

東アジアの企業統治と企業法制改革

序 論

今泉慎也・安倍 誠

第1節 本書の問題意識

本書の目的は、1990年代後半から進行している東アジアの企業統治（コーポレート・ガバナンス）⁽¹⁾に関する企業法制改革⁽²⁾について、改革の背景、内容、過程、および現実の企業活動への影響を明らかにしようとするものである。われわれが企業法制改革に注目するのは、1990年代末から東アジアの企業統治をめぐって、以下のような動きが進行したためである。

第1に、企業統治をめぐる企業法制改革の世界的潮流がアジアへと波及している事実である。第8章で詳細に論じるように、まずアメリカにおいて1980年代から州法・連邦法、さらには証券取引委員会など証券市場監督機関（以下、証券取引委員会）のルール、証券取引所規則等による企業法制改革が進むとともに、民間レベルでも1992年に全米法曹協会が企業統治原則を採択し、企業統治に関する重要な指針を示した。イギリスにおいても1992年のキャドベリー報告から1995年のグリーンベリー報告、1998年のハンベル報告、さらにこれら3報告を統合した統合規範へと続く、企業統治に関するベスト・プラクティスの作成作業が進んだ。この動きは証券取引所規則の改正や会社法の改正へと続いた。企業統治改革の流れは先進国全体に波及し、ヨーロッパ各国や日本において原則の作成や会社法改革に向けた論議が進むことになった。さらにこうした潮流を総括するかたちで、OECDが1998年のミルシュタイン報告をもとに、企業統治原則を1999年5月の閣僚会議において採択した。

一連の法制改革においては、企業統治の目的を株主価値最大化に置くのか、ステークホルダーに配慮するのか、企業繁栄への関心をどうとらえるのか、について多くの議論が行われ、各国の制度改革はそれぞれの国での議論や企業統治の実態に配慮した内容になっている⁽³⁾。しかし、先進各国において企業統治改革が急速に進展した背景には、OECDのミルシュタイン報告の副題が「グローバル市場における競争力強化と資本市場へのアクセス改善」となっていることから明らかなように、1990年代に入って資本市場のグローバル化が急激に進展するなかで、企業の国際資本市場からの資金調達を容易にするために、また各国の資本市場に海外の投資家からの投資を呼び込むために、国際的な投資家の基準に合うかたちで企業統治を再構築する必要に各国が迫られていたことがあげられる。

そのため、改革の実際の中身は、1970年代から1990年代初めまでのアメリカにおいて、株式の分散、および所有と経営の分離による経営者支配から株主＝投資家を保護するために、さらには機関投資家の台頭を後押しするために進められた一連の改革に沿ったものとなった。すなわち、株主の平等性確保のための少数株主権の強化、社外取締役の選任および監査委員会の設置といった取締役会による経営監視機能の強化と説明責任の確保、ならびに経営情報の開示制度の充実等による経営透明性の向上が改革の中心となった。さらに投資効率の国際比較を可能にすべく、会計基準の国際的調整も進められている。

以上のような潮流は、東アジアへも波及することになった。各国とも国際資本市場から資金を積極的に取り込むためには、世界的な企業統治改革への動きは無視しえないものであった。さらに、第9章で詳細を論じるように、OECDは、自ら作成した企業統治原則をOECD加盟国以外の地域へと普及させる活動を世界銀行と共に始めた。東アジアも対象地域のひとつとなり、2003年には各国の整備状況を評価した白書が発表された。2005年中には同白書で勧告された事項の実施状況に関する報告書の作成が予定されている。しかし、既存の法制度や国際的圧力の度合い、また法改正をめぐる国内の政治

状況には国によって大きな違いがある。東アジア各国において、世界的な企業統治改革の流れがどのようなインパクトを与えたのか、国ごとに差異があるとすればそれは何かについて明らかにしたいというのがわれわれの第1の問題意識である。

第2に、アジア通貨危機の発生とそれを企業統治問題と関連づけようとする動きである。通貨危機が発生した国において、危機の過程で企業の過剰投資、系列企業に対する不当支援、資産・利益の隠匿等が明らかになった。ここでは支配株主による経営の専横が問題視され、危機後の構造改革においては企業統治改革が重要課題のひとつと位置づけられた。特に企業統治改革に熱心であったのが、危機に陥った各国に緊急融資を行う立場にあったIMF、世界銀行などの国際機関であった。詳しくは各章で論じるが、国際機関は緊急融資にあたってのコンディショナリティのなかに、企業統治改革を含めていたのである。

国際機関がこのような改革を推進するにあたって、それを理論的に裏付けようとする研究が相次いで発表された。クラッセン (Stijn Claessens) をはじめとする世界銀行のグループは、ピラミッド型の企業グループの形成が広くみられる東アジアにおいては、支配株主がこうした所有構造を通じて相対的に少ない資本で多くの企業を支配しており、所有権 (キャッシュフロー権) と経営コントロール権の乖離によって、少数株主を「搾取 (expropriation)」していると論じた (Claessens, Djankov and Lang [1999])。

また、ファッツィオ (Mara Faccio) らは、先進国においても同様の所有構造がみられるにもかかわらず、搾取が問題とならないのは、少数株主の権利が法的に十分に保証されているからであると指摘した (Faccio, Lang and Young [2001])。

国際機関は、経済危機への処方箋のひとつとして、1990年代の先進国と同様の企業法制改革、すなわち少数株主権の強化、取締役会による経営監視機能の強化、開示制度の充実等による経営透明性の確保に取り組むこととなった⁽⁴⁾。はたしてこうした先進国と同様の企業法制改革が、東アジア企業にお

