

企業統治の課題とその改善策

一 企業統治改革は、企業の長期的価値の向上と持続的な成長・発展を 図るために必要な組織体制等の仕組みを整備することにある 一

特定非営利活動法人
政策形成推進会議

はじめに

30年に及ぶ長期停滞から抜け出せず、衰退への道を辿りつつある深刻な事態を克服するために、いますぐ日本社会が取り組まなければならない課題が山積している。

資本主義経済体制下の経済運営において政府が果たすべき役割は決して小さくない。しかしそれは、あくまで民間企業が行う経済活動の条件や環境の整備及び支援と規制による経済活動の誘導・促進や抑制・禁止にとどまる。

日本経済が再興できるか否かは、経済活動の直接の担い手であり主体である企業が、その力をどれほど発揮できるか否かにかかっている。

政府は、1990年代から企業統治改革に取り組んできた。しかし、初めの頃はその目的がもっぱら不正行為の防止にあったため、企業が法令違反や不正行為の防止に慎重を期すあまり、それだけでなく安全志向が強い日本企業のリスクテイクをより一層委縮させ、成長・発展を阻害しているとの見方が広がった。

このため2010年代に入り、政府は成長戦略の柱に企業統治改革を据え、スチュワードシップ・コード（機関投資家の行動原則）とコーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）を策定するとともに、会社法を改正するなど、長期的に企業価値の向上を図り、持続的な成長・発展を促すことをめざした。しかし、重点施策として取り組んだにもかかわらず、経営者のマインドを転換させて投資を促すまでには至らず、狙った成果を上げられないまま今日に至っている。

これまでの企業統治改革は、アメリカで主張された株主主権論（会社は株主のものであり、会社の目的は株主の利潤を最大化することにあると説く）に沿う形で行われてきた。しかし本家アメリカでも、株主主権論は弊害が多く見直すべきだとの認識が広がり、経営者団体ビジネス・ラウンドテーブル自体がマルチ・ステークホルダー（多様な関係者）重視へと方向転換しつつある。

株式会社は株主が出資してはじめて設立される。しかし、いったん設立された後の活動は、経営者をはじめ従業員、顧客、取引先、金融機関、地域社会など多様なステークホルダーの支えがなければ成り立たない。また、法人格を有する株式会社は、それ自体が実体を備えた社会的存在として長期的な企業価値の向上と持続的な成長・発展を図り、社会の健全な発展と繁栄に貢献する社会的責任を負っている。

そういう意味で、株式会社の設立目的やその存在意義は、短期主義的志向に走りがちな株主の利害と必ずしも一致せず、場合によっては利害相反の関係に立つことも少なくない。

成長戦略の柱として策定されたスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが成果を上げられないのは、長期的な企業価値の向上と持続的な成長・発展の原動力になってもらおうと、機関投資家を中心とする株主に無いものねだりをして過大な期待をしたことにある。

そうだとすると、その論拠となった株主主権論を見直すことを手始めに、企業統治のあり方を一から再検討し直す必要があるのではないかと考える。

1 スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの問題点

(1) 基本的に短期主義的志向の機関投資家に長期的な企業価値の向上と持続的な成長・発展を期待するスチュワードシップ・コードは、成果を上げることができない

金融庁は、機関投資家の行動規範を定めるスチュワードシップ・コードを2014年策定し、投資先企業との建設的な対話を通じて長期的な企業価値の向上と持続的な成長・発展を促し、投資リターンの拡大を図ることにした。

機関投資家は大きく分けて信託銀行や投資顧問などの資産運用者と、年金基金、保険会社などの資産保有者からなるが、資産運用者に対して、スチュワードシップ責任を果たすための方針及び利益相反に対する方針の公表、議決権行使方針と行使結果の公表が義務づけられたことによって、資産保有者が運用受託機関をモニターする態勢が整い、機関投資家の議決権行使基準の厳格化（取締役選任議案における収益性基準の強化、複数の社外取締役の選任、株主還元基準の強化など）が進むとともに、少数の銘柄に投資して長期保有を前提に、企業との対話を通じて企業価値の向上を図る態勢が整ったと言われている。しかし、これによって企業の活動が積極的になり、活発化したかと言えば、株主還元率が上昇した以外、策定後すでに8年が経過するにもかかわらず、まだ目に見える形で何の効果も現れていない。

スチュワードシップ・コードは、「スチュワードシップ責任は投資先企業の長期的な企業価値の向上と持続可能な成長・発展を促すことにある」と繰り返し述べて、機関投資家の行動を短期的な利潤獲得志向から長期的な利潤獲得志向へと切り替えさせようとしている。しかし、そもそも機関投資家に長期的な企業価値を評価し、その実現をめざす意思があるのか疑問である。そうだとすれば、ないものねだりに等しく、成果が上がらないのは当然である。

株主が短期主義に走って過剰な還元を要求するのは、その有限責任制と株式の自由譲渡制にある。株主はたとえ会社が倒産しても、出資金額を超える部分はその責任を免れることができるから、有限責任制と自由譲渡制を改めない限り、株主に長期的な企業価値の向上や持続的な会社の成長・発展を期待するには無理がある。しかし、株式会社制度の根幹が株主

