

コーポレート・ガバナンスの将来

森田 章
(同志社大学法学部教授)

I 資本市場と株主

1. 株主構成の現状

株主構成についてみると、我が国では、全上場会社の40%の株式が金融機関によって保有されている。もっとも、金融機関には生命保険等もふくまれており、そのような機関投資家を差し引けば25%程度が銀行によって保有されているようである。アメリカでは、銀行の株式保有はほとんどなく、最近において機関投資家が株式保有を増やしている。事業会社は、株式保有をしていないようである。これも、我が国とは異なるところであり、株式の持合は、アメリカではないといえよう。詳しくは、証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革—豊かで多様な21世紀の実現のために—」(平成9年6月13日)28頁に掲げられた日米の株式分布状況比較の図表を参照されたい。

バーリ＝ミーンズが説明した巨大会社においては、規模の経済性のために巨額の資金を集める必要があり、その株主は多様性を帯びることとなり、分散した所有は権限を経営者に移行させた。マーク・ローの所説によると、このパラダイムは、アメリカの連邦主義が支配する金融機関分裂の政治力学、ポピュリズム、および利益集団によってこそ説明されるのであり、ドイツや日本は、金融仲介者がコーポレート・ガバナンスに参加してきたという別のパラダイムをもっているといわれている。

このことを法的に考えるとすれば、我が国の金融機関の株式保有規制が独占禁止法上のものにすぎないのに対して(11条)、アメリカではこれがグラス＝ステイガール法に基づいたものであり銀行による株式保有が原則として厳しく禁止されている点に注目すべきである。いわば銀行の健全経営が目的となって銀行の株式保有が禁止されているわけである。たしかにアメリカの1956年銀行持株会社法は、銀行持株会社が銀行でない会社の議決権株式の5%以下の保有を認めているが、これは、強力な金融機関が事業会社の株式を保有しようとしていたのを止める役割をはたしたといわれている。

さて、我が国では金融機関が、会社株式の相当の量を保有し、いわゆるメインバンク・システムを構成し、コーポレートガバナンスに参加してきたわけである。その評価については、賛否両論があるにしても、これまでの日本の経済の発展に寄与してきたといえるように思われ

る。しかしながら、バブル経済の崩壊後においては、金融機関が資産として保有する株式の価値が、株式市場の株価水準の大幅な下落ともなって著しく減少し、金融機関の経営の健全性に問題を投げかけているといえよう。グラス＝ステイagal法の我が国への導入は、証券取引法 65 条においてなされたが、銀行の株式保有禁止については採用されなかった点が、いま厳しく問われているといえるかもしれない。

2. 株主によるコントロール（アメリカ型）

アメリカにおいては、株主は、会社経営に不満をもったときは当該株式を売却して他の会社の株式を買うということが行われてきた。ウォールストリートルールである。そうすると当該会社は、株価が下落することとなり、M & A の対象会社になりやすい。アメリカでは株式相互保有がないことから、敵対的な企業買収は、我が国よりもはるかに行きやすいわけである。米国証券取引委員会の年次報告書によると、1993 年度 56 件、94 年度 82 件、95 年度 140 件、96 年度 165 件、97 年度 234 件の株式公開買付があった。これらのうちには友好的な公開買付も含まれているが、我が国では考えられないような多数の企業買収劇が毎年演じられており、資本市場による経営者のコントロールが機能しているというべきこととなる。

株主が会社経営に不満をもつときには、株式公開買付のほかに委任状争奪戦がしばしば行われる。米国証券取引委員会年次報告書によると、1993 年度で 35 件、94 年度 42 件、95 年度 59 件、96 年度 62 件、97 年度 83 件であった。これは、会社経営者側が、株主の年次総会の招集通知とともに委任状勧誘を行うのに対して、乗取りをしようとする第三者が、自分に委任状を差し出すように勧誘するものである。アメリカでは、かなりの割合で会社の支配権の争奪戦が毎年行われているといえよう。