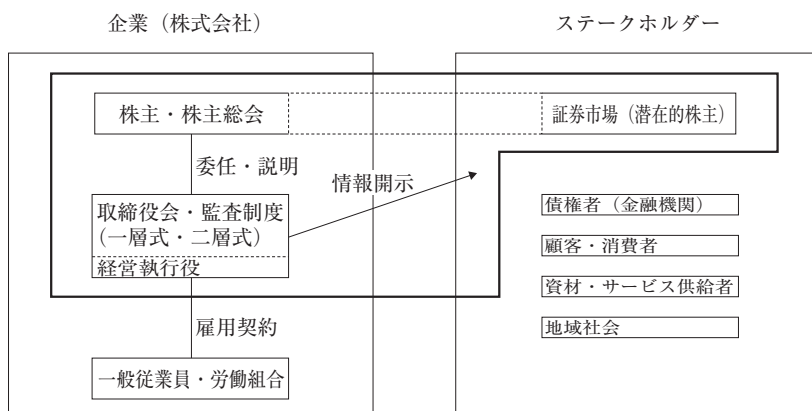
けるガバナンス上の問題点にどこまで切り込むことができるのか、それに限界があるとすれば何か、というのがわれわれの第2の問題意識である。

本研究では、以下の各章において、各国企業の現実のガバナンスの特徴を十分に踏まえたうえで、企業法制改革の経緯と内容を詳細に吟味し、さらに企業経営への影響を分析する。こうした作業を通じて、1990年代に急速に進行した東アジアにおける企業法制改革の共通点と差異点、およびその背景と残された問題点を明らかにしていきたいと考える。

第2節 本書の分析対象・分析枠組み

ひとことで企業統治といっても、その目的、議論の対象は論者によって様々である。特に、企業統治の目的を株主価値最大化に置くか、ステークホルダーの利益を含む企業価値最大化に置くか、によって議論の対象は大きく

図1 企業統治論の範囲



(注) □：本書が議論の対象とする範囲。

(出所) 土屋・岡本 [2003: 94], 図2-11を本書の議論に合わせて大幅に修正。

異なってくる。本書ではさしあたり議論の対象を、図1のように株式会社の内部統制機構、および証券市場における開示制度等の情報公開をめぐる法律（会社法、証券取引法等）および関連制度（上場規則、ガバナンスコード等）に絞る。証券市場を通じた公開株式会社のガバナンスに重点を置いた範囲設定であるが、これは東アジアにおいて企業統治をめぐる議論および企業法制改革がまさにこの範囲において展開していることに基づいている。ただし、各国の事情および現地での議論の状況に応じて、各章では独占禁止法、国営企業の企業統治、倒産法制などの問題についても必要な限りにおいて考察を行うこととする。

そのうえで、本書では各章における分析の枠組みを図2のように設定した。まず各国における①既存の企業統治関連法制度および②企業統治の実態を把握するとともに、③1990年代以降の各国をとりまく経済環境の変化、および④各国企業自体の変化を跡づける。そして、⑤こうしたなかから進行した企業統治関連法制度改革の具体的な内容を見ていく。その際に、⑥関連各アクターの対応と相互作用等、どのようなプロセスを経て改革が行われたかにも注意を払う。最後に、⑦改革に対して企業がどのように対応しているのか、改革の影響を分析したうえで、⑧制度改革全体の評価および残された課題の析出を試みる。

