

コーポレート・ガバナンスのパラダイムとそのPath

佐藤 猛

日本大学

I はじめに

1990年に入ると、「企業統治」または「企業運営」と訳されているコーポレート・ガバナンス議論が盛んとなった。この背景として一般的な説明は、米国の事例に基づき企業の経営者行動と投資家の投資行動に起因するとする。この盛行した理由を概観しよう。

まず、1987年のBlack Mondayによる株式市場のクラッシュはTobin's qを下降させて、投資行動としてM&A (Merger & Acquisition)の効率性に妥当性を与える環境を整えた。このM&Aに際して、ターゲット企業の経営者はゴールデン・パラシュート等で多くの特別報酬を得た。たとえ一部であれ、こうした経営者行動はモラル・ハザードとして証券市場で批判の対象となった。

また、1980年代後半、米国の双子の赤字は企業業績を悪化させる一因となった。このため、元来、短期的志向をもった経営者は早急なリストラ策や配当政策で対処しようとしたが、こうした経営者行動に対しても批判が高まった。

一方、投資家行動は深く機関化現象と結びついていった。機関化現象は1970年代から顕著となり、彼らは従来から経営者の企業の業績不振は、その株式を売却することで意思表示する

Wall Street Ruleといわれる投資運用を踏襲していた。しかし、こうした消極的な投資運用、サイレント・ストック・ホルダーでは証券市場の低迷の時は効率的運用を行うことはできない。ここにアクティブ・ストック・ホルダーとしての行動へ変容する要因があった⁽¹⁾。

また1980年代後半、「1974年従業員退職所得保障法」(エリサ法)により機関投資家の受託責任強化がなされ、これを契機に従来、議決権白紙委任状であった信託運用対象について、必要時、議決権行使が可能となり積極的に経営関与の途が開かれた。

このように証券市場において、機関投資家の経営者に対するモニターの強化が潮流となった。このエポック・メイキングの事例としてCalpers (カルパース:カルフォニア公務員退職年金基金)がGM社の経営者に要求して出来あがったGuideline on Significant Corporate Governance Issueが掲げられる。

こうして、今まで余り耳慣れないコーポレート・ガバナンスは企業、証券市場の包括的な情報として1992年、野村総合研究所の『財界観測』での論文「米国のコーポレート・ガバナンス」(92年5月)と「日本企業のコーポレート・ガバナンス」(92年9月)が日本にも上梓された。

とき同じくして、わが国でもバブル経済崩壊により、公開企業の経営者行動のモラル・ハザー

ド問題が惹起した時期と符合する。であるから日本ではコーポレート・ガバナンスは企業または経営者に対する社会的責任（Accountability）という広範囲な問題意識と結びついて、盛んに論じられるようになった。このため、わが国では多岐多様なコーポレート・ガバナンス論が広汎して、学問的にも広い領域で議論されるようになった。

以上の一般的認識からコーポレート・ガバナンス論の盛行の部分的過程は理解できようが、そのコーポレート・ガバナンスの定義とパラダイムは明確ではない。そこで本稿は第1に、米国でのコーポレート・ガバナンスの定義とそのパラダイムを企業概念と法体系をツールに明らかにする。続いて英国、日本についても同様なツールでパラダイムを考察する。この過程で各国のコーポレート・ガバナンスのパラダイムについての相違を明らかにする。これは比較制度分析のアプローチでもある。

