

コーポレート・ガバナンスの経済分析(2)

『経営効率とガバナンス構造』研究の系譜

小山 明宏

1. はじめに

1.1 コーポレート・ガバナンス論の姿

1.2 コーポレート・ガバナンス論の本質

1.2.1 序論

1.2.2 ドイツでのコーポレート・ガバナンス論の進展

1.2.3 各国のガバナンス・システムの鳥瞰

2. コーポレート・ガバナンスの日独比較

9つのフレームワークによる分析

2.1 ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムの分析

(以上, 第43巻第2号)

付: ドイツの株式会社での監督役会の歴史

2.2 日本のコーポレート・ガバナンス・システムの分析

(以上本号)

付: ドイツの株式会社での監督役会の歴史

ドイツの株式会社には, 1857年までは監督役会はなく, 「管理委員会 (Verwaltungsrat)」があるのみだった。それは, 大株主の利益を代表し, 外部に対する代表権を行使することを目指していた。1861年以来, 株式合資会社 (KGaA) に, 自由選択で監督役会の設置が可能になった。監督役会の概念が初めて現れたのは, プロイセン王国商法典の起草のためのニュルンベルグ会議において, その編集委員会委員によるものであった。そこで「管理委員会」にかわる概念が出され, 株式合資会社の匿名社員 (Stille Gesellschafter) は, 「管理」するのではなく, 「監督」するだけなのだ, という表現を行ったのである。1870年の株式法改正により, 監督役会は, 株式会社におけるドイツの法形態として義務的に必要な機関となった。

ドイツのコーポレート・ガバナンスの2つめの特徴である, 従業員の企業経営への参加とコントロールに対する制度的な顧慮というものは, 特別に歴史的な制約から出現したものである。1891年においてすでに「営業法 (Gewerbeordnung)」では, 「労働評議会 (Arbeitsrat)」の設置を認めていた。1916年から, そのような委員会の設置は義務として定められ, 1918年からは

この義務が、従業員20人以上の企業へと広げられたのである。1920年には「事業所評議会 (Betriebsrat)」の概念が、初めて法的に定められ、監督役会の中にも、一人または二人の事業所評議会委員を入れなくてはならない、とされた。第二次大戦後、ドイツ企業は国有化・社会主義化の危機に晒された。この危機を回避するため、ドイツ企業は従業員代表と労働組合代表が監督役会に入ることを承諾したのである。このような発展の結果、1951年のモンタン共同決定法、1952年の事業所組織法の制定へと至ったのである。

2.2 日本のコーポレート・ガバナンス・システムの分析

企業の行動目標

長い間、日本企業というものは長期的な目標を設定して、様々な、一言では表現できない混合的追及をするものと思われて来ていた。特にいわゆる高度成長期には、ともかく資金をつぎ込んで、マーケットシェアの増大という典型的な「外見指標」を追求し、企業規模の拡大に憂き身をまかしていたことは、つとに名高い。そこでは、「利益」の観念の重要さは第一ではなく、ましてや「株主の富」などという言葉は重要視されてはいなかった。そして、そこで常に背後にあった発想は「国家全体の利益・富」というものの重視である。

バブル経済の崩壊後、このような状況に何がしかの変化があったことも、またよく知られている。すなわち、海外で一般に信じられ、そして実際に存在していたのが、日本企業というの是一种の家族で、すべてのステイクホルダーが長期的な共存と成長という目的の下に仲良くしている、という状況であった。そこにはステイクホルダー間の目標の不一致や利害に関するコンフリクトなどなかった、とさえ言われていたのである。たしかに1990年代には、コーポレート・ガバナンスという用語さえも、一種の流行語で、アングロ・サクソン系の企業システムにおける株主の概念をひいてきて、「株主重視」などという言葉を利用して企業の社会的イメージの向上に利用しようとする動きさえ見受けられた記憶もある。これがバブル経済の崩壊後、「家族」であったはずの諸ステイクホルダーのうちの、まず従業員が「リストラの嵐」の中で切り捨てられた。とくに、バブル経済前の苦難の時代を耐え忍んで、企業成長の礎を築き、支えてきた(はずの)団塊の世代が、長い間おあずけをくっていた、将来の結実を約束(?)されて行っていた「若い頃の過重苦勞」の報酬をやっと受け取る直前に、40代後半で「会社存続」のために退職を余儀なくされたことは、「人本主義」などと称して美化されていた日本企業の「家族主義」が、実は実体のないものであったことの動かぬ証拠となったことは、記憶に新しい。

こうしてみると、現代の日本企業の行動目標というものは、従来言われていたほど長期的なものではなくなっていると考えるのが妥当である。そして、そこで「目的関数」もバブル期までの、一種得体の知れない「会社の全体的な富」ではなく、以前よりは株主への分配を意識した企業価値となっていると思われる。ただし、バブル経済崩壊後の苦境を乗り切るために、各企業がコスト削減を目指して提唱した「能力主義による評価」のひとつの影響として、年功制的な社員の取り扱い、あるいは待遇(=人本主義)は影をひそめてしまった。

企業の経営管理

ここ数年で、わが国の商法には大幅に手が加えられ、外国人研究者がわが国の株式会社に関

して熱心に勉強して覚え、「通説」として紹介してきたものは、実質的にその全てが、今や「歴史的考察」のみの対象となってしまった。すなわち、現在の日本の株式会社において、コーポレート・ガバナンスという観点からその全体を表現しうるキーワードは「委員会設置会社」と「執行役員制度」の2つとなっているからである。

