

日本企業のあるべき コーポレート・ガバナンス・システム

小山 明宏

目次

- 1 コーポレート・ガバナンス・システムのあるべき姿
 - 1.1 はじめに
 - 1.2 監督機関と執行機関の関係について
 - 1.3 望まれる要件
- 2 日本のコーポレート・ガバナンスに関する覚え書き
 - 2.1 取締役会(あるいは監督機関, Kotrollorgan)の責任と機能
 - 2.2 開示及び透明性 格付け会社の役割への注目
 - 2.2.1 格付け会社とは
 - 2.2.2 コーポレート・ガバナンスにおいて格付け会社が果たせる役割
- 3 監督機関の役割の重要性
 - 3.1 規律づけの役割を担うもの
 - 3.2 監督機関の役割 透明性確保とモラル

1 コーポレート・ガバナンス・システムのあるべき姿

1.1 はじめに

結局はコーポレート・ガバナンスというのは、企業のさまざまな利害集団の間の力のバランス、及びこれらの集団の相互作用に関わることである。そこで論じられているのは、意思決定機関の権限やコントロールが、どのように秩序づけられるか、ということである。そして、その際に、責任を負わされている人々への報酬の設定、企業に起こっていることをできるだけ明らかにすること(透明性)、そして企業コントロールの市場の形成などについてが、理論的、実務的な考察の中心になる。最終的には、こうして、プリンシパルとエージェントの関係についての正しいバランスということが重要となる。それは、国際的あるいはグローバルに活動している企業に見られる、非常に複雑な構造およびプロセスの中に埋め込まれているものである。

昨今の、資本市場での信用の大変な毀損の結果として、経営管理や企業コントロールに関する疑問は、いやがうえにも世界中で大きな関心をよんでいる。アメリカではエンロンやワールドコムのような企業危機に対し、決然とした対応がなされ、問題の克服にあたっては、大変効

率良く進展している。「浄化の措置」としてのサーベインス・オクスレイ法によって、アメリカでは迅速かつ有効な浄化が進行し、ヨーロッパでもそれによる好ましい効果で、直接・間接に企業が恩恵をこうむっていると思われる。ただし、ヨーロッパにおいても全く無為無策で推移してきたわけではなく、時間の経過にそくした変化が見られる。とりわけドイツ・コーポレート・ガバナンス原則に代表される、国内法による規制の動きは、頼もしく受け取られ、また正しい方向への動きと思われる。ただし、このような効率的なコーポレート・ガバナンスについての「形式に関する前進」とは裏腹に企業における物質的な側面については、明らかに遅れた面があり、取り戻す必要があるとされている。そして、特にドイツでの傾向として、このように企業が自ら動くことが必要となっている理由として、まず、規制当局だけに任せて言いなりになっていると、規制過剰になる可能性があるという危惧感があること、2つめとして、模範的なコーポレート・ガバナンスというものが、市場価値と投資家の信頼にポジティブな影響を与えることが知られているからである。昨今の企業スキャンダルのおかげで我々が気付いたことも多く、効果的なコーポレート・ガバナンスの形成への圧力を高めていると言える。

1.2 監督機関と執行機関の関係について

ドイツでは、1990年代後半の好景気、ならびに企業の目立った発展という流れの中で、経営管理・コントロールのシステムは、いくぶんバランスを失ったとされる。たとえばM&Aによる大きな企業成長にからむ、潜在的なリスクを指摘し続けていた監督役会メンバーの監督役たちは、この時期、警告者、あるいはブレーキ役としては、あまり働かなかつたとされる。多くの場合、当時、コントロールというのは二の次だったのである。しかし、昨今はこのような管理とコントロールの間の、十分に考慮された力のバランスが必要であるとされるようになってきている。このような視角で考えると、2つの「委員会（執行役会と監督役会）」から成る、と考えることのできる、ドイツの管理システムは、実務的にも良いモデルであると思われる。管理とコントロールの分離という、そこでの基本的な原理は、十分に考慮されて目標に合わせて作られているということで、力のバランスということをも可能にしていることから、正しいものと思われる。ただし、だからといって、このモデルがもうこれ以上改良の余地がないというわけではない。たとえばコーポレート・ガバナンスの改善に関する従来の議論では執行役に関しては、ドイツでのコーポレート・ガバナンスの中心的な機関であるにも関わらず、ほとんど考慮されていない。執行役会の仕事というものは集合的（集団）責任という考え方に基づくものであり、時の経過とともに進展するダイナミックな変化の中で、フレキシビリティと迅速な意思決定が必要とされていることから、ドイツでは、たとえば個々の執行役に対して、特定の分野にただひとつの責任を持たせてはどうか、などという議論もみられる。

監督役会についていえば、執行役会のコントロール機関として、効率性の向上が必要であるとされる。そのためには、監督役は自らに委任された仕事をより専門的に行えなくてはならないし、それはまた時間的な必要性もからんでくるであろう。すなわち、そのためにはもっと数多く会議を開き、一人一人の委任義務をもっと減らすことを要する。それによって監督役会はより効率的に機能し、より速く意思決定を行いうるであろう。そしてそれは、基本的により小さな委員会でのみ可能と考えられるようになってきている。一方、現在のドイツでは、たいていの監督役会の規模からいって、効率的な職務遂行はむずかしく、とくに監督役数が20人という、大企業に、それがあてはまると言えよう。こうして、監督役数を、たとえば10人に限定して

はどうか、などの主張も現われてきているのである。

このような、硬直化しているドイツの状況の打開策として、委員会設置、ということも考えられている。より小さく、機能しやすい委員会を作ることは、一層の成長機会を作り出すという意味での、戦略的な疑問をより良く議論しうるためにも、必要である。それは単一の大きな委員会に比べて、重要な分野、たとえば、人事計画、報酬の問題、企業環境のリスク分析などについて、信頼のおける職務遂行のためにも有効な方法であるという主張がある。

