

## 論 説

## コーポレート・ガバナンスの目的と手法

江頭 憲治郎

- I はじめに
- II 「コーポレート・ガバナンス」という語の意義
- III コーポレート・ガバナンスの手法
- IV 日本におけるコーポレート・ガバナンスの展開
- V 終わりに

## I はじめに

わが国で「コーポレート・ガバナンス」(Corporate Governance) という語が人口に膾炙し始めたのは、1990年代の半ば頃であり、米・英でも、その語が使われるようになったのは、せいぜい1980年代であって、さほど古いことではない。<sup>(1)</sup>しかし、その語は、日本にも定着し(同時に、意味が拡散して曖昧になり)、昨年は、日本の“企業統治(コーポレート・ガバナンス)元年”ともいわれた。

“企業統治元年”といわれる状況になった理由は、政府がその音頭をとっているからである。政府は、平成26年6月24日に、「“日本再興戦略”

---

(1) 私がその英語に初めて接したのは、1982年に、米国法律協会(American Law Institute)が、Principles of Corporate Governance and Structure—Restatement and RecommendationsのTentative Draft No. 1を公表した時である。

改訂2014」を閣議決定し、その中に、東証および金融庁を共同事務局とする有識者会議を設置し、翌年（平成27年）の株主総会シーズンに間に合うよう「コーポレート・ガバナンス・コード」を作成することを支援する旨を表明した。その有識者会議が平成27年3月5日に「コーポレート・ガバナンス・コード原案」を決定したことを受けて、東証は、同年5月13日に、上場会社に向けた「コーポレート・ガバナンス・コードの策定に伴う有価証券上場規程等の一部改正について」を公表し、同年6月1日からこれを施行した。上場会社は、同コードを実施しない場合には、「コードを実施しない場合の理由の説明」を記載したコーポレート・ガバナンス報告書を、平成27年6月1日以後最初に開催する定時株主総会の日から6箇月以内に東証に提出することが必要とされた<sup>(2)</sup>。

こうした東証の上場規程等に基づく措置、および、それに先立ち、金融庁内に設けられた「日本版ステewardシップ・コードに関する有識者検討会」が平成26年2月26日に公表した『『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版ステewardシップ・コード》』、ならびに、平成26年に成立し翌年5月から施行された、金商法適用会社に社外取締役1名以上の設置を“事実上義務づける”会社法の改正等が相俟って、マスコミ等が平成27年を“企業統治元年”と称したわけである。

本稿では、Ⅱにおいて、日本ではとかく曖昧な意味に用いられがちな「コーポレート・ガバナンス」という語の意義を検討するとともに、現在、なぜそれが世界的流行語になっているかを述べる。次に、Ⅲにおいて、「コーポレート・ガバナンス」の語を生み出した米国において、そのために用いられている手法を整理する。当該手法には、日本では、社会的制約等からほとんど用いられないものもある。Ⅳにおいては、「コーポレート・ガバナンス・コード」（正確には「コーポレート・ガバナンス・コード原

---

(2) 新聞報道によると、平成27年中に当該報告書を公表した東証第1部・第2部上場会社1858社のうち、コードが定める原則等をすべて実施すると報告した会社は全体の12パーセントとされる（2016年1月21日・日本経済新聞朝刊）。

案) が、当該コードを踏まえた会社が目指すべき目的として「攻めのガバナンス」（具体的にいえば、「会社の持続的な成長」）を掲げている点について、コードの制定という手法と「攻めのガバナンス」という目的との間に整合性があるか否か疑わしいことを指摘するとともに、「会社の持続的な成長」につながるコーポレート・ガバナンスの手法があるとすればそれは何か、そしてその実施が日本で可能なのか、を検討する。

## II 「コーポレート・ガバナンス」という語の意義

### 1 米・英における「コーポレート・ガバナンス」の概念

コーポレート・ガバナンスの概念は、1970年代末から80年代初頭にかけて米国で生まれ、90年代初頭の英国でその新種が誕生した。米・英以外の先進国でもその英語がそのまま使われる例があることからわかるように<sup>(3)</sup>、きわめてアングロ・サクソンの概念であって、それ以外の国の「コーポレート・ガバナンス」は、少なくとも世界的な影響力は、皆無といつてよい。

「コーポレート・ガバナンス」とは、一言でいうと、「経営者（常勤で会社の業務執行に当たる者）に対する監督（規律づけ）の仕組み」のことである。誰の利益のための監督かについては、見解が分かれる余地が若干ある

---

(3) ドイツ株式法161条は、政府が“Corporate Governance Kodex”を作成し（2002年作成）、各上場会社は、事業年度ごとに、当該コード（Kodex）の遵守状況を Comply or Explain の形で公表しなければならない旨を規定している。このように、ドイツの法令中に“Corporate Governance”という英語がそのまま登場するところを見ても、「コーポレート・ガバナンス」の概念がきわめてアングロ・サクソンの意義を有することが看取される。フランスでは、英語をそのまま用いることはせず、「コーポレート・ガバナンス」を直訳した *gouvernement d'entreprise* という語を使うようである（鳥山恭一「コーポレート・ガバナンスとフランス会社法（上）」監査459号16頁（2002）参照）。なお、フランスにもコーポレート・ガバナンス・コードは存在するが、企業団体が作成したものに各企業が自発的に準拠する形のものである（石川真衣「フランスにおけるコーポレート・ガバナンス・コードの見直しについての覚書」早法91巻1号38頁注1〔2015〕）。

が、米国では、株主の利益のためであることがほぼ自明の前提である。日本で過去述べられたコーポレート・ガバナンスの定義の中では、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムの「新コーポレート・ガバナンス原則」(2006年)中の次のものが、米国における原義にもっとも近いと思われる。