の有限責任制と株式の自由譲渡制にあるとすれば、それを廃止することは考えられない。したがって株主に望ましい行動をとらせるためには、有限責任制と自由譲渡制を維持しつつ、できる限りその弊害を緩和・縮小する以外に取りうる方策はない。

(2) 成果が上がらないコーポレートガバナンス・コードの実効性を確保するには、内容を国際レベルに引き上げるとともに、法的措置を講じる必要がある

金融庁と東京証券取引所は、企業統治の基本原則（独立社外取締役の選任、役員に対する業務連動報酬の採用、政策保有株式の解消などを通じて企業のリスクテイクの促進と企業経営の効率化をめざす）を定めるコーポレートガバナンス・コードを2015年策定した。

その柱は、

- ア 株主の権利が適切に行使できる環境の整備と株主の実質的な平等性の確保
- イ 株主以外のステークホルダーとの適切な協働
- ウ わかりやすく有用な情報の開示
- エ 取締役会による企業戦略等の策定、経営幹部のリスクテイクを支える環境の整備、経営陣・取締役に対する監督などの役割と責務の遂行
- オ 株主との間の建設的な対話の実施

であり、その結果、

- ア 株主の権利を害するおそれのある資本政策（増資、MBO等）及び買収防衛策の説明
- イ 最高経営者の後継計画の策定、リスクテイクのための役員報酬制度の充実、経営陣幹部の選任・解任プロセスの明確化
- ウ 独立社外取締役の選任

などが行われることになった。

しかし、日本企業の組織体制の再編、役員構成の変化、行動様式の改善はそれほど進まなかった。その原因は、

- ア その手法が原則として法律による規制によらず、コンプライ・オア・エクスプレインにとどまっていること
- イ 実現可能性を重視した結果、その内容が国際水準に比べ緩いレベルにとどまっていること（例えば社外取締役の選任数）

によるところが大きい。

コード導入当初は、ある程度現状に即した内容のものにすることもやむをえなかったと考えられる。しかし、今日の時点でなお日本企業や経営陣の意識や行動に変化がみられず、依然として低調な企業活動が続いていることを踏まえれば、思い切ってめざすべき企業統治のレベルを引き上げ、事柄によっては法的措置を講じて実施を強制することも必要である。日本企業の生産性を向上させ、国際競争力を回復して日本経済を再興するには、もはや時間の余裕はない。コーポレートガバナンス・コードの実効性を確保するには、その抜本的な強化を図る必要がある。

(3) コンプライ・オア・エクスプレイン方式では改善措置の実施が緩慢で狙った成果が上がらない

わが国の企業統治改革は、法律による一律かつ強制的な義務づけではなく、コンプライ・オア・エクスプレイン方式を採用している。コードに定められた措置を実施するか否かは個別企業の判断に委ねられ、実施しない場合にはなぜ実施しないのかその理由を説明すればよく、弾力的で柔軟に運用できる仕組みになっている。

自由主義経済体制においては、企業活動に対する規制は最小限にして、できる限り自由に活動できるようにすることが望ましい。そういう意味で、コンプライ・オア・エクスプレイン方式は理に適っている。しかし同方式の場合には、どうしても定められた措置の実施が緩慢になり、狙った効果が一向に上がらない場合が多い。

企業は社会的な存在であり、その活動が個人や社会及び自然界にさまざま影響を及ぼすため、社会的に放置できない事態には悪影響の程度に応じて規制の程度を強める必要がある。コンプライ・オア・エクスプレイン方式を適用する場合も、措置の内容を最大限厳しくするとともに、それでも効果が上がらなければ、法律による一律規制に踏み込む必要がある。法律による一律規制は、個別企業の特性や事情を考慮せず一方的に強制するため、実情にそぐわない場合も多く、不合理で非効率になりやすいと批判されている。しかし、それも規制の必要性との比較衡量のうえでの話であり、弊害があるとの理由でやらないでいたのでは、いつまでも問題を解決することができない。

2 企業統治の検討対象企業

企業の形態には、個人(共同)、同族、株式会社、合同会社、合資会社、合名会社、事業組合等があり、株式会社には定款で株式の譲渡制限を定めていない公開(上場)会社と、定めている非公開(非上場)会社がある。

株式会社以外の企業形態は総じて企業規模が小さく所有と経営が一体化しているため、その企業統治が問題になることはほとんどない。企業統治のあり方をめぐって論議の対象となるのは、もっぱら公開株式会社である。また、企業全体の中で圧倒的に生産額が大きく、従業員数も多い公開大会社(資本金5億円以上又は負債額200億円以上)は、出資者と経営者が分離しており、出資者が有限責任で株式を自由に譲渡できるため、企業統治の面でも検討すべき論点が多い。このため、本政策提言では、もっぱら公開大会社を対象に企業統治のあり方について検討を行う。

3 株式会社の発展とその特性

17世紀にイギリスとオランダで設立された東インド会社を起源とする株式会社は、必ずしも資本主義と不可分の関係にない。しかし、資本主義が社会に定着し、今日のような発展を遂げるうえで株式会社が果たした役割は極めて大きい。中でも資金の出資者(株主)の責任

