

みずほ問題と日本の コーポレート・ガバナンス



Nicholas E. Benes

スタンフォード大学にて政治学学士号取得、カリフォルニア大学ロサンゼルス校(UCLA)にて法律博士号・経営学修士を取得。J.P. モルガン証券会社などを経て94年独立。97年より金融取引についてのアドバイザー専門のプティック・インベストメントバンク、株式会社ジェイ・ティ・ビーの代表取締役。ウォールストリート・ジャーナル誌(アジア版)の論説欄、新聞・雑誌に多数執筆。

ニコラス・E・ベネシュ
株式会社ジェイ・ティ・ビー代表取締役

大手投資銀行を経て、現在はM&Aアドバイザーの代表を務めるニコラス・ベネシュ氏が、みずほグループの大規模なシステム障害を起こした根本的な原因を通して、日本企業が抱える共通の問題としてのコーポレート・ガバナンス(企業統治)の欠陥について指摘する論文。同氏はコーポレート・ガバナンスについて、日本人の認識と日本的定義を改めるところから出発する必要があるとし、商法を含めた制度的改革の処方箋を示す。

起こるべくして起こったみずほ問題

みずほフィナンシャルグループの深刻なシステムトラブルの問題は、日本のコーポレート・ガバナンスの欠如を象徴するものであった。3人の前共同CEO(最高経営責任者)や今の頭取を批判する声が強まっているが、彼らを辞めさせればそれでいいというような処置で片付けてしまうべきではない。そんな子供っぽい対応で終われば、日本のガバナンス問題は何も進展しない。

そもそもなぜ、みずほのシステムは起きたのか。私はこれは起こるべくして起こった問題であると考えている。その理由はいくつかある。

まず、3人の前共同CEO、あるいは現在のCEOやCIO(情報システム最高責任者)を含めた経営陣に対するチェック機能の欠如である。これは役員会の監視機能欠如という問題だけではない。みずほの主

要な株主の社会的責任もある。その株主のほとんどが保険会社や投資信託、投資ファンドといった機関投資家である。これら機関投資家は、保険契約者や投資家から受託責任を負っている。その受託責任において、彼らは大きな経営トラブルに至らないよう独立社外役員中心の体制を求めたり、経営陣に働きかけるべきであった。経営陣が明らかに不十分な体制しかない場合、株主提案や議決権を行使することなどによって、それはできたはずである。

2つ目の理由として指摘できるのは、社内にホイッスル・ブローワー(笛を鳴らす人、警告者)がいなかったこと、そして、幹部がホイッスル・ブローワーを励ましたり、誉めたりするような価値観を社内に育てなかったことだ。銀行経営におけるIT(情報技術)の重要性、システムに問題があった場合のオペレーショナル・リスクについて、熟知していた人間は社内、あるい

はシステム業者の中にもいたはずである。しかし、4月1日時点でそうした人たちから3社のシステムの完全統合を行うのは無理だ、システム移管を実行するためにこのような問題が積み残されているといった声は上がらなかった。あるいは、上がったとしてもそれがトップの経営陣まで伝わらなかった。その理由は、重要な問題について積極的に指摘する、警告を発することを奨励するような企業風土なり、従業員教育が行きわたっていなかったからだ。むしろ、だれかの責任を問うような指摘をすることがはばかれるような雰囲気があったのではないか。

3つ目の理由は、日本の金融機関に共通することでもあるが、経営者にとってステークホルダー（利害関係者）はただ1人、監督官庁だけであったことだ。かつては、大蔵省であり、今は金融庁。機関投資家なり、株主なりが経営に対して積極的に発言しないから、経営陣は監督官庁だけを気にかけていればいい。だが、官僚の人数は限られており、すべての金融機関の経営をチェックする役目を負わせるには無理がある。まして、官僚はお客でも何でもないから、監視できて見るところの優先順位は違う。例えば、彼らにとって予定通り銀行業界の再編成が順調に進んでいることが、お客さんの満足度より大事だ。

そして、4つ目の理由として、みずほが合併銀行であり、トップ経営陣の中に、M&A（企業の吸収・合併）について豊富な経験をもった人物がいなかったことが挙げられる。M&Aを成功させる要諦は、と

