

制度改革としての「選択」:

日本のコーポレート・ガバナンスの改革をめぐって

カーティス・ミルハウプト
コロンビア・ロー・スクール

2004年12月

はじめに

本日は、私がコロンビア大学の同僚であるロナルド・ギルソンと共同で執筆した論文¹の内容についてお話ししたいと思います。我々の論文の主眼は、コーポレート・ガバナンス改革における日本独特の手法を検証することにあります。「日本独特」と申し上げたのは、日本の改革は、アジア金融危機後の韓国および台湾の改革や、エンロン・スキャンダル後のアメリカにおける統一かつ強制的な取締役会改革とは異なり、取締役会改革につき大企業に選択の余地を残している点に大きな特徴があるからです。我々は、このような選択制という形をとる改革は興味深く、注意深く検討するに値するものと考えます。

我々は初年度に委員会等設置会社に移行した企業、すなわち 2003 年度定時株主総会において委員会等設置会社に移行した企業の特徴およびその戦略を分析しました。ご承知の通り既に委員会等設置会社制度が導入されてすでに 2 年目に入っており、2004 年にも 30 社ほどが委員会等設置会社に移行しています。従って、今後それらの企業を検討対象に加える可能性もあります。しかし現段階においては、改革の初年度に着目することは有意義であると思います。本日は、委員会等設置会社に移行した企業の興味深い特色、および委員会等設置会社制度導入による改革の潜在的問題点または欠点を指摘し、今後検討すべき内容の枠組みをお示したいと思います。

皆さんは自国の改革の内容自体については、すでによくご存知でしょうから、本日はアメリカ人から見て興味深い内容の分析に焦点を合わせるようにします。またアメリカのコーポレート・ガバナンス改革において何が起きているかについて、比較という見地からいくつか申し上げたいと思います。後にご説明するとおり、アメリカと日本はいずれも最近コーポレート・ガバナンス改革に注目していますが、会社法およびコーポレート・ガバナンスに関する我々の視点からは、いくつかの点において正反対の方向に向かっているのです。

近時の会社法改正

申し上げるまでもなく、日本人である皆さんは過去 10 年間における商法の大改正についてよくご存知のことでしょう。しかしながら、かかる改革について外国人の視点からいくつか申し上げることをお許し下さい。

まず、過去 10 年間における商法改正は、柔軟性を持たせるとい性格のものと、監督を強化する性格のものがあります。メインバンクを中心とした戦後の日本のコーポレート・ガバナンスの枠組みが 1990 年代に崩壊し始めるにつれ会社法が日本企業にとって遙かに重要となりましたから、これは至って合理的なことです。それまで大して重要でなかった組織またはエクイティファイナンスに関する規制が企業改革を進め、国際的競争力をつ

¹ Ronald J. Gilson and Curtis J. Milhaupt, Choice as Regulatory Reform: The Case of Japanese Corporate Governance, American Journal of Comparative Law (forthcoming 2005).

けようとする企業にとり障害となったのです。しかも、これらの改革の速度および範囲は劇的です。これは、商法改正過程において経団連、経産省および立法府における個々の議員の活動が大きな影響力を有するようになったという政治的現実を反映するものです。平成 14 年改正における委員会等設置会社制度の創設はこの流れの集積であり、選択制は、アメリカ式の取締役会構造の採用の妥当性についてこれらの関係者間に共通する合意が存在しないという事実を反映しています。

委員会設置会社制度それ自体についてご説明することは当然ながら不要でしょう。しかし、繰り返しになりますが外国人である我々にとって大変興味深いのは商法における「社外取締役」の定義です。商法第 188 条は、要するに社外取締役を「会社の業務を執行しない取締役で、現在および過去において当該会社または子会社の業務を執行する取締役、執行役または使用人となったことがない者」と定義しています。この定義によれば、親会社と関係を有する者が子会社の「社外取締役」に就任できることは明白です。後でもう少し詳しくご説明しますが、この定義は Sarbanes-Oxley 法の成立を受けてニューヨーク証券取引所および Nasdaq が策定した上場基準ならびにデラウェア州判例法における非常に高度な独立性が要求される「独立取締役 (independent director)」の定義と極めて対照的なものです。