を出資金の範囲に限定する有限責任制が導入され、事業の開始や経営規模の拡大に必要な資金を広範な人々から小口で数多く集めることが飛躍的に容易になったことが、資本主義発展の原動力となった。出資者が無限責任を負う場合、あまりにもリスクが大きい事業には誰も資金を拠出しようとはしない。

株式会社の特性は、次の点にあるとされている。

- ア 会社に対する法人格(法律上ヒトとして扱うことによって権利主体となり、自らの名義で資産を所有し、契約を締結し、訴訟の当事者になることができる)の付与
- イ 出資者(株主)の有限責任制(出資した金額の範囲内でしか責任を負わない)
- ウ 確定資本金制(原則として出資の払い戻しは認められない)
- エ 株式の自由譲渡制(ただし例外がある)
- オ 所有と経営の分離

4 株式会社と株主との関係

(1) 株主主権論の問題点

今日、企業統治のあり方は、株式会社の所有権が株主にあり、その設立目的は株主の利潤を最大化することにあることを前提に論議されている。しかし、企業統治が本来めざすべき姿、形を考える際には、いきなり株主主権論を前提にするのではなく、その前に株式会社の存在意義や活動目的を明らかにする必要がある。なぜなら、株主主権論の適否を検討するためには、その拠り所が必要であり、それは株式会社の存在意義と設立目的にあると考えられるからである。

株主の人数が少なく、株主が全員経営者を兼ねている場合には、株主の目的と会社の設立目的及び両者の利害が基本的に一致しているため、企業統治において特段問題が生じることはない。しかし、会社の規模が大きくなり、所有者である株主と経営者が分離すると、株主の目的と会社の設立目的及び両者の利害が常に一致するとは限らない。にもかかわらずそのような場合でも、会社の経営は株主の意向に沿って行われることが望ましいと考える株主主権論は果たして適当か、が問われることになる。

産業構造が重化学工業から知識・情報・感性主体の産業へと急速に移行するにつれ、資金に代わって人的資本の重要性が一段と高まりつつある。このため、資金の拠出者である株主の利潤の最大化を企業目的の第一とする考え方は、現代社会が求める企業のあるべき姿にマッチしなくなってきた。ポスト工業時代においては、物的な設備投資が果たす役割が相対的に低下した結果、カネの出し手である株主の重要性が低下し、代わって知識や情報を生み出し、感性に訴える能力がある人的資本(経営者及び従業員)の重要性が著しく高まりつつある。企業価値を創造する源泉は人材にあることを踏まえて、会社はだれのものであるかを考

えるときが来た。

また、気候変動をはじめ地球の物理的限界が近づきつつある中で、資源・エネルギーの制約や地球環境の悪化を無視して利潤の最大化をめざし、ひたすら成長・発展を求める企業のあり方は、根本的に見直されなければならない状況にある。その問いかけに真正面から応えるためにも、株主の利潤の最大化を第一の目的とする株主主権論は再考を迫られており、株式会社は本来何をめざして活動を展開すべきであるかが問われている。

一般の株主の株式保有目的・関心は、もっぱら資産運用、すなわち配当や株価値上がり益の獲得にあり、会社の長期的な企業価値の向上や持続的な成長・発展にはさほど関心を持たず、短期主義的志向に走る傾向がある。また、会社はいったん設立されると、その後はむしろ株主以外のステークホルダーの力によって活動が維持され、成長・発展をめざすことになる。そして、ステークホルダーが望むのは、短期的な株式会社の浮沈ではなく、長期的な企業価値の向上と持続的な成長・発展である。このような株式会社と株主の関係を見ると、両者の目的や利害は必ずしも一致しないばかりでなく、むしろ両者の利害が相反する 경우가少なくない。

(2) 株主の短期主義的志向の原因と是正措置

① 株主が短期主義的志向に走る原因

ア 株主の有限責任制、株式の自由譲渡制が株主を短期主義的志向に走らせる

株主の責任は出資金の範囲に限定されており(有限責任制)、本来出資者が負うべき無限責任を免れている。しかも、出資金の払い戻しは禁止されている(確定資本金制)ものの、出資を引き上げようと思えば、出資先企業の了解を取り付けなくても、いつでも自由に株式市場を通じて株式を譲渡することができ(株式の自由譲渡制)、不利益を被りそうだと思えば株式を売り抜けることができる。

大半の株主には、株式会社を所有しているという意識がなく、その関心はもっぱら配当と株価値上がり益を得ることにある。また、短期間に株式の売買を繰り返す者も多く、匿名性が強いため、会社の経営に対して無責任になりがちである。このため、株主の意向が株式会社の経営に強く反映されると、株式会社の経営が短期的な利益の確保に走りがちになり、長期的な観点から企業価値を高め、会社の持続的な成長・発展を期すための行動が疎かになりかねない。それはまた、従業員や取引先企業の利益を損なうことにつながる。株主の利益と会社の利益は必ずしも一致しておらず、むしろ利益相反関係にあるとさえいえる。

