

## 第21回「日本企業のガバナンスは機能しているか」

今年も株主総会がピークを迎えた中、3つの主要な公的検討機関が日本企業のガバナンス(企業統治)に関する提言内容を公表しました。

首相の諮問機関である金融審議会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告(案)」(6月10日)、経済産業省の企業統治研究会「企業統治研究会報告書」(6月17日)、そして日本取締役協会「独立取締役(社外取締役)制度に関する中間提言」(6月18日)の3つです。日本企業にとっては経営の根幹にかかわる重大な提言であり、各企業・経済団体も大きな関心を持って議論に参加してきました。私もPEファンド運営者の立場で、一部議論に参加し意見を述べる機会があったのです。これら3つの提言内容を踏まえて、「投資家であり、かつ取締役などとして経営に参画もするPEファンド」という立場で、論点を整理したいと思います。ただし、細部やテクニカルな点に踏み込むのが本稿の趣旨ではなく、あくまでも要点だけを述べていきます。

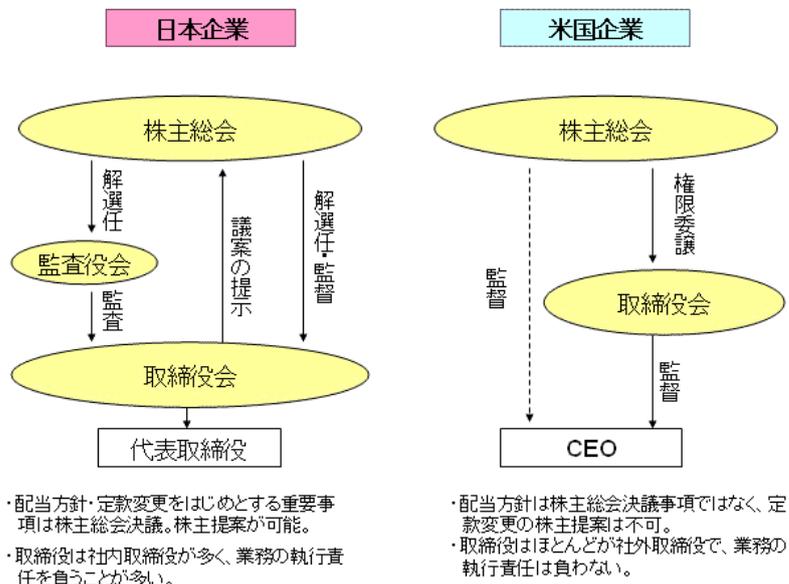
### 1 日本企業のガバナンス構造について

#### (1) 議論のために最低限押さえておくべきポイント

まず日本企業にとって「監査役会設置会社」と「委員会設置会社」という選択肢があることが、やや議論を複雑にしています。しかし、後ほど述べる理由によって、委員会設置会社は非常に少数にとどまっているのが現状です。そこで議論はとりあえず大勢を占める「監査役会設置会社」を前提に進めます。

次に監査役会設置会社を採る日本企業と米国企業のガバナンス構造を簡単に比較してみましょう。図1は両国の違いを表したものです。米国では株主総会は企業運営に関する権限の非常に大きな部分を取締役に委ねていますが、取締役会自体は業務執行の監督機能を果たすのみで、実際の業務執行の責務は負いません。取締役会は「外部者が構成員の多数を占めていること」が必要とされます。企業の各部署の執行責任を負っている内部者は、取締役会の中に1人しかいない(多くの場合は

〈図 1〉 ガバナンス体制比較



最高経営責任者=CEO)ケースもまれではありません。これに対し日本では株主総会で最終決定する事項が多いのです。取締役会は大半が内部者で、業務の執行責任を兼ねる場合が多いのが特徴です。ただし、その取締役会を監督する機関として「監査役会」が設置されており、そのメンバーの半数以上が「社外監査役」でなければならないとされています。

