

コーポレート・ガバナンス問題の考察

—取締役会構成を中心に—

菊池 敏夫*

1. はじめに—問題の所在

コーポレート・ガバナンス改革の波は、1980年代の後半から企業不祥事多发およびグローバル化を背景に、欧米、アジアの諸国にひろがり各国の会社法の改正、制定、上場会社に対する証券取引所の規制などを中心に改革が進められてきている。これらの各国で進められているコーポレート・ガバナンス改革の共通課題といえば、取締役会をどのように構成するか、経営の執行活動に対して監視機能をいかに強化するかという点にあるといえよう。

ここでは取締役会の構成を中心に(1)アメリカの企業統治改革の推移を概観し、(2)中国におけるコーポレート・ガバナンスの改革の特徴を観察し、(3)日本のコーポレート・ガバナンス改革の問題を考察することとしたい。これらの考察を通じてコーポレート・ガバナンスが有効に機能するための条件は何かという問題を基底にしてコーポレート・ガバナンスに関する諸問題、上場会社に対する規制の問題などに言及することにした。

2. アメリカの企業統治—改革の推移

エンロン(Enron)社の破綻(2001年)を契機に、同社の会計処理の不正をチェックできなかったのはなぜか。またアメリカの企業統治を特徴づける社外取締役がエンロン社に多数いたにもかかわらず、社外取締役の監視が機能していなかったのはなぜか、といった問題が提起された。これらの問題はアメリカのコーポレート・ガバナンスに対する疑問として重要な問題提起であった。アメリカのコーポレート・ガバナンスの特徴のひとつは、上場会社の場合、一般に取締役会の過半数が社外取締役で占められ、これらの社外取締役は会社の執行責任者とは利害関係をもたないで執行活動を監視することができると考えられていた。このため社外取締役が取締役会内部の監査委員会、報酬委員会、および指名委員会などの委員長としてその役割を果たすという慣行が一般的であった。しかし社外取締役(outside directors)という場合、取締役就任前に当該企業に勤務したことがない取締役という意味であって、エンロン社の社外取締役はこの意味の社外取締役であるが、いろいろな局面でエンロン社と密接な利害関係を有する者で占められていた。たとえば社外取締役のなかにはコンサルティング、その

*本学大学院商学研究科・特任教授

他のビジネスでエンロン社と密接な関係を持ち、またはエンロン社の子会社の取締役を兼任したり同社のケネス・レイ前会長から多額の報酬、とりわけストック・オプションによる報酬をうけていた。このような状況では会長およびCEOの戦略および執行活動を監視するどころか、それに同調することが社外取締役の役割となっていた。形式的には社外取締役制が確立していたにもかかわらず、実質的には社外取締役としての独立性はなかったといっていよい。

このような問題状況からみて社外取締役の独立性を明確にすることが要請され、サーベンズ・オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act 2002）では独立取締役（independent directors）の要件を規定するとともに、その導入を上場会社に義務づけ、独立取締役をコーポレート・ガバナンスにおける重要な役割の担当者として規定することになった。こうした過程をみると、アメリカの企業統治改革の推移は、1990年代までは取締役会における社外取締役の比重を増やす方向で進行してきたが、エンロン社の破綻によって社外取締役の監視機能の限界が明らかになり、サーベンズ・オクスリー法の制定によって独立取締役が導入され、取締役会の構成上、独立取締役の役割が重要な位置を占めるにいったとみることができる¹⁾。

法制定後、SEC、およびニューヨーク証券取引所、ナスダックなどの上場企業に対するコーポレート・ガバナンスに関する規制は前述のように独立取締役の資格要件の強化、取締役会における独立取締役の地位強化の方向に進んでいるが、こうした動きにはいくつかの問題が存在していることを指摘しておきたい。1) 独立取締役の監視機能は有効に発揮されるか、2) 独立取締役の資格の厳格化は独立性の形式的要件を重視しており、取締役