イ 会社の所有者は株主だと考えることには無理がある

株主を会社の所有者だとする株主主権論は、会社をモノとして扱うことを前提としている(奴隷制が廃止された今日、ヒトがヒトを所有することはありえない)。しかし、会社はモノであると同時にヒト(法人)であり、ヒトの側面に着目すれば、株主から独立した存在であ

るとみなすことができる。いま仮に、二つの株式会社が互いに株式を持ち合えば、個人株主が存在しなくなり、当該二つの株式会社は株主から独立した存在になる。このことから、株主主権論は理論的に無理がある。

ウ 株主の義務と責任を会社法に規定するべき

そもそも会社法自体が株主を無条件に近い形で実質的に所有者として扱う一方、本来無限責任が原則の社会で有限責任制という特権を与えているにもかかわらず、それに伴い株主が行使しうる権利に一定の制限を設けることもなく、また、株式会社の所有者として果たすべき義務や責任について何も定めていないことが問題である。株主が会社に対して過剰な還元を求めることに一定の歯止めをかけ、会社の長期的な存続と企業価値の向上及び持続的な成長・発展を阻害することがないように、所有者としての義務と責任を果たすことを求める規定を会社法に設けるべきである。

② 株主の短期主義的志向を是正する措置

株主主権論に軸足を置いた企業統治改革の結果、日本企業の中に企業価値を高める動きが出てきたかと言えば、そのような動きを示す実証データは示されていない。本来短期主義的志向が強い株主に、長期的な企業価値の向上と企業の持続可能な成長・発展を促す役割を果たすことを期待することにそもそも無理がある。

そうだとすれば、むしろ会社の経営に関与する株主の範囲を長期主義的志向が強い株主に限り、短期主義的志向が強い株主を排除することが適当である。そのための方策として、

ア 種類株式を発行して株式市場で売買する株式は議決権のない株式とし、議決権がある株式は一部の関係者だけが保有する。

イ 議決権の行使は一定期間保有した株式に限って認めることとする。

ウ 最終的には株式を買い戻して非公開株式会社化する。

ことなどが考えられる。

(3) ステークホルダー主体論の是非

株式会社は株主が資金を拠出することによって設立されるが、設立後会社が設立目的を追求してその使命を果たすためには、従業員や取引先などのステークホルダーの協力が不可欠であり、それなくして目的達成は不可能である。

もちろん株主も有力なステークホルダーの一員であることは言うまでもないから、株式会社の目的は、株主を含む多様なステークホルダーの利益のために活動することにあると考えるべきである。また、社会的に実体を備えた存在である株式会社は、その活動が社会にさまざまな影響を及ぼすことが避けられず、社会の健全な発展と繁栄のために社会的責任を果たさなければならない。それにもかかわらず、そのような面は一切無視して、株式会社はもっぱら株主の利潤の最大化のためだけに活動すればよいと考えることには無理がある。会社は株主だけのものではなく、広くステークホルダー全体の利益のために存在し、活動す

る社会的な実体であると考えることが適当である。

5 株式会社の組織形態のあるべき姿

(1) 経営者の責任追及手段の拡大と意識改革の必要性

① 経営者の信認義務の履行を担保するための業績連動型報酬の減額措置

会社の経営を信認受託している経営者は、会社に対して信認義務（忠実義務(自己の利益ではなく、信認委託者たる株主の利益のみに忠実に仕事をする義務)と善管注意義務)を負っている。しかし、経営者の怠惰や権限の濫用を防ぐ手段は究極的には倫理しかなく、経営者の倫理は法律で厳格に規制しない限り守られない。

会社法は、経営者が違法行為を行い、会社に損害を与えた場合には、賠償責任を追及している。それ以外には、経営者の責任を追及する術は解任しかない。しかし、解任には至らなくても、企業の業績が目標を大幅に下回り、あるいは赤字に転落したような場合には、それがもつばら外部環境の悪化に起因するものでない限り、経営者はその責任を追及されてしかるべきである。業績が上がった場合には業績連動型報酬によって報酬が上がるのであれば、業績が低下した場合には報酬が減額されるべきである。このような厳しい措置が講じられていないことが、経営者が現状に甘んじて積極果敢にリスクを取ろうしない要因になっている。

機関投資家を含め短期主義的志向が強い株主を通じて企業に行動変容を迫っても効果がないなら、経営陣に直接意識改革を迫るしかない。その手法としては、会社の存在意義は設立目的に集約されているから、目的との関係において経営陣の経営実績を評価し、評価結果を報酬に反映させることが適当である。具体的には、会社の設立目的の設定にあたって考慮すべき基本的な事項を会社法に規定し、目的を達成するための戦略と手法及び年度ごとの達成目標（達成状況を把握できる程度に明確な数値で示されていること）を開示することを義務づけるとともに、毎年度達成状況を審査して評価結果を経営陣の報酬の算定に反映させることが適当である。

② 退任社長が会長等として会社にとどまることを禁止する

日本企業の多くが技術革新や企業経営を取り巻く社会情勢の変化への対応力を喪失している一因は、前任の社長が引き続き会長、相談役として睨みを利かせていることにある。激しさを増す国際競争の中で企業が生き残れるか否かは、時代の変化の先を読み、いち早く変化に対応して自らを変革できるか否かにかかっている。そのためには、前任の社長が会社にとどまることを禁止し、その能力は他社の社外取締役等として活用することに振り向けるべきである。