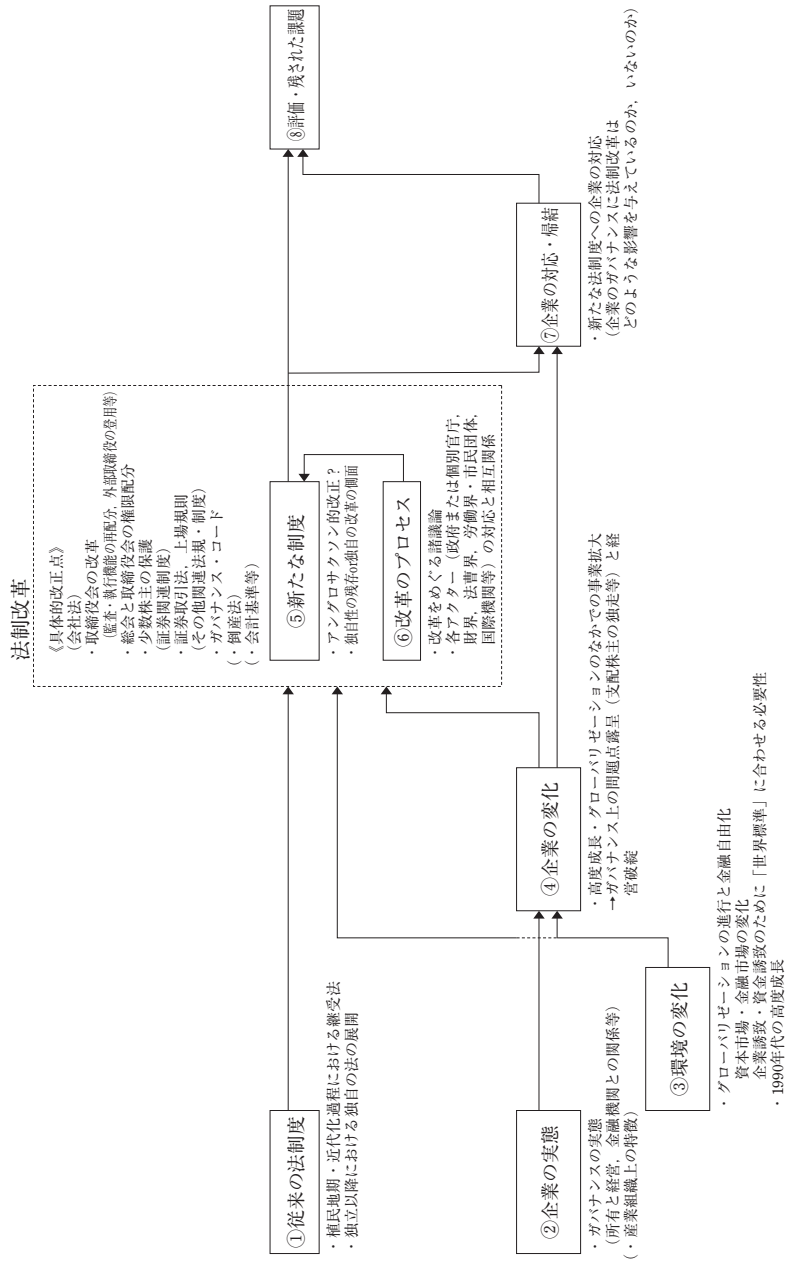
第3節 アジア諸国における企業統治改革の概要

本研究会の主要なファインディングは次のとおりである。

1. アジア諸国の企業統治機構

アジア諸国の企業法制は、植民地時代または近代化において継受された法制度の影響が強く、その違い、および各国における様々な受容過程の経緯が

図2 分析の枠組み



(注) 筆者作成。

ら従来の企業統治機構にも様々な形態がみられる。特にそれが顕著であるのは経営機構においてである。

株式会社の経営機構に関しては、一般に一層制と二層制の区別から論じられることが多い。一層制とは、株主総会が選任する取締役会が経営監督と業務執行を行うモデルであり、業務執行と監督を同一の機関が行うところに特徴がある。他方、ドイツを典型例とする二層制は株主総会が選任する監査役会が取締役を選任するモデルであり、取締役会が業務執行を行い、監査役会が経営監督を行うものであり、経営と監督の区別が明確である。

旧英領のシンガポール会社法（1965年）、スペイン領で後にアメリカ領となったフィリピンの法人法典（1980年）は英米法系の一層制の経営機構をとる。近代化過程において英米法と大陸法を折衷的に継受したタイの会社法はイギリス法の影響が強く、民商法典（1928年）、公開株式会社法（1992年）は共にイギリスの会社制度をモデルとする。また、旧オランダ領のインドネシア会社法は大陸法系であるが、株主総会が取締役と監査役を選任する変則的な二層制をとっている。

他方、二層制に含められて論じられる日本およびその影響を受けた韓国、台湾の会社法制は、ドイツ法をモデルとしつつも、取締役会制度などアメリカ法の影響を受けている。取締役会による監督とは別に監査役の監督（適法性監査など）を認める点で二層制と評価可能であるが、典型的な二層制の監査役会とも異なっている。この意味で一層制と二層制の中間的なものとして位置づけることができる。中国会社法は、英米法と大陸法との折衷的な会社法制をとり、体制移行国ゆえの特殊な制度をおくが、ガバナンス構造は取締役会と監査役会の二層制をとる。

2. 企業統治改革の背景

企業統治改革が行われた背景として、アジアにおいて特徴的であるのは、1997年からの通貨・経済危機とその後の制度改革における企業統治問題への

取り組みである。経済危機が発生した諸国（韓国、タイ、インドネシア）においては、大企業の破綻や大規模な企業グループの破綻が起こり各国の経済に大きな打撃を与えたが、その過程において過度の借入に依存した放漫経営、経営者または支配株主による会社資産の篡奪、あるいは不正な会計報告などが明るみに出た。危機後、これら諸国の制度改革支援に乗り出したIMF・世銀は、アジア諸国における企業の統治構造の脆弱性、とりわけ創業者一族など支配株主の存在を経済危機の原因のひとつとして捉え、その是正を強く求めたのである。

こうした創業者一族など支配株主が経営に深くコミットメントする状況は、多くのアジア諸国において共通している。経済危機によって直接的な影響を受けなかった国においても、1990年代後半から経営者・支配株主の暴走、不正行為から公開企業の破綻が生じ、社会問題化する現象がみられた。たとえば、台湾において、情報開示が不正または不十分であるため、突然の破綻によって投資家が予期せぬ被害を受ける事例が相次ぎ、現地では「地雷株」と呼ばれたが、このことは問題の所在をよく示している。

多くのアジア諸国は、証券市場の発展を開発戦略として重視しており、経済危機や企業不祥事によって失われた外国投資家の信頼を回復するための施策として、一連の企業統治改革を行った。優良企業の選別という問題だけでなく、その国の市場全体あるいはアジア地域全体の企業統治状況に対する投資家の懐疑を払拭し、信頼回復を図ることに企業統治改革の強い動機づけがあった⁵⁾。しかしながら、必ずしも国内すべての当事者が企業統治改革の受容に積極的であったわけではなく、制度改革に対しては強い反発が起きた国は少なくない。企業統治改革が外形的な一過性ものに終わる危険性も残っている。

3. 企業統治改革の内容とその類似性

1990後半以降、上場企業を中心とする企業統治改革が進められたことは本

書の対象国だけでなく、他のアジア諸国に共通してみられる現象である。また、改革の対象となった問題領域、具体的な措置の内容も各国できわめて類似している点が大きな特色である。最も典型的な改革は、独立取締役または社外取締役、取締役会内の監査委員会設置の動きである。制度化のレベルは異なるけれども、対象国の多くで公開会社は独立取締役と監査委員会の設置を義務づけられた。

こうした制度改革は、冒頭で述べたように、アメリカにおける企業統治改革を淵源としている。アメリカでは、取締役の下におかれる執行役員に業務執行を行わせ、取締役会は経営方針の決定や経営監督にその役割を変化させてきた。同時に、取締役会による経営監督機能を強化するため、ニューヨーク証券取引所の上場規則等によって、社外取締役ないしは独立取締役の導入と監査委員会などの委員会制度が発展してきた。ここでいう監査委員会の役割は、会計監査とは区別されなければならない。監査委員会の役割は、企業内部の会計監査、内部統制のシステムを監督したり、会計監査人の選任が適正に行われているか、などの審査を行い、経営者の暴走や不正を未然に防ぐシステムを確立することにあると言える。