わが国の株式会社における「監督機構」の特異性、あるいは矛盾については、常に商法の生い立ちにその一因があるとされてきた。19世紀末にわが国の商法はドイツの商法に強い影響をうけつつ起草された。財閥や銀行による事業株式会社の大量保有という時期を経て、1945年の敗戦後、アメリカ占領軍による新しい経済政策の下、新しい、アメリカ的なコーポレート・ガバナンス・システムが作られた。ただし、その後、時間をかけて、日本企業にとって活動しやすい形態へと漸次変わって行った。結局、アメリカ的な一層システムなのかドイツ的な二層システムなのか判断できないような、独特なボード・システムとなった、とされている。そして、これも長い間言われてきたことであるが、会社のトップマネジメント・システムのコンポーネントとして、業務執行グループ、業務執行グループを監督するグループ、という2つのグループを考えた場合、わが国においては、いわゆる取締役会が、実質的にこの2つを兼ねていた、とされる。そこでは、本来の役割を果たすことが想定、あるいは期待されていた監査役の形骸化、あるいは無機能化が、同時に主張されていたのである。

このテーマについては、後の「監督組織によるコントロール」で詳細に触れることとするが、わが国の経営管理組織(トップマネジメント組織)において、国際的な比較で目につくことあるいは外国人研究者にとって奇異に映ることとして、取締役会の中にも、厳然たる年功制によるヒエラルキーが存在することだという。すなわち、わが国の株式会社の取締役会が執行と監督の2つの機能を兼ねていることは、もちろん奇異に映るとして、かりにそのうちの執行機能だけに注目したとしても、つまるところ、そこに年功主義的なヒエラルキーによるパワーの強弱関係が存在していることは、国際的にみても、注目すべきわが国の株式会社における経営管理システムの大きな特徴としてあげられることとされる。

議決権行使によるコントロール

バブル経済の崩壊まで、わが国の株式会社について言われ続けていたこととして、「株主総会の形骸化」という有名な言葉がある。すなわち、まず、日本の株式会社の株式所有の際立った特徴として、それが分散所有によるものではなく、特定の銀行、保険会社、そして他の事業会社による(相互)所有によるものだ、ということである。いわゆる株式の相互持合いも大いにとりあげられていた。機関投資家というものも、明白に表に出てくるものではなく、株主総会前に、インフォーマルな事前交渉を会社の役員たちと行うことにより、影響力を行使していた、とされる。この意味で株主総会は全く単なるセレモニーで、実質的な議論がそこでされることはなく、機関投資家たちも、事前交渉による了解の下、提案された議案全てに賛成、一般投資家の大半も「白紙委任状」による賛成というのが通例とされた。吉森(1995)にしたがえば¹、日本の株主総会の80%が30分以下で終わり、1時間以上続くのは、わずか3%、そして87%の株主総会では、株主による発言がなかったとされる。

1 Yoshimori, M. Whose Company is it? The Concept of the Corporation in Japan and the West, in: Long Range Planning 28 1995 pp.33-44 (R38)

バブル経済の崩壊後、とくに最近、このような傾向に一石を投じたのが外国人投資家であったことも、認識されているところである。すなわち、CalPERSやTIAA-CREFなどのアメリカの年金基金をはじめとして、Lens Fundなどのミューチュアル・ファンドの一部が、わが国の企業の株式にも目を向け始め、その「リレーションシップ・インベストメント」の考え方をわが国にもふり向け始めたからである。そこでは受動的な行動（企業側が行う提案へ賛否の意思表示をするだけ）から能動的な行動（業績不振に対する適切な対応に失っている企業に対して、経営者の交代を要求するなど）へと変わって行っている。彼らは一般に「発言する機関投資家」とよばれ、たとえば従来はROEなどには全く無関心だったとされるわが国の経営者も、外国人株主の影響によってROEを意識するようになってきている。

このことは確かにわが国における株主総会のあり方に、何がしかの影響、一石を投じた面はあるであろう。とは言っても東燃におけるケースを見ても明らかな通り、外国人株主による経営陣への影響力行使は、表に出ないことが多く、また、たとえばそれが経営陣の交代という事態へと進んだとしても、その直接の原因が、増配の問題であったりすると、日本企業における基本的な経営方針との正面衝突のようなイメージが発生して、結果として爾後の当該企業の運営に、必ずしもプラスに働くとは限らないケースも生じて来そうである。

外国人株主の最近の動きに関して述べれば、次のようになるであろう。すなわち、2005年度の持ち株比率を見ると、外国人株主の比率は過去最高の26.7%となり、金融機関・個人・事業法人を抜いて、投資主体別にみるとトップになっている。当然、外国人持株比率の高い企業は、まさしくアメリカにおける企業並みに株主の動向（意見）に注目しなくてはならなくなる。そして、以前とは全く状況が変わり、とりわけ注目すべきなのは、国際的に活動し、議決権行使のアドバイスをしている、議決権行使助言サービス会社の日本への進出である。インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ（ISS）、グラン・ルイス・アンド・カンパニー、プロクシー・ガバナンスなどの、これらの会社は、特に会社自体の保身だけを目指すとは判断される買収防衛策の議案に、反対するよう株主にアドバイスしたり、コンプライアンス（法令順守）を重くみることから、マネジメントにとって、無視できないものとなりつつある。これらの会社は日本の年金基金や投資信託を運用する金融機関に、株主総会で提出される議案が株主にとってプラスになるかどうかを分析して、株主総会における賛否の議決権行使のアドバイスをすると、ということから、今後、日本においても「議決権行使によるコントロール」の重要性が急速に増してくる可能性がある、と言えるであろう。

