

商法改正とコーポレート・ガバナンスのあり方

1. 「米国型」企業システムを意識する商法改正

ここ数年、会社法、すなわち商法の株式会社に関する諸規定の改正が頻繁に行われている。1997年以降は、毎年必ず何らかの改正が行われており、とりわけ、昨年2001年は、春の通常国会での改正に加えて、秋の臨時国会でも政府提出と議員立法の二つの改正案が成立するというめまぐるしさであった¹。そして、2002年に入ると、法制審議会の答申を受けて新たな改正案が作成され、3月18日、国会に提出された²。

改めて言うまでもなく、商法は、憲法や民法と並んで「六法」と呼ばれる基本法典の一つである。株式会社の組織や行動を規律する会社法は、企業活動にとっての憲法とも言うべき根本法規である。その改正は、企業の日常の事業活動はもちろん、中長期的な経営戦略にも大きな影響を及ぼす。

1990年代後半に始まった一連の商法改正の背景には、わが国の伝統的な企業システムの行き詰まりがあったとみることができる。1980年代に世界を席卷した「ジャパンマネー」と「日本型経営」の威光は、バブル崩壊後の経済低迷によって色あせた。中央省庁や有名企業をめぐる不祥事の続発、金融機関の不良債権問題の深刻化は、強力な官僚機構が主導する産業政策やメインバンクによる経営監視と指導といった、かつて称賛を集めた成功要因に、全く逆の負のイメージを植え付けた。

こうして否定された日本型企业システムに代わるべきモデルとみなされているのが、株価や株主利益を重視し、企業価値向上を図る経営を基本とする米国型企业システムである。1990年代の米国の繁栄、「ニューエコノミー」論の台頭は、米国型企业システムの優位性を証明するものと受け止められた。とりわけ、廃業率が開業率を上回り、起業を通じた産業構造の転換が遅々として進まないわが国とは対照的に、米国でITやバイオテクノロジー分野のベンチャー企業が輩出したことが注目され、米国型企业システムに対する関心を強めることになった。

そこで、わが国の商法改正では、「米国にあってわが国にない制度」の導入や「米国にないわが国の規制」の撤廃が一つの基軸となった。その狙いは、わが国の従来型の企業システムを米国型へ少しでも近づけることにあるのである。

¹ 内容について詳しくは、橋本基美「株主重視経営への転換を促す2001年秋の商法改正」『資本市場クォーターリー』2002年冬号参照。

近年の商法改正の内容は、大まかに言って、次の四つに分類することができる。

第一は、自己株式取得規制の段階的緩和と金庫株制度解禁によるその撤廃、投資単位の機動的な変更を可能にする単元株制度の導入などに代表される、企業の財務戦略を多様化するための改正である。第二は、株式交換制度、会社分割制度に代表される、企業の組織再編を柔軟に行えるようにするための改正である。商法とは直接関係ないが、独占禁止法の改正による純粋持ち株会社設立の解禁も、同じ文脈で理解することができよう。第三は、ストック・オプションに代表される、株式を活用したインセンティブ・システムの導入と適用範囲の拡大である。これまで企業の資金調達手段や債権者保護の最後の拠り所としてのみ捉えられてきた株式に新たな使い道を与えようとするものだと言える。最後に、取締役による経営監視機能の強化など、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の仕組みの見直しである（図表1）。

前の三つは、方向性としては、これまでの規制の撤廃であり、企業経営者に幅広い裁量権を与えようとするものだと言ってよいだろう。これに対して、最後のコーポレート・ガバナンスの仕組みの見直しは、むしろ、それらの自由化、柔軟化が経営者の暴走につながることを防止するための規制強化であるとみることもできる。