“コーポレート・ガバナンスとは、株主から任された受託責任を負っている会社役員がその受託責任を全うすることを確保するための仕組みである。”

しかし、日本では、「コーポレート・ガバナンス」の語は、「会社の機関」制度とか「会社の運営・管理機構」一般を指すかのごとく、曖昧に使われる傾向が強くなっている。次にあげる東証の定義<sup>(4)</sup>にも、そうした傾向が見られるが、最後の部分に、未だ原義を留めている。

“コーポレート・ガバナンスは、企業統治と訳され、一般に企業活動を律する枠組みのことを意味する。……現代の経済社会における企業の利潤追求活動は、多様な利害関係者（株主又は投資者・経営者・従業員・取引先・債権者・地域社会等）との複雑な利害調整なしには成立し得ない。……コーポレート・ガバナンスにはこれらすべての利害関係者との関係のあり方が影響を与えるが、資本市場の視点から見ると中核的なものは、株主（又は潜在的な株主としての投資者）と経営者との関係である。”

ところが、今回、コーポレート・ガバナンス・コードの策定に関する有識者会議が作成した「コーポレート・ガバナンス・コード原案」の「序文」の冒頭に出て来るコーポレート・ガバナンスの定義は、次のようなものである。なお、この定義は、「“日本再興戦略”改訂2014」閣議決定において用いられていた定義そのままである。

“本コード（原案）において、「コーポレート・ガバナンス」とは、会社が、

---

(4) 東京証券取引所「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」(2004年策定、2009年改定)。

株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。”

ここには、株主の利益の点はおくとしても、「経営者に対する監督の仕組み」ということすら出てこない。こうした出発点における誤解（または、歪曲）が、「(良いコーポレート・ガバナンスは) 企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図る」ことになるという、他に類例を見ない今回のコーポレート・ガバナンス・コードの主張につながっていくわけである。

## 2 米・英における「コーポレート・ガバナンス」概念の誕生の経緯

### (1) 米国

「株主の利益のための、経営者に対する監督の仕組み」というコーポレート・ガバナンス概念は、なぜ、1970年代ないし80年代の米国、あるいは90年代の英国で誕生（または明確化）したのであろうか。

「会社経営者は、残余権者（residual owner）である株主の利益の最大化を目指して行為すべきである」という法的たてまえば、アングロ・サクソン諸国であれ大陸法系諸国であれ、共通のものである。しかし、公開会社において、経営者にそのたてまえどおりの行為をさせることが困難なことは、伝統的に“会社は株主のもの”という観念が強かった米・英においてすら認識されてきた。株式所有が分散した会社の株主には、事実上その力がないため、公開会社は「経営者支配」(management control) の下に置かれるという、パーリー＝ミーンズの<sup>(5)</sup>な認識である。その状況を覆し、「経営者を株主の利益のために行為させることは、(容易ではないにせよ) 必ずしも不可能ではない」と認識できる状況が、米国においては、その時点で出現したということである。

---

(5) パーリー＝ミーンズ（北島忠男訳）・近代株式会社と私有財産（文雅堂銀行研究社・1958）。原著の公刊は、1932年である。

状況の変化をもたらした第 1 の要素は、株式市場の“機関（投資家）化”である。米国の株式市場では、投資信託・年金基金・保険会社等の持株比率が高まったことによって、パーリー＝ミーンズの時代と異なり、機関投資家等の大株主がある程度一致団結すれば、経営者に対し影響力を行使できる状況が、既に生まれていた。

第 2 に、より重要なことは、大株主が経営者に対し影響力を行使しようという意欲を持つ状況が、この時点で出現したことである。

その一つは、従業員の退職年金基金の運用者を規制するエリサ法 (Employee Retirement Income Security Act) を所管する米国労働省が、1988 年に、同法に基づき年金基金の運用者が年金受給者に対して負っている忠実義務の範囲は、単に投資対象の選択の局面に限られるわけではなく、株主総会における議決権行使等の局面にも及ぶという解釈を示したことである。これによって、年金基金の運用者は、経営者からの勧誘に応じて、たやすく議案賛成の委任状を交付することができなくなった。そこで年金基金の運用者が行ったことは、ISS (Institutional Shareholder Services) 等の議決権行使助言会社と契約を締結し、その助言に基づき議決権を行使することである。そこで、当該助言に従った機関投資家が一斉に経営者側の提案に反対する議決権行使を行う事態も出てきた。

二つ目は、バイアウト・ファンド、ヘッジ・ファンド等の投資ファンドの出現である。同じ大株主でも、年金基金等の機関投資家が、エリサ法等の規制の関係から、いわば“受け身”で経営者の監督に乗り出したのに対し、投資ファンドは、支配株式を取得する (バイアウト・ファンド) か、非支配株式を取得する (ヘッジ・ファンド) か、手法は様々であるにせよ、もともと経営者に対する影響力の行使に積極的である。投資ファンドの出現の契機は、1970 年代にマイケル・ミルケン (Michael Milken) がジャンク債市場を創出したことによって、ファンド運営者にとって、レバレッジをきかすための借入金を容易に調達する道が開けたことである。

第 3 に、経済学および法律学の世界が、「株主の利益のための経営者に

対する監督の仕組み」の研究一色に染まったことである。その発端は、1976年の Jensen & Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* という論文<sup>(6)</sup>であり、会社を、多くのステークホルダー間の契約関係の結び目 (a nexus for contracting relationship) であると概念規定しながら、中でも、公開会社における株主・経営者関係を agency の関係<sup>(7)</sup>にとらえ、そこに生ずるエイジェンシー・コスト (agency costs)、すなわち、「受任者である経営者の義務懈怠を防止するために費やされるコストおよび防止しきれず残される損失」を最小化する仕組みの研究の重要性を説いた。この視点が、会社を対象とする経済学および法律学を今日まで席卷し、その視点から機関投資家、投資ファンド等の活動を評価・論述することを通じて、実務に影響を与えている。