第2に、米国のコーポレート・ガバナンスのパラダイムに基づき、企業のパフォーマンスから日米のコーポレート・ガバナンスの評価をおこなう。

第3にグローバリゼーションのなか、今後、各国のコーポレート・ガバナンスの方向性についてゲームの理論で考察する。

以上の3つが本稿の問題意識である。

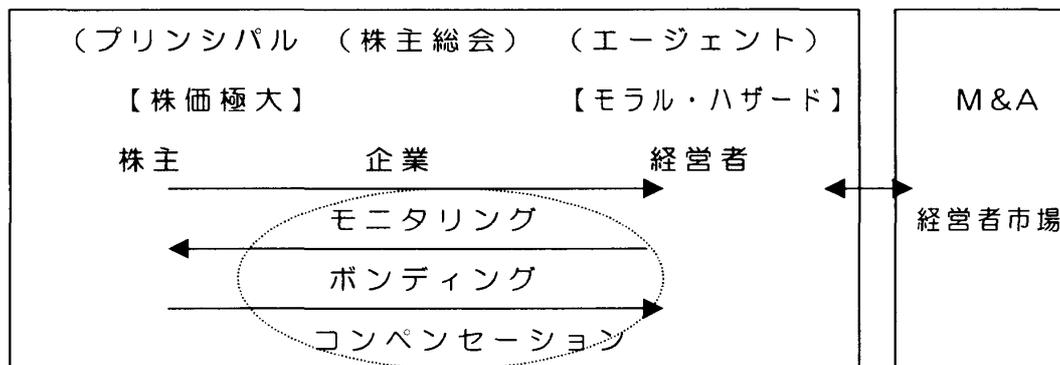
II 米国のパラダイム

1 企業概念

公開企業については1930年代、すでにBerle & Meansが法律的側面から、「所有と経営者の分離」の状況を析出して、企業は「経営者支配」されていると主張した⁽²⁾。この見解は1933年の証券法や1934年の証券取引所法においても遺憾なく反映されている。そのひとつが企業のディスクロージャーであって、経営者のモラル・ハザードに対するモニタリングの強化である。この理論的構築は後にCoaseを嚆矢とするエージェンシー型企業として展開された⁽³⁾。この理論によると米国では、図表1で示したように、公開企業は株主がプリンシパルとして経営を経営者にエージェントとして委託するエージェンシー関係により成立していることを意味する。であるから経営者は株主の一番関心のある株主の富、言い換えれば株価極大化を企業目標にして経営をするようにシグナル等のボンディング（保証行為）をおこなう。彼らはプリンシパルである株主から成果の分配としてストック・オプションの報酬が用意される。

さらに、これを支える証券市場システムとし

図表1 米国の企業システム



て、Famaは、①M & A市場、②経営者市場の存在を掲げている⁽⁴⁾。ところが既に述べたように、80年代後半のM & A市場は経営者のモラル・ハザードによるエージェンシー・コストを増加させ、このコストの削減は次の法体系（ガバナンス・ルール）の上部移動を余儀なくした。

2 法体系（ガバナンス・ルール）

そもそも米国の会社法は州法により設立されている。その州法は州によって若干異なるが、多くは最低限の会社規定しか設けられていない⁽⁵⁾。その他は経営者が企業の経営に関してBy-lawで詳細を決める。さて、公開企業は連邦法である証券諸法により規制されるが、これとでもエージェンシー型企業を前提としたボンディングとしてのディスクロージャーが主体である。ところが、このディスクロージャーは効率的仮説市場ではその役割が小さくなってきている⁽⁶⁾。このようにエージェンシー型企業をあるべき公開企業として位置付けるために公開ルールにより証券取引所（たとえば、NYSE）の上場契約において公開ルールの遵守としておこなわれることになった。以上の制度的構造は図表2で示されている。具体的にNYSEの上場維持基準をみることにする⁽⁷⁾。

まず1956年に上場企業に2人以上の社外取締

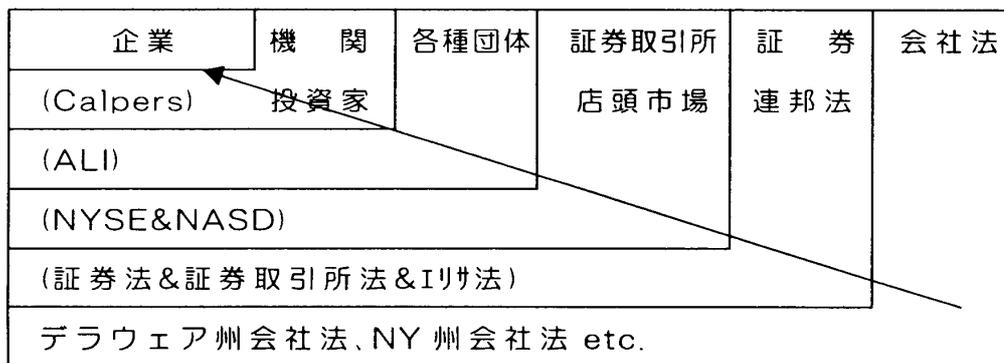
役（Outside Director）、さらに1978年には独立取締役（Independent Director）からなる監査委員会の設置をそれぞれ義務づけた。さらにOne share-one vote以外の株式の発行条件を設けるなどして州会社法を補足している。これら規定のSectionの冒頭でNYSEはあるべき公開会社について「コーポレート・デモクラシーの確立と株主利益の保護」を強調している。