図表1 1990年代以降の商法改正の主要な内容

	経営戦略・財務戦略上の 選択肢の多様化	コーポレート・ガバナンスの仕組み の見直し
1990年	優先株発行規制の緩和 会社設立時の検査役検査の合理化	
93年	社債発行限度額規制の撤廃 社債受託制度の廃止	監査役会、社外監査役の導入 株主代表訴訟手数料の引下げ
94年	自己株式取得規制の緩和（利益による 自己株償却、従業員への譲渡のための 取得の解禁）	
97年	自己株式取得規制の緩和（株式消却特 例法、ストック・オプション制度導入）、 合併手続きの簡易化	利益供与罪などの罰則強化
98年	自己株式取得規制の緩和（資本準備金 等を時限的に取得原資として認める）	
99年	株式交換・移転制度の創設	
2000年	会社分割制度の創設	
01年	金庫株解禁、単元株制度創設、新株予 約権制度導入、種類株式の多様化	株主総会の電子化、監査役の機能強化、 取締役等の責任軽減の制度化
02年 (予定)	取締役選解任権付き種類株式の導入	委員会と社外取締役を基軸とする新た なガバナンス・システムの導入

(注) このほか、やや異質なものとして、1990年改正での最低資本金制度の導入等がある。

(出所) 野村総合研究所

² 改正案の本文及びその解説は、『旬刊商事法務』2002年3月25日号に掲載されている。

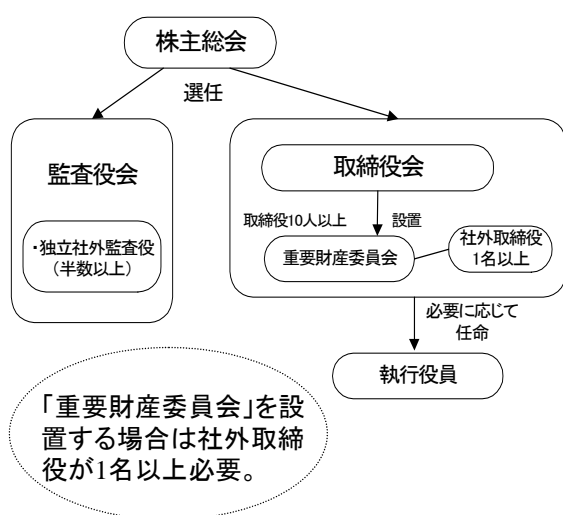
2. 商法改正案が提示するガバナンス・システム

それだけに、コーポレート・ガバナンスの仕組みの見直しは、一連の商法改正がわが国企業の真の再生と飛躍に結び付くかどうかを左右する可能性がある。経営戦略や財務戦略上の選択肢が多様化されても、経営者が多様な選択肢を企業価値向上に結び付けられないのであれば意味がない。コーポレート・ガバナンスが有効に機能し、経営者の能力と裁量を企業価値向上という目標に振り向けることができるかどうか、成功の鍵となるのである。

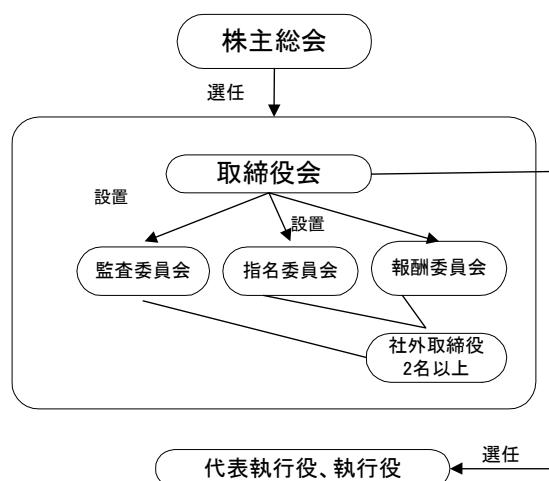
図表 1 に示したように、これまでも監査役制度や株主代表訴訟制度の見直し、株主総会運営の電子化など、コーポレート・ガバナンスに係わる商法改正は少なからず行われてきた。しかし、最も重要な部分は、現在開かれている通常国会で審議される商法改正案に盛り込まれている取締役会制度改革である。その趣旨は、監査役が取締役の職務執行を監督するというわが国の伝統的な仕組みに加えて、「米国型」とも言うべき新たなコーポレート・ガバナンスの仕組みを導入することを可能にしようとするものである（図表 2）。

図表 2 2002 年商法改正で導入が予定されるガバナンスの仕組み

従来型の仕組み



新しい仕組み(「米国型」)