我が国においては、株式公開買付は、これまでほとんどなされなかったし、委任状争奪戦もほとんどきかないのが、現状である。敵対的な企業買収が困難な原因の 1 つは、やはり株式の相互保有を上げるべきではないかと思われる。それゆえ、我が国では資本市場による経営者のコントロールが、機能してこなかったというべきかもしれない。

最近のアメリカでは、機関投資家がコーポレートガバナンスに関与して、社内革命というべきなのか、社外取締役の役割を通じて会社経営者の交代をさせるというようなことがおきている。その意味では、アメリカにおいて、これまで株式は分散所有されて株主の顔を認識できないと考えられてきたが、会社経営者は、機関投資家という顔の見える株主を認識して経営をしなくてはならなくなったといえよう。機関投資家が株主総会の委任状による権限行使についても受託者責任を負っているという考え方が、米国労働省を中心として広がってきていることが背景にある。このような機関投資家の行動は、我が国においても大いに参考になると思われる。

3. 大株主（系列・メインバンク）によるコントロール（日本型）

会社経営者が株主の顔を認識して経営を行うというのであれば、株式の持合いをしているところでは、正にそのような経営が行われるといえ、日本の方がアメリカより進んでいるといえるかもしれないといえよう。しかしながら、社長会やメインバンクによるコントロールには、系列取引利益が株主平等に反する虞を伴うことを忘れるべきでない。機関投資家は、利益配当などしか受領しないが、株式持合をしている企業は、他の株主が持分割合に応じて利用可能でない特別な利益を得ていることになる。極論すれば、利益供与禁止規定に違反する可能性を否定できないのである（商法294条の2）。さらにいえば、メインバンクシステムは、インサイダー取引の可能性を内包しているという危険性を有しているだけでなく、銀行の健全性を保つために株価操作が行われるなど資本市場のマーケット・メカニズムを根底から破壊しかねないのである（朝日新聞1993年2月25日は、いわゆる株価の「PKO（株価維持政策）」を報じていた）。資本市場のマーケットメカニズムの機能を確保するために、銀行は、預金者保護のためにその株式保有を厳しく制限すべきこととなる。

II 資本市場を前提としたガバナンス

1. 株式会社の経営者は、株主の利潤極大化の義務を負うか

アメリカにおいては、バーリー＝ドッドの論争にみられるように、会社経営者は株主の利潤極大化の義務があると考えられてきた。会社経営者は株主の利潤極大化ということで業績を上げないと、資本市場によるコントロールが働く。ウォールストリート・ルールであり、M & A、委任状争奪戦などである。会社法規制は、厳格にしておく必要は乏しく、投資契約としての柔軟性を認めてもよいこととなる。

これに対して、わが国ではドッドの考え方がとられてきたようであり、法律上は会社の営利追求および社員の利益分配目的は存在しているといえるが、会社経営者が実際に株主の利潤極大化を目的としているかは甚だ疑問だといえよう。経営者は、会社従業員の利益を株主の利益に優先させてきたといえるし、利益よりも国益を優先させてきたといえよう。ドッドの主張した社会的責任経営である。それゆえ経営者が絶対者にならないように、厳格な会社法が必要となろう。しかし、これでは資本市場を前提とした会社経営のガバナンスを構築できないことになろう。

たしかに、わが国の会社法は、株主の直接民主主義を重視してアメリカの州会社法と比較するとかなり厳格な規制をしているといえる。しかし、取締役の会社に対する義務・責任については明文規定を有するが、取締役の株主に対する責任について明文規定自体を欠いている。このことは、取締役の第三者に対する責任規定を有していることと比較すると不均衡以上のものといえよう（もちろん現行法の解釈としては、株主もこの第三者に含めるべきではある）。会社経営者は、株主および将来の株主に対して忠実義務を負っていることを明文化すべき時がき

ていると思う。ただし、このことが資本市場のマーケットメカニズムが機能するための前提条件だとさえ言えるからである。かつて、証券取引審議会報告書「株主構成に変化と資本市場のあり方について」（昭和51年5月11日）は、証券取引法58条（現行157条）によって内部者取引を規制することに困難があると結論づけたが、その原因は、わが会社法が会社経営者の株主ないし投資家に対する忠実義務を確立していないことにあるといえよう。