の能力・専門的知識と経験に関する要件はどうか、3) 独立取締役の人材供給の市場は十分対応できるか、4) 取締役会における外部性、独立性の正当性、根拠は何か、といった問題がある。エンロン社倒産後の法制定と改革が進行している折柄、GM（ゼネラル・モーターズ）社が経営破綻し、2009年6月、連邦倒産法11条の申請を行なったことは世界の自動車産業の歴史をぬりかえる大きなできごとであった。

3. GMのコーポレート・ガバナンスの問題

GMは馬車製造業者ウイリアム・デュラントがビュイック社とオールズ・モビル社を買収、合併後1908年にゼネラル・モーターズとして設立したもので、2008年、創立100周年を迎えたばかりだった。GMの歴史はキャデラック、シボレー、ドイツのオペルをつぎつぎに買収し、企業の成長方式としてはM & Aに重点をおいてきたといっていよい。日本の自動車メーカーに対しても2001年の時点でいすゞへの持株48.4%、スズキへの持株20%、富士重工へ21%と資本参加を進め、2002年には韓国のダイウ自動車を買収するなどM & Aによる規模拡大と市場拡大を推進してきた。だが、そうした規模拡大過程のなかに、いくつかの衰退要因ともいえるべき問題が内在していたと考えられる。とりわけコーポレート・ガバナンスの局面について問題はなかったのだろうか。

GMのコーポレート・ガバナンスの「ガイドライン」はCEO、社外取締役の役割を規定した28条からなるもので1994年に発表され、アメリカの大企業の規範的なモデルとして多くの企業のガバナンス改革に影響を与えている²⁾。

このガイドラインにもとづいて編成された

2000 年における GM の取締役会は 13 名で構成され、その中 10 名が社外の独立取締役で占められている。アメリカでは 2002 年のサーベンズ・オクスリー法によって独立取締役が導入されたが、GM ではそれ以前に独立取締役の導入を定めていた。だが、次のような本質的な問題があることに注目したい。その一つは GM の内部の最高経営者だった者が指摘していることであるが、スローン、ジュボンその他の個人大口所有者は経営者としての任期が長く、彼らの下す決定は短期的収益よりも GM の長期的な成長と健全性を重視したものになる傾向があったという。しかも任期が長かったためにマネジメントに連続性があった。しかし、今では所有者でない任期の短い経営者が、短期的な視点から経営を担当していることから問題が生ずるといふ。もう一つは、「1960 年代末から 1970 年代初めにかけて、GM のトップ経営陣は、社外取締役たちから、なぜ小型車市場に進出しないのか、数度にわたって理由を問い質された。彼らは、社外取締役たちの質問を頭から問題にせず、GM の運営に当ってそれらの質問に真剣な考慮を払おうとしなかった。スローンやジュボンが在世していたら、こういったトップ・マネジャーたちの姿勢に異を唱えたのではあるまいか」³⁾。社外取締役の機能が強化されているかどうかが問題である。また独立取締役が機能を発揮してきたかどうかが問題であろう。独立取締役が大半を占める取締役会の構成をもつ GM 社の経営破綻は、アメリカの大企業のコーポレート・ガバナンスにとって重大な問題を提起しているといっている。経営破綻後 GM は連邦倒産法適用申請とともに政府が 70% を出資、主なブランドの売却を進めている⁴⁾。