一方、米国の店頭市場（NASDAQ）においては、National Market Systemの創設に際してNYSEとほぼ同様な公開会社になるための会社運営基準を定めた。これがCorporate Governance Criteriaである。

なかでも、NYSEも1985年、取締役と会社との取引禁止の解除規定の理由として上場会社のコーポレート・ガバナンスの向上を挙げており、さらにNYSEは上場会社が個別にさらなるコーポレート・ガバナンス・コードの作成を歓迎するのである。

以上のように、コーポレート・ガバナンスは米国の公開ルールにおいて「コーポレート・デモクラシーを実現するための経営機構」を示している。1980年代までは特に公開ルールを中心とした体系化であったものが、既述したとおり証券市場における機関投資家のアクティブ・ストック・ホルダーとしての行動変容は、NYSE

図表2 コーポレート・ガバナンス・ルールの体系



(またはNASD)と上場会社(または店頭登録会社)から株主と経営者との直接交渉によるコーポレート・ガバナンスの契約変化の様相を呈した。

このようにみるとコーポレート・ガバナンスについて、歴史的にその生成過程が明確となる。それは法体系として1990年代において上部移転(公開ルールから企業と機関投資家の契約)しているに過ぎない。これはさらにGMのコーポレート・ガバナンスのガイドラインも公開ルールをより詳細に規定したもので、この規定のみにて米国のコーポレート・ガバナンスを総体的に理解することは不可能であるといえよう(8)、(9)。

Ⅲ 他国のパラダイム

1 英国

英国でも1980年代後半、大企業の不正事件が相次ぎ、機関投資家を中心に米国と同様なコーポレート・ガバナンスの確立の必要性が叫ばれた。そこでLSE(ロンドン証券取引所)がイニシアティブをとり、各界の代表者からなるCadbury委員会を設置して上場会社のコーポレート・ガバナンスについて検討を始めた。これがCode of Best Practice(模範的経営慣行規範)であり、これに基づきLSEの上場規定で社外取締役や監査委員会の設置が求められるようになった。

その後、国営企業の民営化に伴い、民営化企業の高額の役員報酬に批判が集まり、Greenbury委員会が発足し、同委員の勧告により上場企業の役員報酬の開示も上場規定に加わった。さらにHampel委員会においては、一連の勧告書が集大成され統一規範(The Combined Code)としてまとめられた⁽¹⁰⁾。これに沿った形でコーポレート・ガバナンスの上場規定が整備されている。また、LESでは上場企業に対して上場

規定の遵守状況を毎年「年次報告書」に記載することを義務づけている⁽¹¹⁾。

このように英米法自体がコーポレート・ガバナンスを企業自治に多くを委ねる体系をとっているため、社会的システムとして上場会社と証券取引所との契約をもって企業デモクラシーとしてのミニマムを保証したことになる。特に英国においてはビック・バン以降、国際証券市場を志向する際、上場物件の質的保証として国際的に競合する米国に肩を並べるための方策が委員会設置による強制的システムの採用であり、経営者に対するAccountabilityの明確化であったといえる⁽¹²⁾。

2 日本

すでに述べたように問題提起において日本におけるコーポレート・ガバナンスの議論はかなり米国・英国にくらべ対象が広範囲である。その要因をここでは簡潔にまとめておこう。