このような、監督役会組織をより小規模にしてはどうか、という考えは、すでに長く望まれているものであるが、ドイツではそれは、主として労働組合の反対のおかげで実現していないとされる。彼らは監督役会の規模が小さくなることによって、労働者代表の影響力が低下するのではないかと危惧しているとされるのである。当然そのような危惧もゆえなしとは言い切れないが、時代の要請に沿っているとは言い難いところがある。

こうして、ドイツのコーポレート・ガバナンス・システムの改善に関わる議論から、わが国でのコーポレート・ガバナンス・システムにとって参考になることは何か、とふりかえってみると、次のように要約される。

意思決定執行機関とそれを監督する機関というものを、役割という観点から、明確に区別できるのが望ましいこと。

監督機関について、その責務を果たすために効率化が必要である。ということ。すなわち、監督機関そのものの規模がふくれあがることは望ましくなく、同時に、監督機能を十分に果たすためには、監督役各自の能力向上と共に、監督活動の確認としての、情報交換の会合を、必要に応じて頻繁に開催することが望ましいこと。

1.3 望まれる要件

そもそも、執行機関にしても監督機関にしても、規律づけが必要となる理由に立ち返って考えてみる必要がある。すなわち、結局はトップマネジメント組織のメンバーの行動の仕方が企業成果に影響を及ぼし、従業員の行動をも左右するのである。それは企業内における責任に対する倫理とモラルに帰せられるものとなる。執行機関メンバー（ドイツでは執行役たち）には、信頼に値する管理が望まれ、それには、専門的な、プロとしての行動と共に、リーダーシップという資質が前提とされる。すなわち、従業員に目標をわかりやすく、身につけやすいように仲介し、動機づけて、株主、従業員、顧客、そして公的機関の利益を確保する、模範としての機能、責任を負う、ということである。

監督機関メンバー（ドイツでは監督役たち）が選ばれる際には、それぞれの責任担当分野についての十分な理解があり、かつ企業の成長プロセスにおけるリスクを正しく見積ることのできる者が選ばれなくてはならない。ただしそれは、一次元的な能力が要求されているわけではなく、さまざまな能力や経験が適切に備わっていることを意味している。ビジネスの国際性もそこには反映されるべきである。それは、言い換えれば、監督機関の将来の構成に関して中心となる原則は、能力や理解の範囲の広さ、スキルの多様性だ、ということである。

監督機関は、経営管理に関する活発な議論の場であるべきで、そのためにも彼らは、成果に関するコントロールはもとより、戦略に関する計画のプロセスへ、早い時期から参加していることが前提となる。その目的は、それが必要となる場合の意思決定に関わって、監督機関と執行機関が共同で、戦略に関する議論ができるようにすることである。そして、そこでは活発に、

批判的な対話が行われるという文化が不可欠である。

執行機関と監督機関の間の協同作業のデザインにあたっては、従業員の統率などの個々の課題と共に、共通の課題、すなわち戦略的措置の決定、人事教育や後継者育成の計画、大規模な投資などをわかちあい、コントロールするような形態となれば良いであろう。監督機関の代表は、企業経営が順風満帆に進んでいるか、あるいは荒波にもまれて舵取りに窮しているのか、を見極め、それによって、自ら割く時間をフレキシブルに決めて、とくに執行機関のトップとのコミュニケーションにあてる、ということが要される。その際に、たった一人ではなく、1～2人のアシスタントを持つことも望ましい。

そして、場合によっては、当該産業や企業についての知識の必要性などの理由で、退職する執行機関代表者が、監督機関代表者の任をひきうけることも有意義だという意見も、一部に根強い。なぜなら、彼は、そこで要求される条件を満たす最良の条件を満たす候補の一人と考えられるからである。もちろん、この点については、1.4.2でも触れたとおり、ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則では疑問も投げかけられていることも、十分斟酌する必要があることも注意すべきである。すなわち、フォン・ヴェルダールによると¹、ドイツ・コーポレート・ガバナンス原則では、ひどく遵守されていない勧告規定は少ないが、たとえば、4つの勧告規定が90%程の企業に遵守されておらず、守られていない4つのうちに、次の項目がある：

c) 前執行役会議長もしくは執行役が、監督役会議長もしくは監督役会へと移る事を制限すること

実態としていえば、トップマネジメント組織の実務家たちの間では、上述の、一種の「渡り」を肯定する人々が多く、一方、株主の立場、あるいは理論家の間では、その弊害を指摘する人々が多い。

いずれにしても、監督機関メンバーは、自らの行動によってばかりでなく、トップマネジメント一般を任命・監視する中で、会社の倫理的傾向を設定する重要な役割を担っていることを常に認識するべきである。彼らが高い倫理基準を持つことによって、会社の事業活動について、会社の信用・信頼が確保され、会社の長期的な利益の増進に貢献することになると思われる。彼らの行動目標を明確かつ遂行可能なものとするために、専門家としての基準及び場合によってはより範囲の広い行為規範に拠って立つ、会社の行動規範を策定することが有益であると思われる。

以上のような一種の前提条件は、法律によっても、また原則（Kodex）によっても決められるものではない。そこで試みられるべきは、以上のような環境を作り出す努力であろう。

2 日本のコーポレート・ガバナンスに関する覚え書き

筆者は、わが国におけるコーポレート・ガバナンス教育、あるいは知識の普及に寄与している、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムの創立以来のメンバーであり、すでにその2つの専門委員会（パフォーマンス研究委員会、OECD原則研究委員会）で特別テーマにあたって、研究に携わってきた。特に後者においては、2005年春から長期に渉り、2004年に改訂さ