## (2) 英国

英国の特徴は、株主（投資家）の利益を代表する金融・証券業界（シティ）の力が、公開会社の経営者に対する関係で、相対的に強いことである。その力の源泉は、英国の株式市場には小口（個人）投資家がほとんど存在せず、機関投資家、外人投資家という大株主のみの市場であることに由来する<sup>(8)</sup>といわれる。

シティの行動様式の特徴は、立法部・司法部も含め、国家権力の経済活動への介入を嫌うことである。したがって、ルール作りは、法令の制定で

(6) 3 J. Fin. Econ. 305-360 (1976). 著者は、双方とも、当時、ロチェスター大学・経営大学院の教授であった。

(7) 英米法は、代理の外部関係と内部関係（日本法であれば「委任」）とを区別せず、agency という一つの法分野として論ずる。

(8) 機関投資家と外人投資家の合計持株比率が81パーセントに達するといわれる。このような状況が生じた理由は、第二次世界大戦の終結時から1979年までの間、個人の投資収益に対しては禁止的な高税率が課され、他方、集団投資スキームの配当収入には、優遇的な低税率が課されたことにあるという (Armour & Skeel, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?—The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, 95 Georgetown L. J. 1727, at 1769 (2007))。

はなく、極力、業界の自主規制の形で行おうとする。<sup>(9)</sup>

コーポレート・ガバナンスに関する自主規制ルールの作成は、監査制度等を取り扱った1992年のキャドバリー報告書に始まるいくつかの報告書として公表され、1998年に、それら各報告書の内容が統合される形で「統合規範 (Combined Code)」<sup>(10)</sup>と呼ばれるものになった。統合規範は、ロンドン証券取引所の上場規則中に取り込まれ、上場会社は、各会計年度の年次報告書上で統合規範の遵守状況を開示することが義務づけられた。

こうした英国型のコーポレート・ガバナンスは、「株主の利益のための経営者に対する監督の仕組み」である点においては、米国と共通する。しかし、証券取引所のルールという形式をとること、および、経営者に対し、そのルールの Comply or Explain を要求するものであること等の独自の特徴を有しており、今回の日本のコーポレート・ガバナンス・コードの制度も含め、諸外国に大きな影響を与えている。日本の場合、金融商品取引所のルールという形式をとること、および、いわゆる Comply or Explain を要求するものであることは、英国の制度に倣っているものの、実質は政府（金融庁）主導で行われている点が、出発点において英国の場合と大きく異なるといえよう。

### Ⅲ コーポレート・ガバナンスの手法

米国におけるコーポレート・ガバナンスの手法、すなわち「株主の利益

---

(9) 自主規制ルールの内容は、機関投資家等の圧力を背景にした金融・証券業界が、経営者の主張を押さえ込む形のものになることが少なくなく、敵対的企業買収に関する英国の自主ルール（シティ・コード）は、その典型とされる。英国は、先進国の中でもっとも株主の力の強い国である。

(10) 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編・コーポレート・ガバナンス—英国の企業改革411頁（商事法務研究会・2001）参照。なお、英国には、これとは別に、2010年以來、日本のステュワードシップ・コードに相当するものも存在している。有吉尚哉「日本版ステュワードシップ・コードへの実務対応」商事2034号18頁（2014）参照。



のため経営者を監督する手法」、いいかえると「株主の対経営者関係における“エイジェンシー・コスト”を最小化するための手法」は、いろいろある。英国における当該手法も、前述した「統合規範の遵守状況の開示」に限られるわけではなく、米国に存在しない、英国独自のものがそれである、というに過ぎない。次に、米国に1980年代以降に現れたものを中心に、その手法を、経営者にとって“劇薬”である順にリスト・アップしてみる。簡単にいうと、「買収」、「訴訟」、「株主総会」、「取締役会」の順である。

### 1 バイアウト・ファンドによる買収

投資ファンドのうち、バイアウト・ファンド<sup>(11)</sup>（Buy-out Fund）は、支配株式の取得等の方法によって会社の経営権を掌握し、経営を改善した後に当該会社（支配株式）を売却することによって利益をあげることを目指すものである。支配株主自身が経営を行う（または、支配株主が経営者を密着して監督する）わけであり、エイジェンシー・コストは消滅する。投資ファンドによる買収が、たとえば独立した会社に社外取締役を入れることに比して、より経営の改善に資する可能性が高い理由は、①非公開化（上場廃止）によってリスク・テイクが可能になる、②過半数所有株主の出現により、経営者・従業員に緊迫感が生まれ、生産性が向上する、③投資ファンドの運営者は、出資者に対し責任を負っており、社外取締役より高い経営改善のモチベーションを有する、④買収時に実地詳細調査（Due Diligence）<sup>(12)</sup>を行うので、情報の非対称性が少ない等であるといわれる。

バイアウト・ファンドの活動の特殊な一つの形態が「敵対的企業買収」であるが、現在の米国では、ポイズン・ピル等による防衛手法が確立した

(11) KKR (Kohlberg Kravis Roberts)、Blackstone、Carlyeなどがその著名なものである。MBO (Management Buy-Outs) は、バイアウト・ファンドによる企業買収の一形態である。

