

契約理論からみた我が国の 今後のコーポレートガバナンス のあり方

東京大学大学院経済学研究科
柳川範之

コーポレートガバナンスの定義

- 狭義：株主と経営者との間の利害対立問題をいかに解消し、株主利益を最大にするか。(Shleifer and Vishny: 1997)
- 広義：企業を巡るステークホルダー(利害関係者)間の利害をいかにうまく調整し、企業全体の価値を最大にするか
(Allen and Gale: 2000、Tirole: 2001)
- 多くの経済学者は、広義のステークホルダー論の重要性を認めている。例えば、Tirole(2001)は、国際的にもっとも権威のある学会の会長講演。
- 特にリーマン・ショック以降は、企業のガバナンス構造に関する見直し機運が、世界的に高まっている。

多様化する規制・制度

- 世界的にも、特にコーポレートガバナンスのあり方については、規制で全てを画一的に縛る方策に変化がみられる。
- Comply or Explain 型の規制：
基本的なCodeとそこからの逸脱に対する説明・開示義務の組み合わせ
- 英国のキャドバリー報告書(1992)以降、世界的に広がる傾向にある。
- 特に、コーポレート・ガバナンス関連の規制については、この方向に。
- 各国で、コーポレート・ガバナンスの構造が、統一化する方向にあるわけではない。

日本型のガバナンス構造

- 企業活動を支えているのは、法律や規制だけではない。慣習や文化等も大きな制度的枠組みとして重要。
- 企業活動を支える広義の枠組みは、各国で違いがあり、それぞれの特徴を生かしたガバナンス構造を考える意義はある。
- これらの点から考えると、日本企業の特徴を踏まえた上での、日本型のコーポレート・ガバナンス構造を考える意義は大いにある。
- ただし、その際には考慮すべきポイントがいくつかある。

ステークホルダー重視型ガバナンス

- 企業活動は、株主によって提供される資金によってだけで運営されているわけではない。
- 従業員の提供する人的資産も含め、様々なステークホルダー（利害関係者）の提供する生産要素の組み合わせによって成り立っている。
- そう考えれば、株主としての権利、あるいは株主と経営者との関係だけに注目するのではなく、ステークホルダー全体の利害調整を重視するコーポレート・ガバナンスを考えるのはある意味では自然なこと。

ステークホルダー重視型ガバナンス

- にもかかわらず、多くの国で株主を中心としたガバナンス構造が考えられている(ように見える)のはなぜか？
- 理由: その1
株主価値最大化のほうが、目標が明確で客観的
- ステークホルダーの利害を考えると、目的や方向性が多様になり、結果の判断が不明確になりがち。
- 良い結果が出なかったときに、「言い訳」に使われてしまう。

日本型ガバナンスへの視点

- 日本的経営はそもそもステークホルダー重視型であり、ステークホルダー重視型ガバナンスを、全面にうち出す意義はある。
- が、その際には、結果が出ないことの「言い訳」にならない仕組み作りが不可欠。(株主に対しても、従業員に対しても。)
- 例えば一時的な株価よりも従業員重視なのであれば、それを具体的に提示する必要がある。
- 明確な基準を設けて、どのような複数目標をどのように達成しようとしているのかを提示する必要がある。

ステークホルダー重視型ガバナンス

- 取り入れられていないように見える理由：その2
法的な枠組みと実際に機能する枠組みとの違い
- 法的な権限と実質的権限との違い
法的に権限が与えられていたとしても、実質的な権限をもてるとは限らない。例えば、有名アーティストでもっている音楽会社の株主
- 法律は、むしろ条文そのものが現実にはならないことを前提に組み立てられている。

株主の権限

- 一般的に、株主に強い法的権限が与えられているのは、なぜか。
- それは、逆説的ではあるが、他の利害関係者に比べて弱い立場にあるから。
- 法的権利がなければ、投資した後には何の交渉力もなくなってしまう。
- たとえば、従業員の方には、皆が辞めると会社の活動がストップするという脅しが存在する。株主にはそれがない。
- 事後的な交渉力を与え、資金拠出を促すために、法的権限を与えている。
- 法的権利は、それがダイレクトに実質的権利にならないことを前提に組み立てられている。

日本型ガバナンスへの視点

- したがって、法的構造のみからガバナンス構造を論じると問題が生じる。
- 実際、法的な面だけみれば、日本はかなり以前から、強い「アメリカ型」の法体系であった。が、実際には異なっていた。
- 一方、法的構造は、目指すべき理想的な姿を記述したものではなく、あくまでもステークホルダー間のバランスを適切に保つための道具立てではある。
- その観点から法制度の改正等は考えるべき
- しかし、法制度の変更が実態に与える影響は複雑であり、単純に法律を実態に合わせると、問題が生じる場合も多い。