(出所) 野村総合研究所

すなわち、企業は、次のような新たな仕組みを採用することができるようになる。

会社の業務執行機関として執行役及び代表執行役を設け、取締役会は基本的に業務執行機関の活動を監督する役割を担うものとする。一方、これまで経営監督機能を担ってきた監査役は置かれない。

法案は、とりわけ、監督機能の中核を担うものとして社外取締役の役割を重視しており、それぞれ 3 人以上で構成され、過半数が社外取締役から成る三つの委員会を設置するものとしている。ここで設置が要求される委員会とは、取締役候補者を選ぶ指名委員会、役員の人権を決める報酬委員会、業務監査を行う監査委員会の三つである。社外取締役は、各委員会のメンバーを兼任できるので、最低限必要な社外取締役の員数は、2 人ということになる。

なお、社外取締役とは、「業務を執行せざる取締役にして過去にその会社又は子会社の業務を執行する取締役、執行役又は支配人その他の使用人となりたることなくかつ現に子会社の会社の業務を執行する取締役若しくは執行役又はその会社若しくは子会社の支配人その他の使用人にあらざる者」である(改正案の商法第 188 条第 2 項 7 号の 2、原文カタカナ)。

ちなみに、この新しい「米国型」のガバナンス・システムを採用する場合、取締役の任期は、現在の最長 2 年から 1 年に短縮される。

他方、従来型の仕組みをとる会社であっても、取締役の人数が 10 人以上で、かつ 1 人以上の社外取締役を選任している会社では、機動的な機関決定を可能にする「重要財産委員会」を設置することが可能となる。これは、既に多くの企業で設置されている「常務会」や「経営会議」の役割を果たす組織だが、それら非公式な機関とは異なり、権限や機能が法的に明確化される。

以上の二つの選択肢に加え、取締役の業務執行を監査役が監督するという従来型の仕組みも残される。結局、改正案では、わが国企業のコーポレート・ガバナンスの仕組みとして、三つの選択肢が提示されることになったわけである。

ちなみに、従来型のガバナンス・システムをとる場合についても、昨年秋の商法改正で、大企業(商法特例法上の大会社)の場合、3 年以内に現在 1 人以上とされている社外監査役を監査役全体の半数以上に増員することが義務づけられている。つまり、改正案が成立した後のガバナンス・システムの選択は、直接的には、2 人以上の社外取締役を選任するのか、2 人以上の社外監査役を選任するのかを考えるとということに帰着するとも言えるだろう。

3. 人事がポイントとなるガバナンス改革

このように、今回の商法改正は、多くの企業が新たな仕組みを採用すれば、わが国企業のガバナンス・システムを大きく変化させる可能性を秘めている。実際、既に、少なからぬ数の企業が、こうした改正の内容を先取りするとも言えるべきガバナンス改革を自主的に

進めている。社外取締役の増員や執行役員制度の導入、指名委員会や報酬委員会の設置、などである。

もっとも、こうした先取りの改革を手放しで評価することはできないだろう。例えば、取締役会を少人数にすることで意思決定を迅速化するとともに業務執行と経営監督の分離につながるとされる執行役員制度一つをとってみても、多くの場合、旧来の取締役会メンバーの中から上位者が取締役に選任されているのが実状である。結果的に、執行役員は、一般従業員よりも上位にある取締役予備軍と位置づけられてしまっている。また、取締役に特定の事業部門を管掌し、執行役員に対して指揮命令権を行使していることも多く、経営監督と言うよりも、業務執行上の上部機関に過ぎなくなってしまう。

本来、取締役による経営監督と執行役員による業務執行の関係は、野球やサッカーの監督と選手のように試合中も指揮命令を下したりメンバーを入れ替えたりする絶対的な上下関係ではないはずである。むしろ、体操競技の審査員が監督を兼ねているとでも言うような、競技（業務執行）を評価し、改善のためのアドバイスを与えるような関係であるべきであろう。業務執行と経営監督の真の分離を実現しない取締役会改革では、株主代表訴訟の対象となる役員数を減らすために執行役員という肩書きを与えただけといった意地悪な見方すらされかねない。