(12) 佐山展生＝山本礼次郎・バイアウト151頁（日本経済新聞出版社・2009）。

ことにより、敵対的企業買収は、ほとんど存在しなくなっている。

## 2 証券クラス・アクション

株主（投資家）が訴訟により経営者（または会社自身）の責任を追及する手法のうち、米国でもっとも頻繁に提起されるのは、会社の不実開示により証券売買上の損害を被ったと主張する“証券クラス・アクション”であり、毎年、米国の上場会社の約 2 パーセントは、当該訴訟の標的にされるといわれている。<sup>(13)</sup> 米国では、この種の訴訟が原告側弁護士自身の金儲けのための“喰い物”にされているという批判があり、1995年証券民事責任訴訟改革法（The Private Securities Litigation Reform Act of 1995）は、原告側弁護士の言いなりにならない機関投資家を代表原告（Lead Plaintiff）として選択しやすくするための制度改革を行った。<sup>(14)</sup>

## 3 株主総会

株主総会は、会社の支配権争奪の場となることもあるが、ここでは、それ以外の形で経営者の監督の場となる場合をあげる。

一つは、機関投資家に対する議決権行使助言会社の影響力の増大であるが、これについては、既に述べた（II 2（1））。

二つ目は、投資ファンドのうちの、いわゆるアクティビスト・ファンド（Activist Fund）の活動である。アクティビスト・ファンドは、パイアウト・ファンドと異なり、会社の支配権を掌握できるほどの株式は取得せず、<sup>(15)</sup> しかし、経営者に相当程度の影響力を行使でき、かつ株価が値上がりすれば相当程度の利益が得られる株式を取得した後に、経営者に対し経営改善の具体的な要求を突き付ける。当該ファンドの持株比率は、個々の機関

---

(13) Baker & Griffith, *The Missing Monitor in Corporate Governance: The Directors' & Officers' Liability Insurer*, 95 *Georgetown L. J.* 1795, at 1801 (2007).

(14) Securities Exchange Act of 1934, Sec. 21D (a) (3) (B) (iii).

(15) この点で、アクティビスト・ファンドは、「ヘッジ・ファンド」の一種に分類される。

投資家の持株比率と大差ないが、機関投資家との差異は、当初から経営改善の要求を突き付ける意図で（いいかえると、経営が改善されれば株価が上昇するという見込みを持って）株式を取得する点にある。

経営者と経営改善の交渉を行い、あるいは株主総会のための委任状の勧誘を行うには、それ相応のコストを要する。したがって、年金基金、投資信託等の機関投資家がアクティビスト・ファンドのような行動をとることは期待できない<sup>(16)</sup>が、米国の機関投資家は、アクティビスト・ファンドが経営者監視活動を開始すると、それを支持して動く場合が少なくないといわれる<sup>(17)</sup>。

#### 4 政府の介入

米国でも、経営者の監督について政府（立法）が介入する事態は生じた。一つは、2001年のエンロン、ワールドコム等の粉飾決算・倒産といった会計不祥事への対処として制定された Sarbanes-Oxley Act of 2002<sup>3</sup>が、上場会社等の監査委員会（audit committee）の構成員である取締役の全員が「独立性」の要件を満たすべきことを規定した<sup>(18)</sup>ことである。二つ目は、2008年の金融危機（リーマン・ショック）後に制定された Dodd-Frank Act of 2010<sup>4</sup>が、上場会社等の報酬委員会（compensation committee）の構成員である取締役の全員が「独立性」の要件を満たすべきこと、および、役員報酬につき一定期間ごとに株主総会の承認決議を行うべきことを規定した<sup>(19)</sup><sup>(20)</sup>。

(16) 他の機関投資家との間で運用成果を競っている機関投資家にしてみれば、誰か他人がそうした行動をとるのを待ってフリー・ライドすることがコスト的にもっとも合理的であり、機関投資家のこうした消極性は、「合理的に消極」（rationally reticent）なものとする。

(17) Gilson & Gordon, The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, 113 Colum. L. Rev. 863, at 896 (2013).

(18) Securities and Exchange Act of 1934, Sec. 10A (m) (3).

(19) Securities and Exchange Act of 1934, Sec. 10C (a) (2).

(20) Securities and Exchange Act of 1934, Sec. 14A (a). もっとも、当該株主総会の承認決議は、いわゆる勧告的決議であって、会社を法的に拘束するものではない。

ことである。

もつとも、監査委員会・報酬委員会の構成員を独立取締役に限ることを中心とした米国（連邦政府）の立法的介入に対しては、学者の間では、“的外れ”であるとの批判が少なくない。すなわち、監査委員会の規制に関しては、当該委員会の独立性と会計・開示の適切性との間の相関を示す実証的データがないままに規制を設けたことに対する批判が強い。<sup>(21)</sup>

また、役員報酬規制に関しては、当該報酬がストック・オプションなど株主の利益と連動する形になったことから、金融機関の経営者が高リスク経営に走った点<sup>(22)</sup>が金融危機の原因であるにもかかわらず、株主に当該報酬を監視させる法制は無意味だという批判<sup>(23)</sup>である。

なお、米国では、取締役会をほぼ社外取締役のみで構成する形で取締役会の独立性を高める点は、政府の介入を待たず、経営者が自発的にそれを受け入れる形で実現した。経営者が無抵抗だった点が、逆に、当該措置が本当に経営者の監督強化なのかという形の議論を惹起している。<sup>(24)</sup>

(21) Clark, Corporate Governance Changes in the Wake of Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too, 22 Ga. St. U. L. Rev. 251 (2005); Romano, The Sarbanes-Oxley Act and Making of Quack Corporate Governance, 114 Yale L. J. 1521 (2005).

(22) 公開会社の株主は、分散投資によってユニーク・リスクを排除できることから、個々の会社はハイリスク・ハイリターンの経営を行うことが、一般に、株主の利益と一致する。

(23) Bebchuk & Spamann, Regulating Bankers' Pay, 98 Georgetown L. J. 247 (2010).

(24) 今日、米国の上場会社の約60パーセントは、CEOを除く全取締役が社外（独立）取締役であるという構成をとっている。これは、表面的には、取締役会の経営者からの独立性の強化であるが、なぜそれを経営者が受け入れたのかに関する議論として、たとえば、Velikonja, The Political Economy of Board Independence, 92 NC L. Rev. 855 (2014).

