

ワークショップ

「日本企業のコーポレート・ガバナンス」

I. 会議の概要

1. はじめに
2. 日本のコーポレート・ガバナンスの特徴
3. 取引・雇用関係を通じたコーポレート・ガバナンス
4. コーポレート・ガバナンスにおける銀行および資本市場の役割
5. 総括
6. 討議を振り返って

1. はじめに

日本銀行金融研究所では、1994年5月20日に「日本企業のコーポレート・ガバナンス」をテーマにワークショップ（ラウンド・テーブル方式の討議）を行った。

現在わが国は、バブルの後遺症に悩まされる一方、対外的には米国との貿易摩擦深刻化などの問題を抱えているが、こういった問題を、わが国のコーポレート・ガバナンス・システム（株主、経営者、従業員、債権者、取引先企業など企業を巡る経済主体の利害調整を円滑・妥当に行いつつ企業経営を規律づけるための仕組み）のあり方と関連づける議論が盛んにみられている。例えば、企業行動を適正に規律づける仕組みが欠如していたことが1980年代後半の行き過ぎたブーム（バブル）の一因となっている、とか、わが国固有のガバナンス・システムに由来する経済主体間の長期的な結び付きが、リストラを妨げ景気調

整過程を長引かせたり（例えば終身雇用制度）、対外的には貿易摩擦の一因となっているのではないか（例えば系列取引の問題）、などの指摘がしばしば行われている。

今回のワークショップの目的は、最近上記のようなさまざまな文脈で議論されているコーポレート・ガバナンスの問題について整理し、望ましいコーポレート・ガバナンス・システムについて考えるうえでの糸口を探ろうとすることにあった。ワークショップは4セッションから成り、第1部で、コーポレート・ガバナンス・システムに関する国際比較、わが国における歴史的展開が報告された後、第2部では日本の取引・雇用関係の特色、第3部ではコーポレート・ガバナンスにおける銀行および資本市場の役割について議論され、また第4部では第1部から第3部の討議を踏まえ、自由討議が行われた。当日のラウンド・テーブル参加者は次のとおりである（文責：金融研究所）。

ラウンド・テーブル参加者

<議長、総括コメント>

貝塚啓明（中央大学教授<金融研究所特別顧問>）

<報告者>

深尾光洋（日本銀行調査統計局企画調査課長）

岡崎哲二（東京大学助教授）

浅沼万里（京都大学教授）

堀内昭義（東京大学教授）

<指定討論者>

神田秀樹（東京大学教授）

伊藤元重（東京大学教授）

奥野正寛（東京大学教授）

若杉敬明（東京大学教授）

池尾和人（慶應義塾大学助教授）

<一般討論者>

藤本隆宏（東京大学助教授）

吉川 洋（東京大学教授<金融研究所客員研究員>）

深尾京司（一橋大学助教授<同>）

弥永真生（筑波大学助教授<同>）

<日本銀行>

澤本一穂（金融研究所長）

中島善太（金融研究所副所長）

翁 邦雄（金融研究所研究第1課長）

岩村 充（金融研究所研究第2課長）

大久保隆（金融研究所研究第3課長）

森田泰子（金融研究所副調査役）

2. 日本のコーポレート・ガバナンスの特徴

第1部は、法制度の国際比較と歴史的変遷の2面から日本のコーポレート・ガバナンスの特徴を検証することを目的とし、深尾光洋（敬称略、以下同様）と岡崎の報告をもとに

議論が行われた。深尾光洋は、日米英独仏5か国の株式会社に関わる法制度とその機能状況を比較し、日本・ドイツ・フランスのガバナンス・システムは、株主ないし銀行と経営陣の直接のコミュニケーションによる企業経営の規律づけが中心とされており、この点では証券市場の役割は小さい。これに対し、米国・英国では敵対的買収等を含む市場を通じた規律づけが中心となっているが、この2つのシステムにはそれぞれメリット・デメリットがあり、優劣は一概に論じ難いと主張した。一方、岡崎は、戦前の日本企業は敵対的買収も数多く行われるなどアングロ・サクソン型のガバナンス構造を備えていたが、戦時期・戦後復興期に生じた変化によって現在のガバナンス・システムの原型が形成されたことを指摘した。この2つの報告に対し、ラウンド・テーブルの参加者からは、制度と企業パフォーマンスの関係をどう捉えるか、また経済的環境と制度、その運用がどのようなダイナミズムを持って相互作用するかといった問題が提起された。報告・討論の模様を具体的にみると以下のとおりである。

