

経営におけるガバナンスの意義
——日興コーディアル証券の事例をもとに——

荻野博司

The Significance of Corporate Governance
in Public Companies: The Case Study of
Nikko Cordial Securities Inc.

OGINO Hiroshi

Why did one of the most advanced companies from the viewpoint of corporate governance fail to carry out its original intention to establish management and monitoring system right for the 21st century? This study shows the necessity of achieving an arm's-length relationship between management and outside directors. With the influence of powerful CEO or COO and lack of appropriate check and balance system, a leading-edge governance reform may get counterproductive and cause centralization of authority to the management.

キーワード： コーポレート・ガバナンス、社外取締役（独立取締役）、最高経営責任者（CEO）

社会的な責任を負い、日ごろの事業活動を通じてその責任を履行することが求められる株式会社、とりわけ大規模公開会社のあり方を考えるにあたって、コーポレート・ガバナンスの視点から検討を加える。90年代以降、主に米国や英国での論議の高まりに触発される形で、わが国でもコーポレート・ガバナンスへの関心が広がり、度重なる法改正につながった。バブル経済の崩壊とともに、それまでの長期雇用、企業内組合、年功主義を柱とした日本型経営の優位性に対する疑問や批判が強まり、一方では会社の倒産にとどまらず、さまざまな企業犯罪で経営の最高責任者が逮捕、起訴されるという「不祥事」が頻発した。こうした事態がコーポレート・

ガバナンスへの関心を呼び起こしたといえる。

21世紀に入ってからこの流れは止まない。2001年から翌年にかけて米国の新たな競争力を象徴する新興企業エンロン、ワールドコムが粉飾決算などで次々と破綻し、08年にはウォール街の老舗であるリーマンの行き詰まりをきっかけにした金融危機が世界を揺るがした。最高経営責任者(CEO)らの暴走を止め、健全な経営を担保するはずの取締役会や会計監査人などの安全装置が働かなかったことのショックは大きく、今もコーポレート・ガバナンスの論議は続いている。また、日本においては、09年9月の民主党政権誕生という大きな政治の転換もあり、旧来の制度を総点検する機運は会社の機構にも及んだ。

1. コーポレート・ガバナンスの定義と射程¹⁾

詳しい論議に立ち入る前に、コーポレート・ガバナンスには多種多様な定義が存在し得ることを確認し、本論における定義付けを試みる。

会社法においては、コーポレート・ガバナンスの議論の主な対象が大規模公開会社の問題であることを強く意識した記述が見られる。たとえば、龍田節は「企業、とくに大規模な公開会社が、どのような機構を備え、どのような基準に則って行動すれば、株主その他の関係者の利益を程よく調整し、社会の要請に応えることができるか²⁾とする。戦後の企業法制の研究が長らく比較的小規模な非公開閉鎖会社を中心としてきた経緯を踏まえ、現在の論議の焦点が社会的に多大な影響力を持つ大規模公開会社に絞られていることを意識した記述といえよう。

経済学、経営学からのアプローチはどうか。Margaret Blairの明快な定義が参考になる。

「(狭義) 取締役会の構造と機能や取締役会の意思決定における株主の権利と特権の問題」「(広義) 公開会社は何をするのか、誰が会社を支配するのか、その支配はどのように行なわれるのか、企業の活動から生じる危険やその収益はどのように負担・配分されるのか³⁾

英国におけるコーポレート・ガバナンスの確立に大きく貢献した1992年のキャドバリー報告書⁴⁾は「会社が指揮され、統制されるシステムであ

り、取締役会がその責任を担う」と簡潔に定義した。取締役会の組成、機能こそが健全な経営の根幹を成すとの判断からで、その後続く英国の一連のコーポレート・ガバナンス報告書に受け継がれている。

多様な視点を踏まえたうえで、筆者は、「多くの利害関係者によって構成される会社組織、とくに大規模公開会社において、公正な経営を進めることで企業価値を高め、そこにおいて得られた利益や危険を第一義的には株主に、さらには他の利害関係者（日本ではとりわけ従業員）にどう適正に配分するのかを考えるもの」とする。企業の社会的責任（CSR）とコーポレート・ガバナンスの研究が多くのテーマで重複することは、コーポレート・ガバナンスの研究対象を株主と経営者の関わりにとどめず幅広い利害関係者に広げる以上、当然のことといえよう。

