

企業統治 3・0

甲南大学特別客員教授・神戸大学名誉教授 加護野 忠 男

【要約】 バブル崩壊以降、金融庁と東京証券取引所が主導して行った企業統治制度改革は、日本の産業界にさまざまな影響を及ぼした。よい影響より悪い影響のほうが多かったと私は感じている。雇用の不安定化や非正規従業員比率の増大など、健全だった日本的雇用慣行が劣化した。このままでは日本企業の競争力が失われるのではないかと危惧する専門家も出てきている。長期のメリットよりも短期の利益が優先された結果だといえるであろう。配当や自社株買いなどのペイアウトが増大し、投資が縮退した。新事業開発投資は行われなくなり、低収益事業からの撤退が相次いだ。撤退はトップ主導で行うことができる。日本企業の強みであったボトムアップ経営は弱体化し、トップダウン経営が強化された。低収益事業からの撤退は、短期的には利益率の改善をもたらす。経営者の短期利益志向、リスク回避の傾向がより顕著になり、長期志向の抜本的な事業改革よりも短期的視野での利益率改善策が優先されるようになった。並行して行われた銀行融資制度改革にもなつてリスクヘッジとなる内部留保が必要以上に増大した。企業統治制度改革は、これらの経営劣化の唯一の原因だとは言いつもりはないが、少なくとも多様な原因の一つ、それも重要な原因の一つとなっていたとは言えるだろう。なぜこのような失敗が犯されたのか。これらの劣化から脱却し、企業の長期的活力を高めるために、金融庁や東京証券取引所などの市場規制当局や企業経営者自身は何をなすべきか。また経営学者は何をすべきか。これらの問題をこの講演で考えたい。

はじめに

バブル崩壊以後の企業統治制度改革の改革にもなつてそれ以前の日本型企业統治制度（ここではそれを企業統治1・0と呼ぶ）は否定され、アングロアメリカ型の企業統治制度が導入された。アメリカ型を真似てつくられた新しい統治制度をここでは企業統治2・0と呼ぶことにしよう。日本の企業社会にとって暗黒の時代の企業統治制度である。この制度改革が上であげたような経営の劣化をもたらした。なぜこのような制度が導入されてしまったのか。後に述べるように、アングロアメリカ型の企業統治制度の採用への圧力となったのは、米国の短期投資家である。なぜ短期投資家の意向がかくも尊重されてしまったのか。深く考えられるべき問題である。後に考えることにしよう。

アングロアメリカ型の統治制度が投資家資本主義症候群とでも呼ぶべき深刻な弊害をもたらしたことは、1980年代の米国で最初に認識された。しかし、21世紀になってからもこの統治制度がきわめて深刻な弊害を生み出しているという再認識はまず英国で起こった。その問題を体系的に論じたのは、経済学者のジョン・ケイ教授が2012年に起草したケイ・レビューであった。この答申と呼応して英国では、投資家の行動規範であるスチュワードシップ・コードが制定され、機関投資家には長期投資、少数の企業への選択的な投資とそれらの企業の経営への積極的な関与というパフェット流の長期投資が推奨された。企業の行動規範であるコーポレートガバナンス・コードが導入され、長期投資家と経営者の建設的な対話と協働が推奨されるようになった。このような長期投資をもとに、企業と長期株主の協働をもとに行われる長期志

向の企業統治を、ここでは企業統治 3・0 と呼ぼう。短期投資家の過剰な影響力を是正しようとする企業統治制度への動きである。日本では短期主義の行き過ぎが誰の眼にも明らかになるところまではっていないが、その方向への圧力は高まっており、短期主義の兆候は見うけられる。日本でも企業統治 3・0 に移行することを真剣に考えなければならない。この講演では、その方向での改革のために企業は何をなすべきかを考えよう。