このような独立取締役+監査委員会のセットは、アメリカ以外の諸国においても企業統治強化のための手法として急速に広がりつつある。アメリカでの動きは、本来は二層制における意思決定過程をモデルとするものであったが (Kraakman et al. [2004: 35])、ドイツなど二層制をとる国においても、監査役会の監督機能の強化のため独立監査役、監査委員会などが取り入れられている。このように「執行と監督」の分離を強調する現在の企業統治論においては、二層制と一層制の区別の重要性は低下しつつある。

そのほかにも、少数株主保護、開示規制の強化、会計基準の改訂 (特に国際会計基準への準拠) などの改革が進められたが、そこで採用される具体的な手法も各国で共通する部分が多い。こうした共通性は、世銀・IMFの制度改革支援が介在した諸国 (韓国、タイ、インドネシア) だけでなく、それ以外の国・地域においてもみられる。アジア諸国は、政策課題として企業統治

問題が浮上するなかで、先進国で先行する企業統治改革の一連の手法を、いわば政策パッケージとして採用したと言えよう。

4. 統治改革のアプローチ

以上でみたように、アジアの企業統治改革においてはアメリカ型の企業統治モデルが大きな影響力をもっているが、改革のためのアプローチには国ごとに違いがみられる。ここでは、改革のアプローチを、その実現方法ないしは制度化のレベルに応じて、(1)法律の制定・改正、(2)証券監督行政機関の規則、証券市場の上場規則、(3)その他非拘束的な文書の採択、の3つに整理してみよう。

(1) 会社法・証券取引法

1990年代後半から会社法、証券取引法、会計法などの法令の制定・改正が行われてきたが、最も中心的な課題は会社法改正であった。

企業統治規制の強化の観点から重要な改正として、台湾商法（2001年改正）、韓国商法（1998年、1999年、2001年改正）、シンガポール会社法（2003年改正）がある。これら諸国は会社法改正を従来から頻繁に行ってきたが、大企業の経営破綻等を契機に企業統治問題が表面化したのに対応して、これら改正では企業統治改善のための制度整備が課題となった。中国は、法形式が他国と異なる部分が多く単純な比較はできないが、1993年会社法を補完する下位法令、たとえば中国証券監督管理委員会（China Securities Regulatory Committee：CSRC）の諸規則によって、企業統治規制の強化を目的とする改革がやはり1990年代末から行われている。

他方、タイとインドネシアは、IMFの制度改革支援において会社法改正が議論されたが、会社法改正はあまり進展せず、両国とも企業統治向上のための改正は今後の課題として残されている。インドネシアでは会社法改正は行われず、また、タイでは2001年に公開株式会社法の改正が行われたが、そ

の主たる目的は、経営危機に陥った企業の再建を支援するため、資本、自己株取得等の規制緩和を導入することに主眼があり、企業統治問題は部分的にしか取り扱われなかった。この背景には、インドネシアが1995年に、タイは1992年に新たな会社法を制定したばかりであること、ならびに改革に向けた起草作業が迅速に進まなかったことがある。また、フィリピンでは会社法改正の動きがまだ現れていない。

会社法改正のあり方を規定する要因として、株式会社形態をとる企業のなかには、近年の企業統治改革が対象とする大会社ないしは上場会社だけでなく、中小企業や閉鎖企業が含まれることがある。一般に大陸法系の国では、閉鎖会社のための企業形態として有限会社があるが、有限会社制度もつ日本、韓国、台湾では、実態としては中小企業で株式会社形態を利用するものが多い。このため、会社法改正において中小企業など多様な企業への配慮が必要となり、一律の規制強化を困難とする。

韓国は、日本の商法特例法に相当する外監法によって大会社と中小会社との区別を導入し、外監法の1998年改正によって大会社に対する企業統治規制を強化した。また、2000年の証券取引法改正で一定規模以上の上場法人に対して少数株主権要件の緩和・監査委員会の設置義務づけを行ったことで、証券取引法が大会社法としての性格をもつようになった。他方、台湾など会社規模に応じた法制度をもたない場合、中小企業等への配慮が必要なため、規制強化に限界がある会社法改正よりも、後述する上場規則等による規制が先行している。

イギリスなど先進諸国では、上場会社・大会社を念頭において企業統治規制が強化され、近年では閉鎖会社に対する規制緩和を求める議論も出ているが、多くのアジア諸国では閉鎖会社の企業統治は今後の課題として残されている。シンガポールなど英米法系の会社法では有限会社に相当する企業形態はなく、イギリス会社法に従って、公開会社と私会社の区別があるが、私会社の企業統治問題の取扱いは課題として残っている。また、タイは、閉鎖会社である民商法上の株式会社と公開会社である公開株式会社を区別するが、

閉鎖会社についての規制強化はほとんど手つかずのままである。

会社法制改革と並んで、証券取引法の改正も企業統治改革において重要な課題である。とりわけ、証券取引法による情報開示規制は、アジア諸国の企業統治上の特徴である支配株主や企業グループの問題に対処するための重要なツールとなっている。ただし、証券取引法が経営機構に関する具体的な定めをおくことは、上述の韓国の場合を除くと少ない。企業統治規制は、後で述べる証券取引委員会等が定める諸規則や証券取引所の上場規則などによって進められている。また、後述するように、証券取引法による投資家の権利保護・紛争処理制度として、団体訴訟、集団訴訟（クラス・アクション）制度が取り上げられている。これら制度は、訴訟手続を利用しやすくすることによって企業統治を強化するものであると言える。

(2) 証券取引委員会等の規則、証券取引所の上場規則

各章でみられるように、企業統治改革において証券取引委員会などの規則や証券取引所の上場規則等が重要な役割を果たしている。各国は、証券市場の整備を進めるなかで、証券取引委員会等の新設・再編や、自主規制機関として証券取引所の組織・権限に関する規定を整備した。こうした機関は、証券公募や上場の審査・許認可、証券取引に関するインサイダー取引、相場操縦、不実記載など違反行為の捜査・摘発を行うほか、公開企業に対する企業統治規制も行っている。たとえば、株式公募の許可基準や上場基準を定める証券取引委員会または証券取引所の規則は、そうした基準として監査委員会の設置や独立取締役の選任などを義務づけている。