1 Berlin Center of Corporate Governance, Zusammenfassung für die Medien: Kodex Report 2007, Empirische Studie des Berlin Center of Corporate Governance zur Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) 2007.7

れたOECDのコーポレート・ガバナンス原則について、その日本語訳の見直しと、わが国のコーポレート・ガバナンスにとっての意義（意味づけ）を、他のメンバーと検討してきた²。ここでは、望ましい日本企業のコーポレート・ガバナンス・システムについて、わが国の大半の論稿で扱われているような、アメリカ型のコーポレート・ガバナンス（原則）との比較ではなく、「国際基準」としてのコーポレート・ガバナンス原則、すなわちOECDによるコーポレート・ガバナンス原則との比較において、検討する機会に恵まれた。OECDコーポレート・ガバナンス原則は、アメリカに代表されるアングロサクソン系の一層構造トップマネジメントシステム、ドイツに代表される二層構造トップマネジメントシステムの双方を常に念頭に置いて展開されており、穏やかな意味での世界に通用する制度の構築を目指したものであると考えることができる。

このOECDコーポレート・ガバナンス原則の検討によって、筆者は、ドイツでのコーポレート・ガバナンス・システムとの比較という観点も含めつつ、わが国のコーポレート・ガバナンス・システムの実態を考察することができたのである。以下では、本研究との関連を考えつつ、筆者が考えた、日本のコーポレート・ガバナンスに関する覚え書きを、ひとつの提案として記すこととしたい。そこでの論点は、次の通りである：

取締役会（あるいは監督機関，Kotrollorgan）の責任と機能
開示及び透明性 格付け会社の役割への注目

2. 1 取締役会（あるいは監督機関，Kotrollorgan）の責任と機能

このうちの については、まず深刻な障害が存在する。すなわち、わが国では、取締役会のこと「業務執行機関」と解釈されており、研究者の間でさえも、そのような誤解が存在しているほどだからである。たとえば、Board of Directors（Executive Officersではない）という英単語を「執行役員会」などと、誤訳している本もある。この原因は、1950年の商法改正以後、わが国の株式会社では、執行機関と監督機関が取締役に同居してしまったことにある。こうして、「取締役」という語の語源に気付くことなく、取締役会が業務執行機関とみなされ、実際、すなわち、わが国の株式会社では、事実上も取締役会が業務執行機関としての役割を担ってきていると言えよう。一方、このような状況から、事実上の業務監査の役割を専ら担う機関は、結局は存在していなかったことになる。

今や、コーポレート・ガバナンスという観点からトップマネジメント組織の構造を考察するならば、そこには業務執行機関と監督機関の2つが存在し、前者が行う意思決定を後者が監督し、補正する、というシナリオの存在を、基本的な知識と前提する事は明らかであるが、わが国では、長年続いた「（日本的）一層構造」の名残り、あるいはそれによって発生している既得権のおかげで、これまでの体制を変えることは非常にむずかしくなっている。

しかし、株主だけをステイクホルダーと考えることをしなくても、すなわち、より幅広いステイクホルダーの存在を容認したとしても、業務執行機関に対する監督機関の独立性を確保することは、有効なコーポレート・ガバナンス・システムにとって出発点となることは、論を待たないであろう。OECDコーポレート・ガバナンス原則で、これにあたる部分は次の節で

2 その成果は、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（2006），『OECDコーポレート・ガバナンス 改訂OECD原則の分析と評価』，明石書店，という形で公開されている。

ある：³

．取締役会の責任

コーポレート・ガバナンスの枠組みにより、会社の戦略的方向付け、取締役会による経営陣の有効な監視、取締役会の会社及び株主に対する説明責任が確保されるべきである。

A．取締役会メンバーは、十分に情報を与えられた上で、誠実に、相当なる注意をもって、会社及び株主の最善の利益のために行動するべきである。

B．取締役会の意思決定が、異なる株主グループに対して異なる影響を及ぼし得る場合には、取締役会は、全ての株主を公平に扱うべきである。

C．取締役会は、高い倫理基準を適用するべきである。取締役会は、ステークホルダー（利害関係者）の利益を考慮に入れるべきである。

D．取締役会は、以下を含む、一定の重要な機能を果たすべきである。

1．「会社の経営戦略、主要な行動計画、リスクについての方針、年次予算・事業計画の見直しと方向付け」、「業績目標の設定」、「実施と会社業績の監視」、「主要な資本にかかる支出、取得、処分の監督」

2．会社のガバナンス慣行の有効性の監視と必要な場合の変更

3．幹部経営陣の選出、報酬の支払い、監視、必要な場合の交替及び、承継計画の監視

4．幹部経営陣と取締役会に対する報酬と、会社及び株主の長期的利益との調整

5．公式で透明な取締役会の指名・選任過程の確保

6．会社資産の悪用や関連者間取引の悪用を含む、経営陣、取締役会メンバー及び株主の潜在的な利益相反の監視及び管理

7．独立の監査を含め、会社の会計・財務報告体制の廉潔性を確保するとともに、適切な管理体制、特に、リスク管理、財務・経営管理、法律や関連する基準の遵守のための体制が整っていることの確保

8．開示及び情報伝達プロセスの監視

E．取締役会は、会社の業務について客観的な独立の判断を下すことができるべきである。

1．取締役会は、利益相反の可能性がある場合には、独立の判断を下せる十分な数の非執行の取締役会メンバーを任命することを検討するべきである。こうした責務の例としては、財務・非財務報告の廉潔性の確保、関連者間取引の検討、取締役会メンバー及び幹部経営陣の指名、取締役会に対する報酬が挙げられる。