1. 企業統治とは何か

企業統治に関しては 2 種類の定義がある。一つは株主の意向を企業経営に反映させるための制度だとする定義。狭い定義である。法学者や新古典派の経済学者の多くが採用する定義である。現在のところは多数派の定義である。もう一つは、企業経営者に良い経営を進めさせるための制度と慣行という定義である。バブル崩壊後企業統治制度改革が始まった最初のころは、前者の定義に従った議論が圧倒的に多かった。最近では、規制当局をも含め、後者の定義を採用する論者が増えてきたが、まだ多数派にまでは至っていない。この講演では、この少数派の定義をもとに議論を進めよう。

2. 日本的企業統治（企業統治 1・0）とその成果

2-1. 経営陣の自律とメインバンクを中心とした多元的けん制

バブル崩壊後の会社統治制度改革が行われる以前の日本の企業統治制度をここでは企業統治 1・0 と呼ぶ。この統治制度の下では、統治の基本は経営陣の自律であった。取締役のほぼ全員は内部出身であり、経営陣を兼ねていた。この経営陣を企業内外の多様な利害関係集団（ステークホルダー）がけん制していた。その中でも重要な役割を演じていたのは、銀行とくに

メインバンクであった。メインバンクが企業統治の主役だったといえるかもしれない。メインバンクは、すべての銀行を代表して企業の継続的な監視を行い、率先して融資を行っていた。企業が資金面での困難に遭遇した時には、返済猶予や追加融資に応じるという行動をとるのが普通であった。銀行は融資という他人資本の供給者であるが、この融資は純粋な他人資本の供給であったが、このようにして供給される資金は自己資本の一種と考えることができる。銀行の貸し出しは疑似イクイティーと呼ばれることもあった。このような融資をもとに、銀行は経営者の任免に関して大きな影響力を持っていたが、返済がきちりと行われている限り銀行が経営者の任免に干渉することはなかった。融資の返済が危うくなり、企業が銀行管理になると、銀行は経営者の任免に関与し始める。銀行から経営者が送り込まれることもあった。企業の経営陣はそれを避けるためにも、企業の財務的な健全性を維持しようとしていた。財務的な健全性が確保されている限り、経営者はかなりの自律性を持っていた。

企業統治 1・0 は経営陣による自律的統治のシステムだったとすることができる。この自律を支えていたのは、銀行を中心とした株式の持ち合いであった。このような統治制度のもとでは利益追求に対する強いプレッシャーが通常の状態では働かなかった。強いプレッシャーがあるのは、返済が困難になって、銀行管理の下に置かれているとき、あるいはその危険があるときであった。そのため、日本企業の利益率は低かった。原因はそれだけではない。日本の優良企業は潤沢な利益留保を持つことが多かった。利益留保は企業のリスクへのバッファーとしての役割を演じていた。

2-2. 長期継続取引とリスク回避

日本企業は従業員に長期雇用を保証していたし、取引先とも長期継続的取引を前提として取引を行っていた。それは文章になった契約では

なく、書かれざる契約、約束であった。それがゆえに、短期の利益よりも長期の存続を重視しがちであった。存続できなければ、従業員や取引先への約束をまもることはできない。また、長期の存続のためにリスク回避的になりがちでもあった。それでも日本企業がリスク投資をできたのは、銀行が疑似イクイティーを供給したからであり、厚い内部留保を持っていたからである。この企業統治 1・0 の下で日本企業は利益よりもシェアを重視する戦略をとることができた。それがグローバル市場での競争力の源泉となっていた。

以上をまとめると、企業統治 1・0 の時代に日本企業の利益率が低かった理由として、短期株主からの利益を上げよという圧力が弱かったこと、さまざまな取引相手と長期継続的な取引の約束をしてきたこと、をあげることができる。

3. 不吉な予言とコーポレートガバナンス 2・0

3-1. 2種類の資本主義

スイスの保険会社の会長であるミッシェル・アルベールは 1991 年に出版された著書で不吉な予言をしている。彼は企業統治の制度と思想をもとに 2種類の資本主義を区別している。