まず、公開会社の概念は米国と異なり、エージェンシー関係という理解よりも、日本企業はメイン・バンク・システム、株式相互持合いおよび終身雇用、役員の内部登用制などの状況を鑑みて日本企業を捉えると、unternehem un sichの強い企業概念意識が根底にある⁽¹³⁾。このため、こうした企業概念により成長した日本についてエージェンシー型からの理論再構築が必要であった。この作業は青木などが中心として採用した比較制度分析(Comparative Analysis)が有効であった⁽¹⁴⁾。

次に会社法の体系である。戦後商法は米国法を多く取り入れたけれど、基本的枠組みはドイツ法に依拠している。そしてコーポレート・ガバナンスを論じるとき、その相違の本質を米国の取締役制度をone-tier systemとして、ドイツ・日本の取締役・監査役制度としてのone-tier systemとを対峙し言及する場合が一

般的である。しかし筆者はそうではなく、その本質はドイツ法では株主権利をできる限り商法の条文で規定しようとする体系に依拠すると考える。すなわち、企業自治をできるだけ許容しない体系である。であるから配当や計算書類の承認も株主総会の承認事項になっている。この理由はドイツ会社法の成立時期の歴史的補完性に遡らなければならない。すなわち、日本も同様であるから、日本のコーポレート・ガバナンスは上場会社との契約としての証券取引所の上場規定ではなく商法のイニシアティブにより行われるのである⁽¹⁵⁾。たとえば、証券市場における損失補填問題や銀行の不良債権問題等の一連の不祥事は企業経営者のモラルハザード問題として提起されたが、この対応として平成5年改正商法により社外監査役制度の導入、代表株主訴訟の簡易化等がおこなわれ、上部構造としての上場規定は何ら関与する余地がない状況であった。

要するに、米国型の株主を中心としたコーポレート・ガバナンスを論じる際には、こうした公開企業を図表3で示したとおり、歴史的な自生制度にまでの範囲に及ばざるを得ないのであって、これを安易に広義のコーポレート・ガバナンスの概念が存在すると解釈すべきではないと考える⁽¹⁶⁾。すなわち、米国型のコーポレート・ガバナンスと英国の accountability から議論

するには企業の事象全体を包摂するという視点から出発せざるをえない状況が日本にあったといえよう。

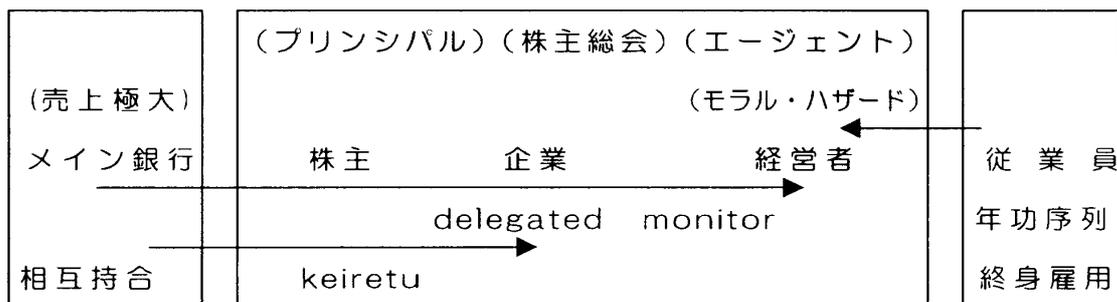
IV Pathの方向性

1 Path dependence

言うに及ばず、米国・英国は直接金融志向で日本・ドイツは間接金融志向のコーポレート・ガバナンス形態である。この背景には慣行、歴史的偶然性や政府の政策介入等の経路に依存した結果であるといえる。これはコーポレート・ガバナンスの経路依存性 (Path dependence) の存在を意味すると考えられる。そこで各国のコーポレート・ガバナンスはそれぞれの Path dependence の存在を肯定するとして、コーポレート・ガバナンスについて、その比較評価ができないだろうか。

ピュアなコーポレート・ガバナンスの概念は米国で出発した「コーポレート・デモクラシーを実現するための経営機構」であり、これをさらに具体的にすれば、「株主利益のための取締役(経営者)の任免システム」であるから⁽¹⁷⁾、これを前提に、Kaplanは以下のモデルを用いて、Which system is best? をモチーフに日米独自のコーポレート・ガバナンスの比較評価をおこなった⁽¹⁸⁾。