それでは、最近新たに選任する例が相次いでいる社外取締役はどうであろうか。わが国企業の伝統的なガバナンスの仕組みの欠点として、会長や社長など会社の首脳陣に対する内部統制が十分に働いていないと指摘されることが多い。終身雇用制度と年功序列型の人事制度を前提としながら内部昇格を遂げてきた者ばかりで構成される取締役会では、自分達の上司であり、人事権を握っている会長や社長に対して、商法が本来予定している内部監督機能を有効に発揮することは難しい。監査役についても、取締役に退任した者や従業員からの直接昇格者で構成されているといった状況では、経営監視機構として機能することは期待しにくい。そこで、組織内部の論理から独立した社外取締役の役割が注目されることになる。

事実、わが国においても、社外取締役が、本来期待されている経営監督機能を遺憾なく発揮した例がある。後に当時の社長個人の刑事責任が問われるに至った1982年の三越事件では、三井グループの長老として社外取締役に就任していた小山五郎氏（現三井住友銀行名誉顧問）が、直接社長に諫言するとともに、社長解任を図る一部取締役の動きを支持したため、社内クーデターとも言うべき社長退陣が実現したとされる。

他方、社外取締役の役割に期待する考え方には異論も根強い。社外の人では、たとえ見識の高い人物でも、業界知識など事業内容に関する専門性が欠けていたり、社内事情に疎いといった事情から、経営陣の暴走を抑止できないばかりでなく、むしろ誤った経営判断を下す危険性すらあるという見方である。

確かに、社外取締役が選任されていても、その存在感が薄い会社は少なくない。また、社外取締役が一人も選任されていなくとも、優れた経営戦略に基づいて立派な業績を上げ

ている企業はいくらでもある。そもそも、商法上の定義に合致する社外取締役を選任したとしても、社長の親しい友人や利害関係者ばかりを選ぶなど人選次第では、経営トップとの癒着を排除し切れないだろう。実際、昨年、経営破綻した米国の大手エネルギー会社エンロンの取締役会は社外取締役が中心だったが、一部の経営陣の暴走を止めることはおろか、問題を察知することすらできなかったのである³。

このエンロン事件については、これまで、とりわけわが国では手放しで称賛されてきた感のある米国流のガバナンス・システムや株主重視の経営なるものにも大きな落とし穴があることを示したとみることもできる。欧米諸国においても、そうした問題意識の下で、様々な分析が行われている。

その中で注目されるのは、エンロンの社外取締役が有効に機能しなかった理由として、人選に問題があったことに加えて、集団としての社外取締役の行動をリードするリーダーがおらず、経営トップに対する圧力とならなかったとの指摘がなされていることである。例えば、英国の経済紙『フィナンシャル・タイムズ』は、そうした観点から、エンロン事件に学ぶべきガバナンス改革のポイントを掲げている（図表3）。

図表3 『フィナンシャル・タイムズ』が提案するガバナンス改革のポイント

- | |
|--|
| <ul style="list-style-type: none">◆ 各国政府や投資家は、取締役会の文化を変革する必要があることを強調すべきである。◆ 純粋に独立した社外取締役を置き、そのリーダーを明確にし、より高い報酬を支払い、もっと真剣なコミットメントを求めるべきである。また、社内取締役とのバランスを改善すべきである。◆ 監査委員会の機能を強化し、会計監査人とのやり取り、会計処理に関する決定、内部告発への対応などを委ねるべきである。◆ 高額のストック・オプション付与を制限するとともに、行使期間についてもより厳しく対処すべきである。 |
|--|

（出所）同紙2002年2月19日付け。

社外取締役という形式よりも、人選や個人のリーダーシップを重視する見解には説得力がある。社外取締役が有効に機能した例として指摘した三越事件についても、当時既に「社外重役が現役社長に面と向かって、やめろとは言えない」との見方が強いと報じられており、社外取締役一般の有効性を示したと言うよりも、小山氏の経歴や個人的資質が、強いリーダーシップの発揮につながった結果とみることができるだろう⁴。

結局、月並みな言い方ではあるが、どのような制度、仕組みをとっていても、それを活かしながら企業価値の向上を図るといふ経営者の強い意思が伴わなければ、「仏作って魂入れず」ということになりかねない。また、その経営者の意思を明確な示すものは、それ