一つはアングロアメリカ型資本主義で、ここでは証券市場を通じた株主による企業統治が行われている。名称の通り、英国や米国などにみられる資本主義である。

もう一つは、彼がライン型と呼ぶ資本主義で、北欧からドイツさらにはスイスにかけてみられる資本主義である。この資本主義では、銀行が企業統治の主役になっている。企業統治 1・0 の時代の日本もこの型に分類される。この型の資本主義では、銀行が防波堤となり、短期株主からの収益圧力は和らげられている。

アルベールは、経済的なパフォーマンスを見ても社会的なパフォーマンスを見ても、ライン型資本主義が優れているという。ところが、こ

れからの資本主義同士の競争では、劣ったアングロアメリカ型の資本主義が勝つという不吉な予言をしている。

日本の企業統治制度改革は、まさにこの不吉な予言通りであった。ドイツでもこの方向への改革が行われたが、ヨーロッパ大陸では、アングロアメリカン型のルールが適用される規制市場と非規制市場が区別されているため、統治制度改革の弊害はあまり大きくならなかった。これに対して日本では、制度改革が一律に進められたために弊害が顕著となった。具体的には、株主代表訴訟を提起しやすくするような制度改革、社外取締役、社外監査役の導入、四半期決算制度の導入、取締役任期の短縮と毎年改選の制度、監査役会ではなく、社外取締役による監査委員会による監査などの制度が新たに導入された。執行と監視の分離も行われた。社外取締役を中心に次期の経営者を選ぶために指名委員会制度を採用した企業もある。この中には理にかなった制度もあるが、経営学者として首をかしげたくするような制度も多い。

3-2. 株主代表訴訟の不合理

中でも最も問題の多い制度は株主代表訴訟の制度である。この制度は、日本企業の競争力を弱めるために、日米構造協議で米国から導入が要求された制度であった。確かにこの制度のおかげで日本企業の競争力は弱まった。株主代表訴訟のリスクに対応するためには、企業経営者は、経営の論理ではなく、法廷で自己を守ることのできる論理に従って意思決定を行わざるを得ないからである。日本の株主代表訴訟の制度はアメリカのものよりひどい制度であった。アメリカでは、社外取締役が株主全体の利益にならないと判断した場合には、訴訟をとめさせることができるが、日本の場合には、このような歯止めがない、ただ一人の株主の判断だけで取締役を法廷に縛り付けることができるといってもいい制度である。

3-3. なぜ不吉な予言は的中したのか。

日本の現実を見る限り、アルベールの不吉な予言は的中したというべきであろう。日本でもアングロアメリカの制度が導入された。完全にアングロアメリカ型に変わったわけではないが、短期株主の影響力が強化された。アクティビストと呼ばれる脅迫株主も跋扈した。

アルベールは劣ったアングロアメリカン型の資本主義が勝つ理由として、悪貨は良貨を駆逐するというのが資本主義の悲しい宿命だということ以上の説明をしていない。それではなぜ日本ではアルベールの予言通りのことが起こってしまったのか。それは、金融庁や東京証券取引所が、アメリカの短期投資家の要望に応えようとしたからである。日本の証券取引所は株式会社であり、営利企業である。取引所にとって、大量の株式を短期で売買してくれる短期株主がありがたい顧客であり、株式を長期に持ち続ける長期株主はあまりありがたくない顧客である。