## Ⅳ 日本におけるコーポレート・ガバナンスの展開

### 1 「コーポレート・ガバナンス・コード」の特徴

#### (1) 金融庁・経済産業省の主導

日本の現在のコーポレート・ガバナンス改革が政府主導によって行われていることは前述したが、その“政府”の実体が、会社法（平成17法86号）を所管する法務省ではなく、金融庁および経済産業省という経済官庁である点に顕著な特色がある。

現在につながる金融庁および経済産業省の動きは、平成21年に当該両官庁が、日本の経済および資本市場の衰退の原因が日本の上場会社のコーポレート・ガバナンスにある旨を主張する報告書を、それぞれ別箇に公表し<sup>(25)</sup>たことに始まる。同年、監督官庁である金融庁の意向を受けた東証は、上場会社に対し「独立役員」の選任を義務づける上場規則等の改正を行った。今回の「コーポレート・ガバナンス・コード」の実施も、東証の有価証券上場規程によって上場会社を義務づけ、それに対する企業の具体的対応を経済産業省が援助する形をとっている<sup>(27)</sup>。

#### (2) 目的としての「攻めのガバナンス」の強調

今回、コーポレート・ガバナンス・コードの策定に関する有識者会議が作成した「コーポレート・ガバナンス・コード原案」の「序文」にあるコーポレート・ガバナンスの定義の特異性については、前述（Ⅱ 1）したところであるが、「序文」には、もう一箇所、注目を惹く記述がある。当該

(25) 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報告「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」商事1870号45頁（2009）、経済産業省「企業統治研究会報告書」同号55頁。

(26) 上場会社でも、本則市場（市場第1部・第2部）の会社とマザーズおよびJASDAQ市場の会社では、当該コードの適用範囲に差異がある（有価証券上場規程436条の3）。

(27) 中原裕彦＝梶元孝太郎「コーポレート・ガバナンスの実践（上）（下）」商事2077号4頁、2078号17頁（2015）。

箇所は、マスコミにおいても、もっとも有名になっている箇所である。

“会社は、株主から経営を付託された者としての責任（受託者責任）をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である。本コード（原案）は、こうした責務に関する説明責任を果たすことを含め会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果断な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンス」の実現を目指すものである。本コード（原案）では、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いている。”

コーポレート・ガバナンス・コードを踏まえた会社が目指すべき目的として、「攻めのガバナンス」、具体的には、「健全な企業家精神の発揮」（いかえると「リスク・テイク」の勸奨）、「会社の持続的な成長」、「中長期的な企業価値の向上」といったことが諸外国の同種のものにおいて述べられた例を、寡聞にして知らない。一般に、英国の「統合規範」に始まる諸外国の「コード」が掲げる当該目的は、「株主（投資家）の信頼の獲得」である。たとえば、「日本再興戦略」改訂2014中において、日本のコードの策定に当たって踏まえるべきものとして明示された「OECD コーポレート・ガバナンス原則」（2004）は、「前文」において、次のように述べている。

“一つの会社内や国の経済全体を通じて有効なコーポレート・ガバナンス体制が存在することは、市場経済が適切に機能するのに必要な程度に信頼を高めることの助けとなる。その結果、資本コストが低下し、会社が資源をより効率的に活用するよう促進されることで、成長が下支えされることになる。”

“会社が基本的には外国の資本に依拠することがないとしても、良いコーポレート・ガバナンス慣行を採用することは、国内の投資家の信頼を高め、資本コストを低下させ、金融市場の機能を下支えし、結局は、より安定的な資金を誘引することになる。”

日本の「コーポレート・ガバナンス・コード（原案）」と「OECD コーポレート・ガバナンス原則」とは、前者は後者を踏まえて作成されたこともあり、コードの具体的内容には、大きな差異はない。ところが、当該コードによって前者が目指す目的は、「攻めのガバナンス」、突き詰めれば「会社の持続的な成長」であり、後者が目指す目的は、「株主（投資家）の信頼を得ることによる資本コストの低下」である。この両者は、明らかに異なるものである。

「会社の（持続的な）成長」とは、株主の立場からすれば、自己に帰属すべき残余キャッシュ・フローが成長すること、すなわち、企業の現在価値の算式：

$$NPV（企業の現在価値）= CF_1 / (1+K_1) + CF_2 / (1+K_2)^2 + \dots + CF_n / (1+K_n)^n + TV_n / (1+K_n)^n$$

CF：予想キャッシュ・フロー額

K：資本コスト

TV：残存価値  $TV_n = CF_n (1+G_{CF}) / (K-G_{CF})$

G<sub>CF</sub>：予想キャッシュ・フローの予想成長率

でいえば、CF が持続的に成長すること（G<sub>CF</sub> が大きいこと）であり、“企業”の構成員に従業員まで含めて考えるとすれば、従業員の給与が増加していくことである。すなわち、上記算式の分子が増加することであって、日本の「コーポレート・ガバナンス・コード（原案）」は、その実現を期待しているという。それに対し、「OECD コーポレート・ガバナンス原則」の目的は、資本コスト（上記算式の K）を低下させること、すなわち上記算式の分母を減少させることであるという。分子の増加も分母の減少も、企業の現在価値の増加（会社の株価の上昇）を生じさせるものの、考えていることは違う。

