電子行使プラットフォームの利用促進

- 投資者による議案の十分な検討期間等の確保のため、上場会社による利用の促進

コーポレート・ガバナンスに係る規律付けの手法

- 上場会社について、高い水準のコーポレート・ガバナンスを確保することは、取引所の使命

- 市場監視の中でコーポレート・ガバナンスの充実を図っていくべく、開示の充実

- 上場会社等のコーポレート・ガバナンスをめぐらる法制のあり方については、引き続き幅広く検討を行っていく必要

企業統治の多様性と最低基準

池尾 和人（慶應義塾大学経済学部）

はじめに

現実の（とくに大）企業は、異なった利害関心をもつ種々の主体から構成される組織である。企業統治（corporate governance）とは、広義には「そうした種々の主体間の利益相反をうまく解決し、効率的な企業活動を実現するための枠組み」を意味するということができ、より狭義には「経営者を規律付け、効率的な企業活動を遂行させるための枠組み」であるといえる。企業に資金を提供している主体（投資家）も、利害関係者（stake holder）の一人として、企業統治のあり方に関心をもたざるを得ない。← 同様に、金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」（以下、「国際化SG」と略称する）としても関心。

主な企業統治メカニズムには、HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE, vol. 1A, Chapter 1によれば、次の5つがある。

- ① 大株主の存在
- ② 敵対的企業買収と委任状争奪戦
- ③ 取締役会 ← より広義に、ガバナンス機構
- ④ 収益連動型の報酬制度
- ⑤ 株主代表訴訟（経営者の受託者責任を明確化し、投資家を法的に保護する）

さらに、⑥ 主要債権者による代表的監視や、⑦ 従業員による内部規律付け、といったメカニズムも考えられる。

加えて公開会社の場合には、⑧ **資本市場のルールによる規律付け**に服さなければならぬ。他方、公開会社の利害関係者としての投資家は、既存の株主に限定されるのではなく、潜在的な株式取得の可能性がある者全般に及ぶ。

資本市場ルールの改善

残念ながらわが国においては、(少数)株主等の利益を損なうと考えられるような、公開会社による資金調達や資本政策における問題行動が少なからずみられる。国際化SGの報告書では、そのうち、

1. 新株式の発行等 (とくに第三者割当増資)
2. キャッシュアウト
3. グループ化
4. 子会社上場
5. 株式の持ち合い

を取り上げ、ルール整備等について提言した。

企業統治の多様性

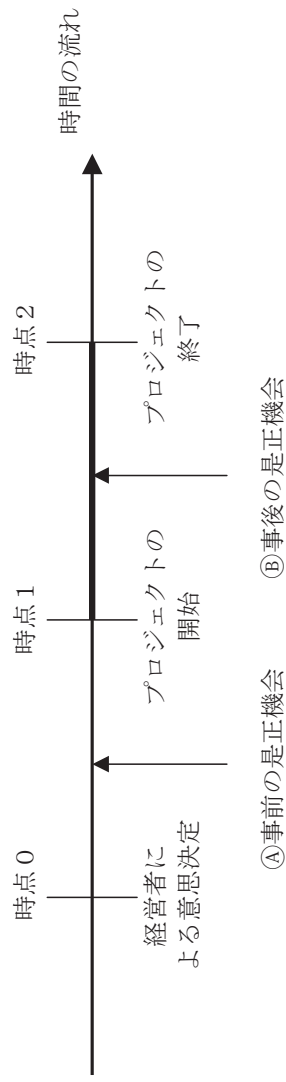
株式の保有が分散化している場合には、経営者に対して規律付けのための働きかけをすることが株主全体の利益になる場合でも、株主間の集団的行動 (collective action) を組織することの困難性から、そうした働きかけは行われがたい。それゆえ、経営者にとつて、分散化している株主は脅威ではない。→ 経営者と (外部) 株主の間の利益相反問題が重要。

しかし、一人で支配的な割合の株式を所有している大株主が存在する場合には、定義的に集団的行動の必要性はなく、その株主は経営者に対して必要な働きかけを行うことができる。→ 支配株主と (外部) 少数株主の間の利益相反問題が重要。

このように株式保有構造の差異等に応じて、問題の所在の重心が異なってくる。したがって、それへの解答としての望ましい企業統治のあり方も一律的なものではあり得ない。しかし、このことは、企業統治のあり方はまったく任意でよく、最低基準 (minimum standard) もあり得ないということでは決してない。

内部取締役と外部取締役

企業統治の究極の役割は、経営者の暴走を止められるかどうかにあるという理解に基づいて、次のようなタイムラインを想定する¹。



経営者の決定が誤ったもの (例えば、不採算な投資案件の採択) であったときに、プロジェクトの開始前に是正が図れたときには損失は生じないが、プロジェクトの開始後によりやく是正できたときには損失 C_1 が発生し、最後まで是正できなかった