委員会等設置会社へ移行した会社の特徴

2003 年度定時株主総会で委員会等設置会社に移行した企業は 71 社となります（ご存知の通り委員会等設置会社同士の合併がありましたので、移行した企業の数自体は若干これより多いのですが）。そのうち 36 社が日立グループまたは野村ホールディングスの関連会社です。

委員会等設置会社に移行した企業にはいくつかのタイプが含まれます。

- ソニーのような国際市場プレーヤー
- オリックスのような外国人持株比率の高い企業
- りそなのような経営困難に陥った企業
- 日立および野村ホールディングスの関連企業

容易に想像がつくことながら、メインバンク系列の企業で委員会等設置会社に移行したものはほぼ皆無です。

興味深くも日立・野村関連会社以外の 35 社中アメリカの証券取引所に上場している企業は 4 社に過ぎません（ニューヨーク証券取引所上場企業 19 社中 4 社、Nasdaq 上場企業 14 社中 0 社）。これはむしろ驚くべきことと言えます。アメリカの投資家を惹きつけようとする日本企業が「アメリカ式」の委員会制度を採用するのが一見自然とも思われるからです。このような意外な結果については、二通りの説明が考えられます。第 1 は、日本の監査役

制度のもとで必要とされる独立取締役の数がアメリカの証券取引所上場基準のもとで監査委員会につき必要とされる数よりも少ないことから、Sarbanes-Oxley 法が日本企業にとって監査委員会を採用せず監査役制度を維持する動機付けとなっていることです。第2は、アメリカで株式を上場している企業のうち7社がいわゆる Level III ADR facilities として上場されていることです。これはこれらの企業がアメリカ証券法のもとでアメリカ企業と全く同じ開示基準に服し、全く同じ責任リスクにさらされていることを意味します。よって、ある意味ではこれらの7社は既に「アメリカ式」のコーポレート・ガバナンスに従うことを保証しているわけです。実際、Level III ADR である7社のうち委員会等設置会社に移行したのは日立製作所1社に過ぎず、後でお話するとおり、同社が委員会等設置会社に移行した理由もアメリカのコーポレート・ガバナンスに従うことの表明とはおそらく関係がありません。

なぜ日本企業が委員会等設置会社に移行するのか：いくつかの仮説

従って問題は、なぜ日本企業が委員会等設置会社に移行するのかということになります。いくつかの仮説を以下に述べます。最も簡単な説明は、アメリカ式のコーポレート・ガバナンスが最善であるとの考え、言い換えれば日本企業は業績向上のために委員会等設置会社に移行するということです。この場合、委員会等設置会社移行は表明および保証の手段として機能することになります。しかし問題は、取締役会の構成 (board composition) 、特に独立取締役の存在が、企業業績の重要な決定要素であるという結論は、実証的研究によって裏付けられるものでないということです。唯一の例外は、支配株主が自らの利益のために会社資源を流用でき、少数株主の保護に乏しい韓国のような過渡期の経済において、独立取締役が企業価値を向上させることが示されていることです。このような会社資源の流用は shareholder tunneling と呼ばれますが、かかる環境のもとでは、社外取締役が少数株主を保護し、企業価値を向上させる上で有用であるとの証拠があります。

しかし、このような支配株主または shareholder tunneling の問題は日本には存在しません。ギルソン教授と私は、日本のコーポレート・ガバナンスには tunneling の問題は存在するものの、それは我々が "stakeholder tunneling" と呼ぶものであると考えています。言い換えると、日本では弱体化した企業における過度な従業員保護や ROA を無視した企業拡大など、株主以外の利害を考慮するあまり株主資本が費消されているのです。問題は、日本で採用された委員会等設置会社制度が、緩やかな社外取締役の定義を採用したこともあって、stakeholder tunneling の対策として必ずしも有効でないということです。Stakeholder tunneling 対策には、例えば文化的背景が異なる程に真に外部の視点を有する社外取締役が必要です。従って、委員会等設置会社への移行は信頼できる表明または保証の効果を有するものでないというのが我々の結論です。