図表3 日本の企業システム



Top Operating Managerの退任確率

$$= a + \beta \times \text{Performance} + e$$

上記式のPerformanceについては、①株価収益率、②売上成長率、③総資本利益率の変化をそれぞれ要因と考えて、実証研究がおこなわれた。ここでは①の株価収益率の関係の結果を図表4で示すと、Governance result is similarであった。

この結果は既に予想されているものであろう。なぜなら1980年代まで日本のメイン・バンク・システムはエージェンシー費用を軽減させ、相互株式持合を基礎とした系列取引は企業価値の増加、換言すれば、株価極大化に寄与したことがすでに明らかにされているからである(19)。

しかし、日本におけるバブル経済は企業に時価ファイナンスにより間接金融から直接金融へと転換させた。このことからメイン・バンクやバブル崩壊後の株式相互持合等は後退していかざるをえない。そこから新たなコーポレート・ガバナンスを再構築する必要性が惹起する(20)。

2 Path Independence

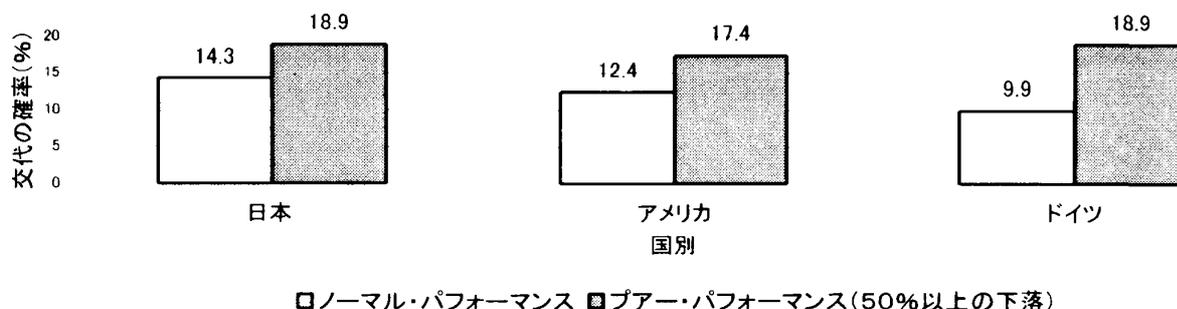
いわゆる金融ビック・バンは証券市場のグローバル化をさらに促進させた。また、金融システムの転換の中で、今後、日本のコーポレート・ガバナンスはどのように再構築され

るであろうか。いま、それぞれのシステムがグローバル化により接触・交流するとの前提で、今後の日本のコーポレート・ガバナンスについて考察しよう。

前節では、日本のコーポレート・ガバナンスは間接金融システム下の「意図せざる適合」として直接金融下でも評価されたに過ぎないといえるので、直接金融主導下、米国のコーポレート・ガバナンスは日本のそれより優れていることは論を待たない。そこで以下、ゲームの理論を適用しよう。まず、現在の米国のコーポレート・ガバナンスの評価をL、日本のそれをRが存在するとの仮定をして、米国と日本の企業のプレイヤーは自由に選択できるとすると、接触・交渉のない最終的なコーディネーション・ゲームでは(L,L)か(R,R)に落ち着くことになる。囚人のディレンマ(prison's dilemma)のNash解としての帰着である。その状況を図表5であらわすこととしよう。そして米国と日本の証券市場での企業規模の日本のそれを比率nとして、日米における証券市場のグローバル化の深化をβであらわすと、日米の状況は図表6であらわすことができる(21)。

いま、図表5と図表6から、はじめよう。いま現実的に初期状況として米国(A)でLを、日本(J)でRが相互に接触・交渉するとする。そこ

図表4 TOP経営者の交代と株価



(出所: Steven N. Kaplan [1997] p.205)

図表5

	L	R
L	(1.2, 1.2)	(0, 0)
R	(0, 0)	(1, 1)