対象国の多くは法律レベルよりも、むしろこうした行政規則または取引所規則によって企業統治規制を行っている。特に会社法改正が進展しなかったインドネシア、タイ、フィリピンにおいては、上場規則等による規制の役割は大きい。また、証券取引委員会や証券取引所は、ベスト・プラクティスや企業統治報告書の公表等を通じて、各国の企業統治改革における推進役として大きな役割を果たしている。

これらのアプローチ自体はニューヨーク証券取引所（NYSE）で発展し、各国の証券市場で急速に広まっているものであるが、このアプローチが選好される理由は、次の2点がある。第1に、法律の制定・改廃には時間と労力がかかり、同様にいったん導入されるとその変更のためのコストが高いのに対して、行政規則、上場規則は、必要な規制を迅速に導入することができるほか、状況の変化に応じた修正も容易である。第2に、規制の対象とすべき上場会社ないしは公開会社を直接に適用することができるので、多様な企業を含む株式会社全般に関わる会社法改正よりも、制約が少ないと言える。

(3) ベスト・プラクティス等

第3の制度化レベルは、企業統治原則、ベスト・プラクティス、企業統治規範（コード）などの名称の非拘束的な文書を通じた規律づけである。こうした文書を制定する主体は多様であり、証券取引委員会、証券取引所、政府内の委員会、企業統治のために新設された機関等がある。本書で分析の対象としたアジア諸国はいずれも企業統治に関するコードを導入している。

こうした文書自体には法的な拘束力はないが、その内容が前述の行政規則ないしは上場規則に取り込まれることによって、法的に義務づけられることもある。また、次のような他の施策と組み合わせることで、公開会社等に対して実質的な拘束力をもち得る。

第1は、情報開示規制と結びつけるものであり、上記のコードを遵守しているか否か、遵守していない場合にはその理由を開示することを義務づけられるものである（いわゆる *comply or explain*）。企業の評判、市場ないしは社会的圧力を背景に実質的に拘束力をもたせるものであると言えよう。

第2は、そうした基準を遵守する企業に対して優遇措置を与えるものである。企業統治アワードなどの表彰活動、時には税の減免などの優遇措置などのインセンティブを付与することによって、そうしたコードの内容の実現を図ろうとするものである。こうした企業統治に関して優秀企業の表彰などが行われている国として、韓国、フィリピン、タイなどがある。

このアプローチの特色は、特定の措置または行動を義務づけるのではなく、一定の目的の実現を達成すべきことを定め、その具体的内容については各企業の裁量を大きく認めることが可能であり、企業の自主性を尊重した制度設計が可能であると言えよう。

非拘束的文書は、直接に個々の企業の行動指針となるだけではなく、韓国やタイのように、企業統治改革の青写真を定め、その後の法改正や他の制度改革の基礎となるものもある。

ただし、各国のコードの性格を考える際には、その名称だけでなく、その法的効果を見極める必要がある。たとえば、中国の「上場企業統治準則」やフィリピンの「企業統治コード」は法的拘束力があり、その性格は(2)の行政規則である。

5. 制度改革に関係するアクター

制度改革に関連するアクターやそれらの相互関係は、制度改革過程、および改革によって導入された制度の実効性あるいは定着をみていくうえで、重要な焦点となる。

最も注目されるのは、IMF、世銀など国際機関による制度改革支援である。ただし、制度改革支援を受けない国においても同様の企業統治改革が行われている点を見ると、国際機関の役割は、一定期間内のコンディショナリティの充足を要求することを通じて、改革プロセスの進行を強く促した点にあったとみることができるであろう。この点、一部の国において通常とは異なる経路で立法作業が進展したことはこうした要求に応えるためであるが、その一方で後述するように改革が拙速であったという批判が生まれることとなった。

もうひとつは、国際機関の関与の有無を問わず、証券市場の発展に直接的な責任を負う証券取引所、証券取引委員会が企業統治改革の中心的な推進役となったことである。これら機関は、経済危機や公開企業の破綻など証券市

場の停滞に危機感を覚え、投資家の信頼回復の必要性を強く認識していた。これら機関が証券市場改革で改編され、権限規定などの整備、他国状況の研究を開始していたことは、改革を主導することを可能にした。

経済界は、企業統治の推進役であると同時に、規制の強化に異議を表明する2つの側面をもっている。韓国、台湾では法改正をめぐって経済界が積極的な発言を行った。他の国では政府内の委員会等への参加のかたちにとどまる例も多い。フィリピンの場合、世銀の支援を受けて設立された取締役協会は、企業統治規範の策定など企業統治の推進に中心的な役割を果たした。

その他のアクターとしては、市民団体がある。韓国においては、財閥の構造改革が焦点となったこともあり、市民団体が会社法改正に対して積極的に発言を行ったことが特徴的である。

具体的に制度がどのような過程で選択されるかという点では、法務官僚の世代交代が重要なポイントとなったインドネシアは興味深い事例である。インドネシアでは、オランダ法教育を受けた官僚層からアメリカ法を学んだ官僚層への世代交代が1995年の会社法、証券市場法の起草過程をよりアメリカ法の影響を受けたものへと変化させ、また、アメリカをモデルとするような企業統治改革への対応も可能とした。

6. 改革過程の特徴と評価

改革によってもたらされた諸制度に対する批判的な言説としては、①制度改革が拙速に進められた、②大陸法的な制度に英米法的な制度が「接ぎ木」されるなど制度間の整合性が不十分である、③アジア諸国における創業者一族などの支配株主が経営に深くコミットする状況において、所有と経営の分離を前提とした制度設計は機能しない、④強行法規に偏っている、などがあげられる。

