



# コーポレートガバナンスに関する 諸問題について：経済学的整理

---

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は誰の ために必要か

---

- 通常は、「株主のため」と主張されている。
- 株主の不利益になることを、経営者、(企業?)がしないような監視システムが必要だ。
- エージェンシー問題を軽減するためにガバナンスが重要だ。
- その証拠に、外国人投資家や機関投資家が、「改善」を求めてくる。



## 本当に株主のために必要か？

---

- 実は、投資家にとっては、あまり重要ではない。
- コーポレート・ガバナンスが（投資家にとって）良くないと考える企業には投資しなければ良い。
- 世界中には、投資対象は沢山ある。
- 日本企業にだけ投資をしなければならない理由もない。



## 本当に株主のために必要か？

---

- 日本の投資家であれば、日本企業に投資しなければならないか？⇒既にそのような時代ではなく、日本以外の企業が魅力的であれば、そこに投資をする。
- これらの点からすれば、世界全体の投資家のために、日本のコーポレートガバナンス(の改善)が必要なわけではない。



## 本当に株主のために必要か？

---

- もっとも既にある企業の株式を購入した「株主」は、その株式のリターンを出来るだけ高めるインセンティブがあり、そのためにコーポレートガバナンスの改善を求めるインセンティブはある。
- 同様に、投資後にコーポレートガバナンスが悪いことが発覚すると予期せぬリターンの悪化となるので、不透明性が高いと投資はしにくくなる。



## 投資をしなくなるだけの話

---

- これらの場合でも、事後的に不利益を被る人が出てくれば、結果的に、そこには投資をしなくなるだけのこと。
- コーポレートガバナンスの悪い企業以外の投資先が多くある限り、それらに資金投資をすることにすれば、投資家は中長期的には不利益を被らない。



## 困るのは企業

---

- したがって、そのような事態になって本当に困るのは、資金調達が受けられなくなる企業のほう。
- つまり、より良いコーポレートガバナンスが必要なのは、企業であり、企業は自分自身のために、コーポレートガバナンスをより良いものにしていく必要がある。



## 大きな誤解(？)

---

- 現実には、この点が大きく誤解(？)されている。
- 特に、社外取締役、独立取締役の議論ではこの点が十分に認識されていない。
- 外側から強制され、いやいや導入する、という形になっている。
- これでは、どれだけ制度をつくっても、実効性の確保は難しい。





## 本来あるべき姿

---

- したがって、本来あるべきコーポレートガバナンスの姿は、企業の側から自分のコーポレートガバナンス構造がいかに素晴らしいかを投資家に積極的にアピールをし、信頼と資金を集める、ものであるべき。
- いやいや形式だけを整えても、あまり成果はあがらない。



# それでは資金調達の必要のない企業は？

- それでは資金調達の必要がない企業は、どのようなコーポレートガバナンスでも良いのか？社外取締役をおかなくても良いのか？
- 答えは、原則、イエス。借入れも含めて、まったく資金調達の必要性のない企業は、コーポレートガバナンスが、実はどのようなものであっても構わない。



# それでは資金調達の必要のない企業は？

- ただし、過去の資金調達に対する責任はある。過去の資金調達時に期待させた、あるいは現在の株主が期待したガバナンス構造を実現できないと、投資家の期待(信頼)を裏切ることになる。
- それは、これから資金調達が必要な、同種(同じ取引所?)企業の資金調達を困難にする。外部性の存在。



## 規制の根拠

---

- 取引所や法律が、ガバナンスに規制を設ける、ひとつの理由はこの点にある。
- 投資家にそっぽを向かれたり、信頼を失ったりするのは、ある意味では、企業の自由ともいえる。
- しかし、その結果、他の企業の資金調達が難しくなるという外部性が発生する。



## 規制の根拠

---

- したがって、この負の外部性の発生を防ぐためには、投資家の信頼を獲得するべく一定のコーポレートガバナンスを強制する必要性が生じる。
- 社外取締役の問題はこの点にかかわる。
- この点からすれば、本来は、それぞれの市場が(取引所が)ルールを決めればよい。