2. 脚光浴びる独立取締役

利害関係者にも配慮したコーポレート・ガバナンスの構造を考えるうえで、この数年、独立性を持った社外取締役（独立取締役）の役割への認識が高まっている。度重なる法改正や民間機関によるガバナンス原則の提唱などがあっても、一向に企業の破綻や不祥事は後を絶たない。さらには中国や韓国などアジアのライバルとの競争において脱落する企業が目に付くようになり、「公正な経営を進めることで企業価値を高め」するための条件の整備が喫緊の課題となっているためだ。

経済産業省に置かれた企業統治研究会⁵⁾の報告書は、以下の問題提起をしている。

- ①「独立」した役員が存在することを前提として、社外性に多様性を認める。一律に「社外性」要件を「独立性」要件には置き換えない
- ②社外取締役を設置し、ガバナンス体制を整備、実行することについて開示する
- ③その実効性の確保は、金融商品取引所の対応に委ねる

一方、金融庁が立ち上げた「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」⁶⁾も報告書のなかで、取締役会における経営陣から独立した判断を下す環境の整備を求めている。

こうした流れを受けて、東京証券取引所は09年12月に有価証券上場規定を改訂し、上場会社は独立役員を1名以上確保しなければならないことになった。「役員」としたのは取締役に限らず監査役も認める趣旨であり、CEOの解任権をもち経営判断に直接関与する取締役を重視する立場からは不満の残る規定だ。とはいえ、一般株主と利益相反が生じるおそれがなく、逆に少数株主の利益にも目配りのできる人材の社外からの招聘を義務付けることは緊張感を持った経営を実現する第一歩とはいえよう。

3. ガバナンス改革の実効性＝日興コーディアルの事例から

コーポレート・ガバナンスの見直しにより、経営の健全性を高めようとする流れを概観した。その中核に独立取締役が位置することになるが、それで暴走経営が食い止められるといえるのか。これまでに起きた不祥事を仔細に点検する限り、慎重にならざるを得ない。事例研究として、証券大手「日興コーディアル証券」のたどった道を検証してみる。

まず、同社を経営危機に陥れた粉飾決算問題を概観する。04年、子会社の日興プリンシパル・インベストメンツ(NPI)が、特別目的会社(SPC)を通じてコールセンター大手ベルシステム24を総額2400億円で買収。この際、SPCを連結対象から外すことで損失を計上しない一方で、SPCが発行しNPIが保有する社債の発行日を偽るなどしてNPIに含み益を生じさせる会計操作を行い、親会社の日興コーディアルは05年3月期の連結決算で約184億円の利益を水増ししたとされる。06年12月、証券取引等監視委員会がこの会計処理が不適切と指摘。金融庁は過去最大の5億円の課徴金支払いを命じた。その後、日興コーディアルの東証への上場継続の可否が論議となった。証券会社の自らの株式が上場規定に反するとして退場を命じられれば、業務には計り知れない打撃となることが予想された。最終的に上場廃止こそ免れたものの業績は急速に落ち、リーマンショックによる金融不況にも直撃された。現在は、三井住友銀行の100%子会社として、経営の再建を進めている。

粉飾決算への批判が高まるなか、同社は外部者からなる特別調査委員会⁷⁾で不祥事の実態の解明を試みた。その結論は、意思決定者への断罪で

経営におけるガバナンスの意義

始まる。問題が起きた当時の日興コーディアル社長に対しては「積極的な関与の疑いは払拭できず」として重大な経営上の責任を示唆。また、問題の子会社 NPI の社長は「直接かつ主体的に関与」とした。ただ、経営委員会に属する他のメンバーについては「強い批判を加えることは難しい」。取締役会に置かれている監査委員会についても「問題提起や警告はしている」としたうえで監査機能には限界があることを認めた。