第1に、企業統治改革に速度が要求されたことは多くの国でみられる。その理由は、①企業統治改革が、外国投資家の信頼回復による証券市場の活性

化という短期的な目標設定の上に位置づけられたこと、② IMF 等の支援を受けた国においては、国際機関等による管理の下で、スケジュールに従った改革の実現が要求されたことがある。

こうした迅速性が求められた結果、通常の法律案の起草作業とは異なる経路で行われることがあり、従前の起草手続きで行われたような他の制度との整合性のための慎重な検討が省略された可能性は高い。また、上場規則やガバナンス・コードの場合、法律ではない行政規則等によって企業の経営機構のあり方が急に変更を求められたことに対しては、企業側にはとまどいも少なくない。とりわけ、規制内容の可否を問う機会が十分に与えられず、行政機関等の一方的な施策によって決められてしまうことへの危惧がある。

第2に、制度間の整合性問題は、監査役制度をとる国でより鮮明に現れている。すなわち、既存の監査役会と新たに設置される監査委員会との権限や役割をどのように配分していくのか。そうした制度設計が法令で必ずしも明確化していないことがある。

中国の場合、代表取締役が取締役会の監督権限をもつという独特の制度を採用しているが、この権限と監査役、監査委員会との関係をどのように整理するか理論的にも実務的にも問題が生じている。台湾の場合、会社法上は監査役を置いている一方で、ガバナンス・コードでは新たに監査委員会制度を導入した。しかし、選択制がとられていないため、監査委員会と監査役とが併存し、両者の役割を制度設計上どのように整理するか問題が残っている⁽⁶⁾。

第3に、所有と経営の分離が行われず、支配株主たる経営者に権力が集中している場合に、果たして十分な監督的役割を果たす独立取締役を選任することができるかどうかは各国に共通の問題である。外形的な独立性の基準を満たすだけで、経営者と親しい者が選任される場合や、有名人が名誉職的に選任されるのであれば、監督的役割を果たすことができないという批判がある。現段階において、各国の上場会社の多くで独立取締役、あるいは社外取締役や監査委員会制度の導入が進んでいるが、実際に独立取締役や監査委員

会が企業統治の問題にどのように寄与しているのか、実証的なデータはまだ示されていない⁷⁾。

各国の証券取引委員会、証券取引所など関係機関は、取締役や投資家などの研修を行い、諸制度が機能するための活動を行っている。開示制度など他の諸制度との連携させながら、こうした制度が機能していくための条件作りを進めていく必要がある。新たに導入された諸制度間の関係をどのようにうまくつなぐかは、各国の会社法学の今後の課題となっていると言えよう。

第4に、会社法・上場規則等で企業統治機構について強行法規化を強めたことは、先に述べたように規制緩和を求める財界から強い反発が出ている。私的自治ないしは定款自治の観点から、企業組織について法律でどこまで規律すべきか、あるいは定款自治と強行規定のバランスをどのように定めるか、根本的な課題が常に問われていると言えよう。

7. 制度が機能するための条件

制度改革を評価する場合、制度自体の内容だけでなく、制度が実際に機能するための条件を考えていくことが必要である。制度が実際に完全な形で設計されていたとしても、その制度の活用を促すコストが高ければ、制度は機能しないからである。たとえば、どのように株主に権利を与えたとしても、権利主張ないしは権利実現の経済的・社会的コストが高いものであれば、権利行使は行われぬ。代替的なよりコストの低い方策が模索されるか、弱い当事者の泣き寝入りに終わるのである。株主（投資家）の権利主張を支援する枠組み、たとえば株主代表訴訟が機能できるように設計されているかが問題となる。訴訟費用の会社による負担などのルールの明確化が必要である。また、法律に規定があっても、先例がほとんどないような状態では勝訴の見込みが立たないのであり、ガイドライン等によって予測可能性を高めることもひとつの方策となりうる。

ここでは特に、権利主張のコストを下げるための制度整備の必要性、およ

びその利用者である株主の行動と周辺制度の整備等について検討してみよう。

(1) 権利主張・紛争処理と株主行動

会社法において、少数株主の権利の保護や、取締役や経営者の義務・責任に関する規定が整備される一方で、こうした規定を担保するための会社法上の株主代表訴訟制度は多くの国において採用されている。しかしながら、こうした訴訟は多くのアジア諸国においてあまり活用されていないのが実情である。そのため、利用を促すような制度整備が試みられてきた。

株主代表訴訟は多くの国で単独株主権ではなく少数株主権として定められているが、その要件たる持株数を引き下げたり、その行使のための基準日の要件を緩和することが試みられている。また、株主代表訴訟は会社に代わって損害賠償を請求するものであり、訴訟費用の会社による負担などの規定の整備が不可欠である。濫訴を防止する歯止めも必要であるが、代表訴訟を提起する株主の賠償責任などが過度に強調されるならば、こうした権利行使を阻害すると考えられる。

第2に、証券取引法等による投資家保護のための諸制度は、少数株主保護としての性格を有する。不実記載などの違反行為によって被害を受けた投資家（株主）は、損害賠償を請求することができるが、こうした権利主張を容易にする手段として近年の企業統治改革において重視されているものとして、集団訴訟（クラス・アクション）がある。

証券関係事件で集団訴訟が必要とされる理由としては、証券関係事件では被害を受けた投資家の数が多く、分散しているため、被害者の組織化が難しいほか、同一の法律関係について一つの訴訟で解決することの訴訟経済上のメリットがある。この集団訴訟制度はアメリカ等において認められているが、まだ導入した経験のない国も多く、特に大陸法系の諸国では、既存の訴訟法との整合性をどのようにとるかが大きな課題となっている。証券関係事件について、集団訴訟を導入した国として韓国や台湾がある。タイにおいても集団訴訟の研究・導入検討が進められている。また、台湾においては投資家保