日本型ガバナンスへの視点

- 実態に合わせる形で法律を変えるのではなく、実態に与える影響を考慮した形で、どのような法制度が望ましいかを検討していく必要がある。
- 実際には、法制度が実態面に与える影響は複雑であり、また時代とともに変化する。

投資家とのコミュニケーション

- ガバナンス構造の選択は、投資家にとってではなく、企業側にとって、むしろ重要なこと。
- 投資家には、日本企業以外の選択肢も存在。
- 企業側にとっては、投資家の理解が得られなければ、資金調達が難しくなり、株価も下落する。
- 投資家が理解を示せるガバナンス構造を提示する必要がある。
- 投資家が理解をし、納得できるようなコミュニケーションが必要。

日本型ガバナンスへの視点

- 投資家の理解を得るためには、必ずしも「アメリカ型」のガバナンスである必要はない。
- しかし、投資家に対して、長期的リターンの見通しを客観性、予測可能性の高い形で提示していく必要がある。
- それが実現できるようなガバナンス構造と、それを伝えるコミュニケーションが重要となる。
- 日本型ガバナンス構造において、高いリターンが長期的に得られることを納得してくれるようにコミュニケーションを行い、そう考え投資してくれる投資家を「育てていく」必要がある。

中長期的視点の投資家

- 短期的視点に基づく評価が支配的になり、中長期的経営判断がしにくくなっているという問題は、内外多くの関係者がもっている。
- 中長期的視点に基づく投資が求められているところ。
- 短期的に利益が上昇せず下落している場合に、長期的利益は上昇することを投資家に納得してもらう必要がある。
(短期が長期の良いシグナルになっていないケース。)
- 中長期的視点だけの投資家を集めるとして、それで十分かどうか。

日本型コーポレートガバナンス

- 日本型コーポレートガバナンスを改めて再構築し、それを内外に広めていくことには意義がある。
- ステークホルダー重視、中長期的視点重視という辺りがポイントか。
- ただし、それらのポイントを踏まえた日本型コーポレート・ガバナンスが「言い訳」を許すようなガバナンスではなく、真の生産性をあげるために重要であることを、投資家にきちんと伝えることが重要。
- そのためには、客観的で予測可能性のある指標を提示していくことが重要なのではないか。

具体的な対策

- 法的権限と実態的なガバナンスを分けて考えるという視点からみても、現状の法制度を大きく変えることは、なかなか難しい。
- 現実論としては、東証等の取引所のルールを改訂し、新たな取引カテゴリーを一つ新設し、日本型ガバナンスを行う企業の株式をそこで取引させることにしてはどうか。
- 投資家側からすれば、どの企業がどのようなガバナンスを追求するのかがより明確になって投資をしやすくなる。
- この日本型ガバナンスを投資家が評価してくれるならば、そこで資金が集まるはず。
- もしも、投資家に支持されなくても、そのショックが他の企業に波及しなくてすむ。

コーポレートガバナンスにおける 金融システムの基本的役割

- ・企業経営にとって、必要な情報・アドバイスを提供すること
- ・経営を監視して、一定程度の規律付けを与えること
- ・買収等によりコントロール権を行使し、経営の効率化、発展をはかること

コーポレートガバナンスのあるべき 基本構造

- 外部ガバナンスの仕組み
株主 主に平時のガバナンスを担う
債権者 主に経営破たん時にガバナンスを担う
- 両者のバランスをうまくとることで、適切な規律付けも行われる。
- たとえメインバンク中心のガバナンスシステムでなくても、債権者によるガバナンスは重要であり、その機能が適切に発揮される必要がある。

企業再生に関する“誤解”

- 企業再生、事業再生は、単に再生をするプロセスではない。
- 破たん企業、経営悪化企業に対して、適切な事業性の判断を行い、退出と経営再建の峻別を明確に行うこと。
単純化して言えば、“赤字企業を速やかに退出させること”
- その際、通常と異なるのは、債権者が主要コントロール権者となること。その意味で債権者によるガバナンスは非常に重要

メインバンクガバナンスで 期待されてきた構造

- かつては、メインバンクの役割が、最後の貸し手であり、企業を必ず救済してくれることであるかのように主張されてきた場合もあった。
- 本来は、銀行が早期事業再生に関与することであった。
- つまり、実際にはメインバンク制は、銀行が現在のファンドのような役割を果たしていたに近い。
- 株式と債権の両方を保有し、場合によっては経営にも深く関与して、企業の経営効率化をはかる。