にかく事前に細かい統合プランをきちんと立て、責任と役割、そしてアカウントビリティ（説明責任）を一人ひとりに振り分けた上で実行することである。みずほの統合プランがどれほど細かいものであったのかはよくわからないが、オペレーショナル・リスク、システム統合リスクを減らすためにどうすればいいか、口座の名寄せや移行をどうすればいいか、その移行によってお客さんにかかる迷惑をどうしたら防止できるか、といった銀行同士の合併の場合にもっとも注意しなければならない基本的な問題でつまづいている。これは、M&Aの経験をもたない人たちばかりであったことの証左ではなからうか。

みずほが問題を引き起こすに至った4つの理由、すなわち、健全な監視体制につながる株主のコーポレート・ガバナンス参加の欠如、ホイッスル・ブローワーの不在、株主ではなく監督官庁を向いた経営者の姿勢、そして、M&Aの経験の欠落、これらは多くの日本企業についても同様に指摘できる。そして、みずほ問題が日本のコーポレート・ガバナンスの遅れぶりを象徴する問題であるからこそ、経営者更迭という単純な幕引きで済ませるのではなく、資本主義のインフラ整備、システム改善という抜本的な改革へつなげるきっかけとすべきだと私は主張したい。

ガバナンスの意味は広い

本来、コーポレート・ガバナンスの意味する範囲は非常に広いものだ。だが、日本

ではこれを非常に狭義に理解する傾向がある。社外取締役制度を導入すべきかどうか、経営者をどう評価し、だめな経営者をいかに交代させるかといったことがコーポレート・ガバナンスの中核であるかのような議論が散見されるが、そういった限定的な定義付けはコーポレート・ガバナンスの本質を見誤ることになる。あるいは、そうした限定的な解釈があるために、議論が十分発展しない。日本の経営者はコーポレート・ガバナンスを法的に強化することが自分たちの地位を危うくすることにつながると考えて、いろいろな口実で本格的な改革に対し抵抗する。投資家や一般の人の間でも社会にとってコーポレート・ガバナンスが本来、どういう広い重要性・意義をもつかの理解が十分でない、経営側の自己都合に偏った議論に対抗できる声やロジックは生まれない。

コーポレート・ガバナンスとは何かと言えば、要するに、株主、従業員、顧客といったステークホルダーとのつながりやコミュニケーションのあり方やそれに対する義務であり、チェック&バランスや意思決定のルールといったものをみんなが一番納得できるような形にしていこうという議論である。

なぜ「義務」なのか。株式会社は、社会から非常に高価値なベネフィットをはじめから貰っているからである。それは、「有限責任」という武器だ。しかし、今の銀行や倒産企業を例に挙げると、経営が悪いと、この「有限責任」は社会に迷惑・負担をかける危険性を伴う。企業が破綻する

と、株主の投資価値は消えるが、それ以上に追求できないから、最終的に預金者や納税者が払わなくてははいけない。だから、コーポレート・ガバナンスの議論は、ステークホルダーのニーズの話だけではない。要するに社会が主張しているのは、レバレッジを使い過ぎたり、「有限責任」を乱用するといけなから、それを事前に防止するために最小限のコーポレート・ガバナンスの体制を法律で定めるということだ。

次に、ステークホルダー間の利害は必ずしも一致しないと言う人もいる。従業員が給与のアップや雇用の維持を要求した場合、それが企業の収益力や競争力を弱めることになり株価低下につながるのではないかと考えた考え方だ。確かに短期的にみればそういう面もあるかもしれない。しかし、長期的に見た場合、ステークホルダー間の利害はほとんど一致するものだ。

従業員が雇用環境に満足していない限り、顧客満足経営は望めないだろうし、顧客が満足していなければ企業収益も上がらず、株主利益を向上させることにもならない。優秀な従業員が離れていくような会社は成長を期待できず、投資家も見離すだろう。あるいは、環境対策にしても、それを強化することでコストが上昇し、短期的に利益が下がることはあるかもしれないが、環境破壊を行っているような企業は消費者から非難を浴び、ブランド価値が下がり、あるいは激しい規制強化の対象になり、やがては利益面でも非常に大きなダメージを受けることになる。

つまり、社会全体から評価され、信頼されるような経営、すべてのステークホルダーの満足度を高めるような経営、それを行っていくための仕組みのあり方をどうするか。コーポレート・ガバナンスの本質はそこにある。だから、日本では法的制度の改革を議論する前に、コーポレート・ガバナンスに対する意識改革を行う必要があると私は指摘したい。