資本市場によるコントロール

わが国の資本市場は、欧米、特にアメリカの資本市場などに比較して、いわゆるプライス・メカニズムが経済学の教科書に記されているように合理的には機能していないことが知られている。すなわち、企業価値を反映した株価形成が行われているとは必ずしも思われない面があり、その理由は過去、様々なものが挙げられてきている。

このようなわが国の資本市場に対する海外からの理解も、実に様々である。すなわち、株式の相互持合い、特にいわゆる企業系列内での相互持合いにより、発行済み株式のうちの相当度が市場に出回ることなく、相互持合い企業間で、内部に蓄積されたままになっていること、それは1965年の資本自由化以来、海外企業による「乗っ取り」を防ぐために日本企業が編み出した「方法」であることも知られている。

一方、銀行による間接金融にしたがう資金調達者が、戦後日本、そして高度経済成長期における日本企業の飛躍的な成長、特に製造業企業の膨大な設備投資を支えてきたこともよく知られている。

そして、海外の研究者にとって決定的な要因だったのが、やはり「企業系列」の存在であり、そこでの「メインバンク」の存在が日本の企業経営の最大の特徴とされていた。すなわち、そのような企業系列内での「役員派遣」、系列企業間での「社長会」の存在と、それによる詳細な情報流通(交換)の確保、そしてその際の、公開情報には表れない内部情報をも斟酌した、クレディビリティの評価、こまめに系列企業巡りをするメインバンクの担当者のお話など、驚異の目で見られてきていた。

また、系列企業が危機に陥った場合に、経営再建のために人員派遣を行うことに加え、メインバンクが行う融資も、結局は棒引きとなり、「債権放棄」になることが少なくないことを挙げて、「日本では(銀行を経由した)他人資本調達は、自己資本調達の一種とみなしてかまわない」²とまで主張されたこともある。

いずれにしても、このように見てきてわかることは、わが国の資本市場のうちの株式市場は、企業コントロールには機能していないこと、間接金融(銀行貸し付け)による資金調達において、そこに介在している銀行(メインバンク)が、系列企業に対してコントロールを及ぼしていることが知られていたのである。なお、ここに、直接金融市場としての債券市場の話が、アメリカなどとは違って、まったく出てこないことも特徴的である。その一番の原因は、日本には、債権者保護という大義名分の下に発行規制が行われ、アメリカのような債券発行市場が作られなかったこと、そしてこのためアメリカのような格付け制度が設定されるのが遅れたことによるものである。すなわち、これによりわが国には、マーケットメカニズムの働くアメリカのような債券市場が存在しなかったことによる。

しかし、衆知の通り1990年代のバブル経済の破裂後、企業系列の崩壊、それに伴うメインバンク制度の変質、そして持合いによって系列内に取り込まれていた、企業系列内企業間の株式が、漸次、市場に出回るようになってきた。

とりわけ、財閥系企業集団の雄であった住友グループと三井グループ、そのメインバンクであった住友銀行とさくら銀行が合併した三井住友銀行の出現は、特に外国人の日本研究者を大いに驚かせるとともに、わが国の企業経営における銀行の影響力・役割の見直しの必要性を痛感させるきっかけとなった。すなわち、まず従来「企業系列」(同時に「メインバンク」)の概念がすでに有効でないことと、株式の相互持合いが徐々に変化しつつあることに注目すべきである。すなわち、銀行を含む上場企業の保有株に関して、市場全体に占める持合い株の比率(金額ベース)は、1991年度の27.7%から2004年度には8.0%まで下がったとされる(大和総研)。その最大の理由は、2002年1月4日に施行された、銀行等株式保有制限法である。すなわち、系列企業の株式を大量保有していたわが国の銀行は、それまでも大きな株価変動リスクにさらされていたが、1990年代以降の株価の低迷、それによる所有株式の含み損への影響で、まさしく危機的な状況となったのである。顕著な例として、2003年3月末の日経平均株価終値は7972円71銭で、前日比307円45銭の値下がりだった。2002年3月末の日経平均株価が1万1024円94銭で、この1年間で東証1部の時価総額は何と71兆3162億円が失われたとされる。

2 Mayer, C., (1988) New Issues in Corporate Finance, in: European Economic Review, 32 S.1167-1189. insb., S.1181.

また、この時の銀行自体の株価下落も激しく、横河電機の業績予測の修正によると、当初40億円と見込んでいた株式評価損が、80億円に膨らんで、そのうち20億円はみずほフィナンシャルグループ株である。またその他の企業も同様で、特に銀行株の下落が招いた傷口は大きいようである。日本の経営の象徴だった人本主義を捨ててまで取り組んだ、激しいリストラ（団塊世代の社員の勧告退職）で絞り出した利益が消えてしまうかっこうだ。