(2) 日本企業の取締役会の課題

日本企業の取締役は、一昔前まではほぼ全員が内部昇進者で占められ、経営の意思決定と執行及び監視・監督を兼ねていた。このため、取締役会が監視・監督機能を十分果たしていないと批判されてきた。また、企業間の株式の持ち合い比率が高く、株主（モノ言う株主、機関投資家）の発言力が弱いほか、経営者の中でも代表取締役の力が強く、取締役（取締役会）や監査役の力が弱いために、代表取締役をはじめ経営者の行動を監視・監督し、是正することが厳格に行われていないのではないかとわれてきた。

取締役会が代表取締役を選任し、その業務執行を監視・監督し、違反している場合には解任できることになっているが、現実には取締役は代表取締役から選任され、その大半は代表取締役の部下や利害関係者であるため、公然とその判断や行動を批判しにくい状況にある。この弱点を克服するための手法として指名委員会等設置会社を選択する道が開かれたが、この組織形態を選択する企業はごく一部にとどまっている。

① 取締役と執行役員との分離

取締役が業務を執行する執行役員を兼務していることが、取締役会が経営者の業務執行を適正に監視・監督できない最大の原因である。監査等委員会設置会社では監査等委員である取締役は業務を執行しないとされているが、それ以外の組織形態を選択した企業では、取締役と執行役員が峻別されていない。取締役と執行役員を完全に分離すべきである。

取締役と執行役員を分離した場合、会社業務の執行に全くタッチしない取締役に、果たして誤りのない適確な判断ができるだけの情報が集まるのか、という問題がある。この点は、両者を区分している諸外国の例などを参考にしながら、その実情を把握し、このような課題を克服するための効果的な手法を探求して、関係者のコンセンサスを得る必要がある。

② 役員への従業員代表選任の意義

いち早く共同決定制度（従業員代表が企業経営に関する意思決定と協力行動に参加する法的制度）を実施したドイツをはじめ、欧州には従業員の代表を経営陣に加えている国が多い。ドイツの共同決定制度は、企業の意思決定機関である監査役会は株主側の代表と従業員の代表が同数で構成する（従業員が2千人以上の場合）としているが、可否同数の場合には株主側から選出されることになっている議長が2票の議決権を持っており、また、その運営については法令で詳細に規定することによって、企業経営に支障が生じないように配慮している。

わが国でもかつて役員の中に従業員の代表を加える案が検討されたが、経済界の強い反対で実現を見ないまま終わった。わが国では企業が任意に設置している経営協議会が従業員の声を経営に反映させる機会となっており、従業員側からその抜本的な拡充を求める声が上がっているわけではない。しかし、企業経営における人的資本の重要性がより一層高まる中で、従業員の代表を正式に経営陣に加えることの意義は従来にも増して高まっている。従業員代表を取締役会のメンバーに加えるべきである。併せてそのほかのステークホルダー

一についても、代表を取締役に選任することの是非を検討すべきである。

③ 取締役会の議長

わが国では、取締役会の議長は社長又は会長が務めるのが一般的であるが、それでは適正な議論や意思決定ができないおそれがある。取締役会の議長は、社外取締役が当たることにするべきである。

(3) 社外取締役をめぐる課題と改善策

① 社外取締役のさらなる増員が必要

これまで日本企業の多くは、社長が部下の管理職の中から自ら取締役や監査役を選任してきた。しかし、これでは取締役や監査役が社長の意思決定や行動をチェックし、是正させることはほとんど不可能である。また、会社の内部昇進者で固められ、合意形成を重視する日本の取締役会では、今日の技術革新にスピーディに対応することがことさら難しい。そのような中で、社外取締役を選任して外部から新風を吹き込み、企業戦略の策定や新分野・新事業・新製品などの開発に、同質の人的構成では出せない活力を生み出すことが期待されているのが社外取締役である。

企業統治改革によって社外取締役の人数は大幅に増えたが、その数は諸外国と比べて依然少なく、30年に及ぶ長期停滞から抜け出せない日本企業の実情からは、目に見える形で効果が現れているとは言えない。社外取締役の人数は過半数以上とすべきである。

ただ、社外取締役を増やすことがどれほど企業価値の向上につながるか、ということについては疑問視する声も少なくない。その人選が経営トップの意向で行われ、適任者が選任されなければ、ワンマン経営が強化されるだけだとの見方もある。問題は、会社の経営に有益な示唆や影響を与えるだけの知見や能力を備えた人材を、どれほど確保できているかである。社外取締役が期待される役割を果たすためには、それにふさわしい人材をどのようにして確保するか、また、その職責をフルに発揮できるようにするためには何が必要か、改革の実効が上がる措置を講じなければ、狙いどおりの効果を上げることは難しい。

② 適任者の確保策

企業戦略を立てるためには、当該企業が行う事業分野に明るく、専門的な知見を有しているだけでなく、企業経営に必要な才覚を人並み以上備えていることが求められる。しかし、そのような資質や能力を備えている人材が果たして何人いるかと言えば、現状は厳しい。