2．取締役会の委員会が設立された場合には、その権限、構成、業務遂行の手続きが、取締役会により適切に定義付けられ、開示されるべきである。

3．取締役会メンバーは、有効に自らの責務に専念できるべきである。

F．取締役会メンバーは、自らの責務を果たすために、正確、適切、かつ時宜に適った情報にアクセスできるべきである。

この場合、業務執行機関と監督機関の独立性に関わるのは、E．1．である。条文では「取締役会は、利益相反の可能性がある場合には、独立の判断を下せる十分な数の非執行の取締役

3 OECD事務局・外務省訳(2004),『OECDコーポレート・ガバナンス原則』, OECD事務局・外務省, pp.24-25.

会メンバーを任命することを検討するべきである。」という一文に留まっているが、第2部・注釈では、

E．取締役会は、会社の業務について客観的な独立の判断を下すことができるべきである。

という節で、次の叙述がある：⁴

経営業績の監視、利益相反の防止、会社に対する競合する要請の間のバランスをとることの義務を果たすために、取締役会が客観的な判断を下せることが重要である。第に、これは、経営陣との関連での独立性と客観性を意味するものであり、取締役会の構成・構造についても含意を有するものである。かかる状況において取締役会が独立であるためには、通常、十分な数の取締役会メンバーが経営陣から独立していることが必要とされるであろう。単層構造の取締役会構造をとる多くの国では、最高経営責任者（CEO）と取締役会会長との職を分離することや、それが兼務される場合には、筆頭非執行役員に社外取締役の会議を招集させ、その会議の議長を務めさせることにより、取締役会の客観性や経営陣からの独立性が強化され得る。この二つの職務の分離は、権力の適切なバランスが達成され、説明責任を向上させ、経営陣から独立して意思決定を行う取締役会の能力を高めるための助けともなることから、良い慣行と見做され得るものである（アンダーライン筆者）。

（中略）

二層構造の取締役会では、下層取締役会（経営役員会）の長が引退後に監査役員会の会長に就任する慣習がある場合に、コーポレート・ガバナンスの問題が発生し得るかどうかについて検討がなされるべきである。

このように、監督機関が業務執行機関から独立性を維持できることの必要性が、一般ルールとして強調されていることは、この節の先頭にある、次の条件を前提として行われている：⁵

取締役会構造やその手続きは、OECD加盟国の国内及び加盟国間で異なるものである。いくつかの国では、監視機能と経営機能を別の主体に分掌させる二層構造の取締役会が採用されている。こうした制度は、一般的には、取締役会の非執行のメンバーによって構成される「監査役員会（supervisory board）」と、執行役員だけで構成される「経営役員会（managing board）」によって成り立っている。他方、取締役会の執行役のメンバーと取締役会の非執行のメンバーの双方によって構成される「単層構造」の取締役会を採用している国もある。また、監査目的で、法定の監査組織を採用している国もある。OECD原則は、会社を統治し経営陣を監視する機能が如何なる取締役会構造にゆだねられようとも、それらに適用するために十分に一般的であることを意図している。

「コーポレート・ガバナンスという観点からトップマネジメント組織の構造を考察するならば、そこには業務執行機関と監督機関の2つが存在し、前者が行う意思決定を後者が監督し、補正する、というシナリオの存在を、基本的な知識と前提する事は明らかである」と述べた筆者の意見は、ここでもあつづけられているが、そこで不可避、宿命的に問題となるのが、その

4 OECD事務局・外務省訳（2004）、『OECDコーポレート・ガバナンス原則』、OECD事務局・外務省、pp.61-62。

5 OECD事務局・外務省訳（2004）、『OECDコーポレート・ガバナンス原則』、OECD事務局・外務省、p.56。

「独立性」の概念である。

すなわち、取締役会の「独立のメンバー」を定義するに当たって、国のコーポレート・ガバナンス原則のようなものがあれば、たとえば「上場要件」に反映されることができる「独立していないこと」の要件について極めて詳細な仮定を示すこともできるであろう。当該メンバーが独立しているかどうかを定義する、こうした基準は、消極的なものかもしれないが、必要条件を示すものである一方で、独立性判断の可能性を高めることになる積極的な「属性」の例が示されれば、より有益なものになり得るであろう。

いうまでもなく、取締役会の独立のメンバーは、取締役会及び経営陣の業績評価について「客観的な」意見を導入することができる。特に彼らは、執行機関メンバーの報酬、承継計画、企業支配権の変更、買収防御、大規模な資産取得、監査機能といった、経営陣、会社、株主の間で利益が異なる可能性のある分野において、客観的に、重要な役割を果たし得る。取締役会のメンバーとして「独立している」と判断する者は誰か、そして、その判断の基準は何かが示されることが、彼ら独立のメンバーがこれら重要な役割を果たすためには、望ましい。OECDコーポレート・ガバナンス原則のいう「取締役会の執行役のメンバーと取締役会の非執行のメンバーの双方によって構成される『単層構造』の取締役会を採用している国」の典型である、わが国の株式会社は、この点で非常に大きなハンディキャップを背負っているということ、まず念頭に置くべきである。そして、そのうえで、

十分な数の取締役会メンバーが経営陣から独立していることが必要とされるであろう。

「最高経営責任者（CEO）と取締役会会長との職」に関して、この二つの職務の分離は、権力の適切なバランスが達成され、説明責任を向上させ、経営陣から独立して意思決定を行う取締役会の能力を高めるための助けともなることから、良い慣行と見做され得るものである。という二つの最重要な条件を満たすためにはどうしたら良いのか、そのためのシステムの工夫に全力を挙げるべきである。