また、短期投資家は、法律をつくる政治家にとっても大切な存在である。短期に大量の資金を動かすことのできる短期投資家は、目先の株価の上昇を望む政治家にとっては無視できない存在となる。このような理由から市場規制当局も立法者も、短期投資家の意向に沿うような改革を行ってしまったのである。このような改革の結果として、日本でも短期的な視野での経営が行われるようになり、最初に挙げたような弊害が生み出された。このような弊害は、米国では、投資家資本主義の問題として1980年代に議論されていた。しかし、この弊害を深刻に受け止め真剣に対処しようとする動きが最初に出てきたのはイギリスであった。その契機となったのは、2012年に発表されたケイ・レビューである。ケイ・レビューは、1980年代にアメリカ企業に深刻な問題をもたらした投資資本主義が英国にも蔓延しつつあるとの警鐘を鳴らしている。その問題とは、企業経営者が短期的な業績を上げるのに汲々として長期投資をしなくなったというショートターミズム（短期主義）

である。

4. ケイ・レビューと企業統治 3・0

英国の内閣は、経済学者のジョン・ケイ教授に、英国の証券市場は英国企業の競争力強化に役立っているかという問題について諮問をした。それに対するケイ教授の回答はケイ・レビューとして公開されている。このレビューでの教授の答えはノーであった。英国の証券市場は、短期主義を助長しており、企業の競争力の強化どころか、企業の足を引っ張っているとケイ教授は言う。この報告と同じ方向で市場規制者が投資家に求めた行動規範がスチュワードシップ・コードである。ここでは、投資家は長期投資を行うべきであり、経営者との積極的な意見交換を通じて、企業の長期的な価値の増大のために協働すべしだという行動規範がうたわれている。また企業に対しても、長期株主との協働を促進すべきだという行動規範が制定された。私は、拙著『経営はだれのものか』で、長期的なコミットメントを持つ株主を中心とした企業統治の制度を構築すべきだと主張したが、まさにそのような方向での動きである。これがうまく進められれば、企業統治 3・0ともいえるべき新しい企業統治の姿が見えてくる。

4-1. 日本のコーポレートガバナンス・コード

ところが日本のコーポレートガバナンス・コードにおいては、このような狙いは明確ではない。コードの前文は評価できる。コードでは企業統治（コーポレートガバナンス）について、「会社が、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」と定義されている。これまでの投資家の要求の実現という狭い定義と180度違うより広い定義が採用されている。この定義だけを読めば、日本の規制当局も企業統治 3・0の方向に進みつつあるように見えるが、それに続く具体的原則の多くは、

企業統治 2・0 時代の発想の延長上にある。最初の原則「株主の権利・平等性の尊重」をはじめ短期投資家への配慮は随所に見られる。それがもっとも顕著なのは、第 1 の「株主の権利・平等性の確保」である。長期株主は自分自身の利益を考えれば、他のステークホルダーの利益を考慮するようになる。いずれかのステークホルダーの利益を軽視すれば、いつかはそのステークホルダーの協力が得られなくなり、企業の利益に悪影響が出るからである。短期投資家の場合は、そうではない。悪影響が出る前に株主であることを止めてしまうからである。多様なステークホルダーの利益を考えれば、株主は平等ではないのである。それにもかかわらず株主平等の原則が第 1 にあげられているのは、短期投資家を考えてのことだろう。

日本のコーポレートガバナンス・コードは、企業統治 2・0 と 3・0 の折衷であるとみることができる。日本では企業統治 2・0 が英国におけるように問題を生み出すほどにまで徹底されなかったという事情があるからなのかもしれない。

5. 日本におけるコーポレートガバナンス 3・0 への道と持ち合い

日本では長期株主となってくれそうな大株主が少ないという事情がある。戦後の財閥解体は長期株主になってくれる可能性のある財閥を没落させてしまった。過酷な相続税も長期大株主の出現を難しくさせた。1・0 時代の日本では、長期株主が企業統治の主役となる制度や慣行が生み出されている。ドイツには、財閥を利用した非上場の大企業が存在する。フランスには、3 年以上株式を保有すると議決権が 2 倍になるという制度がある。スウェーデンでは、ウォーレンバーグ財閥が保有する持ち株会社、インベストール社が主力企業の 20% から 30% の株式を保有する長期株主になっている。スイスやフランスでは優先株を利用して議決権の拡散を抑