社外性、独立性を厳格化するため、東京証券所上場規則は、親会社や重要な借入先、取引先の関係者を選任対象から除外することを求めている。しかし、一般的には当該会社や経営陣との関係やつながりがない者であることが望ましいとはいえ、あまり厳格な基準を設定すると、当該会社が求めている有意な人材が得られなくなり、それが適任者の確保を一層難しくしていることは否めない。企業と関わりがある者をどこまで排除するかについては、適

任者確保の状況などを総合的に勘案したうえで、妥当な範囲を設定することが適当である。

適任者を確保する方策としては、第一に5年後あるいは10年後を見越して、あらかじめ余裕をもって人材確保にあたるように、プログラム法の手法で選任数を義務づけることが適当である。次に、日本企業の多くは、退任した社長等がその後も引き続き会長等として会社にとどまり、陰に陽に経営に采配を振るうことが慣行になっているが、その弊害を除去するためにもこのような慣行を廃止して、退任した社長等が他社の社外取締役等として活躍する道を開くべきである。

③ 役割を全うできる勤務条件の整備

いま一つの問題は、社外取締役等は非常勤で、しかも他社の社外役員をはじめ複数の役職を兼ねていることが多く、どこまで身を入れてその任務を果たしているか疑問なことである。社外取締役等が期待されている役割をまっとうするためには、兼職数を制限し、最低限の勤務日数を定めてその厳守を徹底する必要がある。

④ 社外取締役への情報伝達

社外取締役が自らに期待される役割を果たすことができるか否かは、企業情報をどこまで適確に把握することができるかにかかっている。情報なくして役割を果たすことはできない。具体的な情報伝達手法は、サポートする社員の態勢を整え、担当する社員のインセンティブを高める措置を講じることが重要である（他の部署の取締役を監視・監督する社外取締役をサポートすることは、その任に当たる従業員にとってはつらい立場に立たされることになる）。

(4) 監査役及び外部監査人をめぐる課題と改善策

① 監査役を選任要件と情報の把握手法の改善が必要

監査役の過半数は社外監査役でなければならないとされているが、社外監査役は非常勤であることが多く、常勤の監査役は会社の内部昇進者から選任されることが多い。また、内部昇進者である監査役は、公認会計士の資格を持っていない場合が大半で、能力不足のために不正経理を見抜けない場合が多いと考えられる。監査役は全員常勤の社外監査役とし、監査役には公認会計士資格保有者又は最低限一定年数会計処理業務に従事した経験を有し、会計実務に明るい者を選任することを義務づけるべきである。

監査役には取締役の業務の執行の適法性監査を行い、違法な行為が行われそうな場合には差し止め請求をする権利が認められている。しかし、限られた情報しか入手できなければ実効ある監査を行うことが難しい。監査役が機微な情報を把握できるように情報収集態勢を整備するとともに、情報収集ルールを確立する必要がある。

② 内部監査体制

内部監査体制については、通常担当職員が会社の人事ローテーションに乗って短い年月で移動するため、専門的な能力が養われないおそれがある。特に社長の指揮監督下に置かれている場合には、経営者の不正防止には有効に機能しないおそれがある。このため、内部監査部門は、監査役や監査(等)委員会の実行部門とするべきである。

③ 外部監査人の選定・発注

株式会社を監査するはずの外部監査人、監査法人、公認会計士が不正に関与し、隠ぺい工作に加担することを防ぐ手立てを検討する必要がある。外部監査人は監査の対象である企業から指名され、監査報酬を受け取る立場であり、独立性がないことが最大の原因ではないかと考えられる。

外部監査人は企業から受注して監査業務を行うため、発注者である企業に厳しいことを指摘しにくい立場に置かれている。外部監査人が監査対象企業に対して遠慮せずに監査の適性を期すことができるようにするには、外部監査人の選定・発注は当該企業以外の中立的な機関、例えば証券取引所が行い、監査に要する費用は発注機関が当該企業から徴収することに改めるべきである。

6 その他の課題

(1) ストックオプションの功罪

① ストックオプション導入の意義と成果

株式会社の所有と経営が分離する中で株主主権を取り戻し、経営者による過剰なリスクテイクと過大な投資を抑制する必要があるとして、経営者に株主の利益に忠実な行動をとらせるためにアメリカで導入されたストックオプション(株価と連動する経営者の報酬)は、わが国では、むしろ企業価値を高めるために投資を促進する手段として導入された。

しかしアメリカでは、ストップオプションの導入によって経営者の報酬が以前に比べ著しく高騰し、1%の富者と99%の貧者の格差はもはや放置できないほど拡大した。このため、経営者の報酬決定方式を株主総会に諮ることが義務づけられたが、その後も高騰した経営者の報酬には大きな変化がみられず、事態は深刻さを増している。

わが国でもストックオプションの導入が進んだものの、全般にその規模が小さく、アメリカのような経営者報酬の異常な高騰がみられず、社会問題化する事態は生じていない。それでは、ストックオプションの導入によって企業経営が変化したかと言えば、それを示す実証データは未だ得られていない。