³ 淵田康之「エンロンの破綻と米国資本市場の課題」『資本市場クォーター』2002年冬号参照。

⁴ 『日本経済新聞』1982年9月21日付け9面「リーダー」欄参照。

ぞれの機構を構成する人の選び方、つまり人事なのである。

4. 求められる意識改革と経営メッセージの重要性

このように、どのような仕組みや制度を採用するかということよりも、経営者の意識や人事のあり方こそが重要であるとすれば、経営者が自らの意識改革を進めるとともに、仕組みや制度の選択にあたって、その選択がどのような筋道で企業価値の向上につながっていくのかを十分に論理化しながら検討することが必要となろう。同時に、その筋道を外部に対して明らかにし、理解を求めるために、経営メッセージを発信するインベスター・リレーションズ（IR）活動を充実させる必要がある。

例えば、今回の商法改正案一つをとってみても、上で検討したように、「米国型」への移行であっても「従来型」の手直しであっても、会社の置かれている状況や取締役、執行役の人選次第では、大きな効果を発揮することが期待できる。それだけに、個別の状況を十分に見極めた上で、「どちらの仕組みを採用するのか」、「その仕組みを有効に機能させるためにどのような人を取締役や執行役に選任するのか」を検討することが求められる。

同じようなことは、一連の商法改正によって導入された他の様々な制度についても当てはまる。

例えば、自己株式取得に関する規制の緩和が、企業の財務戦略上の選択肢を広げたのは事実だが、だからと言って、「自己株式を取得する企業は良い企業」といった単純な話にはならない。自己株式の取得は、経営状態に変化がなければEPS（一株当たり利益）やROEなどの経営指標を向上させる。しかし、それは同時に、「株主から預かった資本を有効に投資する方法を見出せない」という経営者の告白とも受け止められかねない危険性を秘めている。それだけに、自己株式取得を行うにあたっては、決して「他社がやっているから」といったことではなく、どういった狙いで自己株式を取得するのかを十分に検討し、発表にあたっては、経営者の意図が株式市場に正しく伝わるよう意を払う必要がある。

これまではとかくメリットばかりが強調されがちであったストック・オプションなどの株式を活用した役員向けインセンティブ制度についても、一部経営者への高額なストック・オプションの付与が社会的に批判されたり、そもそも中長期的な企業業績向上へのコミットメントを引き出すという効果をもたらさないとの疑問が提示されたりしている。ストック・オプションの行使による株式の希薄化が、既存株主との利益相反につながるとの見方も強まっている。ストック・オプション制度を導入する場合にも、目的の説明や付与による効果の検証が今まで以上に重要となろう。

商法の改正によって、一律に禁止されていた行動が「解禁」されたり、新たな仕組みの選択が認められたということは、企業経営の柔軟性を高めるという意味で大いに歓迎されるべきである。しかし、経営者は、選択の自由を行使する以上、特定の選択肢を選んだ背

景や意図を投資家に対してしっかりと説明する責任を負っているのだという事実を忘れてはならない。

なお、IRなどのコミュニケーションが重要とは言っても、IR活動そのものが形だけに終わってしまっただけではないことは、改めて強調しておくべきであろう。

経営破綻したエンロンは、ディスクロージャーの内容や活発なIR活動では定評があり、機関投資家やアナリストから受けの良い企業として知られていた。つまり、同社の問題は、IR活動を行っていなかったことではなく、IR情報として発信されていた情報の内容そのものに偽りがあつたり、重要な情報が隠されていたという点にある。

エンロン事件をきっかけとして米国の資本市場では、企業の発信する情報全般に対する不信感が高まっている。会計基準や情報開示規制の大幅な見直しも議論されている。わが国の企業にとっても、米国の経験を他山の石としながら、企業にとって必ずしも都合の良い情報も含めた開示を積極的に行い企業の実像を投資家により深く理解してもらうというIR活動の原点に今一度立ち返ることが求められているのである。

制度や仕組みという「仏」をいかに作るかという技術ではなく、出来上がった「仏」にどのようにして「魂」を入れるかが問われているのだという強い自覚に基づいて、コーポレート・ガバナンス改革を進めていくことこそが、選択肢多様化時代における経営者の責務なのである。

(大崎 貞和)