2. 株主総会の形骸化

定時株主総会の決議事項として、取締役・監査役の選任、会計監査人の選任のほか、利益処分案の承認、役員報酬および退職慰労金がある。そして、例えば「重要な建物の建設については株主総会の承認を要する」というように定款変更すれば、株主総会が取締役会の業務執行権を制限して自らがこれを決定する株主総会決議もできると解釈されている。

しかしながら、公開会社ではその株主数が数十万人というのがめずらしくなく、株主総会で以上のような事項を審議し、決議するというのは物理的にも困難である。株主総会至上主義は、公開会社では無理があり、経営は経営者に任せるべきである。アメリカでは、株主の年次総会の究極の機能は取締役選任であるといわれ、配当宣言は、取締役会限りでなされるし、役員報酬も、社外取締役から成る報酬委員会がこれを判断している（森田章・現代企業法入門 85頁 1995年）。

我が国においても、定時株主総会は、経営者をチェックする監視者の選任が究極の機能となるべきであり、間接民主主義の担い手として社外取締役や監査役等に大きく期待をかけるべきである。利益処分は、取締役会に任せればよいのではないかと思う。このことによって、株主総会において総会屋が暗躍するということが大きく減少するかもしれない。なぜなら、利益処分に絡めてスキャンダラスな質問をするということがあっても、会社側は、総会決議取消の訴えを心配しなくてよくなるからである。社外取締役制度が充実してくれば、取締役会レベルの報酬委員会が役員報酬を判断してもよいというべきであろう。株主総会では実質的な議論が物理的に無理だからである。そうになると、株主総会のあり方にも変化が生じ、定時株主総会議場は、株主とのコミュニケーションをはかり、PRのフォーラムとして機能することになる。

3. 社外取締役・社外監査役の役割

アメリカにおいて、機関投資家が、コーポレートガバナンスの行動をとるときは、社外取締役制度を活用しているといえる。つまり、取締役会は、社外取締役が中心となって、株主の代理人として経営者を監督するわけである。取締役会は、会社法上の制度ではないけれども委員会システムがとられることが多く（森田「コーポレート・ガバナンスとディスクロージャー」龍田先生選暦『企業の健全性確保と経営機構』115-116頁）、監査委員会、報酬委員会、候補者指名委員会などが分担して審査し、これまで株主総会が決定していたものを決定するように

なっている。

わが国においても、株主総会の審議決定事項の多くが取締役会に移行すべきことは前述したが、その場合にそのようなシステムをとることが、わが商法上可能であるのかが問題となろう。どのような委員会システムをとるかについては開示規制が中心となるべきであろうが、委員会システム自体がはたして可能かどうかである。ここで詳論する余裕はないが、会社法としては、取締役会の権限を委員会に委譲し、または委員会の判断を信頼するということが明文化されなければならないといえよう。アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」（証券取引法研究会国際部会訳「コーポレート・ガバナンス」1994年）の4.02条は、取締役または役員が、取締役、役員、使用人、および専門家の情報、意見、報告書、財務諸表等、決定、および判断等を信頼しうることを明らかにしており、また同4.03条は、取締役が、自分の参加していない取締役会委員会の決定、判断等を信頼し、および提出する情報、意見、報告書、財務諸表等を信頼しうることを明らかにしている。これらのことが大いに参考になると思われる。

わが国において社外取締役の役割に期待しようとするならば、取締役の民事責任を緩和することが必要であり、そのためには経営判断原則の明文化や責任保険の拡充が考えられよう。

株主代表訴訟は、コーポレート・ガバナンスにおいて一定の評価を受けるべきものではあるが、単独株主権に基づいて簡単に経営者を民事責任の恐怖におとし入れることは、企業経営においてリスクテイクしていかなければならない経営者の気持ちを委縮させかねず、株主の利潤極大化にとって必ずしも有益だとばかりいえない側面がある。株主代表訴訟に関して、株主による直接的なコントロールは残すにしても、これをコスト・エフェクトティブなものとするためには、株主の間接民主主義の担い手である社外取締役ないし社外監査役に株主代表訴訟の妥当性の判断をさせるべきであり、裁判所にも裁量による棄却ないし却下ができるほどの権限を認めるべきではないかと思われる。このことについては、上記のアメリカ法律協会の第7編第1章7.01-7.17条が参考となろう。