② ストックオプション導入の弊害

ストックオプションは、本来、株価の引上げを目的とするものではなく、企業価値を高めることを目的とするものである。しかし、現実には経営者の関心はどうしても任期中の株価

の動向に向けられがちであり、私的な利益確保のために株価操作に走るおそれがあるほか、経営姿勢の短期主義的志向を助長しがちである。

それを防ぐには、具体的なオプションの設計にあたって、その権利の行使を一定期間経過後に限定し、企業業績が上がったことを権利行使の条件とするなどの工夫が必要である。

③ 従業員へのストップオプションの付与

ストックオプションは、その設計が適正であれば、経営者だけでなく、広く従業員にも付与することを考えるべきである。わが国でも従業員持ち株制度が実施されているが、その規模は小さく（株式総数の1%程度）、株価の変動に伴い損失を被ることもあり、ストップオプションのように損失を被ることがない仕組みになっていない。これから人的資本の強化がより一層求められる中で、従業員に当該企業特有の知識や技能の習得を促すことの重要性がより一層強まることを考えれば、従業員のイニシアチブを高め、併せて企業経営への参加意識を強めるためにも、従業員にストックオプションを付与することが有効ではないかと考えられる。

(2) 企業間の株式持ち合い制限の是非

政策保有株式については、コンプライ・オア・エクスプレイン方式で保有理由の開示を義務づけ、企業間の株式持ち合いを縮小させる手法がとられた。しかし、保有理由の開示の義務づけが行われた後も企業間の株式持ち合いには大きな変化がみられない（事業法人保有株式比率：1995年28%→2005年22%）。これに対し、銀行と企業間の株式持ち合いは、銀行等株式保有制限法(2001年)で保有株式数の上限とその達成期限が定められた結果、急速に縮小した（銀行保有株式比率：1995年15%→2005年5%）。

株式の政策保有は、

- ア 資本金が会社の事業と関係のない株式の取得に使われ、
- イ 低収益で株価変動に伴う評価損を被るおそれがある株式に資金が固定される結果、資本効率が悪化する。このほか、
- ウ 株式を持ち合えば資金がなくてもその分資本金が増加するから、資本が空洞化する。また、
- エ 株式を持ち合う企業間では、お互いに経営陣に有利な方向で議決権が行使されるため、企業経営にゆりみが生じやすくなる。さらに、
- オ 経営陣が自らの身を守る手段として、モノ言う株主等から受ける圧力を遮断するために行われる傾向がある。

このため、株式の持ち合いは、企業経営の効率化と健全性を阻害するとして、否定的に見られがちである。実際、株式の政策保有比率が高い企業は、総じてROE（自己資本収益率）やROA（売上高利益率）などの資本効率が低く、積極的な投資を控える傾向がある。

しかしその反面、株式の持ち合いは、

- ア 取引先企業との間で長期にわたる信頼関係を築き、企業間の系列関係や資本提携関係を強化する手段として、また、
- イ 敵対的買収を防止し、
- ウ 企業の持続的な存続を図るために安定株主を確保する手段として活用されている面があり、

マイナス面だけに着目してその解消をめざすことが果たして適切か、再考する必要がある。短期的な利潤の獲得に走りがちで、長期的な企業価値の向上や企業の社会的責任の遂行には消極的になりやすい大方の株主の意向に沿うことが、果たして企業にとって、さらには社会全体にとって望ましいことであるか疑問である。企業の経営が短期主義化し、不安定化することを避け、長期的視野で企業の成長・発展を図ることこそ望ましい方向だと考えるなら、安定株主の確保を積極的に評価すべきである。

(3) 四半期決算開示の義務づけが企業経営の短期主義を助長した

四半期決算開示の義務づけが経営者の短期主義志向を助長しているとして、その廃止を求める声が強い。四半期決算の開示や業績予想に対して投資家が過敏に反応し、企業がそれを過大に経営に反映させる傾向がある。

政府は、金融商品取引法で義務づけている四半期開示制度は維持するものの、決算書類は証券取引所の規則で開示が義務づけられている決算短信と重複し、しかも短信よりも内容が詳細で事務負担が大きいとして、先ごろ廃止する方針を固めた。非財務情報については、引き続き四半期ごとの開示を義務づけても企業経営に特段影響を与えない。しかし財務情報は、たとえ法律で義務づけられている四半期報告書から除外しても、引き続き証券取引所規則で開示が義務づけられるのであれば、問題の根本的な解決にはならない。情報開示を後退させたとの批判を気にして廃止しなければ、短期主義を助長している事態は改善されない。証券取引所規則をできるだけ早い機会に改正し、四半期決算の開示自体を廃止すべきである。

(4) 株主代表訴訟手数料の引き下げは濫訴を招き、企業経営者の意識を過剰に委縮させた

不正行為の防止を強化するため、アメリカ政府の要求を受けて行われた株主代表訴訟手数料の大幅な引き下げが日本企業に与えた影響は、予想をはるかに超えた。現実に起こった濫訴の対応に追われただけでなく、安定志向が強く、リスクテイクに慎重な日本の経営者の挑戦意欲を一層委縮させ、日本企業から破壊的なイノベーションが起こる土壌を崩壊させたと言われている。