2.2 開示及び透明性 格付け会社の役割への注目

次の「格付け会社の役割への注目」については、筆者は次のような考えを持っている。

2.2.1 格付け会社とは

OECDコーポレート・ガバナンス原則においては、いかなる特定の利害集団の利益をも代表させることなく、この意味で「フェアな」資源配分に資することを、第一の（そして、あらゆる意味で当然の）前提としている。ここでは、第2部「OECDコーポレート・ガバナンス原則への注釈」における、「開示および透明性」に関わる議論のうち、そこでとりあげられている「格付け会社（rating agency）」の役割について主張を述べる。なお、rating agencyという語は長い間「格付け機関」と訳されてきており、OECDコーポレート・ガバナンス原則でもこのように呼ばれているが、「機関」という訳語は、日本語としては、何らかの公的組織というイメージを併せ持つ単語であるという懸念があり、これらの、民間会社であるrating agencyが、公的な政策を実行するものであるという誤解を避ける意味から、現代では、格付け「機関」ではなく、格付け「会社」という呼称を用いることが望ましいとされている。⁶

6 これはCredit Ratingに関する知識の普及に努める非営利法人「NPOフェアレーティング」による訳語・主張でもある（<http://www.fair-rating.jp>）。

格付け会社とは、会社の信用格付け（Credit Rating）を行う会社であり、まず、格付けとは何かを知ることが重要であることは論を待たない。社債・国債そして地方債などの債務が、契約通りに返済されるか、つまり返済の確実性の程度を審査し、記号や文字情報、電子媒体などで表すのが格付けの意味である。Aaa、BBなどの記号はその信用力の高さを表す。それらの債券を発行する債務者は、格付け会社に自らの債務を（信用）格付けしてもらい、投資家はその情報によって、自らが運用する金融資産の信用リスク管理を行う。現在、日本で事業活動として格付けを行っているのは、フィッチ・レーティング、格付投資情報センター、ムーディーズ・ジャパン、日本格付研究所、スタンダード・アンド・プアーズがその代表的な会社である。

より具体的に述べれば、格付けは、対象となる債務（社債、CP、ローン等）について、約定通りに元本および利息が支払われる確実性の程度を、評価するものである。個別債務にはそれぞれに契約があり、その約定内容により、万一発行者が倒産した場合の回収可能性が異なってくる。そこで、格付けには、債務者が倒産してデフォルト（支払不能）になる可能性（信用力）とともに、倒産した場合の回収可能性についても、評価する必要がある。⁷

2. 2. 2 コーポレート・ガバナンスにおいて格付け会社が果たせる役割

コーポレート・ガバナンス格付けについては、すでに別稿で述べている。良いコーポレート・ガバナンスに限らず、一般に投資家にとって、このような格付け会社による格付けは、マーケットの側からのプレッシャーとして、言うまでもなく望ましいものである。つまり、今や、短期的に資金調達が必要がない企業でも格付けを取得するケースが増えているのである。すなわち、信用リスクに対する認識の高まりから、もはや格付けを資金調達のツールとしてだけ利用する時代ではなくなってきている。たとえばプロジェクトへの入札、あるいは銀行や不動産賃貸業者との長期契約、取引相手の信用力状況の判断に際して、（発行体）格付けは資本市場における資金調達以外の目的でも利用されているし、自らの信用力の健全度、更には投資家、そして一般大衆への企業価値のアピールのために、ディスクロージャー資料やホームページなどで、格付けを公表している企業も増えているのである。格付けは今や、健全な企業が自らをアピールし、マーケットを通じてその企業価値を高めるための最も有効かつ重要な手段となっている。コーポレート・ガバナンス格付けは、更に進んで、投資家が企業評価を行うにあたり、より判りやすい情報を与えるものであって、資金調達に限らず、企業が市場で評価される際に、当該企業がいかに将来の潜在的成長能力を保持しているかに関する洞察を与えてくれるものである。

格付け会社が果たせる役割

昨今話題となっているように、パーゼル銀行監督委員会の合意により、わが国銀行も07年3月期より新たな自己資本比率規制（パーゼル）に従うこととなった。そこでは原則として、格付け会社の格付けを利用して、規制上の所要自己資本が決定される。国際決済銀行（BIS）のグローバル金融システム委員会が公表した報告書（「ストラクチャード・ファイナンス市場における格付けの役割：問題点と影響」）は、コーポレート・ガバナンスにとっても大いに示

7 これは、日本格付研究所による定義である。

峻に富むものである。同委員会は報告書の中で、格付け会社が証券化商品に対するリスク評価基準の構築を通じて市場の育成に貢献したこと、トラスティ等に対し、一層の情報の透明性を投資家に代わって求める役割を果たしていること等を述べている。⁸

そしてそこで注目すべきは、同委員会が格付け会社を、公共的な性質を有する存在、そして証券化商品の格付けプロセスで暗黙的に規制の性質をも帯びている、とまで評価したことである。すなわち、日本だけでなく欧米諸国でも情報開示の不足が大きな問題となっていて、そのような情報の提供に関する大きな担い手として格付け会社をみている、ということになる。格付け会社がそこにポジティブに関与することにより、投資家への情報開示が促進されるという見解が明らかになっていると考えて差し支えないであろう。

OECD コーポレート・ガバナンス原則における格付け会社の位置付け

OECD コーポレート・ガバナンス原則では、次のような叙述がある（一部修正）。⁹

F. コーポレート・ガバナンスの枠組みは、投資家の意思決定にとって有効であるアナリスト、仲介業者、格付け会社等による分析や助言が、その分析や助言の廉潔性を損ない得る重大な利益相反を生じさせることなく提供されることを実現・促進する有効なアプローチにより補強されるべきである。

独立で能力のある監査人を求めること及び、情報の適時の伝達を促すことに加えて、市場に向けての分析と助言を提供するそうした専門職・活動の廉潔性の確保に取り組んでいる国も多い。こうした仲介業者が利益相反がなく廉潔性を持って業務遂行をしているのであれば、会社の取締役会に対して良いコーポレート・ガバナンス慣行を実施するインセンティブを付与する重要な役割を果たすことができる。