(1) 深尾報告の概要（論点整理と制度の国際比較）

深尾光洋は、企業の資金調達や雇用形態、その経済パフォーマンスをみるうえで株式会社制度が重要である点を指摘したうえで、コーポレート・ガバナンスを論ずる際の視点と、株式会社制度およびその機能状況に関する国際比較について次のような報告を行った。

株式会社制度は、株主有限責任制をとるため多数の投資家から資本を調達して大規模な経営を行ううえで便利な仕組みである一方、

I. 会議の概要

株主と経営者間、ないし株主と債権者間に対立を生じさせるおそれがある。この点を踏まえればコーポレート・ガバナンスのあり方は、利害関係人の利害調整を円滑・妥当に行いつつ、企業経営を適正に規律づけるためにはどうすればよいかという問題として捉えられる。

このような問題意識の下で、株主の権限についてみると、株主総会における権利、取締役に対するコントロール機能等のいずれをみても、日独仏の方が米国に比べて株主の権限が大きい。因みに日本における株式持合いなどの株主安定化工作は、むしろ株主の影響力の大きさゆえではないかと推測される。

さらに、実態面での機能状況を考察すると、米英では、主な株主である機関投資家が自らの投資効率を上げるために経営効率の悪い会社について経営改善を働きかけるのではなく、その会社の株式を売却しようとする傾向があるうえ、大株主と経営陣のインフォーマルなコミュニケーションが行い難いため、敵対的買収などの証券市場を通じた規律づけが中心となっており、経営陣の地位が不安定になりがちである。これに対し、日独仏では、株主ないし銀行と経営陣の直接のコミュニケーションが可能であり、これによる規律づけが中心となっているため、経営陣の地位が安定し長期的経営戦略を実行できるという利点が存在する。

(2) 深尾報告に関するコメント・討議

まず、神田は、企業に関する制度は無限にあるので、問題を絞ったうえ、これに応じて判例法や税制等も含む広義の制度の比較を行う必要があるのではないかと指摘した。この点について、深尾光洋は、企業の資本コスト

を国際比較する際、その本質を掘り下げていった結果、株式会社に関する制度的相違に到達したのが研究を始めた動機であると説明し、提出論文の共著者である森田は、株式会社に関する問題のうち株主と経営陣、株主と債権者の利害対立が重要であると考えた旨補足した。

また、神田は、制度の機能面の分析のためには、制度と実態（運用）の乖離の度合いについて各国比較を行う必要があると指摘し、具体的には、経営陣の報酬が日米で大きく異なる理由や、日本の銀行が法律上有している強力な地位に一見矛盾するような行動（社債デフォルト時の買取り、社債発行時の担保順位の譲渡など）をとる背景、米国で注目されている取締役会の役割（とくに社外取締役の制度と実態）等の問題について、今後さらに検討が必要であろうと論じた。

弥永も、日本の株主の権利は、法制度で規定されているほど実際に強いのかどうか一概にはいえないこと、また、日本と比較した場合、米国の取締役は広い裁量権を有している反面で、取締役の責任を追及する訴訟が頻繁に行われている点では厳しい規律づけに服しているともいえることなどを例にとり、個々の制度の違いをみるだけではなく、さまざまな制度の枠組みを総合的に捉えることの必要性を強調した。

さらに、神田は、深尾報告においては同質な経済主体として取り扱われている株主の間でも利害対立が起こりうると指摘し、例えば投資信託は背後に多数の実質株主を抱えているが、その選好が異なるとすればそれがどのように議決権行使に反映されているかについても検討が必要であると述べた。