司法においては「経営判断の原則」が確立しており、たとえ会社が損害を被っても、「取締役が行った経営上の判断が合理的で適正なものである場合」は、「裁判所は取締役の経営事項については干渉せず、当該取締役も責任を負わない」とされている。このため、よほどひどい判断ミスを犯さない限り、裁判で敗訴することはない。しかし当事者としては、万一

のことを考えると、慎重なうえにも慎重を期さざるをえなくなる。具体的には、

- ア 意思決定の内容に違法性がないこと、
- イ 事実認識に不注意な誤りがないこと、
- ウ 意思決定の内容が同じ立場にある企業人の目から見て明らかに不合理でないこと、
- エ 会社の利益を第一としていること、

を満たすように意思決定を行う必要がある。例えば投資の意思決定には、絶えず不確定要素が付きまとうから、慎重を期せば期すほど決断は先送りされ、タイミングを失することになりやすい。さらに多くの人が賛同する案件は、既にタイミングを失したものであることが多く、賛同者が多いという理由で採否を決めていたのでは、到底し烈な競争を勝ち抜くことができない。特に生真面目な性格の人が多い日本人の場合、このように細心の注意を払わなければならなくなると、まったく融通が利かなくなる傾向がある。「日本企業を潰すにはコンプライアンス(法令遵守)を強化するだけでよい」と言われる由縁である。

まとめ

- ① 株式会社の存在意義と設立目的は、社会的責任を果たしつつ人々の生活に有用な財やサービスを供給することにある。

株式会社は株主の出資によって設立されるが、設立後の活動は従業員、顧客、取引先、地域社会などの多様なステークホルダーの支えがあって初めて成り立つ。

株式会社の設立目的は長期的な価値の向上と持続的な成長・発展にある。もっぱら株主の利潤を最大化することにあるという株主主権論は間違っている。

- ② 基本的に短期主義的志向が強い株主に、会社の長期的な価値の向上と持続的な成長・発展を求めること自体間違いである。

大半の株主の関心は配当と株価値上がり益を得ることにあり、会社の長期的な成長・発展に対して無責任になりがちである。

スチュワードシップ・コードは成果を上げることができない。

- ③ 株主が短期主義に走って過剰な還元を要求するのは、その有限責任制と株式の自由譲渡性にある。会社法が株主の権利だけ規定して、義務と責任については何も規定していないことが問題である。

会社の意思決定に参加できる株主の範囲を一定の条件を満たす株主に限定すべきである。

- ④ 企業統治の基本原則を定めるコーポレートガバナンス・コードの実効性を確保するには、内容を国際レベルに引き上げるとともに、コンプライ・オア・エクスプレイン方式だけに頼らず、一向に成果が上がらない事項については法的措置を講じる必要がある。

今日の長期停滞の最大の原因は、リスクを伴う長期的視野での先行的な研究、投資を行わなかったことと、痛みを伴う変革をできる限り避けようとする消極姿勢にある。時代が激しく変化する中で変化への対応を躊躇していたのでは、衰退、没落するのは当然である。現状への甘えを排除する必要がある。

- ⑤ 株主に会社の行動変容を期待することができないとすれば、残された道は経営者にその責任を果たすことを期待するしかない。

安定志向が強く、積極的にリスクを取って新しいことに挑戦しようという意欲が乏しい日本の経営者に意識の変革を迫り、革新的なイノベーションへの取組みを求めるためには、定款に設立目的を具体的に記述し、それを達成するための戦略と手法及び年度ごとの達成目標の開示を義務づけ、その達成度合いに応じて報酬を増減させる仕組みを導入することが有効である。

- ⑥ 取締役と業務執行役員を完全に分離し、取締役会本来の機能である経営者の業務執行を適正に監視・監督できるようにする必要がある。

また、取締役会に新風を吹き込み、企業内部の人材だけでは出せない活力を生み出すためには、社外取締役の割合を過半数以上にすべきである。

なお、社外取締役の適任者確保手法として、退任社長等が引き続き会長等として会社にとどまることを禁止し、他社の社外取締役等として活躍する道を開くべきである。

- ⑦ 監査役は全員常勤の社外監査役とし、公認会計士資格保有者又は最低限一定年数会計処理業務に従事した経験を有する者を選任することを義務づけるべきである。

外部監査人が監査対象企業に遠慮せずに監査の適性を帰すことができるように、例えば証券取引所のような中立的な機関が外部監査人を選定し、発注する仕組みを導入すべきである。

「企業統治の課題とその改善策」に関する検討メンバー

| | |
|------------|---------------|
| 江利川 毅 | 医療科学研究所理事長 |
| 梶田 信一郎 | 元内閣法制局長官 |
| 工藤 裕子 | 中央大学法学部教授 |
| 神野 直彦 | 東京大学名誉教授 |
| 橋本 昌 | 前茨城県知事 |
| 原田 豊彦 | 元日本放送協会理事 |
| 増原 義剛 | 元衆議院議員 |
| 松本 博 | (株)松本代表取締役 |
| (座長) 森元 恒雄 | 元参議院議員 |
| 渡壁 誠 | 国際観光ビジネス協会理事長 |