第二の説明は、日本企業がその固有の事情に応じて委員会等設置会社に移行するというものです。この考えは、企業所有および組織は内生されるという経済学者Demsetzおよび

Lehnの有名な議論²に基づくものです。言い換えると、企業はその具体的必要性および競争環境に応じ、最善な所有形態および統治方法を選択するという訳です。これは最適な取締役会の構造は、企業ごと、また産業ごとに異なることを示唆しています。

この点は、委員会等設置会社に移行した会社のデータからもある程度裏付けられます。移行会社が最も集中しているのはエレクトロニクス産業です。日本のエレクトロニクス・メーカーは長期に渡り熾烈な国際競争にさらされたことにより、既に伝統的な日本式コーポレート・ガバナンスに依っていません。また小売や金融のような低迷した産業、および外国人持株比率の高い企業にも移行会社の集中が見られます。低迷した企業は現状維持による経営者の利益を打破するために外的な変化要因を必要とするので、これももっともな結果と言えます。

従って、企業はその固有の必要性または産業の特性に応じて委員会等設置会社への移行を選択しているように見受けられます。

第三の説明は、日本企業は企業グループの組織および監督を向上するために委員会等設置会社に移行するというものです。メインバンクを有する系列企業は少なくとも最初は委員会等設置会社に移行する可能性が低く、実際に移行した企業はほぼ皆無です。しかし、日立グループと野村グループの委員会等設置会社移行は委員会制度が変わり得ることを示しています。委員会制度は「アメリカ式」コーポレート・ガバナンスだけでなく「日本式」グループの構造の強化にも利用可能なのです。これは我々には驚きでした。しかし、委員会制度の可変性が社外取締役の緩やかな定義に由来することは明らかです。日立グループおよび野村グループによる委員会等設置会社制度の採用は、新法が概して意図しない結果をもたらし得ることを示しています。

実際に、日本監査役協会が実施した調査によると、非グループ企業がアメリカ的な感覚でいう「独立取締役」を有する傾向がある一方、グループ企業は親会社と関係を有する「社外」取締役を有しています。

最後に、ここまで委員会等設置会社移行についてひとつの際だったパターンが見られないという点については、二つの関連した説明が可能です。多くの企業の動機はおそらく企業内または経済全体を通じて絶対的なものではないということ、そして政治経済の観点からは、初期段階においては委員会等設置会社に移行する選択肢について高度の不確定要因が存在するということです。平成14年改正を導いた政治的動きは、すべてが同方向を目指したものではありませんでした。ある企業は変化を望み、他の企業はそれを頑なに拒んだのです。法務省はすべての大会社について社外取締役を置くことを要求することを提案し、アメリカの制度を支持する方向に動いたように思われます。他方で財務省はアメリカの制度は日本に適さないと公に表明しました。

² Harold Demsetz & Kenneth Lehn, The Structure of Corporate Ownership, 93 J. Pol. Econ. 1155 (1985)

委員会等設置会に移行に関するイベント・スタディ

さて、これまでお話しした仮説のいずれが委員会等設置会社への移行の第一ラウンドで作用したのか見極めるために、我々は委員会等設置会社への移行に対する株式市場の反応を測定すべく event study [実証分析] を実施しました。我々は、日立関連会社以外で株価を入手することのできた 22 の公開会社について分析を行いました。委員会等設置会社移行の発表にかかる 22 社の平均超過収益率はマイナスですが、ゼロからの有意な乖離ではありません。この結果は、委員会等設置会社への移行による「良好なコーポレート・ガバナンス」の表明または保証は有効でないという我々の分析と一貫しています。我々の得た結果は stakeholder tunneling を抑制することによる株価上昇を一切示さず、市場は委員会がこれを設置した企業にとってプラスにもマイナスにも作用しないと判断しているようです。