最後に、経済パフォーマンスと会社制度の

関係について、吉川は、1960年代の日米の高度成長を例にとり、全く異なる制度がともに良好な経済パフォーマンスを生むことがありうる点に言及し、制度の違いがパフォーマンスの差を生む決定的な要因になるかどうかは疑問との見解を示した。これに対し、岡崎は、高度成長期であった米国の1950～60年代は経営者支配が主流であり、M & Aが隆盛を極めた1980年代は低成長期であったとの事例を示し、制度が経済パフォーマンスを規定する場合もあるとした。また、深尾光洋も、米国の州ごとの制度差が州間の企業移動をもたらした産業構造の差を生んだことを示し制度の重要性を訴えたほか、企業の行動様式や経済パフォーマンスが制度に影響を及ぼす点も看過できないと指摘した。この点に関し、池尾は、同じ制度でも運用次第でパフォーマンスが変わるので、制度そのものより運用面に注目すべきとの意見を述べ、また、奥野は、いわゆる制度には、生活慣習や通貨の発生にみられるような自然発生的制度を含む広義の制度と明文化された狭義の法的制度があり、制度について議論する場合、これらのどの制度について論じているのかを明確にしておく必要があると指摘した。

(3) 岡崎報告の概要（歴史的変遷）

岡崎は、歴史研究は現在の制度と過去の制度の比較が有用であるのみならず、歴史上の出来事が偶然に生じた場合にもその後の制度の発展に不可逆的な影響を与える（制度には path dependence が存在する）という点からも重要であるとしたうえで、戦前の日本企業はアングロ・サクソンのガバナンス構造を

備えていたが、戦時期から戦後復興期にかけて、株主権限が制限される一方で従業員の企業内での地位が向上し、さらに銀行が財閥に代わり企業経営のモニター役として登場するといった変化が生じたことについて次のとおり報告した。

まず、戦前の日本企業のガバナンス構造をみると、①有力な株主となりうる大資産家が多数存在したほか、②企業金融、とくに長期の企業金融における銀行の役割が小さいことから、企業のモニタリングについての銀行の機能も補助的なものにとどまっており、さらに、③従業員が経営に深くコミットしていなかったため速やかな雇用調整が比較的容易であった、という英米的な特徴を有しており、敵対的買収も数多く行われていた。

続いて、戦時期についてみると、①物資不足のもとで増産を優先する必要があったため、軍需会社法によって株主権限が制限されたほか、②株式市場を通じた資金供給が細ったため銀行を通じた資金供給を円滑化する制度が整備され、さらに、③経営陣に内部昇進者が増え、従業員の企業内における地位が上昇するといった変化が生じた。

また、戦後復興期の変化の方向も、①大株主であった資産家層の解体、②会社経理応急措置法・企業再建整備法に基づく特別管理人の派遣や復興資金の協調融資による銀行の役割増大、③GHQの諸改革による従業員の発言権の拡大、など、戦時期の変化と同じであった。

(4) 岡崎報告に対するコメント・討議

まず、伊藤は、岡崎が指摘した制度形成に

I. 会議の概要

関わる path dependence の考え方に対して、歴史は、制度、経済要因、理念の相互作用¹⁾を通じて生成されていくという別の視点を提起し、このような視点から考えると、コーポレート・ガバナンスの仕組みを形成するのは、「制度」としての株式会社制度、「純粹経済要因」である金融市場動向や経済環境、そして会社は誰のものかという「理念」の3者であり、歴史的考察を行うことは3者間に働くさまざまなベクトルを検証することだと論じた。

また、伊藤は、株式を公開してより多くの人に株が分散保有されれば、結果的に株主の経営に対する発言権は低下するのが自然であると考え、所得分配の平等、企業組織の拡大が続けば、岡崎の指摘した戦中・戦後の変化がなくても自然に株主のコントロールは弱まっていったという仮説を立てることも可能であり、path dependence は長期的な視点からは無視できるのではないかとの疑問を呈した。

これに対し、藤本は、コーポレート・ガバナンスの変遷を考えるうえで、均衡状態としての最終形態がどのようなものであるかは重要だとして伊藤の疑問に同調しつつも、制度の発生の重要性も看過できないと主張した。