93年9月、後に倒産する山一証券の経営幹部が極秘報告書「経営構造の改革について」を作成している。その1章には「沈みゆく船」のタイトルで「わが山一丸は今確実に沈みつつある。経営がこのままで推移すれば当社は5～6年以内に破綻する」と4年後に起きる事態を明確に認識していた。そのためには「裸になって出直す」と、不良債権の隠蔽をやめて、再生に取り組むように CEO らに求めたものの、先送り経営のなかで最悪の事態を迎えた。こうしたライバルの蹉跌を目の当たりにしていた日興コーディアルだったが、証券取引等監視委員会の指摘があるまで暴走にブレーキはかからなかった。

4. コーポレート・ガバナンスの優等生

日興コーディアル問題を筆者が厳しく受け止めているのは、山一証券という前車の轍を踏んだことにとどまらない。コーポレート・ガバナンスの優等生ともいえるほど積極的に取締役会改革を進めてきたにもかかわらず、暴走を食い止められなかったことが、適切なガバナンス体制を確立することの難しさを示していると考えからだ。以下は、08年7月の時点での同社ホームページからとったガバナンス改革のデータである。新制度を次々と導入したことを誇らしげに示していた。

1998年6月	商法上の役員削減、執行役員制度の導入 ⇒ 経営と業務執行の分離
1999年10月	役員人事報酬委員会の設置 ⇒ 取締役、執行役員の処遇制度の抜本的見直し

2000年3月	業務執行委員会導入 ⇒ 日常的業務のより機動的な執行
2000年4月	経営諮問委員会の設置 ⇒ 客観的な助言により取締役会の活性化
2001年10月	持株会社体制への移行 ⇒ グループ全体の経営戦略の策定
2002年2月	持株会社・グループ会社に対する検査体制の整備 ⇒ 第一検査部、第二検査部の設置
2003年1月	内部通報制度の創設 ⇒ 社外弁護士への通報による、不正行為の未然防止、早期発見
2003年6月	役員報酬制度の見直し ⇒ 株式報酬型ストックオプションの導入、取締役退任慰労金制度の廃止
2004年6月	委員会設置会社へ移行
2005年3月	ディスクロージャーの拡充 ⇒ 配当予想の公表開始
2007年2月	経営倫理委員会、グループ統制部門執行役、グループリスク管理部門執行役の設置 ⇒ 内部統制システムの強化

また、次の1項目は08年7月時点では削除されていたが、他社に先駆けたガバナンス改革の金字塔だった。

2004年5月	代表取締役（現在は、代表執行役）の個別報酬開示を開始（03年5月発表）
---------	-------------------------------------

業務と執行の分離、社外取締役を中心とした委員会制度への移行、さらには役員報酬の開示と矢継ぎ早での制度改革に驚かされる。たとえば、取締役会の構成は、03年6月に取締役10名（うち非常勤3名）、監査役5名（うち社外3名）だったのが、翌年6月の委員会制度への転換で、取締役は12名（うち社外5名）に。指名、報酬、監査の3委員会はいずれも社外取締役が多数を占めることになった。ほかに社内出身であるが監査の特命を

経営におけるガバナンスの意義

受けた取締役を置き、法令順守に力を入れていることを内外に示した。

04年のガバナンス報告書は「3委員会を置き、取締役会で選任された執行役が権限委譲を受け業務執行に専念できる体制を整え、一層の監督機能の強化、経営の透明性・迅速性の向上を推進」と高らかに歌い上げている。

これに先立って00年4月には、経営諮問委員会が設置されていた。メンバーには多摩大学の学長だった中谷巖氏や、大星公二氏（NTTドコモ会長）、瀬谷博道氏（旭硝子会長）、内海孚氏（慶応大学教授）といった論客が名を連ね、四半期決算ごとに取締役も交えて討議の場を持った。外部からの経営全般に幅広い助言を得ることで、経営の健全性を保つことが目的とされた。この実績を踏まえて法律の裏づけのある委員会制度に発展させたはずだった。