メインバンクガバナンスで 期待されてきた構造（続き）

- ベンチャー企業に対して、積極的に資金提供と経営支援を行い、成長を促進させる。
- 平時の経営に対しては、業績チェックを行い、経営の規律付けを行う。
- 経営悪化、経営破たん企業に対しては、役員派遣等を行って経営に介入し、早期事業再生をはかる。

メインバンクガバナンスで 期待されてきた基本構造（整理）

- 資金提供段階での選別
- 資金提供段階での情報提供・アドバイス
- 借入期間中のアドバイス・規律付け
- 経営不振時における介入・アドバイス
- 破綻時の処理（あるいは破綻させない処理）
- 再生プロセスにおける処理

メインバンクガバナンスの限界

- 銀行によるガバナンスは、形式的な構造が与えられていれば、それによって、適切なガバナンスが機能するわけではない。実質的な行使能力の有無が重要
- ガバナンス当事者に対するガバナンス構造が実は重要だった。
- 銀行に適切なガバナンスを行使するための能力や仕組みが十分でなかった。

メインバンクガバナンスの限界（今後）

- 銀行はかつては株主としての役割も担っていた。

実際に株式保有を行っていた。

擬似エクイティと呼ばれるような、（名目上はそうではないが）実質的には株式に近い長期貸出が行われてきた。

- これらが全て制度的に制約され変容してきた。

メインバンクガバナンスの限界（今後）

- ・銀行が実質的に株式を保有できなくなった

形式的保有制限

BIS規制、銀行による株式保有制限

擬似エクイティに対する制約

不良債権処理の要請から、擬似エクイティに対する評価が厳しくなり、保有が難しくなった。

ガバナンスの空白

- 地方企業、中小企業にとっては、資金調達の主流は、銀行借り入れであり、その意味で銀行によるガバナンスが依然としてかなり重要。
- しかし、
 - かつてのように株主ガバナンスを発揮できない
 - 破たんプロセスを通じたガバナンスもうまく機能しない
 - 十分な人材が銀行側に存在しない

等の理由から現在ガバナンスの空白が生じてしまっている。

- 退出のメカニズムがうまく機能していない。

破たん法制の改革経緯

- かつては、実質的に法的な破たん処理プロセスがほとんど機能してこなかった。
- 銀行を中心とした私的整理、あるいは救済処理が主流であり、法的整理が使われてこなかった。
- 法的整理に関する法制度の整備が進み、ある程度活用されるようになった。
- しかし、それでもまだ退出メカニズムとしては不十分。

退出メカニズムの不十分性

- 経営破たんあるいは債務不履行時に、債権者としてのガバナンスを明確に発揮できるようにしておく必要がある。
- 債権回収のための経営判断を的確に行う必要がある。どこまで清算し、どこまでリストラをし、どこまで再生させるか。
- 再生ファンドへの売却も含めて、この段階での債権者としてのガバナンス機能の発揮が重要。
- 制度の実質的機能は裁判所の判断によるところが大きい。
裁判所の判断がより適切なものが行われるようにする必要がある。

債権者ガバナンスの改善：退出メカニズム

- 銀行に対するガバナンス、銀行経営改善の重要性
cf 地方銀行
- 破たん処理プロセス、事業再生プロセスに関する法律運用の進化 cf 裁判所の判断
- ファンドと地方銀行による良い形での連携可能性

金融機関に対するガバナンス

- ガバナンスの枠組みも重要だがガバナンス主体がどのような判断力をもっているかも重要
- 銀行自体の経営効率性、意思決定メカニズムの改善も必要
- 特に地方銀行の経営効率性、人材の育成・活用は重要

株主によるガバナンスの 基本メカニズム

- 株主総会での提案等を通じた、経営者に対する助言、プレッシャー
- 多数株式取得者によるコントロール権の行使
- 敵対的買収行為による経営介入
- これらの可能性を通じた経営の規律付け

以前の株主によるガバナンス

- かつては、日本の株主は「物言わぬ株主」と言われ、実質的には株主によるガバナンスは機能していないといわれてきた。
- 法制度上は、むしろ株主に他国に勝る権限が与えられており、株主によるガバナンスが法的に制限されてきたわけではない。
(Allen and Gale(2000))
- その構造が維持されてきた理由としては、通常、株式持ち合いが指摘されてきた。

最近の株主によるガバナンス

- ・ ところが近年では、株主提案が多数なされており、株主総会で否決される(会社側提案の)議案も多く見られるようになってきた。
- ・ その背景としては、
 - 株式持合いの解消
 - ファンド型大株主の発生
 - 敵対的買収事案等の発生
 - 資本市場の国際化等が指摘されている。