しかしながら、利益相反が生じる場合が多く、それにより判断が影響を受けるという証左があるために懸念が生じている。これは、助言の提供者が、同時に当該会社に対してその他の業務を提供しようとする場合、あるいは助言の提供者が会社またはその競争相手に直接の重要な利害関係を有する場合に問題となり得る。こうした懸念があることから、株式市場調査アナリスト、格付機関、投資銀行等についての専門職基準に照準を当てる開示や透明性のある手続きの有意性が明らかにされることになる。

他の分野における経験によって、利益相反の十分な開示及び、それを如何に管理しようとしているのかについての十分な開示を求めることが、解決策としてより好まれることが明らかになっている。特に重要なことは、組織において、潜在的な利益相反を解消するために、従業員に如何にインセンティブが与えられているのかについての開示である。かかる開示により、投資家が助言や情報に内在するリスクや起こり得る偏向を判断することが可能になる。IOSCO は、アナリストや格付機関に関する原則について声明を策定している（「セルサイド証券アナリストの利益相反に対処するための原則についてのIOSCO 声明」、「信用格付機関の活動に関する原則についてのIOSCO 声明」）。

ここでいう、「信用格付機関の活動に関する原則についてのIOSCO 声明」について若干見て

8 江川由紀雄・境美智子（2005）：監督当局とストラクチャードファイナンス格付け，2005.5.31，は、このトピックに関する優れたコメントである。

9 OECD コーポレート・ガバナンス原則，2004，pp.54-55.

みよう。

金融庁は、03年9月に、前述のIOSCO声明についてHP上に掲載している。それによると、信用格付け機関（本来は格付け「会社」なので誤用だが、このまま引用する）の格付け意見が証券市場に与える影響にかんがみて、それらの活動に関する4つの原則を定めている。

格付プロセスの品質と誠実性

信用格付機関は、借り手・貸し手その他の市場参加者間の情報の非対称性を縮小させることを助ける意見を出すよう、努めるべきである。

独立性と利益相反

信用格付機関の格付決定は、政治的・経済的圧力からも、またその資本構成、事業・財務活動またはその従業員の金融上の利害による利益相反からも、独立かつ自由であるべきである。信用格付機関は、信用格付業務の独立性・客観性を損わせまたは損わせるように見える可能性のある活動・手続・関係をできる限り避けるべきである。

開示と透明性

信用格付機関は、開示と透明性を格付活動の目的とするべきである。

秘密情報

信用格付機関は、秘密保持合意の条項又は情報が秘密のまま共有されるとの相互理解の下、発行体又はその代理人から伝えられたすべての非公開情報の秘密性を維持するべきである。

ここで問題となるのはひとえに であろう。エンロン事件を引き合いに出すまでもなく、監査法人までが関与した情報操作は、情報生産という機能の難しさを浮き彫りしたからである。しかし、格付け会社は監査法人ではない。エンロン事件でも、米国の格付け会社は、「我々は監査をしているわけではない」という見解を明らかにしているのでもわかるように、彼らは外部からのアナリストであり、情報生産者である。そして、だからこそ市場参加者の立場にたつて、投資家への情報発信ができるのである。 の条件の遵守は、当然わかまえている。そして

と こそが、まさしくここで各格付け会社が担おうとしている機能であり、スタンダード&プアーズの例を出すまでもなく、これからの重要な活躍の場として、各格付け会社各社が進出を企てつつある分野といえる。これに対し、前述のOECDコーポレート・ガバナンス原則Fに対する日本経団連の見解は次のようなものである。

F. の内容には賛成である。しかしアナリスト、ブローカー、格付機関その他について求められるべき事項はより広汎なものである。この条項に書かれている内容だけを本原則の中に盛り込むことは、かえってこれら機関の責任の範囲を限定し、また本原則の焦点をぼかすものであり、削除すべきである。

ここまでの議論を総合して考えると、この日本経団連による見解は、非常におかしな叙述であることがはっきりしてくる。「この条項に書かれている内容だけに、格付け会社が責任の範囲を限定する」だろうなどと、この文章の叙述者が、まさか本気で考えて書いたとは思われないが、そもそも「本原則の焦点をぼかす」という叙述自体が意味不明である。これはわが国において格付け会社の機能が正しく理解されていないことによるところが大きい。むしろ逆に、現在、彼らが果たしうる役割をこの機会に正しく認識し、活用することこそ、優れたコーポレート・ガバナンス・システムの構築に大きく貢献し、株主をはじめとする様々なステイクホル

ダーの利益を保護するための情報生産に、格付け会社が大きく寄与できることを知るべきであろう。格付の発展に関してわが国と類似した状況にあるドイツでも、DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung) という団体がDAX企業についてコーポレートガバナンス・スコアの作成を行い、投資家に対するより一層の情報開示に資することが期待されている。DVFA自体は格付け会社ではないが、企業のコーポレート・ガバナンス・システムの構造・実行の実態などに関するインタビューなどによりコーポレート・ガバナンス・スコアリングを行っている。その情報は投資家をはじめとする様々なステイクホルダーに有用な情報を与えることになる。

このように、我々はコーポレート・ガバナンス格付け (Corporate Governance Rating) が果たしうる重要な役割に、より注目すべきである。

3 監督機関の役割の重要性

3.1 規律づけの役割を担うもの

「日本型資本主義と市場主義の衝突 (原題 Stock Market Capitalism : Welfare Capitalism), 藤井真人訳・東洋経済新報社 (2001)」をはじめとして、重要な業績をあげている、外国人による日本研究のトップ研究者として名高い、ロナルド・ドーアは、コーポレート・ガバナンスに関して、次のような意見を展開している：