我々はまた 22 社を「国際」企業 12 社と「国内」企業 10 社に分けて分析を行いました。これは、外国人持株比率の高い企業や国際的業務の占める割合が高い企業については委員会等設置会社への移行が既に株価に織り込まれている可能性があるため、国内企業に限定することで市場の反応についてより明確な分析をすることができる可能性があるとの考えに基づくものです。しかし、いずれのグループについても統計的に有意な結果は得られませんでした。

先にお話しした各企業が固有の事情に応じて委員会等設置会社に移行するという観点からは、委員会等を設置することにより効率的な企業と非効率的な企業が相殺され、グループ全体として有意な結果が得られない可能性があります。そこで各社固有の事情が有意でない結果の原因となっているかを判断するため、我々は 22 社それぞれについても市場の反応を分析しました。市場は 3 社の発表につき有意に反応しています。いちよし証券、富山化学工業およびりそなホールディングスです。市場は、いちよし証券および富山化学工業の発表に対して否定的に反応しました。かかる市場の否定的反応について我々には説明が見当たりません。他方で、興味深くも、市場はりそなの発表に対して肯定的に反応しました。我々は、りそなを委員会等設置会社に移行させるという金融庁の発表に市場が肯定的に反応したのは、発表が、金融庁はりそなの再生に本気であることを示し、さらに大きく見れば金融庁が銀行業界の問題を払拭することに本気であることを示したからであると思いません。

委員会等設置会社制度の評価

ここで、委員会等設置会社制度全体に関する我々の評価について述べたいと思います。申し上げるまでもなく、初年度のデータしかないので我々の評価は全く確定的なものではありません。しかし、いくつかのことがこの段階でも既に明らかであるように思われます。

最初は、日本による選択制による委員会等設置会社制度の採用はコーポレート・ガバナンスの「形式の導入」であって「機能の導入」でないよい例だということです。すなわち、

日本はアメリカの委員会制度の外的特徴をいくつか採り入れましたが、この制度は日本においてアメリカで機能するようには機能しそうもありません。これは、アメリカにおいて社外取締役制度を機能させるために補完的に存在する機関が日本には存在しないからです。アメリカにおいては、委員会制度が機能する上で取締役会の判断に関する広範かつ実質的な司法審査が、利益相反や少数株主の利益が損なわれる可能性が高い状況においては特に重要な役割を果たしています。実際、アメリカにおいては、司法審査が Sarbanes-Oxley 法が施行されるよりもずっと前から独立取締役を置く動機付けとして機能していたと言えます。これは、裁判所が取締役会の決定において独立取締役が中心的役割を果たした場合に緩やかな基準を適用することによります。エンロン後の Sarbanes-Oxley 法およびニューヨーク証券取引所および Nasdaq の新上場基準のもとでは、アメリカにおける取締役の独立性に関する審査基準はさらに厳しくなるものと予想されます。実際にデラウェア州の裁判所においてはこれが既に起きているように見受けられます。例えば最近のオラクルに関する裁判において、デラウェアの大法官裁判所 (Delaware Chancery Court) は株主代表訴訟として開始された訴訟を取り下げるか否かを検討するために組織された特別訴訟委員会の委員が、オラクルと雇用または金銭的關係を有しないにも関わらず独立性を欠くと判断しました。委員会の委員が二人ともスタンフォード大学の教授であり、被告であるオラクルの取締役のうち数名がスタンフォード大学と關係を有することをもって、裁判所は独立性を欠くと判断したのです。裁判所は「独立性の問題は、取締役が実質的理由如何に拘わらず会社にとっての最善の利益だけを考慮して判断し得ないかにかかっている。」と述べています。更に、Sarbanes-Oxley 法の影響は、裁判所が独立取締役の果たすべき役割として期待する内容が厳しくなるという形で現れています。例えば最近のディズニーの報酬委員会に関する裁判は、取締役会の独立委員会が積極的に情報を収集し、会社の利益のために積極的に交渉しなければならないことを示唆しています。これを怠った場合、社外取締役が忠実義務違反または意図的な違反行為に基づき個人責任を問われる現実的可能性が、いまや存在することになります。