また、奥野は、各国間のコーポレート・ガバナンスの発展経路を考えるうえで、物的環境が異なったため経路の相違が生じたのか、物的環境は同じだったが制度の差で相違が生

じたのかを明解に区分して考察する必要があると指摘した。

3. 取引・雇用関係を通じたコーポレート・ガバナンス

第2部では取引・雇用関係を通じたコーポレート・ガバナンスを考える前提として、1980年代までの日本の雇用・取引関係の特色、その日本経済のパフォーマンスに与えた影響、将来の変化の方向性の3点を中心として、浅沼の報告をもとに議論が行われた。浅沼は、取引・雇用関係の特色を把握するための一般的枠組みとして「複合関係の契約」という概念を提唱し、この概念を用いて分析すると、わが国の取引・雇用慣行は国際的にみて必ずしも変則的なものではなく、好ましい経済発展のメカニズムを欧米に先立って提供した側面も少なからずあると解釈できる、と論じた。浅沼の報告に対しラウンド・テーブル参加者は概ね同調したが、なお検討すべき多くの論点が提示され、今後とも一段の分析が期待される分野であることが明らかとなった。

(1) 浅沼報告の概要

浅沼は、日本における企業間取引関係および雇用関係の特色を継続的取引(系列取引)・終身雇用制として把握し欧米労働市場のスポット取引と対比させる説明が多くみられるが、このような説明は説得的ではないとした

1) 伊藤は、この相互作用を通商問題を例として以下のように説明した。すなわち、ガットや各国の通商法などの制度は、現実の通商貿易行為に大きな縛りを与えているが、同時に企業や政府の利害に基づく経済的誘因は時として制度を変えていく。この際、「自由貿易主義」あるいは「公正貿易」、「相互主義」など時代に支配的な理念も現実の動きに影響を及ぼすと考えられる。

うえ、Williamson [1979]²⁾による「関係的契約」³⁾の概念を発展させた「単純関係的契約」⁴⁾および「複合関係的契約」⁵⁾という概念を用いれば日米欧における企業間取引・雇用関係について統一的に論じることが可能であると報告した。その内容は次のとおりである。

まず、部品取引についてみれば日米欧ともスポット取引よりも「関係的契約」が中心的であるが、日本の特徴は部品サプライヤーが部品開発段階から取引にコミットすること（「デザイン・イン」）に求められる。また、日本における雇用関係は被雇用者の任務が内部昇進や職種転換を通じて変化する可能性を含むため、「複合関係的契約」としての側面を色濃く持っているが、このような日本の雇用関係は学習効果・OJTによる内部開発型技能の蓄積を可能とすることによって、日本企業の良いパフォーマンスを支えてきた要因のひとつであると考えられる。

以上述べてきた長期的・固定的な取引について仔細にみると、企業間でのカスタム仕様部品取引における取引相手の分散化・一定期間後の他の取引先への当該部品の転売許可といった慣行や、このところの労働費用上昇を映じた賃金プロファイルの平準化によって生

じうる勤労意欲の低下に対処するための職場環境の向上といった対応にもみられるように、変化に対応するメカニズムを内包しているとみられる。

このような分析を踏まえると、今後とも「複合関係的契約」といった一般的な枠組みを用いて日本経済を解明することにより、参入障壁であるとの指摘を諸外国から受けている日本経済の慣行の中に、実は日本が世界に先駆けて築き上げた優れた部分があることが理解される。ただし、これは日本の慣行が全く改善を要しないことを意味するものではなく、優れた外国企業との接触を通じて、当初は日本の国内でいわば自生的に発展した複合関係的契約を、より国際的に通用性の高いものに仕上げるのが日本企業にとっての課題である。

(2) コメント・討議

まず、奥野が、浅沼論文が必ずしも日本の取引・雇用慣行と日本のコーポレート・ガバナンスとの関連を明示的には取り扱っていない点を指摘した。この点に関しては深尾光洋が、コーポレート・ガバナンスのあり方は経営陣が長期的なコミットメントを行いうるか

2) Williamson, Oliver, "Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations," *Journal of Law and Economics* 22, October 1979, p.3-61. 参照。

3) 「関係的契約」とは「経済主体の所与のペアの間で、ある期間にわたり継続的に営まれる取引を管理するための契約的枠組み」のことであり、「両当事者が関係を結ぶ諸目的と、極めて一般的な諸条項だけを規定し、将来必要となる調整については、決定の機構および手続きならびに紛争処理の機構および手続きだけを定めるにとどめ、調整の具体的内容は定めないでおく種類の契約」であるとされる。