制度改革の前に意識改革を

日本人に必要な意識改革という点で、指摘しておきたいことがあと2つほどある。

1つは、産業構造の転換についてである。日本はこれまで大量生産・大量消費型の工業化社会において成長を遂げてきた。そして、その成長を支えてきたのは大規模製造業であり、そうした大企業に資金を提供してきた銀行であった。大企業とメインバンクは互いに株式を持ち合い、それが内部者同士のチェック&バランスという形でコーポレート・ガバナンスの機能を代替してきた。高度成長期にはそれがよく機能してきたのは事実だ。

生産力増強のために新たに原材料を仕入れる、あるいは工場を新設する。そのため資金を調達しようとする時点で、資金提供者である銀行が、原価はどうなっているか、利益はどうか、新たな投資でどれだけの利益を期待できるか、そうした数字を確認することで、チェック&バランスがうまく効いた。だから、持ち合い構造の外にいる投資家、ステークホルダーからの圧力は

必要なかったとも言える。

だが、そういう時代はもう終わっている。産業構造は複雑なグローバル競争激化やサービス産業構造へと転換しており、高度成長時代の単純なモデルではコーポレート・ガバナンスは十分ではない。

つまり、成熟化した経済社会においては、企業戦略を立てるのが複雑で、利益性を見通すのは難しい。工場を建てるだけで済むという話ではなくなる。経営のリスク要因もいろいろと増える。工業化社会からサービス化社会、海外生産、アウトソーシング等への転換で、企業経営は非常に複雑なものになったのだ。

だからこそ、外部の声、アイデア、参加、圧力、評価、監視、そういった外からのインプットが必要となってきたのである。コーポレート・ガバナンスの質を向上させ、あるいはそれを維持するために、外部の参加が欠かせないのだ。

そして、もう1つ必要なのは、グローバルイゼーションに対する意識改革である。世界にはいろいろな資本市場のモデルがある。市場主義のインフラ、システムとしての制度、法的規制、慣習といったものは国によってさまざまだ。グローバルイゼーションとは何かと言うと、いろいろな国の間で、何が一番いい資本市場インフラで、一番いいシステムは何かという競争である。

一番いいシステム、最も進んだインフラをつくることができた国は、投資家が安心できるリスク水準で高い経済成長と資本利益率を期待できる。そのために、いろいろな国から資金が集まり、企業活動が活発に

なる。それによって経済がさらに発展し、国の財政問題の解消も期待できるだろう。

そういう激しい資本市場間の競争の時代に入っているという認識が、日本にはまだないのではないか。だから、資本市場のインフラ整備、システム改革が国としてのミッション（任務）にまだなっていないし、国民的な議論にもなっていない。

アメリカ人はいつも自国がナンバーワンであるという高慢な面もあるが、大きな問題が生じたときには、国全体が危機意識をもって、その解決に取り組もうとする。例えば、エンロン問題がそうだ。エンロンに続いて、グローバル・クロッシング、ワールドコムなど急成長企業の不正経理問題が次々と発覚したが、議会において大々的な議論を行い、国としてのシステムを良くしないといけないという意識が共有されている。

そうした危機意識がなくては、改革は進まないのである。

機関投資家の受託者責任を明確化せよ

さて、ここまではみずほに象徴される日本のコーポレート・ガバナンスの欠如、そして、ガバナンスを改革するためには、まず日本人の意識改革が必要であるという点について述べてきた。

そうした意識改革を前提とした上で、次に議論しなければならないのが、コーポレート・ガバナンスの制度面での改革である。

資本主義とは形式的には投資家が役員陣

に経営を委ねているシステムだが、投資家は経営陣の意思決定を一つ一つチェックすることはできない。だからこそ、投資家や他のステークホルダーのニーズだけを念頭に置いた本当に独立性のある役員会による監視・指導機能が必要だ。経営陣による判断の質を高めるためには、役員会だけでなく投資家や消費者といった外部のステークホルダーの主張を経営に反映させるような制度づくりが必要なのだ。

制度改革についてもっとも集中して議論すべき点は2つあると私は考える。その1つは、機関投資家の受託者責任の明確化である。機関投資家は、年金基金であれば年金加入者に対して、保険会社であれば保険契約者に対して、投資信託であれば運用委託者に対して、それぞれ受託者責任を負っている。だが、日本の場合は受託者責任が法律上、非常にあいまいになっている。