こうして、銀行等株式保有制限法により銀行の株式は、パーゼル規制（BIS規制）における自己資本比率規制に従うこととなり、そこでのTier1自己資本の枠内に制限することとなったのである。（Tier1は[資本金・資本準備金等/リスクアセット（資産の種類ごとにリスク率をかけた数値の合計）]である。）これによって、企業系列内の株式相互持合いの中心的な役割を果たしてきた銀行の、メインバンクとしてのコントロール機能には、いわばフォーマルに制限が課されることとなった。

こうしてみると、従来わが国のコーポレート・ガバナンスにおいて、資本市場が果たしていたとされる機能のうち、銀行が担っていたとされる部分については、残念ながら大幅に見直しを迫られるものといえよう。

そして、これに代わる役割が期待されるのが、ここ数年注目されつつある債券市場である。1996年元旦をもって、わが国で社債発行に際して発行企業に義務づけられてきた「適債基準」の充足と「財務制限条項」の設定という、2つの規制が撤廃されたことから、わが国にも格付け会社が設立され、少しずつその役割を果たしつつある。アメリカの場合、SECは、「全国的に認知された統計格付け機関」（NRSRO: Nationally Recognized Statistical Rating Organization）の概念を使用し、米英系の3社がNRSROに認定されていたが、2003年2月にカナダ系の1社が追加された。NRSROの認定制度が維持される場合には、NRSROの認定・監視に際し、格付け会社が、発行体に対して格付けの根拠について具体的かつ定量的な情報開示を適切かつ十分に行っていること、すなわち発行体への説明責任を重視すべきであり、特に、NRSROの継続的な認定には最低限、初期の認定基準で要求される発行体への説明責任を条件とすべきである、とされている。

格付け会社は監査機能は持たないが、フェアなクレジット評価とそれに基づく市場形成が、新たなコントロール機能を果たすことは、大いに期待され、わが国の企業のコーポレート・ガバナンスにおいて、資本市場が果たすコントロール機能の重要な柱となることが期待されている。また、このような格付けが果たすべき機能についての知識の普及を目指したNPOも設立され（NPOフェアレーティング、www.fair-rating.jp）、地道な活動を続けている。これとの連携も含めて、今後、わが国の格付け会社も積極的に活動し、その存在価値を高めることが必要であろう。

労働市場・経営者（労働）市場によるコントロール

バブル経済の崩壊、それにより引き起こされた「リストラの嵐」は、従来内外でとらえられて来たわが国企業のイメージ、すなわち「終身雇用」、「年功制」というシステムの本質を大きくゆるがし、また疑わせるものであった。ただし、それはわが国の企業が従業員に対して実際は何ができるのか、本質的には両者の関係がどのようなものであったのかということの真の姿を明らかにしたものではありません。それに付帯する環境までを変えるものではなかったと言える。すなわち、永年わが国に存続してきた「終身雇用」、「年功制」のおかげで、有能な人材が

その才能を商品として売買する結果、発生する会社から会社への労働者の移動(労働市場)は活発とは言えなかったし、「リストラの嵐」の対象となった労働者の大半が、いわゆる「団塊の世代」で、教科書的な労働市場において取引されるべき「財」としてはそれほど高い評価が与えられなかったふしもあり、わが国の労働市場の活発化には、あまり資するものではなかったとされる。元々、わが国では企業内教育が盛んであったこともあり、ある企業に所属することによって得る知識は、その企業においてのみ有効で、他の企業に移っても「1からやり直し」になってしまうことから、労働市場は発達しなかったことがある。

経営者労働市場に関しても同様のことが言える。青木(1990)も指摘するとおり³、わが国においては、経営者が他の企業へと「鞍替え」することは高い取引コストの発生を意味し、彼自身として、ひきあわない、すなわち生涯収入の減少を意味することとなるからである。元来、わが国の企業の経営者は概ね「従業員代表」であることが多く、この意味でピラミッド構造の会社組織において、上役たる経営者は、部下たちに対するプリンシパル、部下がエージェントであることは、世界共通の尺度で言えることであるが、わが国企業において特徴的なのは、経営者が終身雇用、年功制の下で内部昇進の結果到達したポジションであることから、彼が「従業員代表」の責を担っている、ということである。こうして彼は、集合体としての企業の代表、すなわち人的資源としての従業員全体の運営を引き受けることとなっている。それは、言い換えれば、従業員全体が、自らを人的資産として、その運用を経営者に委嘱している、すなわちそこでは従業員がプリンシパル、経営者がエージェントとなっている、と言える。前述の通り、従業員としては、労働市場が発達していないことから、他企業へ移って自らの能力を生かすチャンスは多くないわけで、そのような低い流動性の下では、自らの生殺与奪の権利は、まさしく経営者の手に委ねられていることになる。この意味で、わが国企業における経営者と従業員の関係は、世界的に見ても非常にユニークな「相互的エージェンシー関係」であることは、既に述べたところである。そして、このような状況は、「リストラの嵐」が吹き荒れた後も変わらなかったのである⁴。

但し、以上述べた労働市場、経営者労働市場は、すべていわゆる「外部市場」の話であり、もうひとつ(内部)労働市場にも目を向けなくてはならない。そしてそれこそが、わが国の企業において、ひとつのユニークな側面であると言える。コーポレート・ガバナンスの見地から言えば、わが国の企業に関しては、この内部労働市場に見るべきものがある。すなわち、前述の通りわが国の企業の経営者は、従業員代表であり、そこにたどりつくまでに様々な、熾烈な内部競争に勝ち抜いて来なくてはならない。昇進にあたっては、転勤、ジョブローテーションなどにより、多数の上役により評価され、指導され続けることになる。それは、言い換えれば終身雇用により生じる一つの企業での長期的勤務に伴う長期的モニタリングであり、規律づけ効果と共に、そのような一種の集成的モニタリングによる、トータル・エージェンシー・コストの削減効果もあるであろう。

公衆によるコントロール

わが国の企業の経営の透明性、とくに会計・財務情報の公開については、国際的に見ても、

3 Aoki, M. (1990), Towards an Economic Model of the Japanese Firm, Journal of Economic Literature 28, pp.1-27.

4 小山(1992), なお新版ではp.243.