買収可能性の重要性

- 株主を通じたガバナンスで、直接的に大きな影響があるのは、買収、M&Aの可能性
- 現実的にも、日本の株主を通じたガバナンスは、敵対的買収事案の増加によって、大きく活性化した側面がある。
- その裏側には新会社法等、組織法制の柔軟化の影響もある。（たとえば合併対価の柔軟化等）

買収、M & Aのメリット

- 買収あるいはM & Aを通じたガバナンスは以下の点で、有意義なガバナンスメカニズムである。
- 買収の脅威は、実際に起こらなくても、その可能性が規律付けにプラスの効果を与える。

(アメリカでも90年代に入り敵対的買収は少なくなるが、その脅威の規律付け効果は経済成長にとって重要だった。
Holmstrom and kaplan(2001)。

- M & Aを通じて、スピーディかつ柔軟に生産要素の移動が可能になる。

M&Aの重要性

- 今後の経済の発展のためには、M & Aは重要なメカニズム。
- 経営資源や必要な人材その他の生産要素をより必要のある場所に適切、かつスピーディに動かす必要がある。
- そのためには、M & Aは有効な手段であり、それを適切に判断できるようなガバナンスである必要がある。

株主ガバナンスに必要な構造

- 株主によるガバナンスが適切に機能するように、全体の制度整備をはかっていく必要がある。
 - 情報の非対称性を軽減する。
 - 多様なプレーヤーによる情報提供機能の充実
 - 金融市場の厚みをつくり、不必要な変動が生じないようにする。
- ガバナンス構造に関する多様な選択肢の必要性

株主ガバナンスと諸目的

- CSRや消費者の利益になるような行動と必ずしも矛盾するものではない。本来は、長期的に企業の利益になるものは株主にとっても利益になる。
- したがって、長期的利益が株主の利益になるように、金融市場が適切に情報を織り込んで価格付けされるようにするなどの資本市場の制度整備が重要。
- 同様に知識人材の育成やイノベーションを促進させるような研究開発をおこなうためにも、株主による適切なガバナンスは重要である。
- ただし、それぞれの企業が抱える事情や、資金調達の必要性、情報の非対称性の程度等は企業によって大きく異なる。選択肢として、多様なガバナンス構造があっても良い。

細かい諸問題

- 株主によるガバナンスは、手放しで望ましいわけではなく、よりうまく機能するための制度設計が重要
- たとえば、
少数株主保護と多数株主によるモニターリングインセンティブ
とどちらを重要視するか、
複数の大株主が戦略的に競合する可能性がある場合、株主
総会の決定ルールはどのようなものが適切かなど、

海外でも悩んでおりわが国でも考えるべき点が多い。

コーポレートガバナンスにおける 相互依存関係

- ・ コーポレートガバナンスは重要なコアになる問題であるが、全体の改革を同時に進めないと相互依存性が高い社会においては、改革は成功しない。
- ・ たとえば、労働市場の構造はガバナンスメカニズムに重要な役割を果たす

終身雇用であり人材の流動化がまったくない世界と、人材の流動化が進んでいる世界では、買収の意義とコストが大きく異なってくる。

コーポレートガバナンスにおける相互依存 関係（続き）

- ・企業の新陳代謝を活発にする際に問題とされているもの
雇用が不安定化する、解雇が行われる
- ・人材の流動化がかなり進んで入れば、この問題はかなり小さくなる。ただし、一方では買収先企業から人が流失してしまう可能性も高くなる。
- ・社外取締役の意義や機能も社外取締役マーケットの規模と大きく関係している。

その他の相互依存関係

- 消費者向けの競争の状態も、ガバナンス構造に大きな影響を与える。
- 社会保障制度や知財制度等とも関連している。
- たとえば、職務発明と事業再編との関連など。職務発明やノウハウが、M&Aや事業再編の後で、どこに帰属するのかによって、買収の可能性や退出の意思決定は大きく変わる。
- 労働法制における使用者性はM&Aによってどこに帰属するのかで、買収インセンティブに影響を与える。

適切な参入・退出のメカニズム

- 日本の企業を巡る外的環境は大きく変化しており、参入・退出のメカニズムがうまく機能するようにし、日本企業の新陳代謝を高めていく必要がある。
- その際には、やはりガバナンス構造が大きな役割を果たす。
- 株主がそれについて、常に正しい判断ができるとは限らない。より幅広い視点で中長期視点に基づいて判断ができる体制が望ましい。しかし、それが新陳代謝を停滞させる原因になってはならない。
- 債権者の役割を含め、新陳代謝をより活発にし、企業活動が活性化される仕組みづくりが必要。