# 一律規制が必要か？

---

- もっともその際に、一律規制がどこまで必要かは意見が分かれる。
- 前述のように、それぞれの企業が積極的に自分のガバナンス構造をアピールするという姿が実現するならば、一律規制は望ましくなく、むしろ、それぞれの独自性に任せればよいのではないか。



## 一律規制が必要か？

---

- その場合、ルールとして必要なのは、提示されたガバナンス構造に関する情報の正確性や明確性の確保、ということになる。
- しかし、そのような積極的なアピールが見られないのであれば、形式的な一律規制もやむなし、ということになる。
- 次善の策（？）



## 家父長的な議論

---

- もうひとつの論理は、家父長的 (Paternalistic) な議論
- それぞれの企業が、最適な決定ができないので、国が法的にそのような決定を強制するという理屈
- ただし、この理屈を用いる場合には、現実的妥当性をきちんと検討する必要がある。





# (参考)ガバナンスとパフォーマンスとの関係

---

- コーポレート・ガバナンス構造と企業パフォーマンスに関する実証分析は多数ある
- 社外取締役の数とパフォーマンスの関係を見ている文献も多い。
- そこから、社外取締役の人数をどの位(強制)したらよいかという議論も多い。



## (参考)ガバナンスとパフォーマンスとの関係

---

- しかし、その議論は、それぞれの企業が合理的行動をしていない、という暗黙の前提がある。
- アメリカの実証研究：明確な相関関係がみられない。
- それぞれの企業が、実情に合わせた最適に近い人数を選んでいるから。



# (参考)ガバナンスとパフォーマンスとの関係

---

- コーポレートガバナンスを巡る議論は、それぞれの企業が、どこまで「合理的な」決定を行っていると考えるかで、多少の混乱がみられる。



## 理想的な姿

---

- この点からすれば独立取締役の議論も、あまり強制という形でなく、それぞれの企業が積極的に導入していくのが本来の姿。
- 本来であれば、企業の側が、わが社のガバナンスはこのような形でやりたい。このようなガバナンスであれば、Self Discipline が働くということを明確に示していくべき。



## 現実の姿

---

- しかし、現実にはそのような形にはなっていないため、強制せざるを得ない形になっている。
- そして、企業の側では、この位であれば認めてもらえるか、という後ろ向きスタンスになっている。
- これでは、なかなか実効性があがらないのでないか。

# なぜ、積極的なアピールとならないのか

- なぜ、企業が後ろ向きなのか？
- ひとつには、多くの企業があまり資金調達の必要性をかんじていないこと。多くの企業にとって、もう上場の意義がないのかもしれない。
- もう一つは、それでも資金は集まる(集まってきた)という楽観的期待があるのではないのか？



# 大きく変わる世界の構造

---

- しかし、これからはそう安穩としていられないのではないか。
- 中国企業のほうが、投資対象としては、ずっと魅力的。
- もちろん中国のガバナンスがずっとすぐれているとは限らない。しかし、成長は最大の妙薬。
- 今後、日本に資金が集まる保証はない。(むしろ集まるほうが不思議)



## 社外取締役に関する私見

---

- 社外取締役に本来期待される役割は、経営者トップのお目付け役、もう少し言えば、退任を迫る、ことではないか。
- 制度上は、株主にも、(破綻時の)債権者にも経営者を首にする権利はある。
- しかし、実際には、経営者トップを辞めさせることは、なかなか困難。





# 社外取締役に関する私見

---

- そのようなトップに対して退任を迫る、というのが、社外取締役に期待される役割ではないか。
- トップの動学的非整合性の解消  
「将来、自分が居座ろうとしたら首を切ってくれ」と、社外取締役に頼んでおく。
- SONYの交代の事例



## 社外取締役を巡る議論

---

- 社外者に、具体的に何をさせるのか。
- それをどのような仕組みで実現させていくのか。
- ステップを追って変化させていくことも含めてもう少し丁寧な議論も必要。
- その際、法律で全ての行動を変えることはできないことを前提に検討する必要がある。