4) 「単純関係的契約」とは、部品取引についていえば、「あるサプライヤーが、ある中核企業に対し、所与の品目の所与のモデルを一定期間にわたり継続的に納入する関係を管理している契約的枠組み」のことであり、雇用関係についていえば、賃金は固定的で、取引期間中に生じた環境変動への事後的調整はもっぱら数量の次元で行われるという構造であるとされる。

5) 「複合関係的契約」とは、複数の単純関係的契約で管理されている関係を全体として管理している契約的枠組みのことでありとされる。

I. 会議の概要

どうかという点を通じて取引・雇用慣行に影響を与えると考えられる、と指摘した。

また、奥野は、日本にみられる「複合関係的契約」そのものを検討するのみでなく、この背景となった社会的な仕組みをも視野に入れて検討すべきことを提唱した。すなわち、例えば雇用慣行についてみると、年功賃金制は離職のコストを時間を通じて高めることから各企業にとって長期の雇用関係を維持するために有効な賃金体系であるが、これは日本企業に限らず当てはまる議論である。日本の場合はこうした雇用慣行に従う企業が多く、また、企業の採用は原則として新規卒者に限られる、といった社会的仕組みがある。このため、他の企業に途中で移籍した場合賃金が下落する可能性がより現実的なものとなり、結果として個別企業の長期の雇用慣行をより確固たるものとするといった連鎖がみられる、と指摘した。この点につき、深尾京司は、終身雇用のような制度と経済環境との相互依存関係がどの程度かを知るうえで、日本企業の海外現地法人がどのような雇用戦略をとっているかを検討し、株主が直面している日本の慣行と現地慣行のどちらを優先しているかをチェックすればよいのではないかと示唆した。

最後に、奥野は、契約の履行を法的に保証するには、契約内容を契約時点で具体的に定めたうえで、違反に対して法的手段で対抗することが考えられるが、日本においては法的手段に訴えるコストが欧米に比較して高いためこれは困難であり、さらに「複合関係的契約」では契約時点で内容を具体的に定めることが困難であるためその違反について法的手段に訴えることは一段と難しく、他の手段と

のコスト・パフォーマンスの比較で制裁手段が選ばれるのではないかと、との問題を提起した。この点に関して、神田が、契約違反に対する制裁としては法的制裁以外にも、市場における悪評（市場の制裁）、あるいは契約違反者が道義的責任を感じる（道徳的制裁）、といったものが考えられる、と補足した。

4. コーポレート・ガバナンスにおける銀行および資本市場の役割

第3部では、堀内の報告をもとに、コーポレート・ガバナンスにおける銀行および資本市場の役割についての討議が行われた。日本では株式市場を通じた経営陣の規律メカニズム（市場による規律メカニズム）は不十分であった反面で銀行のモニタリングを基盤とする規律メカニズムが有効に機能してきたとする考え方が従来有力であるが、堀内報告はこの点についての実証が必ずしも十分に行われてこなかったとの問題意識に基づいて、組織による規律メカニズムの有効性を実証的に検討したものである。すなわち、堀内は経営陣の規律づけが緩やかな企業ほど転換社債の発行を選択するという仮説を提示したうえで、この仮説に基づき1980年代のデータを用いて実証分析を行うとメインバンクによる経営陣のモニタリングが必ずしも有効に働かなかったことを示唆する結果が得られたと報告した。これに対し、ラウンド・テーブル参加者から理論モデルや実証分析の方法等に関してさまざまな疑問が提示され、コーポレート・ガバナンスのあり方に関わる多様な問題を改めて浮彫りにする結果となった。報告・討論の模様を具体的にみると以下のとおりである。