4. 中国上場企業の取締役会構成

中国の上海、および深圳の証券取引所に上場している企業に対するガバナンス改革の動きは本格的には 2001 年から始ったといつてよい。2001 年に中国証券監督管理委員会によって「上場企業における独立取締役制度の確立に関する指導意見」が発表され、2002 年に「上場企業のコーポレート・ガバナンスの原則」が示され、つづいて 2005 年 10 月、第 10 回全人代 18 次会議で「公司法」（中国会社法）が改正され、2006 年 1 月 1 日に施行された。こうした施策による中国の企業統治改革には、どのような特徴があるかをみると、まず第 1 に、上場会社の取締役会はそのメンバーの 3 分の 1 以上が必ず「独立取締役」で構成されること、うち少なくとも 1 名は会計専門家であることを要すると定めていることが注目される。とりわけ独立取締役には厳しい資格要件を定めていて会社と全く利害関係のない者であることが要求されている。大株主の関係者や経営者の親族、会社と取引関係のある者などは、いずれも独立取締役にはなれない。特徴の第 2 は、上場会社は株主総会の決議によって、取締役会のなかに、経営戦略、報酬、指名、会計監査の 4 つの専門委員会を設置することが認められているが、設置する場合には経営戦略委員会を除いて、報酬、指名、会計監査の各委員会では構成員の 2 分の 1 以上が独立取締役であることを要すると定めていることが注目される。特徴の第 3 として、監査役会の設置が義務づけられていることで、しかも監査役会メンバーの 3 分の 1 以上は労働者代表によって構成されることが規定されている⁵⁾。

さきに特徴の第 1 にあげた独立取締役の導入というのは、エンロン社破綻の直後に制定されたアメリカのサーベンズ・オクスリー法

(2002 年) がアメリカの上場企業に独立取締役制の導入を義務づけたが、これと中国の独立取締役制の導入が時期的にもほぼ一致していることは興味深い点である。また特徴の第 2 の取締役会内部に設置される委員会についても、これは英米型の会社モデルであって、英米型である日本の委員会設置会社の場合と共通しており、報酬、指名、会計監査委員会の半数以上が独立取締役(日本では社外取締役)で占められるというのも英米型、および日本の委員会設置会社の場合と類似し、ないしは共通している点である。中国の上場企業のガバナンスの特徴は、一部はこのように英米型のガバナンスと類似し、共通の型を示していることが注目される。特徴の 3 にあげた監査役会は設置が義務づけられており、その構成員に労働者代表が参加していることはドイツの労働者参加型の監査役会と類似した型を示しているといつてよい。このようにみると中国上場企業のコーポレート・ガバナンスは、グローバル化への対応という背景から英米型の独立取締役制度および委員会制を導入しつつも、一方では社会主義市場経済という政策的要請ないし配慮から労働者参加の監査役会の設置を義務づけることにより英米型とドイツ型との融合によるユニークなモデルを構築しているといえることができる⁶⁾。

中国の上場企業のガバナンスが直面している問題として、①上場会社の大株主が政府、または国有法人で占められ、その持株比率は 60 ～ 70% に達していて典型的な集中型所有を示していることであり、その持株は非流通株として固定化されていること、②大株主である政府または国有法人から派遣された取締役が執行権限を掌握しており、これに対して独立取締役がどれだけ監視機能を発揮できるかが問われていること、③大株主の持株比率が高いために株主総会が極めて短時間に終る

ことや少数株主の権益の保護がかならずしも十分に行われていないこと、企業内容の開示(ディスクロージャー)が不十分であることなどの問題が提起されている。

最近、中国の企業統治問題の研究は中国国内はもちろん海外(日本、欧米)でもさかに行われており、たとえば、モーク(Morck)編の『世界のコーポレート・ガバナンスの歴史』(2007 年)の中には、中国の 1904 年に制定された株式会社法およびそのガバナンスに着目した論文があることは注目される⁷⁾。英誌エコノミスト(08. 5. 3)によると、中国の市場でこのところ新しい投資信託の設定を認めたり、外国人投資の限度額を 100 億ドルから 300 億ドルに引き上げるなど、大口の投資を優遇しているようだが、さきにあげた少数株主の保護をはじめとする課題の解決は残されており、今後の施策の推移を見守りたい。