米国の場合、監査・報酬・指名委員会の3委員会を設置し、これらは「独立」取締役のみで構成します。日本にも3委員会を設ける「委員会設置会社」制度があり、各委員会は「社外」取締役が過半数でなければなりません。しかし、日本の場合は、取締役が経営と執行を兼務するという慣例や、社外の人材が人事や経営の重要事項を決めることへの抵抗などが障壁となり、委員会設置会社は非常に少数(全体の2%程度)になっています。したがって、日本企業の場合は大半が監査役会設置会社で、その取締役には経営陣が推薦し株主総会で承認された人が就任するということになります。

なお、株式公開企業と非公開企業には、当然ながら株主の数や性質に違いがあり、全く同じ仕組みが必要とは限りません。しかし、物事の本質においては何ら変わらないと考えます。

## (2) 論点1—社外取締役の選任の必要性

先述のように、日本では取締役会をほとんど内部者で占めています。誤解を恐れずに言えば、要するに株主に対しては、社長・会長らトップないしその相談相手が決めた、社内の取締役候補者が「サラリーマン出世街道」の延長線上で推薦されます。例外的に社外から1~2人が、それもトップの意向に基づき推薦される「こともある」というのが日本式なのです。背景には「業務もわからない社外の人材に経営を任せることはできない」という強いこだわりがあり、社外取締役に招へいされるのも、たいていはその企業ないしトップと親密な人物です。つまり取締役会に推された社内の人物が大きな問題についてトップに逆らうことはまずないのです。ある意味で経営の迅速性は保てるかもしれませんが、経営への強いけん制機能にはなりません。

企業側のロジックにも一理あるのは確かです。特に日本企業の場合は、脈々と受け継いできた現場の暗黙知と擦り合せの文化が強みで、現場を良く知った付き合いの長い人間関係を持つ者だけで経営することにも良い点はあるでしょう。

しかし、この連載で何度か論じたように、企業の社会的使命は企業を取り巻くステークホルダー(利害関係者)に対して最適に対応をし、その結果として企業価値(あるいは株主価値)を中期的に極大化することにあります。経営の結果としての企業価値に財産価値を左右されるのは株主ですから、少なくとも株主にとっては取締役会がその利益を代弁するものでなければおかしいということになるでしょう。サラリーマンのヒエラルキーの延長線上の人物が大半を占める取締役会では、株主の利益より社内論理を優先する可能性が否定できません。

この点に関して、企業統治研究会と金融審議会の提言は社外取締役の選任が望ましいことをにじませつつも、それを強制することなく、各企業が最適と考えるガバナンス構造について株主へ説明責任を果たせば

よいという結論になっています。一方、日本取締役協会の中間提言では、独立取締役の内部取締役へのけん制機能を重視し、「独立取締役は企業の持続的発展を希求する市場経済の理性の要請である」と結論付けています。

### (3) 論点2—社外取締役の独立性

仮に社外取締役を選任するとしても、その「社外性」「独立性」の定義をどうするかという問題が残ります。

「社外性」については当該企業の業務執行に携わっていないということで常識的に判断できるのですが、「独立性」というのはさらに踏み込んだ概念です。初めにはつきりさせておかなければならないのは、なぜ「独立性」のある社外取締役が必要かということです。それは株主のために(または企業価値・株主の利益を極大化する目的に従ってステークホルダーのために)社内取締役の監視機能を果たすからと考えられます。

経産省企業統治研究会の資料によると、この点について日本経団連は「社外取締役の導入義務化、社外役員の独立性強化には反対」(「我が国におけるコーポレートガバナンス制度のあり方について」06年6月)と、そもそも社外取締役の導入自体に消極的です。一方、投資家サイドを代表する見解としては、企業年金連合会が「取締役の少なくとも3分の1は社外独立取締役とする」とした上で、「独立性」については、「独立性がない」定義として以下のような判断基準を示しています(「コーポレートガバナンス原則」07年2月)。