えるという方式を利用しているファミリー企業も少なくない。日本ではこのような法的環境は存在しなかった。このような法的環境で長期株主の影響力を強化しようとする工夫が二つあった。一つは、ファミリーの持ち株比率がかなり低下している場合も、創業者のファミリーメンバーを経営の中核に据えることができるようにするような議決権行使の慣行である。もう一つは、お互いに長期株主になりあうという株式の持ち合いである。

5-1. 持ち合いをうまく機能させる

日本では、戦後の財閥追放で長期保有の大株主は消滅してしまった。そのため、企業がお互いに長期株主になりあうという持ち合いの慣行が生み出されてきた。日本の市場規制当局は持ち合いに対して否定的であった。それが短期株主の影響力の弱体化をもたらすと考えてたからであろう。しかし、長期株主をつくるという観点からは持ち合いは有効な制度であった。

持ち合いはその定義も難しいし、その運用も難しい。社長の間の信頼関係がなければ、持ち合いは行えない。持ち合いを今後どのように進めるべきかを考えるための手掛かりになるのは、バブル期にそれがどのような問題を生み出したかを考えることである。持ち合いの問題の第 1 は、持ち合いが過剰になりがちであるという問題である。実際に大手の銀行のガバナンスがうまく機能しなくなったのは、銀行の株式のかなりの比率が持ち合い株主の保有になってしまっただけで一般株主による銀行の統治が機能しなくなってしまったからである。第 2 は、持ち合い企業の経営者同士の相互監視システムがうまく機能しなかったという問題である。旧財閥系企業グループの持ち合いでは、社長会による情報交換が行われていた。社長会是一种の仮想本社の役割を演じていたのである。これに対し、その他の持ち合いでは、社長会が存在せず、相互監視を機能させることが難しかった。持ち合いをうまく機能させるためには、それが 30% を

超えないようにするという持ち合いの上限の設定と、社長の創設が行われなければならない。

5-2. コーポレートガバナンス・コードへの対応

コーポレートガバナンス・コードにどこまで従うべきかで思い悩んでいる経営者が少なくない。しかし、単純かつ冷静に考えてみれば、経営者がどうすべきかは見えてくる。金融庁や東京証券取引所は企業経営のプロフェッショナルではない。そのような人々が経営のプロに対して規範を示すのは間違っている。だからこそ、原則主義が採用されているのである。企業経営は素人でもどうすべきかの行動規範をつくれるほど簡単なものではない。ある企業にとって正しい規範が別の企業にとっても正しいとは限らない。だから、個々の企業にとってコードの規範が間違っている可能性は高い。だからこそコンプライ・オア・エクスプレインという方式がとられているのだ。従うのが正しいのではなく、疑問があれば従わないのが見識である。先にも書いたように、このコードの前文はよくできて

いる。しかし、それに続く具体的な原則が合理的かどうかに関しては検討の余地がある。証券取引所や規制当局は長期的視野での経営をうながし、株価の上昇を促進することを目ざすべきである。コードの原則はそうはなっていない日本の経営者の多数がコードの原則に従うようになれば、日本の経営者の見識が疑われるだろう。これを機会に日本の経営者の矜持と見識を示してほしい。経営学者の課題は、その判断を支える論理やデータを供給することである。

〈参考文献〉

- Albert, Michel (1991) *Capitalisme contre capitalisme*. (小池はるひ訳, 久水宏之監修『資本主義対資本主義』竹内書店新社, 2008年)
- Kay, John (2012) *THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING*.
- 加護野忠男 (2014) 『経営はだれのものか』日本経済新聞出版社。
- 小池和夫 (2015) 『なぜ日本企業は強みを捨てるのか：長期の競争 vs. 短期の競争』日本経済新聞出版社。
- 東京証券取引所 (2015) 『コーポレートガバナンス・コード—会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために』2015年6月1日。