一定の評価がなされていると言えよう。そして、その際に重要な役割を果たしているのがやはり、経済産業省、財務省、金融庁などの役所であることが、結局はわが国における「公衆によるコントロール」の大きな特徴であることは興味深い。役所による「指導」、それに従った情報発信、そしてそれを経済マスコミが活発に報道して、一般大衆に知らしめる、という構図である。

これに加えて海外では、いわゆる「天下り」によってさらに情報交換・発信が促進される、という誤解が往々にして見られるが、コーポレート・ガバナンスの見地から言えばこれは全く逆で、天下りした元役人が演じる役割は、正当なルートでない情報の収集、フェアでないマーケット・ピーティングによる追加的利益の追求、株主の富の増加に結びつかない、往々にして社会的正義にそぐわない企業行動の誘導など、見方によっては企業にとってのバズ（bads）にあたるものとも言える。

また、バブル経済の崩壊による究極的帰結とも言うべき産業内再編成と、それによる企業系列の分裂は、従来からの意味でのメインバンク統率機能の弱体化、グループ内企業間の定期的情報交換行動の後退などをもたらしたとされる。

海外の日本企業研究者、たとえばドイツ人の日本企業研究者にとって、バブル経済の崩壊とそれに続いて起こった未曾有の不況、そしてそれが大きな引き金のひとつとなって発生した様々な業界での再編成は、過去にない驚きだったようで、さらにわが国の企業の研究にあたっての一種のプロトタイプであった「企業系列」に大幅なデフォルメが発生したこと、とくに「三井住友銀行」が設立されたことなどは、ほとんどショックでさえあったようである。これによって彼らが過去身につけた日本企業研究の基礎知識はほとんどすべてが、瞬時にして単なる「過去の歴史的事象」となってしまう、勉強のやり直しとなってしまったからである。この点で、現代日本におけるコーポレート・ガバナンスに関する「公衆によるコントロール」の一番の源は、企業経済社会において強く高まった「コーポレート・ガバナンス意識」であり、それを背景にして経済マスコミがコーポレート・ガバナンスに関するトピックを頻繁に採りあげていること自体が、有効な「公衆によるコントロール」と言えると考えることができる。

「責任」によるコントロール

経営陣に対する、株主による責任追及、損失に対する賠償請求は、1990年代に一時的話題となっていた。とくに、会社に与えた損害の額に関係なく8,200円で訴訟が起こせるという制度は、小株主にとっても損害賠償請求ができるということで、大変注目されたものである。このような事態の進展のひとつの結果として、神戸製鋼所における事例をあげることができる（出典：朝日新聞、2002年4月6日朝刊）

コーポレートガバナンス推進に関する決意表明
 (株主代表訴訟終結に当たっての企業努力宣言)

株式会社神戸製鋼所

当社におきましては、平成十一年に商法違反による摘発を受け、これに関連して、当社役員に対する株主代表訴訟が神戸地方裁判所に提起されて、役員の実任の有無と当該事実防止のために講ずべきであった管理体制如何につき、審理と検討が進められて参りました。

このような事態を招きましたことは、当社といたしましても遺憾の極みであり、株主各位及び関係各位のみならず、対しまして、あらためて衷心よりお詫び申し上げます。今般、本訴訟の原告と被告役員との間において、本件問題点についての認識を一致させることができ、また、昨今の厳しい経済情勢のもと、業界再編成や事業の統廃合等に向けた動きが活発な当業界において、本訴訟を早期に解決させることが当社ひいては株主各位の利益に資するとの判断から、和解手続と一部役員の実任手続により本訴訟を終結させることで合意を見るに至りましたので、ここに報告申し上げます。ご理解を賜います。

株主各位及び関係各位のみならず、長きにわたり、ご心配とご迷惑をおかけいたしましたことを深謝するものであります。本訴訟を教訓といたしまして、その解決を機に、これからはいわば新生・神戸製鋼所として、新たなコンプライアンス・チェック体制の構築をはじめとする、より一層の法令遵守体制の整備と、時代の要請であるコーポレートガバナンスの推進に経営トップをあげて取り組む所存でありますので、ここにその決意を表明いたします。

それと同時に、企業として果たすべき社会的使命を忘れることなく、益々社業に邁進し、我が国経済の発展と公正社会の実現に貢献して参りたいと存じますので、みなさまにおかれましては、倍旧のご支援、ご愛顧を賜りますようお願い申し上げます。なお、神戸製鋼所株主代表訴訟原告弁護団からは、以下の所見が寄せられております。

(原告弁護団所見)