- 1) 当該企業またはその子会社の業務執行役または社員として勤務経験を有する者。ただし、退職後5年間を経過すれば独立性があると判断する
- 2) 当該企業の大株主または主要な取引先企業の業務執行役または社員
- 3) 当該企業から取締役報酬以外に報酬を受けている
- 4) 当該企業の取締役と親族関係にある
- 5) 当該企業との間で取締役を相互に派遣している
- 6) その他、当該企業との間に利害関係を有し、社外取締役としての職務を遂行するのにふさわしくないと認められる場合

### (4) 論点3—監査役会について

日本には監査役会があり、その構成員は社外の者が過半数でなければならないとなっています。監査役会は取締役会の監視機能ですので、社外取締役会との役割の重複が指摘されることがあります。

また、財務・会計についての知見を有さないことや、「独立性」を有さない場合に、その実効性に疑問が残ることも広く指摘されており、改善が求められているといえるでしょう。特に日本企業には、トップに指名されて取締役から横滑りする社内監査役が多く、社内論理が優先され、けん制機能を果たしにくい面があ

りますので、社外監査役の機能は一層重要です。

## (5)PEファンドの立場からの見解

ここまで述べた事項についてPEファンドの立場から考えを述べるならば、以下のようになります。

まず、社外取締役が取締役会でなるべく多数を占め、多様な観点で経営者のけん制機能を果たすことは、株主のみならずその企業の役職員以外のステークホルダーにとって望ましいことであると思います。社外監査役の果たすべき役割は大きいでしょう。なお、昨年秋の金融危機後、経営者の意見の中には「米国型のガバナンスは機能しなかったので、やはり日本独自のやり方が良い」といった極論も見られます。CEOの暴走を止められなかった点については一面の真実です。しかし、日本の国内総生産(GDP)や株式市場の時価総額が長期にわたってほとんど伸びていないこと、それによって株主や投資家である国民の資産も悪影響を受けてきたこともまた客観的な事実です。日本独自の社内論理に基づくガバナンス体制にも問題があることは明白です。

企業年金連合会の見解に従えば、大株主であるPEファンドの運営者にも独立性がないということになります。しかしPEファンドはいわゆる親会社と違い事業上の関係を持っていません。親会社出身の取締役であれば、その取引関係から取締役会を実質的に支配して親会社の利益を優先し、株主利益一般に反する結果になってしまうことがあります。しかしPEファンドの場合は純粋に株主利益のために経営陣と協力しながら働いています。PEファンドと少数株主との間で利益相反の可能性が全くないとはまではいえませんが、大株主だからといってPEファンドの運営者に「独立性」がないとされてしまえば、株主利益に反することになりかねません。

「社内論理で行動する経営陣と株主の利益相反」や、「主要取引先(金融機関を含む)の利益を代弁する経営陣と株主の利益相反」などの方が、「事業上の関係がない大株主と少数株主の利益相反(仮にそれがあつたとして)」よりはるかに重要かつ現実的な問題である以上、PEファンドからの取締役派遣は「独立取締役」の定義を満たすものとして積極的に容認されてしかるべきでしょう。

企業の側から見ても、PEファンドはヘッジファンドやアクティビストファンドと異なり、基本的に企業の経営陣と合意の上で友好裏に株式を取得し、経営者とともに汗をかき、企業価値の向上に励む存在です。PEファンドから派遣された取締役は、独立取締役として株主・投資家と経営陣を有機的につなぐ上で最適な存在と考えて良いのではないのでしょうか。

## 2 その他の論点

---

金融審議会の報告案では、ガバナンス構造以外の論点整理もしています。今回は詳細に踏み込みませんが、例えば以下のような事項です。

### 1) 第三者割当増資、特に大幅な支配比率の変化を伴う場合の問題

- 2) 転換社債型新株予約権付社債(MSCB)の問題
- 3) MBO(経営陣が参加する買収)の場合などの少数株主保護の問題
- 4) 子会社上場、持ち株会社化の問題
- 5) 株式の持ち合いの問題

これらについても、PEファンドと極めて関連が深い事項ですので、次回はその内容を解説するとともに、PEファンドの立場から見解を述べたいと思います。