また、他社に先駆けて役員報酬の開示にも踏み切った⁸⁾。03年3月期営業報告書で連結ベースの役員報酬総額を開示し、04年3月期から個別報酬の開示を始めた。国内の産業界では報酬開示への抵抗は強く、90年代末からガバナンス改革を進め、執行役員制度を真っ先に導入したソニー、CEO自らが長らく日本取締役協会や日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムを指導してきたオリックスでも個別の公開は拒絶してきた。例外は、イオン、東京エレクトロンなど数えるほどだ。そのなかで日興コーディアルは03年6月総会での承認を踏まえて、公表に踏み切った。「会社業績や株主価値との連動性をさらに高め、株主重視経営の徹底を図る」というのが当時の会社側の説明だった。その「英断」には、日ごろ大企業の経営陣に厳しい注文を突きつける株主オンブズマンも「企業業績と役員報酬の連動性、および役員の個人的貢献と個別報酬額の連動性を明確にし、経営の透明性を確保するために不可欠です。取締役の報酬の個別開示は日本でも日興コーディアル、東京エレクトロン、Peopleなどですでに行われています⁹⁾」として、先進的な企業例の冒頭に日興コーディアルを紹介している。

こうした先進的な取り組みの背景には、当時の金子昌資会長の信念があったとされる。日本取締役協会の積極的なメンバーとして知られ、05年2月、制度インフラと透明性委員長のとときには「経営者報酬の指針」を公

表。さらに、同年6月、資本市場を正しく使う委員長として「正しい敵対的企業買収に向けた提言」をまとめている。いずれも情報の開示の重要性を説き、証券市場や株主に向けた経営をCEOらに力強く呼びかけている。

投資家への情報発信などを中心としたインベスター・リレーション(IR)活動では社内の先導役として、海外出張もいとわず、世界の投資家との面談をこなしてきた。理論を実践につなげた経営者と見られていた。しかし、特別調査委員会の報告書が「積極的な関与の疑いは払拭できず」として重大な経営上の責任を示唆した社長が日々の経営への影響力を増しているなかで、金子会長が外部に高らかに示していた理念と現実の経営の乖離は目を覆うばかりだった。

5. 諸刃の剣

委員会制度を入れることで、日々の経営は執行部門、長期的な経営判断は取締役会という役割分担が実現し、意思決定や実行の迅速化にもつながるとされた。しかし、社外取締役あるいは独立取締役をいくら入れても、それだけで期待した機能を果たすことは望めない。日興コーディアルの役員、管理職経験者3名へのヒアリングでは、

「人事や報酬ならば社外が機能するという理屈だが、昔の価値観の社外取締役では提案者の顔を見るイエスマンになってしまう」

「お友達ボードでしかなかった」

「証券のバランスシートが分かるのは、社内の数人だけだった」

といった反省が聞かれた。

危機に際して、委員会型の取締役会がまったく機能しなかったわけではない。先述の特別報告書によれば、04年から社外取締役を務め、監査委員長にも就いた国税OBの社外取締役(監査委員会所属)は、04年11月8日の監査連絡会で「ものごとを実質的に考えると、どうもおかしい」として、「うさん臭さから疑義を提示」したとされる。

さらに会計処理が正当なものであるのかについて、弁護士や税理士、公認会計士がメンバーの監査委員会は専門家の見解を求め、会社の顧問でない第三者の立場にある監査法人に照会するなどの努力も見せている。しか

し、証券取引等監視委員会の指摘があるまで、不正な会計処理について経営陣に責任を問うには至らなかった。問題を前にして沈黙していたわけではないのは確かだが、経営の暴走を止める役割を十分に果たしたとは言いがたい。

では、なぜ上場廃止の瀬戸際にまで追い込まれ、長年のライバルであった金融機関の傘下に入る事態を招いたのか。この問いに答えるには、すでに挙げた制度がどんな目的で設けられ、その利点と欠点がどこにあるのかを理解しなければならない。

いくら社外の取締役に長期的な経営判断を示す役割を期待しても、その前提条件となる証券業務への理解が乏しければ、経営陣の判断を追認する役割しか果たせない。しかも、日本の会社法における委員会制度では、報酬、指名、監査の各委員会での決定は最終的なものとなり、原則として取締役会でも覆せない。きわめて強い権限を持っていることは、裏返せば経営への強固な「お墨付き」を与える危険も大きいということである。

また、委員会設置会社の取締役の任期が1年となった。毎年の株主総会で改選させることで、株主に経営を託されるにふさわしい人材を選ぶ狙いがあった。たしかに株主の意見を聞く機会を増やすことで、経営の監視機能を高めることは期待できよう。一方、監査役の任期は1993年と2001年の商法改正で、当初の2年から4年に延長されている。こちらは任期を気にすることなく、じっくりと経営監視をさせる意図からだった。