資金運用を請け負った機関投資家が、その受託者責任を十分に果たしていない場合はどういう罰を受けるか、あるいは訴訟を起こされる可能性があるのか、そうしたルール、規制を設ける必要がある。または、それを監督する当局（例えばSEC）をつくって十分な予算や人材を与えるべきである。

例えばアメリカでは、年金運用業者に対してはエリサ法（1974年に制定された従業員退職所得保証法）があり、年金運用業者が義務を十分に果たしていないときには、政府が訴訟を起こせるようになっている。そのように、政府（例えば、強化された厚生労働省内のチーム）から訴訟なり、勧告

といった形で機関投資家にプレッシャーをかけるような制度が日本にも必要だ。

日本の厚生年金連合会にも、株主委任状を責任をもって返す、白紙委任はしないというガイドラインがあるようだが、これも、法律上の責任ではない。たくさんの投資顧問業者などの機関投資家の多くも、株主総会の招集通知が来ると、ほとんどが議決権を行使せず、委任状を白紙のままに経営陣に戻している。

保険会社の場合などは、受託者責任はないに等しい。「どんぶり勘定」の場合に一人ひとりの保険契約者に対して受託者責任をきちんと定義するのは非常に難しいかもしれないが、それならば、監督官庁が保険会社に受託者責任を果たすべく行動させるようなルールをつくらばいい。

そうしたルールが整備されれば、機関投資家は受託者責任を果たすために、企業側に社外取締役の導入や決断、執行のプロセス、情報開示の強化、役員会の規則改正といった新しい制度の必要性を主張していくことになるだろう。そうやって、コーポレート・ガバナンスは強化されていく。

機関投資家が行動する株主になれば、対話が生まれて常日頃から経営陣に対して健全な外部プレッシャーが自然に働くようになる。例えば、雪印乳業に対する株主オンブズマンの働きかけも似たようなケースだ。株主オンブズマンが独立した社外取締役の導入を経営陣に提案した。これは株主総会前に提出された議論で、雪印側はそれに応じて株主オンブズマンのグループと協定を結んだ。食料品の安全性に詳しい人を

社外取締役として導入するから、株主提案を取り下げてくださいという協定だ。

このように、株主総会で議決権を行使しなくとも、経営陣にさまざまな改革を迫ることは可能なのである。事実、アメリカの場合も見ても、機関投資家と経営者間での協議はほとんどが総会前に決着している。こうしたプロセスが日常化してくれば、経営陣も株主の要望を事前に見通した行動をとるようになっていくものだ。それが、健全な意味でのプレッシャーと言えよう。

株主提案権はもっと自由化すべき

制度改革においても1つ集中して議論すべき点は、株主提案権である。日本の場合は、発行済み株式の1%以上または300単元株以上をもっていないと株主提案権はない。上場企業の300単元株、あるいは1%を超える株式を時価換算するといくらになるのか。ほとんどは、億単位になることは間違いない。つまり、普通の人は株主提案権をもつことができないも同然だ。

東京証券取引所の全投資家の何%が株主提案権を持っているかという、私の試算ではわずか0.26%である。300人に1人にも満たない数字だ。株主提案権という制度そのものが形骸化していると言っていいだろう。商法の抜本的改正の旗を振っている法務省は、少数株主の権利を維持しなくてはいけない、守らなければいけないと言うが、ではなぜ、株主提案権の問題に最初に手をかけないのか。これが変わらないと、ほとんどの株主は自分の声を上げる術すら持て

ないのだ。

日本の上場企業で株主提案権が行使されるケースは、年間で20件-30件程度だ。これに対してアメリカは年間500件以上。800件、900件に達する年もある。前述したように最終的に総会までいかない案件、総会前に経営陣と株主の間で妥協、協定が結ばれているケースも含めれば、その数は少なくとも倍になるだろう。

機関投資家はどこの国でも株主提案権を行使したがる傾向がある。例えば銀行や証券会社系列の投資顧問会社だったら、本体の銀行なり、証券会社が融資業務、引受業務で企業と取引があったりする。むやみに株主提案権を行使して企業にプレッシャーをかけていると、本体のほうが融資先や引受けのビジネスチャンスを失うことになりかねない。だから、どこの国も大手金融グループの機関投資家はほとんど株主提案を出していない。