5. わが国企業の取締役会の構成一方向と課題

イギリスおよびアメリカにおける企業統治改革をめぐる規制の特徴の一つは、取締役会の構成に焦点が当てられていることであり、とりわけ社外取締役、独立取締役の役割に大きな期待がよせられていることである。2001 年に倒産したエンロン社のケースは社外取締役が大半を占める取締役会が経営の執行活動の監視というガバナンス機能を全く果たしていなかったことを示すもので、このため 2002 年 7 月のサーベンズ・オクスリー法では独立取締役制を導入するとともに独立取締役の独立制について厳しい資格要件を定めている。問題はこうした社外取締役、ないしは独立取締役が大きな比重を占める取締役会の構成に対してわが国の経営者のあいだには

批判的な考え方が存在していることである。たとえば、2009年4月には日本経団連は社外取締役の義務化に反対意見を表明、日本取締役協会も社外取締役の義務化に反対の意見表明を行なうなど、日本においてはなぜ社外取締役の導入、その義務化に反対が強いのかは問題であり検討すべき課題の一つである。2008年に行なったわれわれの調査では、大企業（サンプル数115社）中、社外取締役が「いない」と回答した企業が62社（54%）⁸⁾、中堅企業（非上場80社）中、社外取締役が「いない」と回答した企業59社（73.8%）という結果であり⁹⁾、大企業において社外取締役のいない企業が約半数以上にのぼり、中堅企業では3分の2以上を占める企業において社外取締役がいないという結果は注目される。社内取締役を中心とする取締役会構成、および社外取締役の役割に対する期待への疑義の根拠として考えられるものとして、(1) 企業における役員選出方法が我が国では長期にわたる企業内での評価をベースに行なわれており、いわゆる社内昇進の形をとっていること、(2) わが国の企業の多くでは現場重視の経営慣行がみられ、一方、取締役会意思決定には多様な問題があり現場で豊富な執行活動の経験をもつ取締役でなければ適切な意思決定はできないことなどが指摘されている¹⁰⁾。

このように社外取締役よりも、むしろ社内取締役制を支持する根拠が認められるにしても、一方では取締役会意思決定の迅速性、透明性、説明責任に対する社会的な要請が強いことも事実である。

このような状況のもとで、コーポレート・ガバナンスの視点から日本の取締役会のあり方を考えたとき、次のような課題が提起される。

まず監査役会設置会社の場合、これが大企

業の主流を形成するのだが最近のたび重なる商法改正により、強化された監査役制度をとるなかで、執行役員制の導入、社外取締役の任用、アドバイザーリーボードの設置等により意思決定の迅速化、監督機能の強化、透明性、説明責任の達成を果す方向に改革していくことが必要であろう。一方、日本の大企業のなかでも外国人株主が多い場合、またはニューヨーク証券市場に上場している企業の場合、あるいは外国人持株比率の向上、またはニューヨーク市場への上場の方向を選択しようとする企業を中心に、委員会設置会社への移行が検討されるものと考えられる。

取締役会のあり方に関して留意すべき点をあげるとすれば、第一に、社外取締役の機能が期待される一方で、社内取締役、および執行役、執行役員の役割が重要なものになることを指摘しておきたい。なぜなら企業の経営戦略の策定、事業創造、経営資源の配分、財務および資本支出、各事業部門の活動と管理は、内部の専門経営者、管理者による長期的視点からの適切な決定と執行によらなければ、経営の成果は期待できないからである。

第二に、取締役会に関して、会社法上の方針決定、監督と監視、執行の機関が法規制にしたがって形式的に編成されたというだけでは企業活動の成果もコーポレート・ガバナンスの改革も実現したことにはならないことである。たとえば執行役、執行役員に相当する専門経営者、管理者に相応しい地位、待遇、権限、責任が与えられているかどうか、それが創造的な経営管理活動の動因になっているかどうか。取締役会の方針決定や監督のあり方は、経営者、管理者および従業員の潜在的な能力を発揮できる条件をつくることであって、つねに違法性の視点からのみ監視すれば活動は萎縮せざるをえない。