日本のコーポレート・ガバナンス・コードは、金融商品取引所の上場規則であるから、その名宛人は会社（上場会社）である。したがって、同コ

ードが採用するコーポレート・ガバナンスの手法は、会社を義務づければ実現可能なものに限られる。具体的には、①株主の権利に関する事項（株主総会の在り方、株主との対話の重視等）、②株主以外のステークホルダーの取扱いに関する事項（女性の活躍、内部通報体制の整備等）、③情報開示に関する事項、④取締役会・監査役会に関する事項（独立社外取締役の2名以上の選任等）<sup>(28)</sup>である。これらの事項の改善は、会社の持続的な成長を実現するものか、それとも、資本コストの低下に寄与するものか。

会社がコーポレート・ガバナンス・コードを遵守して①から④の事項を改善することが、株主（投資家）の会社に対する信頼を高め、会社の資本コストを低下させるとの主張は、理解しやすい。たとえば、株主の権利が尊重されること、違法行為に関する内部通報体制が整備されること、株主への適切な情報開示がなされること、独立社外取締役による経営者の監督が行われること等が、株主から見た“会社の不確実性”を低減させることは明らかであり、したがって、株主が会社に対して要求するリスク・プレミアム（資本コストの構成要素）は、低下するであろう。

他方、①から④の事項の改善と「会社の持続的な成長」、たとえば残余キャッシュ・フロー（株主に帰属するキャッシュ・フロー）の増加とは、直ちに結びつくものではないように思われる。たとえば、女性に活躍の場を与えれば生産性が上がる可能性はあるかもしれないが、確実にそう成る保証はないであろう。独立社外取締役は、経営者ほど会社・業界の情報に通じているわけではないから、残余キャッシュ・フローの増加につながるアイデアを簡単に出せるわけではないであろう。独立社外取締役が経営者の利益相反行為を監視することは、残余キャッシュ・フローの流出防止に寄与するとはいっても、「会社の持続的な成長」を促すとまではいえないであろう。結局のところ、「会社の持続的な成長」が実現されるか否かは、直接には経営者の能力次第なのであって、①から④の事項の改善ではない。

---

(28) ①はコーポレート・ガバナンス・コードの基本原則1および5、②は基本原則2、③は基本原則3、④は基本原則4である。



④の事項の改善（たとえば、独立社外取締役数がゼロであった会社がそれを選任する、一定の資格を有する独立社外取締役を置く等）が、少なくとも短期的に会社の株価の上昇（Tobin's Qの上昇等）をもたらすとする実証研究は、日・米に少なくない<sup>(29)</sup>。他方、当該改善が会計ベースのパフォーマンス指標の向上（ROAの上昇等）につながることを示す実証研究は乏しい<sup>(30)</sup>。このことは、④の事項の改善がもたらすものは、会社の資本コストの低下にすぎない（株価の上昇は、その結果である）ことを示すもののように思われる。

金融庁・経済産業省は、アベノミクスの“第3の矢”である「成長戦略」と関係づけるために、コーポレート・ガバナンス・コードを「会社の持続的な成長」につながるものと主張してはみたものの、その論理的な説明に苦慮しているように見える。平成27年7月に経済産業省の研究会が公表した、当該コードの下で各会社のとるべき対応を説く報告書<sup>(31)</sup>中で会社の持続的な成長を図る措置として掲げられているものは、会社が経営者等に対するインセンティブ報酬をより活用すべきこと<sup>(32)</sup>（そのための政府の施策として、税制改正等を検討すべきこと）、D&O保険をさらに活用すべきこと<sup>(33)</sup>

(29) 内田交謹「取締役会構成変化の決定要因と企業パフォーマンスへの影響」商事1874号20頁（2009）、Litov, Sepe & Whitehead, *Lawyers and Fools: Lawyer-Directors in Public Corporations*, 102 *Georgetown L. J.* 413（2014）。

(30) 内田・注29、Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 *Stan. L. Rev.* 1325, at 1358（2013）。

(31) 注27参照。

(32) 経営者等のインセンティブ報酬制度として、平成9年商法改正によりストック・オプション制度が導入されて以来20年近く経過しているが、日本における当該タイプの報酬の利用は、諸外国に比べて著しく低い。利用されない主たる理由が税制であるとは思われない。なお米国には、経営者等に対するインセンティブ報酬の付与が株式パフォーマンス向上につながるかに関する実証研究は数多いが、効果ありとする研究、影響ないとする研究、マイナスの効果があるとする研究のそれぞれがあり、定説はない（Stout, *Killing Conscience: The Unintended Behavioral Consequences of “Pay for Performance”*, 39 *J. Corp. L.* 525, at 534（2014））。

(33) D&O保険による保護の充実は、経営者の「健全な企業家精神の発揮」（経営上のリスク・テイク）を後押しすると考えられているのであろうが、それは疑わしい。リスクを取る経営を行って経営者が失敗した場合には、一般に「経営判断の原

(施策として、保険料の会社負担部分を拡大すべきこと)といった、新味の乏しいものにとどまっている。

### (3) 有能な経営者の選抜との関係

「会社の持続的な成長」の実現は、経営者の能力次第であると述べたが、コーポレート・ガバナンス・コードがあげるコーポレート・ガバナンスの手法の中に、有能な経営者の選抜につながるものがあるだろうか。

米国には、取締役会の独立性の向上((2)④)と、業績をあげることができない CEO の解職頻度との間には、統計上有意な相関があるとする実証研究もある<sup>(34)</sup>。それが事実だとすれば、独立社外取締役の選任等の措置は、無能な経営者を排除する局面では効果があることになる。もっとも、無能な経営者を排除しただけでは、会社の持続的な成長につながるとは限らない。独立性の強い取締役会が、後継 CEO として有能な者を選定することができなければ、状況は変わらないからである。前述したように、(2)④の事項の改善は、必ずしも会社の会計ベースのパフォーマンス指標の向上をもたらさないとされているが、その理由の一つには、選定面の能力の問題があろう。