提案はしていないが、機関投資家は投資利回りをよくするために、実は他の株主が提案をどんどん出してくれることを期待している。特に、経営が悪化した場合や問題が起きた場合に、期待している。だから、エリサ法みたいに、提出された株主提案に対して委任状を責任をもって返す義務を付加する意味があるのだ。

実際に株主提案権を行使するのは、アクティブな投資家だ。最近の日本の例で言えば、東京スタイルに対して委任状争奪戦を挑んだ村上世彰氏（M&Aコンサルティング代表）のような人、あるいは株主オンブズマンのような人、あるいは引受業務や貸

出業務をやっていない純粋な機関投資家などである。

日本の場合も、アメリカと同じように1単元株から株主提案権をもてるようにすべきだろう。日本の場合、ほとんどの会社は1単元1000株になっている。今は株主提案権をもつには300単元が必要だから、株式数にすると30万株。これが1000株に減れば、株主提案は大きく増えるだろう。

それだけでは、まだ問題解決にはならない。例えば実際に提案権を行使しても、総会で10%以上の賛同を得られなかった案件は、その先3年間は再度提出してはいけないというルールがある。全議決権の10%というハードルは明らかに高すぎる。これを最初に提出した年は3%、次の年に同じ提案をしたら6%、3度目は8%といったように段階的にハードルを高めるようなルールに改正すべきだと考える。

さらに言えば、判例に基づく現在の商法解釈によると、基本的に2つのケースでしか株主提案はできない。1つは定款変更について。例えば、先日、株主オンブズマンがソニーに対して役員1人ずつの報酬額を開示するよう定款変更を要求したケースだ。もう1つは、いわゆるコーポレート・マター。例えば、役員の任命に関する提案などだ。

他の国では、勧告性の提案もあり得る。実際、アメリカの場合はほとんど勧告性の提案になっている。勧告性とは、会社の方針をこういうふうに変えるべきだ、執行役員制を導入すべきだといった提案で、こういったものは別に定款に入れる必要はない。

法律を改正して、株主提案をしやすくすると、総会屋などの特殊株主が活動を活発化させる危険性があると指摘する人もいるが、そんなことはない。なぜなら、経営者側には、会社の経営に直接関連性のある提案でなければ、総会に諮らなくてもいいという権利がある。また、会社の経営方針やガバナンスではなくて、日々の運営に関する細かい提案だったら（例えば、どのメーカーから部品をどの値段で買えばいいかなど）、同じように、総会に諮らなくてもいいという権利がある。例えば、社長の髪形が気に入らないから変えてほしいといった提案が出てきても、会社の経営方針とは関係ないことだから経営陣側はそれを総会に出さなくてもいい。それでも、なお経営陣と争いたいと思えば、裁判を起すしかない。判事の前で、これは経営方針と直接関連性があると主張しなくてはならない。そこまでコストと労力を負担できる総会屋はいないから、株主提案権を自由化したら総会屋が活発化するという危険はあり得ない。逆に、意味のある対話、議論、総会の場での提案が増えるようになったら、総会屋は邪魔をする機会がなくなってしまうだろう。

最後に、制度改革の面では株主総会開催日の集中の解消、弁護士や会計士など代理人による議決権の行使といった点も主張しておきたい。

行政改革より民間の構造改革が急務

昨年以來、日本では構造改革が盛んに議

論されている。ここ数ヶ月は、郵政事業や道路公団の民営化が大きな焦点となってきた。そうした行政改革、特殊法人改革の必要性はもちろん分かるが、それよりもさらに大きな問題は民間セクターの改革ではないだろうか。

行政改革が行き止まりなら、それより先行して、少なくとも平行して民間セクターの構造改革をここ1、2年で集中して行う方針を政府は明確に示すべきである。特殊法人を民営化すると言っても、その民間セクターのガバナンスがしっかりしていなかったら、民営化のメリット、経済効果は何も出てこないだろう。あるいは、多額の不良債権を抱えた企業に公的資本を注入すべきだという議論があるが、これは事実上の国営化であり、民営化の流れと逆行する。民間のガバナンスを改革しなければ、国営化が必要なケースは今後も増えてしまうかもしれない。事実、日本はそこまで危機的状況に來ている。小泉首相にはリーダーシップをもって、民間セクターの構造改革を先導してもらいたい。