(1) 堀内報告の概要

堀内は、まず、日本では、転換社債は企業経営者が自らにとっては好ましいが株主にとっては無駄な用途への支出を行うための資金調達手段として用いられたという仮説を提示した。すなわち、理論的には転換社債は不完全情報下での資金調達を効率化する手段であるという考え方が有力であるがこのような考え方では中小新興企業の転換社債発行を抑制してきた日本の実状を合理的に説明しえないとしたうえで、企業経営者が債務不履行発生を回避するという制約のもとで自由に利用できるキャッシュ・フローを大きくしたいと望むことを組み込んで理論モデルを構築すれば、投資と資金調達の決定に当たって考慮すべき株主利益のウエイトの小さい経営者ほど転換社債の発行に積極的になり、株価上昇の期待が高まるほど転換社債を発行する企業数と発行額が増加することを示しうる、と論じた。

さらに堀内は、1980年代の企業財務データを用いて実証分析を行うと上記モデルの仮説を支持する結果が得られるが、組織による規律を相対的に強く受けたと目される企業グループとそうでないグループに標本企业を分割⁶⁾して実証分析を行っても両グループ間で有意な差が得られなかったとして、この実証分析の結果は組織による規律メカニズムが有効に働いてこなかったことを示唆している、と論じた。

(2) コメント・討議

堀内論文前半の理論モデルに対しては次の

諸点の指摘があった。

まず、若杉は、経営者が行った株主にとって無駄な支出とは具体的に何を意味するのかについてより説得的な説明が必要であろうとし、一見無駄にみえる支出が企業の不況耐久力の源泉になっているのではないかと論じた。また、池尾も、そのような支出が株主以外の経済構成員の効用を高める場合には、社会的観点からも無駄とはいえない、と指摘し、堀内論文の前半部分の「企業経営コントロールの問題は株主の利益最大化の問題ではない」という考え方と、株主の利益最大化を基準とする後半の実証分析の想定が一貫しないのではないかと述べた。この点に関連して、吉川も、企業活動を通じて企業内に蓄積していく無形資産から生じている利益のうち、誰に配分すべきか定かではないものを実際にどのように企業構成員が配分しているのか、といった視点からの分析があってもよかったのではないかとコメントした。

また、深尾光洋は、堀内論文の世界を前提にすれば経営者にとって最適な行動は転換社債の発行ではなく株の発行（増資）になるのではないかと、との疑問を提示した。

さらに、若杉は、MM理論では資金調達手法の相違は企業価値に影響を与えず本質的ではないとされているが、ファイナンス理論の立場からは、転換社債は流通市場が発達していれば満期近くまで通常転換されないの、転換されるまでの間は企業は借入よりも低い金利を享受できると理解されていると説明したうえで、1980年代の日本企業の投資は海外直接投資や研究開発投資等キャッシュ・フ

6) 標本企业の分割は、①メインバンク関係の安定性、②金融機関による保有株式比率、③銀行借入依存度、④メインバンク借入比率、⑤メインバンク持株比率という5つの基準による。

I. 会議の概要

ローの遅い投資が中心であったことから、こうした投資に好都合な転換社債が積極的に発行されたと考えられる、との見解を披露した。この点に関連して、池尾は、転換社債の発行に当たり日本企業がどのような制約下（とりわけその発行条件）にあったかについて制度的な側面にも注意を払う必要があるとして、転換社債が常に経営者の裁量によって発行できるというモデルの前提に疑問を提示した。また、吉川は、実際の株式市場をみると経営者・投資家・既存の株主の3者が異なる期待を抱いており、これが転換社債の発行・消化の経緯に何がしか影響を与えたのではないかと述べた。

このほか、若杉から、1980年代の前半と後半で日本企業の転換社債起債市場がスイスから国内に大きくシフトした理由を説明する必要があるのではないかと、との指摘もあった。

次に、後半の実証分析については、第1に、若杉と池尾は分析期間を1980年代に絞った結果ではないか、すなわち、1980年代はメインバンクの役割が大きく低下した時期であった⁷⁾ことを考えると、メインバンクの規律づけ作用を1980年代のデータから検証できなかったのはこれによるのではないかと指摘した。

第2に、若杉は、経営者の裁量的支出のシグナルとして転換社債を捉えることにつき、仮に堀内の仮説が正しくとも、実際問題として経営者が自己の利益のために支出した資金と、長期的には株主のためになるはずであっ