で日本がRを最適反応とする条件は、

$$n \geq 1.2 \beta (1 - n) \Leftrightarrow \beta \leq n / 1.2 (1 - n)$$

となる。

同様に、米国にとってLが最適反応となる条件は、

$$1.2 (1 - n) \geq \beta n \Leftrightarrow \beta \leq 1.2 (1 - n) / n$$

であることは容易に理解できる。

そこで $n < 6/11$ を仮定して β が1に近づく（完全なグローバル化に進展）、日本でのRの採用は条件が充足されず、Lの採用に向かう。米国ではそのままLを採用しつづける。この結果、Lが両国間では最適なコーポレート・ガバナンスとなる。このアプローチはESS (Evolutionary Stable Strategies) という。この結果は経路独立性 (Path Independence) が存在することが示唆される。

V 小結

以上、本稿の3つ問題意識をまとめて小結としたい。

まず、第1に、コーポレート・ガバナンスの定義は繰り返しとなるが「コーポレート・デモクラシーを実現するための経営機構」であり、これをさらに具体的にすれば、「株主利益のための取締役（経営者）の任免システム」である。通説でいう狭義の範疇に入る。このパラダイムはエージェンシー型企業と英米法に基づくガバナンス・ルールからなり、歴史的に Path dependence である。後発である英国では米国の

図表6

	J	A
J	n	$\beta (1 - n)$
A	βn	$(1 - n)$

コーポレート・ガバナンスのレベルに急速に追いつくために、Accountabilityを強調する。日本では間接金融型のコーポレート・ガバナンスであったため、米国のコーポレート・ガバナンスを論じるためには広範な企業論を対象とする。こうした各国制度比較からみてもコーポレート・ガバナンスも歴史的経路依存性に帰着している。Kaplanの実証研究ではPerformanceにおいては各国、同レベルの評価であるとする。しかし、証券市場のグローバル化の進展は相互の接触・交流を促す。ゲームの理論を各国のコーポレート・ガバナンスに適用すると、米国に収斂する Path independence との結論を得る。

この結論は日本において米国と同様、社外取締役、業務執行取締役およびストック・オプションの導入、株式交換によるM&Aの促進等を鑑みると、現実と整合的といえる。

《注》

- (1) この史的展開は三和裕美子『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス』日本評論社 [1999] が詳しい。
- (2) Berle, A. & Means, G., *The Modern Corporation and Private property*, Macmillan [1932] (北島忠男『近代株式会社と私有財産』文雅堂書店 [1958])。
- (3) Coase, R., *The nature of the firm* [1937], (宮沢健一他『企業・市場・法』東洋経済新報社 [1992]) reprinted: O.E. Williamson & S.G. Winter, *The Nature of The Firm*, Oxford University

- Press [1991].
- (4) E. Fama, *Agency Problem and the Theory of the Firm*, Journal Political Economy. vol.88 no2 [1980].
- (5) これは経営をする取締役会の権限の範囲は株主と経営者とのエージェンシー関係で決まるのではなく、Common Lawで決定されているところから由来する。それゆえ取締役会の経営の裁量権は、日本に比べ著しく大きい。
- (6) 効率的市場と会計情報との関係については若杉明他『会計情報と資本市場』ビジネス教育出版社 [1989], が詳しい。
- (7) NYSEのコーポレート・ガバナンスのルールは以下の通り (NYSE ; Company manual—Sec. 3 Corporate Responsibility)。
- ① コーポレート・デモクラシーの確立と株主利益の保護
 - ② 年次株主総会の毎年開催 (発行済み株式の過半数を定足数とする)
 - ③ 独立取締役 (Independent Director) からなる監査委員会 [1978年制定]
 - ④ 2人以上の社外取締役 (Outside Director) [1956年制定]
 - ⑤ 議決権の異なる取締役会の設置
 - ⑥ 議決権の集中化への回避
 - ⑦ 取締役と会社との取引禁止 [1985年解除]
 - ⑧ テンダー・オファーの最低期間
 - ⑨ 株主総会の決議事項—オプションの付与, 重要な合併
 - ⑩ One share—one vote以外の株式の発行条件
- (8) GM (Guideline on Significant Corporate Governance Issues) の大綱は以下の通り。
- ①取締役 会長とCEOの区別 主席社外取締役
 - ②任期 定年
 - ③報酬レビュー
 - ④取締役
 - ⑤社外取締役の構成比 議事選定
 - ⑥委員会 委員会の数 任命 審議時間
 - ⑦その他 機関投資家・マスコミ・顧客との関わり
- (9) 各階層での有名なガバナンス・ルールに関する