経済学の教科書は動機と最大期待値という限定された範囲内で普遍的人間性をとらえようとするが、実際の人間性というものは、もっと大きな広がりを持つものである。さらに、人間性は多様で、明示的な倫理規範においても、模範的な親族・友人関係や経済取引に暗示される道徳観においても、国によって顕著な違いがある。したがって、ある有力な動機パターンに基づいて構築された制度を異なる動機パターンを持つ別の社会に持ち込んだ場合、まるで意図せざる結果になることがある。出来合いのものを持ち込むのではなく、各地域の価値観を取り入れてこそ、最良の制度が構築されるのである。¹⁰

そのうえで、次の主張を行っている：

いずれの社会においても、その市民が大切に思う固有の価値観と一体化するかたちで経済制度が根をおろしている。コーポレート・ガバナンスに関する諸制度は、各社会において所有権やその他の人権が相対的にどの程度重視されているかを反映し、そのあり方によって、たとえば自由と平等のトレードオフがどう調整されるかが異なってくる。経済的自由度や経済効率を高めるために、所得や機会の不均等をどこまで容認できるのか。そもそもなぜ経済効率が重要なのか。国際社会における国家の威信を保つためなのか、それとも、個々人の幸福のためなのか。この点について、北欧諸国や日本における一般的な見解は、アメリカにおける見解とはかなり異なったものになっている。¹¹

ドーアの業績には疑念を差し挟む余地は全くなく、パネリストとして同席した際にも、その高潔な人柄には尊敬の念を強くしたが、コーポレート・ガバナンスに関するここでの議論は、

10 ドーア, R. (2003), 「コーポレート・ガバナンスのグローバル化：外部及び内部統制メカニズム」, p.1。

11 ドーア, R. (2003), 「コーポレート・ガバナンスのグローバル化：外部及び内部統制メカニズム」, p.1。

それが日本の公的機関での意見発表ということもあるのか、行き過ぎ、あるいは日本の企業（経営者）への臍原の引き倒しの感がある。特に、次の叙述は、過激でさえある：

国ごとの違い、価値観の違い

「経済目的」と「経済以外の目的」の話に戻ろう。何をもって企業の「使命」とすべきかについての見解の相違は「国ごと」ととどまらない。（中略）企業の「使命」についての考え方は、日本においても他の国々同様、多様である。そこにはイデオロギーの違いや多様な政治価値観が反映されている。

（中略）

買収はなきに等しく、株式市場は効率性に欠け、インサイダー取引が蔓延する日本では、株式市場による規律はまるで意味をなしていない。それでは日本にはどのような規律があったのか。メインバンクによるモニタリングが存在したというのがエコノミスト（主にアメリカのエコノミスト）の標準的な答えだ。

（中略）

この考え方の根底には、経営陣の責任回避あるいは自己利益の追求は外的な規律によってのみ阻止し得るという基本的前提があるようだ。そして、日本の経営者は比較的眞摯かつ誠実だったと考えられることから（アンダーライン筆者）、買収や株式市場以外に何か外的な規律があったはずで、その役割を担ったのが債権者だったに違いないというのである。¹²

わが国の企業経営者を高く評価されるのは嬉しい気もするが、それが「経営者側だけの立場」を擁護するようなものになることは非常に危険である。過去起こった談合や裏金作りなどの経済犯罪、企業犯罪の摘発で、当事者がほとんど口を揃えて行った発言である、「会社のために行ったことだ」という言い草は、本質をはぐらかし、ドーアが批判するアメリカ的（経済）民主主義の中核を成す「株主」だけでなく、その他のステイクホルダーにも損失を及ぼすことは明らかだからである。日本（の企業、経営者、あるいは日本人そのもの）を高く「評価」し、その「独自性」をあまりに強調して、「日本人にとっての利益」を重視するあまり、そこでの制度のあり方、あるいはゆがみやひずみを「正当化」することは、言うまでもなく、ドイツ民族がおかした、ナチスに関わる重大な誤りに相通じるものがある。

また、ドーアの議論においては、大きな誤解も見られる：

アングロサクソンの外的コントロールは、懲罰をちらつかせることによってマネジャーの誠実さや業務の効率性を維持する。ここでいう懲罰とは、株式市場の機械的な機能の結集としての買収、あるいは、その職務が資本提供者利益を代表することと明確に規定された社外取締役を主たる構成メンバーとする取締役会による解任を指す。日本的な内的コントロールは、機械的ではなく人間同士がある一定の距離を保ちながら向き合い、マネジャーの良心に道義的プレッシャーをかけることで機能する（アンダーライン筆者）。¹³

「その職務が資本提供者利益を代表することと明確に規定された社外取締役を主たる構成メンバーとする取締役会」という叙述自体が、ドーアが批判するアメリカ的（経済）民主主義の

12 ドーア, R. (2003), 「コーポレート・ガバナンスのグローバル化：外部及び内部統制メカニズム」, pp.2-3.

13 ドーア, R. (2003), 「コーポレート・ガバナンスのグローバル化：外部及び内部統制メカニズム」, p.4.

丸投げを意味しており、それを一方的に「アングロサクソンの外的コントロール」と決めつけることは、(少なくともその後の議論が進んだ今日の日から見ると)、誤りであることは、今や明らかであろう。また、筆者がアンダーラインした部分を「日本的な内的コントロール」とドーアが考えているとすれば、大変悲しいことだが、全くの時代錯誤である。特に、ドーアの言う「機械的ではなく人間同士がある一定の距離を保ちながら向き合い」をする「場」(トップマネジメント)が、わが国の株式会社では運命的・宿命的に「階層構造(年長かそうでないか、あるいは入社先輩・後輩)」の巣窟になっているという事実には、ドーアほどの方が気付いていないはずはないのであるが。

現代の考え方では、マネジメントをモニターし、匡正する役割を果たす監督機関は、外的コントロールではなく、企業内部に備え付けられる「装置(Einrichtung)」とみなすのが普通である。そしてそこで、その設計にあたって、ドーアの言うように、各社会において所有権やその他の人権が相対的にどの程度重視されているかを反映し、出来合いのものを持ち込むのではなく、各地域の価値観を取り入れてこそ、最良の制度が構築されるのである。