ただ、二つの制度を巧妙に利用することで、逆に経営へのチェック機能が弱まる事態も懸念される。つまり、監査役制度を撤廃した委員会設置会社では取締役が毎年改選することになるため、取締役候補の選定の権限をCEOが握っていれば、意に染まない監査役や監査担当の取締役を放逐する合法的な手段として委員会制度を悪用する余地も生まれる。事情は明らかでないが、日興コーディアルでは監査役から監査特命取締役に横滑りした人物が1年で退任している。

社外取締役の報酬額も難しい問題といえる。高い報酬は社外取締役の会社依存を高め、独立性を損なうが、低すぎるとは人材が集まらない。日興コーディアルの場合、監査委員は社内2800万円、社外2000万円程度だっ

たという。さらに最長で5期まで続けられるとの暗黙の了解もあったとされる¹⁰⁾。監査委員の拘束の長さや責任の重さに配慮した待遇とされるが、独立性を保つうえで適正な水準といえるのか。議論の余地はあると思われる。ちなみに長らく年5万ドル程度が相場だった米国でも、02年に制定されたサーベンス・オクスレー法が監査委員に多くの義務を課したことで、経済環境による増減こそあるものの報酬は上がる傾向にある¹¹⁾。こうした報酬額の上昇が社外取締役というポストへの執着につながり、CEOに厳しい直言ができなくなる危険も指摘できよう。

6. 制度を生かす手立ては

他社に先駆けて構築したコーポレート・ガバナンスの構造が、会社の破綻にさえつながりかねない不正を止められなかった。「公正な経営」の確立と「企業価値の拡大」という目的を果たすための要件を整えなければならぬ。

コーポレート・ガバナンスでよく言われる「形を作るだけは意味がない」というのは確かだが、さりとて内部取締役中心に構成され、息のかかった社外取締役を加えた現状で事足りりというわけにはいかない。緊張感を保てる制度設計こそが求められよう。日興コーディアルの不正経理の背景には、①ライバルの大和証券に離されることへのあせり②子会社の責任者を引き立てようとしたトップの意識③過去からの慣行への甘え、があった¹²⁾。旧来の経営感覚を残したまま、駆け足で欧米型の制度設計を取り入れた無理もあったといえよう。

経営の自由度はともすれば放逸に流れる危険を伴う。委員会制度を入れるにしても、従来の監査役制度を維持するにしても、CEOの影響を受けない形で審議できる組織運営が欠かせない。そこでは独立性の高い社外取締役は欠かせないが、あわせて社内の情報を集め、正確に報告するだけの事務局の支援体制を整えなければならない。日興コーディアルに見られた監査特命取締役の選任は、正しく機能していれば評価できる制度だったのではないか。また、会計処理などで問題が発見された際には、当該会社と契約関係にある顧問弁護士や監査法人から独立した専門家の意見（セカンド

オピニオン)を聴取できる仕組みが不可欠といえる¹³⁾。

さらに産業界レベルでの情報開示の徹底も求められる。日興コーディアルでは報酬の開示にまで踏み切った。こうした試みそのものは評価すべきであるものの、比較対照のベンチマークとなるべき同業他社の開示情報はなく、結局はスタンドプレーの印象しか与えずに終わった。不正経理が明るみに出た後に経営権がシティグループに渡った際、「シティへの引継ぎや新体制の人選で調整がつかない」との理由で開示は打ち切られた。「同社(シティ)が有する企業統治システムを当社にも及ぼすことによって、当社グループの経営課題に対処し、コーポレート・ガバナンスの更なる充実を目指す」と社外取締役役にシティ出身者を受け入れた際に宣言しているものの、米国で義務付けられる役員報酬の開示(CEO、CFO、上位3名)には背を向けた。継続して開示することで経営の緊張感は高まったと思われるだけに、残念というほかない。いくら立派なメニューを並べても、その理念を実現するだけの企業風土を培わない限り、環境が変われば簡単に元に戻ってしまうことを物語っている。