6. 重要な検討課題

コーポレート・ガバナンスの改革の問題が提起されてきた背景のひとつに企業不祥事
の多発がある。これらの不祥事には海外お
よび国内で巨額の社会的損失を生じて破綻す
るケースに、会計の不正（粉飾決算）があ
り、アメリカのエンロン、ワールドコム、日
本のライブドアなど数多くの事例があげられ
る。これらの不正会計によって破綻した企業
のケースには、エンロン型の症候群ともいう
べき共通の特徴がみいだされる¹¹⁾。それは、
①デリバティブ取引による巨額の投資運用、
②多数の海外子会社を利用した複雑な取引、
③不正会計による企業財務の不透明性であ
る。これらのうち、③の不正会計が①および
②を粉飾し財務内容を不透明にさせることは
いうまでもないが、問題はなぜ、このような
会計の不正が発生するのか、である。

(1) 会計不正の発生の背景

会計の不正が続発する要因および背景につ
いて、ハーバード大学名誉教授でエイジェン
シー理論で有名なマイケル・ジェンセンの意
見は注目に値する。

ジェンセン教授は株価または株式の時価総
額が株式の実質価値より過大評価されること
こそ、企業不祥事の原因であるとして、こう
述べている。

「実態よりはるかに高い株価がついたとき、
経営者はどんな高揚感を味わうのか。企業
の内部目標より高くなりがちなアナリストの
収益予測に追いつくために四苦八苦している
うちにどんな不正の誘惑にかり立てられるの
か、一線をこえたとその先には企業不祥事が
待っている」¹²⁾と。

かれは行き過ぎた株価を察知したときは経
営者自らが市場に対して是正を促す発言をす
るしかないといい、また過大評価はヒロイン

に似ているともいう。また「エンロンの経営
陣は過大評価の流れに迎合し、あおり、正当
化のためにやがて不正を重ねていった」と指
摘している。

企業の株価ないしは株式時価総価額が一部
では企業評価の基準と考えているだけに、こ
うした過大評価問題にどのように対応してい
くかは容易ではない。独立取締役が不正抑止
にどれだけの役割を発揮するかについては
多くの事例を学習する必要がある。株式の過
大評価をめぐるのは投資銀行、格付機関の責
任、規制の問題も提起されている。

(2) ステイクホルダーの経営参加問題

企業統治問題を考える場合、株主中心のガ
バナンス論とステイクホルダー重視型のガバ
ナンス論の立場がある。ステイクホルダー
重視型のガバナンス論の場合、ステイクホル
ダーがコーポレート・ガバナンスにどのよ
うなかわからないし関係を持つのかという問
題の検討が残されている。ロナルド・ドーア
氏、連合の従業員代表の参加の提案、民主党
の公開会社法（案）のもとでの従業員の監査
役会への参加案などに対して、または別の
形態の参加について、たとえば、アドバイザ
リー・ボードのような形態への参加につい
て、利害関係者がコーポレート・ガバナンス
にどうかかわるかの問題の解明が今日の重要
な研究課題の一つであると考えられる。

(3) 株式会社に対する法規制の問題

わが国では2005年に新会社法が制定さ
れ、2006年5月1日に施行されたが、この
会社法による株式会社企業に対する法規制を
めぐっていくつかの問題が提起されている。
2010年6月26日、駒澤大学で開催された日
本経営学会関東部会主催「現代株式会社の新
動向と課題をめぐって」と題するシンポジウ
ムは株式会社企業に対する会社法の規制に関
する問題を中心に報告者（3名）と討論者（2