護センターによる団体訴訟も制度化されている。消費者保護⁸⁾などの分野で消費者団体に訴権を認める国は多く、団体訴訟制度の方が導入しやすいとも考えられる。同様に権利主張のコストを軽減するものとして、証券取引委員会による仲裁など行政機関型のADR (alternative dispute resolution, 代替的紛争処理制度) を定める事例もある(タイ、フィリピン)。

制度改革が進展しても、これら制度を実際に活用する株主または投資家が登場しない限り、制度改革による企業統治の向上は潜在的なものにとどまる。株主行動としては、機関投資家の活動と市民団体や企業家グループによる株主代表訴訟の利用が考えられる。韓国の市民団体である参与連帯における訴訟活動はこのような活動の嚆矢として注目できる。

機関投資家については、経済危機後、アジア諸国の証券市場への欧米機関投資家の投資はむしろ増加している。欧米機関投資家によってアジア企業が企業統治の改善を求められる事例も今後増加すると考えられる。現地の公的年金などの機関投資家による議決権行使を利用した活動はまだ顕著ではないが、アメリカのカリフォルニア州公務員退職年金基金(カルパース)などをモデルに、議決権行使のあり方の研究を開始しているところもある。

(2) 周辺制度の整備・規範の内面化

周辺制度の整備は制度改革の実効性の条件のひとつである。制度はそれぞれ単一に作動するのではなく、関連する諸制度の複合によって成立しているのである。会計制度、公認会計士制度だけでなく、司法制度や民事執行など基礎的な制度が実効性を欠く場合には、企業統治が十分に機能することは期待できないであろう。近年、アジア諸国の法整備支援において、司法改革、紛争処理制度の整備が重視されているのは、これら制度の制度インフラとしての役割が非常に大きいことがある⁹⁾。

民事訴訟とは別に、違法な行為を行った経営者等に対する刑事訴追、行政処罰が適切に行われることはガバナンスの観点からも必要である。会計操作や不実記載などの証券関係事件は複雑であり、関係機関の能力増強がエンフ

オースメントの向上の課題となっている。証券取引委員会だけでなく、裁判官、検察官、警察などの研修も鍵となっている。

制度の実効性に関わるもうひとつの要素は、制度の目的・理念に対するコミットメントを高めることであろう。近年、改革が進んだ背景には、企業統治の理念の尊重が経済危機などの経済的苦境を脱するために、また経済発展や企業発展に有利である、という認識があり、制度改革の容認あるいはコミットメントを引き出す要素となった。こうした企業統治の改善の動きが定着し、継続的に行われていくためには、企業家、行政官、投資家、市民が、企業統治論の思想・理念を共有していくことが重要であろう。多くの国で取締役協会などの団体が設立され、企業の取締役や投資家などを対象に啓蒙活動や研修事業を開始している。第6章で触れるように、インドネシアにおいて株式会社法に「家族主義」「合議のための協議の精神」を盛り込んだことは、各国固有の文化的な要素を加えることによって、企業統治の理念をより共有しやすいものにする試みとして評価することもできるであろう。こうした要素は、企業の社会的責任論とも結びつく契機となりうる。

第4節 残された課題

以上で明らかになったように、1990年代後半において、アジア諸国では経済危機の経験のあるなしにかかわらず、企業法制改革が進行した。その内容は、アメリカをはじめ先進国で進行している企業法制改革と基本的に同一のものであった。しかし、改革への具体的なアプローチは、国によって違いがみられた。改革はその拙速さ、制度的不整合、現実の企業統治問題への対応の不十分さ、強行法規化と規制緩和・定款自治との二律背反等の問題を抱えており、今後、制度が実際に機能するためには周辺制度の整備や規範の内面化等が必要となっている。

各国での改革の詳細は各章での議論に譲るが、アジア諸国の企業統治を考

えるうえで、本書では十分に明らかにできなかった課題も残されている。

第1には、各国とも改革の方向性は同じであるものの、アプローチに違いがみられることについて、その相違がどのような要因に基づいているか、という点である。継受法の違い、経済危機の発生に伴う切迫感の有無、政治状況等、様々な要因が考えられるが、本書ではこの点について深く掘り下げることはできなかった。第2には、改革の評価は実際の企業経営にどのような影響を与えたのかを含めてなされるべきであるが、以下のほとんどの章において、この点は十分に分析しえなかった。

上記の2点については、各国の企業統治法制の改革が、いまだ進行中であることが大きな制約となっている。台湾における証券取引法やタイにおける公開株式会社法など、各国の企業統治に大きな影響を与える法律が、本書執筆時点ではまさにこれから国会で審議される段階にある。法整備が一段落した国においても、法改正からまもなく、関連制度の改革が進行中である。以上の点を十分に分析するには、ある程度の時間の経過が必要であろう。

もうひとつの課題は、アジアの企業統治を、その他のステークホルダーを含めたより広い視点から考察する必要があるということである。図1で示したように、本書は議論の対象を会社法が定める株式会社の内部統制機構、証券市場における開示制度等の情報公開をめぐる法律および関連制度等、証券市場を通じた公開株式会社のガバナンスに焦点を当てた。これは現実の企業統治をめぐる議論および法制度改革がこの範囲を中心に進んだことを反映しているが、現実のアジアの企業統治を考えるうえで、これだけでは不十分であることは言うまでもない。韓国やインドネシアなど、従来間接金融が中心であった国においては特に金融機関＝債権者からのガバナンスが大きな意味をもつ。また従業員・労働組合も、企業のステークホルダーとして重要性を増していくと考えられる。これらステークホルダーの存在を踏まえてはじめて各国の企業統治の共通性と独自性が明らかになるとともに、本書が対象とした部分の企業統治の意味も改めて浮かび上がってくると考えられる。