平成十二年一月、私たちは、神戸製鋼所の当時の役員が、総会屋に利益供与を月年続けましたスクラップの薄外売却の方法により裏金を捻出してその一部を利益供与の原資として会社に多額の損害を与えたことに対し訴訟代理人として株主代表訴訟を提起し、これまで訴訟を継続してきました。しかし、この度神戸製鋼所の役員は、裁判所の所見を真摯に受け止めた被告となつた旧役員のうち、実行行為に荷担した役員は勿論のこと実行行為に直接加わらなかつた役員にあつても、商法違反の事実を防止できなかった結果について善管注意義務違反の法的責任を認めて原告の請求を認諾したり、あるいは経営トップの責任を認められるにいたり、また、現経営陣におかれては、企業が侵すおそれのある不法な事業活動について、社内の監視体制を具体的に構築することが極めて肝要であるということを確認されました。私たちは、今回の和解の成立にあたり神戸製鋼所が示された経営姿勢は、コーポレートガバナンスの視点から企業活動が株主を始めとする利害関係人からの厳粛な付託を受けたものであることを理解され、コンプライアンスの重要性を認識されたものとして積極的に評価するに至りました。

そこで、本件については、裁判手続による責任履行を確保した上で、今後における改善は現経営陣に委ねるのが相当と判断し、裁判を終結したものであります。願わくば、今回の解決を契機に、我が国の企業社会全体が、経営トップが先導して法令遵守を全うして、自己責任の見識を再確認され、他にその責任を転嫁することのないよう姿勢を正されることにより、企業としての真の競争力を磨かれ、もって社会全体の公正と信頼が実現されることを祈念するものであります。

みんなで環境創造。

エネルギー消費の大幅削減、大気汚染対策、廃棄物削減やリサイクル…。神戸製鋼は、鉄鋼をはじめとするアルミ・銅、機械など多彩な生産活動の中での環境保全を徹底させています。さらに生産現場で培ったノウハウ、研究開発から生まれた環境関連技術や製品を社会にも提供。一人ひとりの社員は専ら「ノーネクタイ運動、海灯、節電運動」などに参加、それぞれの家族は電気やガス、ゴミの使用量をチェックし、省エネやリサイクルを家庭でも実践するなど、神戸製鋼は着実にすぐできることも含めて環境創造を全社的に展開。「環境保全先進企業」として総合的に取り組んでいます。



KOBELCO
 神戸製鋼
<http://www.kobelco.co.jp>

すなわち、この新聞公告にもある通り、神戸製鋼所の役員が、総会屋に利益供与を永年続け、またスクラップの簿外売却という方法で裏金を捻出して、その一部を総会屋への利益供与の原資に用いて、会社に多額の損害を与えたとして、株主代表訴訟が提起されたのである。結果として和解手続により、この訴訟は終結したが、その際には、実行行為に直接加担しなかった役員も含めて、商法違反の事実を防止できなかった結果について、善管注意義務違反の法的責任を認めて、原告の請求を認諾したり、あるいは経営トップの責任を認めるに至ったのである。組織、株式会社としての神戸製鋼所による、このような「コーポレート・ガバナンス推進に関する決意表明（株主代表訴訟終結に当たっての企業努力宣言）」が広く新聞に公告されたこと自体が、従来の日本では見られなかったことであり、非常に注目に値すると言えることであった。

しかし、すでに良く知られているように、このような株主代表訴訟制度は、その後、主として濫用あるいは悪用と想定されるケースのゆえに見直しが行われた。具体的には

総会屋が訴訟外で金銭を要求する目的で代表訴訟を提起した場合

株主が、株式会社に対し事実無根の名誉毀損の主張をすることにより、株式会社の信用を傷つける目的で代表訴訟を提起した場合

等が考えられた。これらの場合は、「会社法847条ただし書の要件」に該当するとされ、提訴請求が無効となる。本来、これは、株式会社が取締役・執行役の責任を追及する訴えの提起を怠っている時、株主が会社に代わって取締役等の責任を追及する訴えを提供する、というものである。そして、株主がこのような提訴請求をしても、会社がそれを適切と考えなければ、「不提訴理由書」により、それをしりぞけることができる（会社法847条）。ただし、前述の通り提訴禁止事由（会社法847条ただし書）は、会社側が主張・立証しなければならないことに注目すべきである。いずれにしても、2005年5月に新会社法が衆議院を通過した際の付帯決議として、「株主代表訴訟の制度が、株主全体の利益の確保及び会社のコンプライアンスの維持に資するものであることに鑑み、今回の見直しにより、この趣旨がより一層実効的に実現されるよう、制度の運用状況を注視し、必要があれば、当事者適格の見直しなど、更なる制度の改善について、検討を行うこと（衆議院附帯決議9項）」とあるように、取締役の行動をコントロールする有効・重要なツールとしての株主代表訴訟の有効性は担保されたと考えて良いであろう。

監督組織によるコントロール

わが国の株式会社における「監督組織によるコントロール」には大いに欠陥があり、海外の研究者にも広く知られている（いた）ことは、「企業の経営管理」でも述べたところである。ただし、その後の商法改正で、幾度かにわたり、その克服が試みられて、現在に至っている。すなわち1990年代から企業に不祥事が続き、わが国の株式会社制度の根本的な見直しがさげばれて以来、会社法の大規模な見直しが行われ、出現したのが「委員会（等）設置会社」と「執行役員制度」である。