たが途中で失敗して結果的には無駄になった事業に出資した資金とを外部の観察者が区別するのは困難なのではないか、との疑問を提示した。この指摘に対して、池尾は、転換社債の発行目論見書にある支出目的と実際の資金の用途を比べること、また、深尾京司は、転換社債発行のニュースに株式市場がどのように反応したかを日足のデータから分析すること、を提案し、いずれも今後の研究課題とされた。

5. 総括

第4部では、以上の各部で行われた議論を踏まえて包括的な議論を行うという観点から自由討議が行われたあと、貝塚議長が総括コメントを行った。

(1) 自由討議

まず、コーポレート・ガバナンスについての法的制度の違いや慣習等も含めた広義の制度の違いが、実際の経営規律の機能状況にどのような影響を与えていると考えればよいか、とりわけ法的制度と実際の機能状況の乖離をどのように理解すればよいかという点について議論が行われた。

この点について岩村は、神田が指摘したように、法的制度と機能状況の乖離は各国共通にみられることであり、コーポレート・ガバナンスを論じるうえでは、制度の違いを明らかにするだけでなく、制度的枠組みと実際の運用とを総合的に論じなければならないと主張するとともに、日本の経営陣に対する規律

7) この点について、池尾は、1980年代はメインバンク制に代表される旧来型の規律づけが有効性を失う一方で、これに代替する新たな規律づけメカニズムが確立していないという意味で、日本のコーポレート・ガバナンスに一種の空白が生じた時期であると指摘し、若杉もほぼ同様の見解を示した。

づけが今後どういった方向に進むのか議論を深める必要があるとの問題提起を行った。

奥野も、コーポレート・ガバナンスへのアプローチとしては、法制度に限定したガバナンス論と、広い意味での制度・慣習を踏まえたガバナンス論とがありうるが、「株式会社は株主のもの」としている法律の枠組みが常に最も良い仕組みとは限らないため、経済パフォーマンスへの影響を考えるためには、後者の観点から考えることが望ましいとの見解を示した。これに対し、若杉は、米国的な発想によれば、株式会社は株主のためのものであって、株主の利益を最大化することが株式会社の社会的責任との考え方が基本であるとの見解を示した。

また、コーポレート・ガバナンスに関する理念がその機能状況に対してどのような影響を与えているかについて、株主の権利に即して議論が行われた。すなわち、奥野が、日本で株主の法的な権限が強いことと株式会社のパフォーマンスが株主にとってプラスに働いてきたことがいずれも事実だとしても、「株式会社は株主のものである」といった理念が株主の利益に結び付いたとは必ずしもいえず、むしろ逆に株主の権限を骨抜きにすることによって企業の効率性を上げ、⁸⁾これが結果として株主の利益に結び付いたとみることも十分に可能であるとして、理念からパフォーマンスへの因果関係は必ずしも明確ではないという見方を示した。

これに対し、若杉は、同じ株式会社でありながら日米間でコーポレート・ガバナンスの行動原理や価格競争力が大きく異なるのは、米国では「会社は株主のものである」のに対し、日本では「会社は皆のものである」という根本的な発想の違いの現れであるといった見方を示した。

さらに、貝塚が、日本では証券市場における会社の評価（株価）が会社の収益性を正しく反映していない場合もありうると思われるが、これは日本のガバナンス・システムのマイナス面によるものと考えてよいのではないかとの問題提起を行った。これに対して吉川は、証券市場の価格形成が企業収益を反映しているかどうかは、市場の効率性とガバナンスの関係をみるうえで極めて本質的な問題であると指摘するとともに、会社の実態をみる場合には、資金提供者としての株主よりも、従業員など無形資産の方がより重要であると主張した。

最後に、望ましいコーポレート・ガバナンスのシステムは如何にあるべきかという点に関して、伊藤が、日本のガバナンスにおいては、中間段階の流通業やメーカーに対して末端小売業が与える影響が米国と比較して大きいことを指摘し、また奥野は、消費者の購買姿勢がコーポレート・ガバナンスにどのような影響を及ぼすかも重要であるとの示唆を行った。さらに、伊藤は、企業間の取引における価格決定メカニズムがコーポレート・ガ