先進国においても、グローバルな市場において圧倒的な影響力をもつプレ

ーヤーであるアメリカの企業統治モデルが他の地域に強い影響を与える一方で、ヨーロッパのように企業統治モデルを試行錯誤する動きもある。世界的に企業統治モデルの「収斂と分化」のプロセスが同時に進行しているなかで、アジア諸国における企業統治はどのように収斂、もしくは分化していくであろうか。以上で述べたように残された課題は多いが、われわれは本書をこの問題を明らかにするためのひとつの基礎作業と位置づけ、今後も引き続きアジアの企業統治に関する考察を進めていきたいと考えている。

〔注〕 _____

- (1) 本書では、企業統治をさしあたり「利害関係者が経営者を適切にモニタリングし、規律づける仕組み」と定義づける。その具体的な内容は、利害関係者の範囲をどのように捉えるかによって異なってくると考えられる。本書における企業統治論の射程については、6ページを参照。なお、本書では、corporate governance の訳語を原則として「企業統治」に統一した。
- (2) ここで言う「法制」とは、法律だけでなく関連規則・制度を含む。たとえば後で論じる企業統治に関する「ベスト・プラクティス」もここで言う「法制」に含んでいる。一般に、会社の諸機関の権限配分・責任等、企業統治に関わる法律は「会社法」と称される。本章において、「会社法制」ではなく「企業法制」としたのは、近年、会社法ばかりでなく証券取引法や競争法およびこれら法律に基づく規則等も、企業統治に大きな影響を与えるようになっていたとの認識に基づいている。
- (3) 稲上は企業統治のモデルを、株主価値最大化を目的とする (A) 伝統的モデル、株主価値最大化を目的としつつも企業の長期的反映やステークホルダーとの良好な関係の構築に内在的な関心を置く (B) 洗練された株主モデル、ステークホルダーを含めた価値最大化を目指す (C) 多元主義モデル、の3つに類型化し、さらに (A) 伝統的モデルを (A-1) 適法性監視型、(A-2) 経営効率向上型の2つに分類した。稲上によれば、イギリスのキャドベリー報告は (A-1) 適法性監視型、アメリカのコーポレート・ガバナンス原則は (B) 洗練された株主価値モデルであるという (稲上 [2000: 5-21])。
- (4) ラポルタ (Rafael La Porta) やシュライファー (Andrei Shleifer) らは、先進国を含めて、異なる法体系ごとに少数株主保護の度合いに違いがあり、このことが企業の市場価値に影響を与えているとする。すなわち、英米法系諸国においては少数株主保護が整備されているのに対し、大陸法系諸国は比較的弱いという (La Porta et al. [1998])。また、親会社の子会社に対する不当な

支配力の行使に対して、英米法諸国は忠実義務の柔軟な解釈によって法的解決を図ってきたのに対して、大陸法系諸国では明示的な法規定を設けない限り防止することが困難になっているとしている（Johnson et al. [2000]）。本書の執筆者の多くは各国の企業論を専門としているが、会社法に着目したのは以上のような最近の研究動向に関心を持っているからでもある。

- (5) 企業統治コンサルティング、取締役研修、人材バンク事業などの企業統治ビジネスという新たな事業機会を創出することもまた、企業統治を促す要因として留意されるべきであろう。多くの国で1990年代後半から取締役協会等の団体が設立され、研修活動等が行われている。フィリピンの法人取締役協会（Institute of Corporate Directors：ICD, 1999年設立）、タイの取締役協会（Thai Institute of Directors：IOD）等。なお、危機後の倒産法制改革において導入された会社更生手続や債務構築などの分野で欧米系の会計事務所等の進出が進んだことと類似している。
- (6) 監査委員会の問題は必ずしも二層制にのみ生じているわけではなく、一層制の経営機構をとる会社法制においても生じうる。執行役員などの導入がなく、取締役会が業務執行を行うような場合には、独立取締役や監査委員会が機能できるような制度整備が必要であるという主張もなされている。
- (7) 取締役の監督機能に関するもうひとつの問題として、アメリカのような執行役員制度の導入により取締役の監督機能へのシフトが貫徹していない国、すなわち取締役会が経営と執行を担う制度が維持されている場合には、独立取締役や監査委員会の機能が限定的になるおそれがあることがいくつかの国で提起されている。なお、Kraakman et al. [2004: 39] は、アメリカの大企業は1970年代から名目的な独立取締役の導入を行ってきたが、それが企業のパフォーマンスを改善したこと示す強力な証拠はない、とする。
- (8) アジア諸国の消費者法と紛争処理制度については、「特集 アジア諸国の消費者保護と法」（『アジ研ワールド・トレンド』2003年8月号）を参照。
- (9) アジア諸国の司法改革に関しては、小林・今泉 [2002] 参照。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 稲上毅 [2000] 「新日本型コーポレート・ガバナンスと雇用・労使関係」（稲上毅・連合総合生活開発研究所編『現代日本のコーポレート・ガバナンス』東洋経済新報社）。
- 小林昌之・今泉慎也編 [2002] 『アジア諸国の司法改革』日本貿易振興会アジア経

済研究所。

土屋守章・岡本久吉 [2003] 『コーポレート・ガバナンス論——基礎理論と実際』
有斐閣。

深尾光洋・森田泰子 [1997] 『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社。

〈英語文献〉

Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry H.P. Lang [1999] “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics*, No.58.

Faccio, Mara, Larry H.P. Lang and Leslie Young [2001] “Dividends and Expropriation,” *The American Economic Review*, Vol.91, No.1.

Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer [2000] “Tunneling,” *The American Economic Review*, Vol. 90.

Kraakman, Reinier et al. [2004] *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny [1998] “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6.

OECD [2003] *White Paper on Corporate Governance in Asia*.

—— [1999; 2004] *OECD Principles of Corporate Governance*, May 1999, and April 2004.