執行役員制度とは、本来、従来の取締役が実質的に引き受けていた職務のうち、業務の執行に関する責任の部分を取り離して、その部分を執行役員という新設名称の役員に負担させるというものである。しかし、実状として述べれば、特に大企業で、取締役の人数が多くなりすぎたということ、そして従業員出身取締役の実質的な取締機能の問題点から、「取締役会の形態

化」の顕在化が、執行役員制度の生まれた大きな理由の一つになっていることは、否定しがたい事実である。取締役兼執行役員という人々もかなり多く、結局は増えすぎた取締役に、異なった名前の役職を与えただけではないか？ という疑問に対して、明確な解答は与えられていないようである。とは言っても、東京証券取引所が行った「コーポレート・ガバナンスに関するアンケート」の結果を見ると、1998年時点では1137社中、執行役員を導入している企業は40社(3.5%)だったのが、2005年時点では1317社中649社(49.3%)と、大幅に増加していることがわかる。執行役員の場合、商法上の役員ではないことから、株主総会の承認を得る必要がないため、各企業ともかなりフレキシブルにこの制度を利用していることは確かである。ただし、この制度が企業の業績向上にどのように貢献しているのかについては、未だその評価は定かではない。今後の実証研究に任せるしかなく、またそれは我々に課された大きな課題といえる。

次に委員会(等)設置会社は、2002年の商法改正で導入されたもので、2006年の会社法施行により、「委員会設置会社」という名称がフォーマルなものとなっている。そのデザインのイメージとしては監督機能と業務執行機能が混在していた従来の取締役会の構造を見直し、また実質的な機能の有効性を疑問視するむきもあった従来の監査役制度をも見直して、経営の監視機能として社外取締役を中心として3つの委員会(指名委員会、監査委員会、報酬委員会)を設置する、というものである。すなわち、従来は取締役会が行って来た諸々の職務のうち、業務執行機能は「執行役」に担当させ、取締役会は監査機能を中心とした、コントロール機能に専念しようというものである。そこでは、取締役会は基本的な経営課題にかかわった意思決定にあたり、執行役の業務執行を監督することになる。取締役会の下での3つの委員会については、社外比率に規定をおき実効性を図っている。委員会設置会社については、商法特例法上の大会社(資本金が5億円以上または負債総額が200億円以上の株式会社)ないし、みなし大会社(資本金が1億円超で、定款に会計監査人の監査を受ける旨を定めた株式会社)が、商法の委員会設置会社に関する特例の適用を受ける旨の定款の定めを設けたうえで導入されるものである。

委員会設置会社については、日本監査役協会の調べでは、2006年10月18日時点でその導入

執行役員制度導入企業数

年	回答社数	導入社数	%
1998	1137	40	3.5
2000	1310	279	21.3
2003	1363	466	34.2
2005	1317	649	49.3

東京証券取引所資料より

会社数は、わずか110社である。上場企業全体の数を考えると、これは大変少ないと言える。その理由は、私見では2つあり、ともにすぐれて日本的な背景によるものである；

1) 委員会設置会社への以降にあたって要するコストの問題、とくに新たな配置転換、大規模な職務規定変更にあたって要するコストがネグリジブルではないことが挙げられる。そしてその際に不可避となるリストラに対して、それを行う方も行われる方にも、大きな抵抗感があるのではないかと、ということである。

2) 従来型の監査役設置会社から、委員会設置会社へ移行した場合に、最も影響を受けるのは言うまでもなく、従来監査役として勤務していた人たちである。すなわち、委員会設置会社へ移行した会社において、新しくスタートした監査委員会のメンバーに、以前の監査役設置会社の時の監査役が就任したというケースは、報告されていない。言い換えれば、監査役設置会社から委員会設置会社へ移行した場合、監査役は失業することになる、と言ってさしつかえないと言えそうである。そして私見では、ここで日本監査役協会の果たした役割が大きかったと思われる。委員会設置会社制度の誕生と同時に、わが国の会社法では、監査役制度の強化が試みられた。そして、業務監査や取締役会への出席、さらには意見を述べる機会など、様々な点で、彼らの経営陣へのモニタリング機能を見直すチャンスが与えられた。日本監査役協会は、この点で実に幅広く、コミュニケーションチャンネルを利用して、従来型の監査役制度の見直しと有用性を説き、上場企業の意味決定に影響を及ぼしたと思われ、その結果、株主をはじめとするステイクホルダーに対するコンプライアンスや透明性の確保という見地からは、必ずしも委員会設置会社へ移行する必要はなく、監査役設置会社のままで、監査役(会)を充実させることで事足りる、と判断した会社が多いのではないかとと思われるのである。

こうして、日本における現在の「企業の経営管理」の特徴としては、「跛行期」にあると結論づけることができる。

インセンティブ契約的報酬によるコントロール

コーポレート・ガバナンスにおいて、いわゆる「経営者報酬」が果たす役割が重要であることは論を待たない。すなわち、経営者報酬が業績連動報酬となり、それが業績向上につながるのであれば、望ましいことであろう。報酬制度の費用対効果の評価や、ストックオプション等がどれだけ業績に貢献しているか等が、説得力ある形で明らかになれば、株主にとってもリーズナブルな形での業績連動報酬システムの設計が可能となるであろう。