るオピニオンは以下の通り。

- ALI : Principal Corporate Governance (Analysis and Recommendation) [1992] (証券取引法研究会国際部 [1996] コーポレート・ガバナンス—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」の研究—日本証券経済研究所)
- TIAA—CRER : Important Element of Good Corporate Governance [1993].
- Calpers : Statement of Governance Principle [1996]
- NACD : Blue Ribbon Report [1996]
- (10) The Combined CodeとしてPrinciples of Good Governanceの大綱は以下の通り。
- 取締役会の3分の1以上は社外取締役
取締役の任命は指名委員会による
報酬委員会の設置と取締役報酬の開示
監査委員会の設置と監査人との適切な関係
機関投資家との積極的対話
- 三つの委員会の報告書については八田進二／橋本尚共訳『英国のコーポレート・ガバナンス』白桃書房 [1992] を参照。
- (11) LSE の上場規定は 12.43 Financial information of the Corporate governanceの中で The Combined Codeの遵守と開示を強制している。
- (12) コーポレート・ガバナンスとaccountabilityの関係は出見世信之『企業統治問題の経営学的研究』文眞堂 [1997] が詳しい。
- (13) Unternehmen un sichの考え方については拙稿「株式金融の史的展開」財務制度研究会 水越潔『会社財務制度の史的展開』税務経理協会 [1998] を参照。またコーポレート・ガバナンスとメイン・バンクや株式持合いからの関係は坂本恒夫, 佐久間信夫『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』文眞堂 [1998] がある。
- (14) この基本的な方法論は青木昌彦・奥野正寛『経済システムの比較制度分析』東京大出版会 [1996] が詳しい。
- (15) 取締役の権限の史的展開については箕輪徳二「取締役会権限拡大の史的展開」, 水越潔 [1998]

- を参照。
- (16) 広義・狭義の区分については丹沢安治「理論的スタンス」[1995] 高橋俊夫『コーポレート・ガバナンス』中央経済社を参照。
- (17) 同じ定義は伊丹敬之が「企業市民権の保有者によるトップマネジメントのチェックと任免の制度」(『月刊 資本市場』[1994.5号]) であるとしている。
- (18) Steven N. Kaplan [1997] *Corporate Governance and Corporate Performance : A Comparison of Germany, Japan and the U.S.* Klaus J. Hopt ed., *Comparative Corporate Governance*, Walter de Uyter
- (19) これらの論拠はメイン・バンクや株式持合いが経営者のモラル・ハザードを効率的にモニターできたとするものである。
Masahiko Aoki & Hugh Patrick [1994], *The Japanese Main Bank System*, Oxford University press (白鳥正喜訳「日本のメインバンク・システム」, 東洋経済新報社 [1996]).
- 小佐野広「日本企業の株式持合いと企業支配」
橋木俊詔, 松浦克己『日本の金融：市場と組織』
日本評論社 [1994]。
- (20) 具体的提唱としては以下のようなものがある。
経団連「コーポレート・ガバナンスのあり方に関する緊急提案」[1997]
自民党「商法に関する小委員会商法改正第2次試案骨子」[1998]
CGFJ「コーポレート・ガバナンス原則」[1998]
- (21) このアプローチは奥野(藤原)正寛・瀧澤弘和「経済システムの生成と相互接触」, 青木昌彦・奥野正寛 [1996] に依拠する。政府のイニシアティブをとる協調ゲーム(突然変異)のケースとして企業金融の国際化が考えられる。これについては拙稿「環太平洋諸国における企業金融システム」, アジアのダイナミズムと世界Cグループ報告書 [2000]『国際摩擦の総合的研究』日本大学総合科学研究所を参照。