8) この点に関して、池尾も、従業員の能力など会社の実態は本質的に無形でありかつ定量的に把握できない変わり易いものである反面、形あるものとしての法制度は容易に変わらないものであることを考えると、実態とかけ離れた法制度を如何に骨抜きにするかによって会社経営の効率性が異なりうることが理解できようと言及した。

I. 会議の概要

バランスのあり方を反映している可能性があり、この点は興味深い研究課題である⁹⁾と述べた。

(2) 総括コメント（貝塚議長）

以上の討議を踏まえ、貝塚議長から以下のようなコメントが行われた。

まず、第1部の報告は、日本のコーポレート・ガバナンス・システムの特徴についての国際比較に基づく検討および歴史的な生成過程の分析が綿密に行われたものであり、これらの分析はコーポレート・ガバナンスの問題を考える出発点として有益であると思われる。第2部の報告は、米国と日本との長期的取引・雇用関係の共通点および相違点を新たな概念のもとに整理しようとする斬新なものであり、第3部の報告もガバナンスの機能状況を実証しようとする意欲的なものであった。

また、討議を通じて、第1に、各国間の制度を比較する場合には、法制度によって規定される枠組みと、広義の制度を区別したうえで比較する必要があること、第2に、法制度が求める秩序と、実際にどういった運用がなされているかの実態を明確にしておくことが重要であることが明らかとなった。

日本のコーポレート・ガバナンスの現状と経済パフォーマンスの状況および日本が国際的に置かれている局面の相互依存関係を明らかにし、これをどのように変えていくべきか

は今後とも検討すべき課題であり、例えば証券市場における価格形成メカニズムの成熟度とコーポレート・ガバナンスのあり方の関係をどう考えるかという点はこのような課題の1つであるが、こうした点の検討に際し本日の討議は非常に示唆に富むものであったと考えられる。

6. 討議を振り返って

以上、今回のワークショップでは、時間の制約もあって、現状におけるコーポレート・ガバナンスの問題点の整理と検討課題の一部の指摘が行われたにとどまり、今後のあるべき姿についての議論を十分に行うには至らなかったが、ワークショップにおける議論を踏まえ、若干の論点整理を試みると次のとおりである。

まず、コーポレート・ガバナンスに関する現状認識については、①わが国のガバナンス・システムは米国とは異なる点もあるが、必ずしも国際的にみて変則的なものとはいえないという点、および、②メインバンクを中心とする戦後日本の伝統的なガバナンス・システムが1980年代以降有効性を失いつつある一方で、新しいガバナンス・システムが十分確立されていない空白状況にある、という点については、ワークショップ参加者のコンセンサスが概ね得られたように窺われた。

したがって、残された大きな問題は、従来のガバナンス・システムが有効性を失う中

9) 伊藤はこの点に関する例として、多国籍企業における親子会社間の移転価格の決定を取り上げ、親会社のコストに親会社のマージンをプラスして移転価格を決める場合と市場価格（子会社の販売価格）から子会社のマージンをマイナスして移転価格を決める場合とでは親子会社間におけるリスク分配の原理が逆転する（前者では子会社がリスクを負担するのに対して後者では親会社がリスクを負担することになる）ことを挙げた。

で、今後のガバナンス・システムをどのように構築し空白状況を解消していけばよいかという点であり、本行と関係の深い金融市場の機能に即して考えれば、市場を通じる規律づけの役割をどのように考えればよいかということになる。この問題についてしばしばみられる考え方は、企業経営を規律づける主体として銀行が十分に機能しえなくなっている以上、証券市場を通じる規律づけに期待するほかないという考え方である。総括コメントにおいて貝塚議長から提起された証券市場における価格形成メカニズムの成熟度とコーポレート・ガバナンスの関係についての問題も

このような文脈によるものと考えられる。この考え方からコーポレート・ガバナンスの将来像を展望した場合、銀行が十分に行いえなくなりつつあるとされる規律づけを、証券市場の主なプレーヤーである保険会社をはじめとする機関投資家が、市場を通じて行いうるかどうかという問題が重要となろう。その際、個々の投資家の企業との利害関係が、「証券市場を通じる規律づけ」にどのように作用するか、また、銀行は今後どのような役割を担うのか、という観点からの検討が必要と考えられる。

以 上