名)によって報告、討論が行なわれた。報告者は関 英昭氏(青山学院大学)、小松 章氏(一橋大学)、桜井 徹氏(日本大学・商)、討論者は村田和彦氏(日本大学・経)、菊池敏夫氏(中央学院大学)であった。会社法が制定、施行されたが、会社法の規定がもつ問題点として1)規制緩和の一般的傾向のなかで制定された会社法は事業規模とは無関係に会社形態を選択可能にし、株式会社を自由選択制にしたこと、2)会社法の制定当初、または以前から上場企業の社会責任、企業統治を明確に規定する必要があるとする公開会社法の構想があり¹³⁾、すでに2010年2月、当時の千葉法相から法制審議会に諮問が行われていることである。1)、2)のほかシンポジウムでは、3)大株主の有限責任は現行のままでよい、労働債務(賃金不払い)または下請代金の債務などについては支配株主の有限責任には修正、見直しが必要ではないかなどが報告され、討論された。これらの、1)、2)、3)はいずれもコーポレート・ガバナンスに関連する問題であり重要な研究課題であることは確かである。

日本のコーポレート・ガバナンスのあり方を考えるとき、J. アベグレン氏の次の言葉がその方向に示唆を与えているように思われる¹⁴⁾。

「日本企業の基本的な方法、つまり企業を社会組織として扱い、全員の共通の利益のために共同体として働き、社会組織の人間関係を密接にすることで不正を防ぐ方法が、企業統治のためにもっとも効率的であることも示している。したがって日本企業は日本社会に根ざした習慣と価値観にもとづいて独自の統治方法を開発し、ほんとうに効果があり長続きする統治の仕組みを編み出すべきだといえよう。」

[注]

- 1) Roy C. Smith, Ingo Walter, *Governing The Modern Corporation*, 2006, p.92.
- 2) 吉森 賢, 『日米欧の企業経営—企業統治と経営者—』放送大学教育振興会, 2001年, 174-185ページ(GMの事例)参照.
- 3) J. パトリック・ライト, 風間禎三郎訳『晴れた日にはGMが見える』ダイヤモンド社, 1980年, 338-339ページ.
- 4) *The Economist*, 2009. 7.20. 64ページ.
- 5) 『中国会社法法令集』村上幸隆訳, (株)アイ・ピー・エム, 2007年, 第118条, 462-465ページ.
- 6) 菊池敏夫, 『現代企業論—責任と統治—』中央経済社, 2007年, 114ページ.
- 7) Randall K. Mork (edited), *A History of Corporate Governance Around The World*, 2. William Goetzmann and Elisabeth Köll, *The History of Corporate Governance in China: State Patronage, Company Legislation, and the Issue of Control*, 2007, NBER, pp.149-184.
- 8) 『わが国大企業のコーポレート・ガバナンス—アンケート調査結果の報告と分析』(中央学院大学大学院研究プロジェクト・コーポレート・ガバナンス研究委員会), 2008年, 9-10ページ.
- 9) 『わが国中堅企業のコーポレート・ガバナンス—アンケート調査結果の報告と分析』(中央学院大学大学院研究プロジェクト・コーポレート・ガバナンス研究委員会), 2008年, 10-11ページ.
- 10) 宗岡広太郎「日本におけるコーポレート・ガバナンスの現状と今後の課題」『第20回日中企業管理シンポジウム論文集』(経営行動研究学会・早稲田大学) 2005年1月, 32-36ページ.
- 11) 菊池敏夫, 「不祥事を抑制する企業統治」『エコノミスト』毎日新聞社, 2007年4月3日号, 59-60ページ.
- 12) マイケル・ジエンセン「企業不祥事はなぜ続くか」『週刊ダイヤモンド』2006年4月1日号, 27ページ.
- 13) 上村達男『会社法改革—公開会社法の構想

一』岩波書店，2002年8月。

14) ジェームス・C・アベグレン，山岡洋一訳

『新・日本の経営』日本経済新聞社，2004年，
226 ページ。

Analysis on Some Problems of Corporate Governance: Structural Issues of Board of Directors

Toshio KIKUCHI

Graduate School of Commerce, Chuogakuin University

Abstract

This paper treated upon recent problems of corporate governance, especially structural issues of board of directors. This paper analyzed and compared with features of corporate board of directors in USA, China and Japan, from intention to make clear condition of efficient corporate governance.