CEO を選定する際に、社内の人材の中から選定しようとする限り、取締役会の独立性の向上は、有能な者を選定する能力の向上を意味しないと思われる。独立社外取締役が社内の人材の能力について有する情報は限られており、社内者からの情報に依拠せざるを得ないからである。

他方、CEO を社外からスカウトするケースにおいては、他社の CEO 等から成る独立社外取締役の方が、社内者よりも情報に通じている可能性

---

則」によって救済され、経営者の損害賠償責任は発生しない。D&O 保険が経営者または社外役員にとって役立つ場面は、主に、同人が他に対する監視を懈怠することによって損害賠償責任を負うケースである。

(34) Bhagat & Black, *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, 54 *Bus. Law.* 921, at 924-926 (1999). もっとも、統計的有意性ありとする研究においても、その経済的重要性は大きくないとされており、統計的有意性も認められないとする別の実証研究もある。

が高い。すなわち、このケースにおいては、(2)④の事項の改善は、有能な経営者の選抜に寄与し得るのではないか。

とはいっても、日本の場合、(2)④の事項の改善（独立社外取締役の増加）がCEOの社外からの招聘の頻度を高めるとは考え難い。日本では、独立社外取締役の多くを實際上占める他社のCEO自身が、当該他社の内部昇格者である可能性が高く、そうした独立社外取締役がCEOの他社からの招聘に積極的に動くとは思えないからである。<sup>(35)</sup>

有能なCEOを選抜するもっとも簡単な方法は、他社（多くは、自社より小さな会社）のCEOとして業績をあげた人材をヘッド・ハントすることであろう。しかし、たとえ(2)④の事項の改善の結果、取締役会がその方向に動こうとしても、社内の強い抵抗が予想される日本では、ことは簡単ではないであろう。すなわち、(2)④の事項の改善と「有能な経営者の選抜」（「会社の持続的な成長」の実現）との間には、いくつものハードルがあると認識しなければならない。

## 2 「会社の持続的な成長」をもたらすコーポレート・ガバナンスの手法

「会社の持続的な成長」は、株主の利益に資するものであり、したがって、その実現は、コーポレート・ガバナンス（株主の利益のための経営者に対する監督の仕組み）の一つの目的であるには違いない。そして、1で述べたように、「コーポレート・ガバナンス・コード」の手法は、「会社の持続的な成長」の実現に結びつくものではないとしても、IIIで述べた他の手法の中には、「会社の持続的な成長」という目的と整合するものが存在する可能性がある。ただ、日本では何らかの理由でその手法が排斥されていることによって、会社の持続的な成長が阻害されているのかもしれない。以下、順次検討する。

---

(35) 江頭憲治郎「会社法改正によって日本の会社は変わらない」法時86巻11号65頁(2014)。

## (1) バイアウト・ファンドによる買収

バイアウト・ファンドによる買収は、①経営者によるリスク・テイクを容易にし、②経営者・従業員の生産性を向上させる等と主張されている(Ⅲ1)。そうであるならば、当該手法は、まさに「会社の持続的な成長」をもたらすコーポレート・ガバナンスの手法といえよう。

日本におけるバイアウト・ファンドによる買収(金額)は、世界全体のその約1パーセントとされ<sup>(36)</sup>、世界全体に占める日本の国内総生産(GDP)に比較して相当に小さい<sup>(37)</sup>。すなわち、バイアウト・ファンドによる買収は、日本では低調である。低調である理由は、おそらく、バイアウト・ファンドに買収されると従業員の人員削減が行われるという不安から、当該買収を歓迎されざるものと見る風潮があるからではなかろうか。終身雇用制が原則の日本では、「買収直後には一般企業と比べて雇用の削

---

(36) 統計は、いわゆるバイアウト投資のほか、ディストレスト・ファンド(事業再生・不良債権ファンド)、ベンチャー・キャピタル等を含む、いわゆるプライベート・エクイティ投資全体に関するものしか見つけることができているが、最近はその中でバイアウト投資の額が最大であることもあり、プライベート・エクイティ投資全体における比率が、ほぼバイアウト投資のそれを示していると思われる。本文の数字は、2010年のもので、日本における買収金額は20億米ドル、世界全体の金額は1790億米ドルである(財団法人年金シニアプラン総合研究機構「プライベート・エクイティ投資に関する調査研究」27頁(2012))。別の資料には、同年の世界全体の金額を2040億米ドルとするものもある(Bain & Company, Global Private Equity Report 2015, p. 11)。ちなみに、同年の買収金額1位は米国(810億米ドル)、2位は英国(310億米ドル)、3位は中国(100億米ドル)である。2010年は、プライベート・エクイティ市場がリーマン・ショックから回復した最初の年であるが、2014年の世界全体の買収金額は2520億米ドル、過去の最高額は、リーマン・ショック前の2006年の6870億米ドルとされる(Bain & Company, supra)。

なお、2010年には、日本の官製バイアウト・ファンドともいべき産業革新機構は、既に設立されていたが(2009年設立)、同年の買収実績はほとんどない。産業革新機構は、2011年に約2000億円でジャパン・ディスプレイの株式の70パーセントを、2012年に約1400億円でルネサスエレクトロニクスの株式の69パーセントを取得した。しかし、その2件以外は、小口の出資を行うにとどまっており、同機構の活動によって日本のバイアウト・ファンドによる買収が大きく伸びたわけではない。

(37) 2010年の日本のGDPは、世界全体の8.3パーセントであった。

減率が高くなるとしても、長期的には、削減した分を上回る雇用を生み出している」という主張が通用しないのである。このことが、日本における「会社の持続的な成長」の方策の一つを封じている可能性がある。

## （２）証券訴訟

会社の不実開示によって損害を被った株主（投資家）が提起する証券訴訟が「会社の持続的な成長」に寄与するとは考え難い。会社を被告とする請求は、会社資金を社外に流出させる。経営者または独立社外取締役等を被告とする場合も、D&O 保険の保険料を会社が負担しているので、結局、会社資金の減少につながる。