3.2 監督機関の役割 透明性確保とモラル

こうして考察してみると、ここでの最終的なキーワードが、「透明性確保とモラル」であることがはっきりしてくる。そのための装置を、企業内にいかに有効に設置するか、ということになる。そしてその際に、前述のドーアの主張、そして、新制度派経済学の見地からコーポレート・ガバナンスに関して行われた、ピコー・ディートル・フランクによる議論でも、はっきりと主張された通り¹⁴、コーポレート・ガバナンスの手段が展開されうる、国ごとに特殊な規制の領域が、さまざまな利害関係者の活動領域にわたっており、常に効率的である必要はないという理解が重要である。また、基本的に、規制環境の国家間の差異を正しく理解するための経済学的な説明根拠として、とりわけ、さまざまな国においてその発展プロセスでできあがってきた、非公式な制度の違い(規範、慣習・しきたりなど)が、そこでの効率性解釈の準拠基準を形成することの理解も重要である。こうして、法規制の差異は、各国での非公式な制度にフィットし、かつ、すでにできあがっている公式の制度にもフィットすることが必要となる、ということの説明されるのである。すなわち、国家間の文化的そして社会的な特殊性が、いかになくなっていくか、ということに比例して、効率性という局面から、規制領域も同化していくであろう。

このような観点から、昨今におけるドイツでの、監督機関の役割についての議論、特に透明性確保と、モラルについての主張を敷衍すると、次のようになる。¹⁵

監督機関による有効な監督は、業務執行機関が行う戦略的な計画決定と、監督機関のコントロール活動が時間的に同時に進行することを前提としている。将来を見据えた、ステイクホルダーの利益を重視するコントロールには、直近(直後)の会計数値のだけにこだわらないことが要される、としている。その際、監督機関は、戦略的な企業目標の設定に、より積極的に参加することの必要性を説いている。当然、そこでは業務執行機関の戦略的な計画に対する、再考要求を含めた、賛成拒否という手段についても、考慮されるべきであるとしている。そし

14 Picot, Dietl, Franck (2005), pp.251-252.

15 Dutzi, A. (2005), 及びGrothe, P. (2006) による。

て、このためには、監督に関連した（必要な）、業務執行機関による情報の力が重要となる。これが首尾良く実現せず、あるいはむずかしいとき、監督機関はいくつかの措置（質問権をより強く行使する、あるいは必要情報要請の布告など）により、業務執行機関の情報提供行動へ一層の影響を及ぼすべきであろう。ただし、そこでは両者の信頼関係維持が常に図られていることを前提としなくてはならないことが強調される。

要約するならば、透明性確保とモラルという見地からは、監督機関が業務執行機関と、より緊密な行動をとること、共同（あるいは協働、Zusammenarbeit）の必要性を主張する論稿が多いと結論づけることができる。

このような主張をわが国の実情に当てはめてみるならば、監督機関と業務執行機関の明確な分離をめざした、委員会設置会社制度の導入が実質的に足踏みしている現在、もう一方の顕著な動きである、監査役の機能の強化を、ひとつの重要かつ有効な、わが国のコーポレート・ガバナンス・システムの改善の手段として利用することが、試してみる価値のある方策であるという意見に、反対を唱える者は、多くはないのではないか。

参考文献

- Bernhardt, W. (2000), "Qualitätsmessung von Aufsichtsräten," in: Tagungsbeitrag der Jahrestagung 2000, Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft, Humboldt Universität zu Berlin, pp.326-329.
- ドーア, R., 藤井真人訳 (2001), 『日本型資本主義と市場主義の衝突』, 東洋経済新報社。
- ドーア, R. (2003), 「コーポレート・ガバナンスのグローバル化：外部及び内部統制メカニズム」, 独立行政法人・経済産業研究所 (RIETI) ホームページ, http://www.rieti.go.jp/cgi/jp/columns/text_005.htm.
- Dutzi, A. (2005), Der Aufsichtsrat als Instrument der Corporate Governance, Deutscher Universitäts-Verlag.
- DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung)(2004), "DVFA-Standards für Researchberichte," 2004.5.
- 江川由紀雄・境美智子 (2005), 「監督当局とストラクチャードファイナンス格付け」, 2005.5.31, Deutsche Bank Group, Global Markets Research, Securitization.
- Grothe, P. (2006), Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrat, Peter Lang Verlag.
- 金融庁ホームページ (2003), 「IOSCO 声明について」, 2003年9月。
- Koyama, A. (2003), "Corporate Governance der japanischen Unternehmen im großen Wandel", Manuskript für die Jahrestagung 2003. Zürich-Tokio.
- 根本直子 (2004), 「コーポレート・ガバナンス評価, 健全なガバナンスは経営改革の原動力」, 2004年4月16日, スタンダード・アンド・プアーズ。
- 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 (2006), 『OECDコーポレート・ガバナンス 改訂OECD原則の分析と評価』, 明石書店。
- OECD (2004), "OECD Principles of Corporate Governance," OECD.
- OECD事務局・外務省訳 (2004), 『OECDコーポレート・ガバナンス原則』, OECD事務局・外務省。
- Picot, A.; Dietl, H. and Franck, E. (2005), Organisation - Eine Ökonomische Perspektive -, 4 Auflage, Stuttgart. (ピコー, ディートル, フランク著, 丹沢・小山他訳 (2007) 『新制度派経済学

による組織入門』白桃書房。)

Standard & Poor's (2002), Standard & Poor's Corporate Governance Scores - Criteria, Methodology And Definitions 2002.5.

竹内昭夫，龍田節（編）(1985)，『現代企業法講座 3 企業運営』，(財)東京大学出版会。