ここで議論の対象となるべきなのは、「報酬の方針の決定」、「開示に関する規定」、「報酬委員会の是非」の3つである。一般論としては、報酬をどのように考え、どのように決めるかに関する方針の決定にあたっては、株主の意思が反映されることが望ましいであろうし、そのような報酬方針が開示されると良いであろう。また、経営陣それぞれについて、報酬額の個別開示を行って、インセンティブが働くような報酬システムであることが望ましい。さらに、そのような報酬が客観的且つ独立に決定されることも望ましく思われる。

ドイツにおける「インセンティブ契約的報酬によるコントロール」に関しては、すでに一度ふれたが、このような3つの軸による日独比較を再度行くと、次の通りとなる。

すなわち、まず報酬の方針の決定に関しては、株主総会の承認は日独とも不要である。これに対し、開示に関する規定では、日独で大きく異なる。わが国では、経営者報酬に関しては、一貫して「総額開示」であった。この点については、筆者もメンバーであった、日本コーポレ

ート・ガバナンス・フォーラムの研究委員会での議論においても、しばしばとりあげられた。そこでの議論を要約すると、経営者報酬というものは、つまるところ、人の収入であり、その個別の金額を知ろうとするのは「覗き趣味」なのだそうで、品の良くないことだ、ということに日本ではなっているのだそうである。これは企業のトップマネジメント出身の委員からの情報で、もしそれが実態だとすると、非常にわかりやすい主張ではあるが、何ともやりきれない気分になるのは筆者だけではないであろうと思われる。委員会設置会社制度をいち早く導入し、コーポレート・ガバナンス・システムの改善に積極的に取り組んでいることで知られるソニーにおいて、大賀氏が退職するにあたって支給された金額（一説によると16億円、但し、これは退職慰労金）が知られたことは、「さすがソニー！」と称賛するむきもある一方、一人分だけだったので、結果として個別開示になっただけで、実質はやはり総額開示なのだ、とする主張も多い。篠崎（2006）によると⁵、すでに数年前から一部の大手企業で、個別開示を求める株主提案が出てきており、可決こそしないものの、かなりの賛成票を集めるに至っている。そして、業績と報酬の関係等を説明する報酬の方針の開示の下で、業績に連動した報酬の導入、そのうえでの個別開示へと進むことが望ましいとしており、誠に説得力ある主張と言えよう。

一方のドイツでは、2006年分から個別開示が始まるということで、その成り行きが注目される。報酬委員会の是非については、ドイツではコーポレート・ガバナンス・コード(DCGK)で推奨されており、その場合は監督役会の下に設置されるということで、客観性、独立性は高いと思われる。

わが国においては、委員会設置会社においてのみ、報酬委員会が設置されることになるため、従来型の監査役設置会社における、報酬決定の透明性、妥当性が議論されることになる。この点では報酬枠を株主総会で決議するという形でお手盛を防止しているとされるが、そこまでのプロセスは完全に透明というわけには行かないことが多い。

参考文献

- Albach, Horst (1994), Wertewandel deutscher Manager, in: Albach, Horst (Hrsg.) (1994), *Wertewandel und Unternehmensziel im Wandel der Zeit*, Wiesbaden, S.1-25.
- Albach, Horst (2000), Corporate Governance, *ZfB-Ergänzungsheft*, 2000.1
- Aoki, M. (1990), Towards an Economic Model of the Japanese Firm, *Journal of Economic Literature* 28, pp.1-27
- Beck-Texte, Aktiengesetz・GmbH-Gesetz, 37. Auflage 5010 Deutscher Taschenbuch Verlag 2004
- Böhmer, Ekkehart & Löffler, Yvonne (1999), Kursrelevante Ereignisse bei Unternehmensübernahmen: Eine empirische Analyse des deutschen Kapitalmarkts, in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 51, S.299-324.
- Charkham, Jonathan P. (1994), *Keeping Good Company. A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford
- Conyon, Martin & Schwalbach, Joachim (2000), European differences in executive pay and corporate governance, in: Albach, Horst (Hrsg.) (2000), *Corporate Governance, ZfB Ergänzungsheft* 2000.1

5 篠崎隆（2006）、「経営者報酬」OECDコーポレート・ガバナンス 改訂OECD原則の分析と評価」日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編、OECD東京センター（協力）、明石書店

- pp.97-114.
- 小山 明宏 (2005), 経営財務論 (新版) (初版1992, 三訂版1996, 増補改訂版2000) 創成社
- La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer & Vishny (2000), Investor Protection and Corporate Governance, Journal of Financial Economics, 58 pp.3-27.
- Mayer,C., (1988) New Issues in Corporate Finance, in: European Economic Review, 32 S.1167-1189. insb., S.1181
- 三菱総研 『企業経営の分析』, 1994~2004
- Shleifer & Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance, 52 pp.737-783.
- 篠崎隆 (2006), 経営者報酬, 「OECDコーポレート・ガバナンス 改訂OECD原則の分析と評価」日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編, OECD東京センター (協力), 明石書店
- 証券団体協議会, コーポレート・ガバナンスのあるべき姿 資本市場の再構築に向けて, 1993.7.6
- Witt, Peter (2003), Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb, DUV
- Yoshimori. M. Whose Company is it? The Concept of the Corporation in Japan and the West, in: Long Range Planning 28 1995 pp.33-44 (R38)