## （３）アクティビスト・ファンドとその影響力を削ぐ措置

アクティビスト・ファンドは、経営者に対し、短期的な株価の上昇につながる経営改善を要求する勢力であって、「会社の持続的な成長」に寄与する存在ではない。

そして、外国でも、会社は「長期的な株式価値の最大化」を目指すべきであり、そのためには、短期的視野の株主（アクティビスト・ファンドはもちろん、投資信託、年金基金などの機関投資家の多くもこの種の株主に含まれると見られている）の会社経営への影響力を削ぐため、長期保有株主の優遇を図るべきであるとの主張が、現在多く行われている。日本では、平成27年7月にトヨタ自動車が発行したAA型種類株式が、長期保有株主の優遇策であるとされている。もっとも、たとえば米国の学界には、短期的

(38) キャリー＝モリス・ブラックストーン411頁（東洋経済・2011）。

(39) わが国では、投資家が米国のようなクラス・アクションの形で提訴することは難しい。発行開示については、消費者裁判手続特例法の対象となる可能性が皆無ではないものの、当該手続による請求は民法の不法行為に基づく損害賠償請求に限られ（消費者被害回復3条1項5号）、金商法の推定規定等の援用が認められないからである。

(40) 具体的には、長期保有株主につき、①議決権の優遇、②剰余金配当における優遇、③税制上の優遇を図るべきであるとの主張である。①の著名な例として、2014年にフランスが、2年以上株主名簿に登録された株主の議決権を、定款に特別の規定がなくても2倍にする改正を行った例がある（フランス商法225—123条3項）。

視野の株主の圧力が経営者に会社の長期的な株式価値の破壊行動をとらせている証拠はないとして、「長期保有株主を優遇する（経営者を短期的視野の株主の影響から隔離する）形のコーポレート・ガバナンスの有効性」を疑問視する見解も多い。<sup>(41)</sup>

ともかく、コーポレート・ガバナンスの一手法であるアクティビスト・ファンドの活動は、「会社の持続的な成長」にとってマイナスでこそあれ、プラスではないというのが一般の認識であるが、株主の長期的視野・短期的視野の点に関する日本の特徴の一つは、日本は、内外のアクティビスト・ファンドを事実上締め出した先進国では稀な国であって、外国では、これが日本のコーポレート・ガバナンスの特徴を顕著に示す例として、注目されている。<sup>(42)</sup>二つ目は、長期保有株主の典型である“株式持合い”に対する評価の変遷であって、1980年代まで、短期的視野の株主に支配された米国に比べて日本の優れた点とされていたものが、現在では、「会社の持続的な成長」・「中長期的な企業価値の向上」を目的に掲げる「コーポレート・ガバナンス・コード（原案）」においてすら、むしろ否定的に評価される状況<sup>(43)</sup>になっていることである。

(41) Roe, Corporate Short-Termism-In the Boardroom and in the Courtroom, 68 Bus. Law. 977 (2013); Bebchuk, Brav & Jiang, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, 115 Colum. L. Rev. 1085 (2015).

(42) Buchanan, Chai & Deakin, Hedge Fund Activism in Japan: The Limits of Shareholder Primacy 294 (Cambridge Univ. Press 2012). 当該著者は、米・英型のコーポレート・ガバナンスが世界のどこでも通用するわけではないと指摘し、日本における外国アクティビスト・ファンドの失敗の原因を、日本企業の最大の目標が「事業の永続」および「製品市場での成功」であるところ、アクティビスト・ファンドの活動が“それらへの挑戦”と受け取られた点にあると主張している。その観察がまったくの誤りとは思わないが、私は、日本の株主・投資家には、アクティビスト・ファンドの活動（主に遊休資金の株主への分配を求める）と日本の伝統的な“仕手筋”の活動（株価を高騰させて売り抜けるか、グリーン・メールを行う）との区別がつかなかった点が、アクティビスト・ファンドに対する日本市場の拒絶反応の大きな原因ではなかったかと考えている。

(43) コーポレート・ガバナンス・コードにおいては、政策保有株式につき、その経済合理性、議決権行使の基準等を説明等すべきものとされ、その影響から、政策保

## V 終わりに

「会社の持続的な成長」の実現は、主に経営者の力量に依存するものであって、「コーポレート・ガバナンス」に含まれる手法には、「会社の持続的な成長」に結びつくものは少ない。「コーポレート・ガバナンス」の手法は、基本的に、“(株主の利益を)裏切りかねない経営者を監督する”ための「守りの手法」なのであって、「コーポレート・ガバナンス・コード原案」が主張する「“攻めの”(コーポレート・)ガバナンス」は、概念矛盾に近い。

「コーポレート・ガバナンス」の手法のうち、「会社の持続的な成長」に寄与するほぼ唯一のものは、バイアウト・ファンドによる買収であるが、日本の一つの特徴は、バイアウト・ファンドであれアクティビスト・ファンドであれ、投資ファンドによるコーポレート・ガバナンス活動が低調な点にある。そして、その低調さを招来しているのは、法制ではなく、企業社会全体の風潮であると思われ<sup>(44)</sup>る。(完)

---

有株式を多く保有する会社には、その売却の動きが出始めている。

(44) ドイツも、バイアウト・ファンドの活動が比較的低调な点で、日本に類似する。しかし、注36と同じ統計の示すところによると、2010年のドイツにおけるプライベート・エクイティによる買収金額は60億米ドルで、世界全体のその3パーセントである。同年のドイツの国内総生産は、世界全体の5.2パーセントである。すなわち、バイアウト・ファンドの活動が低调とはいっても、日本ほど極端に低調というわけではない。