¹ 以下の分析は、Boot, A. W. A., Macey, J. R. and Schmeits, A. B., "Towards a New Theory of Corporate Governance: Objectivity versus Proximity" (February 21, 2005) によるものである。

ったときの損失は C_2 に拡大するとする。

ここで情報構造に関して、以下のように想定することにする。これは、外部取締役は当該企業の業務内容に精通していく**はずは）ないとしてもしがらみもないのに対して、内部取締役は当該企業の業務内容に精通しているとしてもしがらみをも**つというトレードオフの1つの定式の例である。

すなわち、事前には是正を行うためには、内部情報が不可欠であり、そうした情報には内部取締役でなければアクセスできない。ただし、時点1以前では情報にノイズが伴い、必ずしも正確であるとは限らない。これに対して、決定（プロジェクト）が実施に移された後では、内部取締役も外部取締役ともにノイズなしに（正確に）同情報にアクセスできるようになる。こうした情報構造の下では、内部取締役は、是正すべきであったにもかかわらず、事前の機会には見逃してしまい、事後になってそのことを知るという場合があり得ることになる。その場合、内部取締役には、事前の機会時における自らの行動を正当化するために（自分の名声を守るために）、事後的にも是正行動をとらないというインセンティブが生じることになる。これに対して外部取締役にはしがらみがないので、必要な場合には必ず事後的には是正行動をとる。したがって、

内部取締役： 事前の是正確率 > 0 、事後の是正確率 < 1

外部取締役： 事前の是正確率 $= 0$ 、事後の是正確率 $= 1$

ということになる。

上述の情報構造に関する仮定その他は、単純化にすぎず、外部取締役の事前の是正確率が0で、事後の是正確率が1といった極端な値をとる必要はない。事前の是正確率については、内部取締役の方が外部取締役に優越し、事後の是正確率につ

いては、後者が前者に対して優越するという関係が成り立てば、以下の議論は本質的に成立する。

すると、内部取締役と外部取締役のいずれが重要かは、 C_1 と $\Delta C = C_2 - C_1$ の大きさに依存していることになる。容易に理解できるように、 C_1 が大きく、かつ ΔC の値が小さいのであれば、事前の是正が重要であり、事後の是正の意義が少ないので、内部取締役中心で構わないことになる。逆に、 C_1 はそれほど大きくないが、 C_2 は大きいのであれば、事前にこだわることが必要は少なく、是正の漏れを少なくすることが重要になるので、外部取締役の存在が不可欠ということになる。

ここでの C_1 と C_2 の値がいかなるものになるかについては、当該企業の事業内容やそれを取り巻く競争環境等に応じて変わってくる。それゆえ、内部取締役と外部取締役の相対的な重要性も、企業ごとに異なったものにならない（企業統治の多様性）。しかし同時に、それは内点解の場所が違うということであって、端点（全員内部、あるいは全員外部）が最適解となる可能性は（ C_2 が無視できる大きさ、即ち、経営者が判断を間違ってもほとんど支障が生じないという考えがたいてい場合を除いて）あり得ない。→ 社外取締役は1人以上いて、当たり前（企業統治の最低基準）。

社外取締役・監査役の独立性

上記のような抽象度の高いモデルにおける外部取締役の現実対応物は、日本の現実においては、社外監査役であるということも考えられないわけではない。機能的な要点は、(1)しがらみがない（Objectivity）ということと、(2)是正行動をとれる能力があるということである。

監査役に関しては、(2)の点で、その権限についての限界の指摘がある。また、(1)の点は、社外取締役・監査役の独立性の定義に関わることになる。

おわりに ― 形式の重要性

形式ではなく、実質に着目すべきだという議論は、一見もつともらしい。しかし、既述のように、公開会社の利害関係者としての投資家は、既存の株主に限定されるものではなく、潜在的な株式取得の可能性がある者全般に及ぶ。いかにして、この潜在的な株式取得の可能性がある者全般に対して説明責任 (accountability) を果たすのかという問題を考えたならば、形式的な分かり易さに実質的な重要性があることが理解されるはずである。

例えば、社外取締役の導入は、投資家に対する説明責任を向上させる上で、相対的に費用のかからない効果的な方法であるといえる。

なお、国際化SGの報告書では、以上の論点の他にも、投資者による議決権行使等をめぐる問題や上場会社等のコーポレート・ガバナンスに係る規律付けの手法についても取り上げられているが、時間等の制約から、ここでは言及することを省略する。

以上。