日本の今後について見ますと、私は新しい委員会制度が商法の定める緩やかな「社外取締役」の定義および会社行為に関する実質的審理の伝統を欠くことと相まって、コーポレート・ガバナンスの問題を引き起こすことを多少懸念しています。私の懸念というのは、裁判所が株主にとって問題のある会社の行為をいわゆる「社外」取締役が承認したことをもって、当該取締役が会社、より具体的には株主にとっての最善の利益だけを考慮して判断することができなかったにも関わらず、これを安易に承認することにならないかということです。先にご説明した用語を用いて言い換えると、私が懸念しているのは、新しい委員会等設置会社制度が実際には独立していない取締役との組合せにより、日本における stakeholder tunneling および経営者保身の有力な手段となり得るとことです。他方で、これまでのところ、委員会等設置会社に移行した殆どの企業が単なる社外ではなく独立した取締役を選任しているようです。

アメリカのコーポレート・ガバナンスの規制枠組みとの比較

アメリカにはコーポレート・ガバナンスについて三通りの規制が存在します。証券取引所の上場基準、連邦証券法のもとでの SEC（証券取引委員会）による規制、そして各州の会社法です。これらのうち最も重要なのは各州の会社法です。また会社法につき最も重要な州であるデラウェア州は授権主義を採用しています。これは、取締役会による忠実義務違反に関する司法審査を条件として、会社の組織およびコーポレート・ファイナンスについては会社法が半ば何でも許容することを意味します。これに対し、Sarbanes-Oxley 法は公開会社について取締役会の構造、役員報酬さらには弁護士倫理について連邦の強行規定を定めています。これはこのような事柄について州法によっていた時代からは大きな変化です。また、証券取引所は Sarbanes-Oxley 法に基づき独立取締役の定義を厳格化し、ストック・オプションを規制するためにその上場基準を改正しました。従って、アメリカのコーポレート・ガバナンス規制の三要素間のバランスは、エンロン・スキャンダル以降大きく変わりました。これがアメリカにおけるコーポレート・ガバナンスにどう影響するか具体的に論じるには早過ぎますが、多くの人々が手続および強行規定に偏重しているのではないかと危惧しているのが現状です。

日本がコーポレート・ガバナンスにつきアメリカに倣ったのは、授権主義を採用した、すなわちあらゆることが許容され、殆ど何も要求されない従前のアメリカ式コーポレート・ガバナンスについてです。この柔軟な会社法に対する授権主義は、相対的に洗練され、相対的に実質的審理を行うデラウェア州裁判所による司法審査と相まって、アメリカ会社法の「遺伝子」を構成すると申し上げても過言ではありません。皮肉なことに、日本が授権主義に向かっている最中に、Sarbanes-Oxley 法がアメリカにおける会社法関連の強行規定を増加させているのです。アメリカが取締役の独立性に関する要件を厳しくしているときに、日本は遙に緩やかな社外取締役の定義を採用しました。このいずれが優れているかは、仮にどちらかが優れているにしても、私にはわかりません。しかし、日本とアメリカのコーポレート・ガバナンス制度がひとつに収斂することは当分ないと断言できます。また、委員会制度が日本企業の間でも単一のモデルに収斂するものではないと思われます。新しい委員会制度のもとでの 1 年目が今後の指標となるのであれば、日本のコーポレート・ガバナンスについて観念的かつ組織的な偏在が継続すると実際に見込まれます。

むすび

私は監査役と委員会制度のいずれが優れているかについてはっきりした意見はありません。取締役会の構造について企業に選択肢を与える考えは、殊に不透明または非効率な構造に対して投資家が制裁を加えるというのであれば合理的であると思います。私は、取締役会の構造よりも日本にとって重要なコーポレート・ガバナンス上の問題があるものと思

います。例えば、会社支配のための市場を創設することや日本における株主行動主義を充実させることなどです。この二つのことは、取締役会における社外取締役の人数や監査役制度と委員会制度のいずれを選択するかよりもはるかに重大な影響を有すると思います。ご静聴どうもありがとうございました。