監査役会を十分に機能させるためには、アメリカの監査委員会のように、これを業務執行に必須の審査ないし決定を行うものと位置づけをすべきである。上記のアメリカ法律協会の第3編3.05条はすべての公開会社において監査委員会を要するものとしており、その他の委員会が会社実務慣行に任せられると位置づけられている（第3A編）のとは異なり、監査委員会が重視されていること想起すべきである。わが国においては、監査役会が、いわば取締役会の小委員会として、内部コントロール、法遵守プログラム等の設定および維持についての審査ないし決定を行うべきであり、あるいは経営者の報酬や株主代表訴訟の提起についてその適否を株主の代理人として判断すべきであろう。監査役が、現行商法（281条の3第2項10号、商特14条3項3号）によって取締役の職務遂行に関し不正の行為又は法令若しくは定款に違反する重大な事実を指摘することには限界があり（森田章「無償供与の開示と監査」監査役172号1983年）、

むしろ監査役の役割を上記のように具体化させるための改正が必要ではないかと思われる。

Ⅲ 自主規制等の尊重とディスクロージャー

資本市場を前提としたコーポレート・ガバナンスを構築しようとするとき、最も大切なのは企業内容の開示である。これがなければ投資者は合理的な投資判断ができなくなり、マーケットは機能しないといえるからである。他方、マーケットの機能を前提にすれば、こまかな行為規制をする必要性は乏しく、「公開会社法」はガバナンスの多様性を認めるために、商法等の改正部分を最小化して、自主規制や定款自治に多くを委ねるべきである。報酬委員会を設置するかどうかなどは、各会社に任せばよいことになる。ただし、その報酬委員会の判断が裁判所においても信用をえるためには、経営者から独立した者が、情報入手して独立して判断したことが必要にならう。ただし、たとえそのような手続に不備があったとしても、報酬について十分な開示がなされることは必要であらう。

従来のがが国の厳格な会社法においては、たとえば自主的社外取締役制度を採用した会社であっても、商法が社外監査役制度を採用したならば、社外監査役を強制され、しかももしその社外監査役が欠けると計算書類まで瑕疵を帯びる可能性があるということで、少なくとも2人の社外監査役を選任するということが行われる会社も少なくないのである。こうなると、コーポレートガバナンスは、とてもコストの高いものとなり、しかもその効果は必ずしも明かでないこととなっている。それゆえ、コーポレートガバナンスの規定は、例えば取締役会の過半数が社外でなければならないという規定をおく場合でもそれは効力要件ではないことを明かにしておくべきである。ちなみに、アメリカのコーポレート・ガバナンスの展開は、NYSEの自主規制やSECの開示規制によってなされてきたし、最近のイギリスのコーポレートガバナンスについての展開もロンドン証券取引所の自主規制による開示によってなされたのである。開示規制によって、投資者が、ガバナンスのあり方を判断できるようにすべきではないかと思う。

我が国のコーポレートガバナンスを考えると、投資者としての株主の利益に焦点を当てた会社法的規制が著しく欠如していることがわかる。その典型例が計算書類である。商法上の計算書類は単年度の決算書であり、経営者のパフォーマンスを比較年度で評価することさえできない状態である。このことは、別に論じたことであるが、わが国においても、株主に対する直接開示を充実させるべきであり、有価証券報告書に準じた内容の「株主宛年次報告書」制度を採用し、そこにそれぞれの会社のガバナンスの状況を開示をさせることによって、資本市場の機能がガバナンスについても働くようにすべきである。このことのために、証券取引法194条にもとづく「上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する規則」を抜本的に改正すべきではないかと思う。

追記（本稿は、日本経営財務研究学会 第23回全国大会で行われた招待講演の内容である）