先述のとおり、東証や金融庁などの議論の焦点は社外取締役から独立取締役に移っているが、本当に経営陣から独立した人物が取締役候補として株主総会に提案される可能性は決して高くない。人選そのものがCEOらに任されているためだ。ならば、独立取締役あるいは社外取締役としての条件をいかに充足しているのかを開示させることが必要となる。全米でもトップクラスの独立取締役をそろえたと自負していたエンロンやワールドコム¹⁴⁾の破綻を見れば、いくら外形基準を事細かに定めても抜け道が生まれる現状を直視しないわけにはいかない。

日興コーディアルの監査委員会は、経理処理に疑問を持って、一定の調査を進めていた。原動力となったのは、弁護士や公認会計士、弁護士という肩書きを持つ社外取締役だった。そうした人々も、顧問契約などに絡めとられているリスクはあるものの、専門的職業人の倫理観やプロ意識に期待するところは小さくない。監査業務を遂行するための支援を行う社内事務局の整備、具体的には社内の事情に詳しい要員の配置、情報が集まる制度の構築が急がれる。

もちろん、CEOの倫理観が根底になれば、こうした条件の整備も画餅に帰する。その点からすれば、取締役会との癒着を防ぎ、経営に緊張感をもたらすうえから、トップの任期を厳格に定めて長期政権や院政の発生を防ぎ、独立性を伴う社外取締役の目にさらす形で後継者を決める制度はきわめて望ましいものといえる。

以上

注

- 1) 本章では、以下を参照した。荻野博司「経営危機における労働組合の機能」稲上毅・森淳二朗編『コーポレート・ガバナンスと従業員』（東洋経済新報社、2004）
- 2) 龍田節、序説：証券取引法研究会国際部会訳編「コーポレート・ガバナンス——アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究——」、日本証券経済研究所、1994年
- 3) Blair, M. M., "OWNERSHIP AND CONTROL", THE BROOKINGS INSTITUTE, 1995年 = 仮訳は筆者による
- 4) 企業の不祥事や財務報告の不正への批判を受けて、91年5月に財務報告評議会、ロンドン証券取引所や会計士団体などが設置した委員会。同年12月にまとめた報告書「コーポレート・ガバナンスの財務的側面」は委員長の名を冠してキャドバリー報告書と呼ばれる。邦訳は、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編「コーポレート・ガバナンス——英国の企業改革——」、商事法務研究会、2001年
- 5) 09年6月に公表。神田秀樹座長のもと、委員20名で構成。
- 6) 09年6月に公表。池尾和人座長のもと、委員26名で構成。ガバナンス機構の問題のほか、市場における資金調達、投資者による議決権行使なども取り上げ、対象は企業統治研究会よりも幅広い。
- 7) 検事OB、弁護士2人、経営倫理研究者で組織。1カ月強の調査を経て、07年1月に報告書を公表。
- 8) ようやく10年3月の開示府令改正を受けて、上場会社に詳細な役員報酬の開示が求められることとなった。報酬などで1億円以上を受け取っている役員の開示のほか、「役員報酬等の決定方針」の開示が義務付けられた。
- 9) 2006年3月24日付のソニー株主向け書簡。ソニーに報酬の個別開示を求める株主提案への賛同者を募るために送付された。
- 10) いずれも取締役経験者からの直接ヒアリングによる
- 11) 全米取締役協会(NACD)のAnnual Director Compensation Survey: 2009-

経営におけるガバナンスの意義

2010. より <http://www.nacdonline.org/AboutUs/PressRelease.cfm?ItemNumber=2299> を参照

- 12) 取締役経験者、幹部社員からの直接ヒアリングによる
- 13) キャドバリー報告書 4.18 は、「取締役が独立した専門家の助言を受けることが必要であるとみなす場合には」「会社の費用で助言を受けることができるべきである」と指摘している。訳は、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編「コーポレート・ガバナンス——英国の企業改革——」より
- 14) たとえば、米経営専門誌『CHIEF EXECUTIVE』は 00 年のトップ 5 取締役会にエンロンを選出。また雑誌『FORTUNE』は同年、エンロンを経営の質でもっとも称賛される会社と紹介。01 年も第 2 位とされた。一方、ワールドコムについて、英『FINANCIAL TIMES』紙は「取締役会はニューヨーク証券取引所の基準に照らしても優れている。多数は社外であり、会長と CEO も分離していた」（02 年 6 月 28 日、21 面）と振り返っている。