

コーポレート・ガバナンスにおける取締役会の意義

宍戸 善一*

要 約

本稿では、コーポレート・ガバナンスにおける取締役会の意義、その中でもとくに、社外取締役の役割を中心に議論する。アメリカにおける統計的調査は、過半数の取締役が社外であることを前提とした上で、社外が絶対多数の取締役会が必ずしも効率的でないことを示したものであり、社外取締役の存在が例外的なわが国の現状にそのまま当てはめることはできない。さらに、「会社共同体」を中心とする日本的コーポレート・ガバナンスの中に、社外取締役を導入することの意義を考えなくてはならない。

監査役のモニタリング機能に関する一般的評価は低い。そこで、平成14年商法改正において、従来型の「監査役設置会社」のほかに、三委員会を設置し、最低二名以上の社外取締役を有する「委員会等設置会社」の選択が可能になった。今回の改正の意義は、法が、「会社共同体」に介入したことにある。

ところで、企業を「動機付けの仕組」として見た場合、取締役会は、物的資本の拠出者と人的資本の拠出者との「交渉の場」としての意義を持つ。従来、取締役会の役割は、経営陣に対するモニタリング機能のみが強調されてきたが、むしろ、交渉の場として、取締役会を捉えるべきであり、取締役会を実質的な交渉の場とするためには、物的資本の拠出者の代表として、相当数の社外取締役が必要である。

法制度が非効率な均衡を破るための一定の役割を果たす可能性はあるが、「需要牽引型」改正に比べて、「政策推進型」改正の効果が限定的であった商法改正の歴史に鑑みれば、強行法規的なアプローチよりも、合理的な選択肢を拡充していく方向が望ましい。

I. はじめに

平成13年、14年と、コーポレート・ガバナンスに関する大きな商法改正があった。とくに平成14年改正で、いわゆる委員会等設置会社という選択肢ができたことで、コーポレート・ガバナンスにおける取締役会の意義がにわかに脚光を浴びている。本稿は、まず、委員会等設置会社の導入がどのような意義を有するかを検討し、

次に、企業を「動機付けの仕組」として捉え、取締役会は、単にモニタリングの手段というよりも、人的資本の拠出者と物的資本の拠出者との交渉の場としての役割を果たすべきものであることを示す。そして、取締役会を実質的な交渉の場とするために、法制度が果たしうる役割について検討する。

*成蹊大学法学部教授

第Ⅱ節においては、社外取締役は役に立たないという議論を紹介し、それに対する反論を試みる。第Ⅲ節では、従来型の「監査役設置会社」の仕組みと監査役制度強化の歴史を概観する。第Ⅳ節において、平成14年改正において導入された「委員会等設置会社」の特色とその導入の意義について検討する。第Ⅴ節では、企業を「動機付けの仕組み」として捉える見方を紹介し、公開企業における交渉は、「二チーム間交渉」か「ベクトルの交渉」のいずれかで行われるとす

る仮説を提示する。第Ⅵ節では、前節で紹介した観点から、取締役会は、人的資本の拠出者と物的資本の拠出者との交渉の場として重要な意義を持つことを示す。第Ⅶ節において、第Ⅱ節で紹介した批判に応じて、役に立つ社外取締役制度の前提条件を考える。第Ⅷ節では、コーポレート・ガバナンスの改革において法制度が果たすべき役割を、商法改正百年の歴史をも踏まえて検討する。第Ⅸ節は、まとめである。

Ⅱ．社外取締役の有効性に関する議論

取締役会制度の改革に際して、社外取締役の必要性は最も中核をなす問題点であり、社外取締役を強く支持する人々と、逆に、強く反対する人々に大きく分かれている。反社外取締役派は、社外の人間は役に立たない、と、異口同音に唱える。

わが国の実務界では、社外の人間を取締役会に入れても役に立たないというのが一般的な認識であり、経済学者の中でも、社外取締役には、そもそも経営者をモニタリングするインセンティブがないのだから、役に立つわけがない、という主張が目立っている¹⁾。

アメリカの経験から、社外取締役は期待できないという主張がある。これは、アメリカで行なわれた種々の統計的調査の結果を踏まえて言われる場合もあり、最近のエンロン・ワールドコム事件を捉え、アメリカ型コーポレート・ガバナンスは役に立たないことの証拠であるといわれる場合もある。

しかし、エンロン・ワールドコム事件は、ガバナンスの方法の問題ではなく、バブル経済時に生じる必然的な幾つかの事象の一つだと思われる。日本でも、高度経済成長期に、いろいろ

な粉飾決算等が発覚した。パイが拡大しているときには、パイを拡大することが全てのステイクホルダーの利益となり、抑止力が働きたい。それゆえこれらの事件をもって、ガバナンスの構造と結びつけるのはミスリーディングだと思うが、アメリカ型の社外取締役制度が必ずしも万能ではないことが明らかになったと言うことはできよう。

また、社外取締役は役に立たないという主張の論拠にしばしば使われるアメリカの統計調査は、その読み方に問題がある。数多くの統計調査をまとめた Bhagat & Black によれば、アメリカのボードのメディアンは、定員11名に対して、独立取締役7名、関連社外取締役1名（弁護士等）、それに社内取締役3名、という構成である。効率性に関して否定的な見解が出ているのは、社外が圧倒的多数（CEO だけ、あるいは、CFO と CEO だけが社内で、あとは全部社外）を占める、いわゆる、スーパーマジョリティ・ボードについてである。むしろ、11名中、3名から5名程度の内部者を含むボードのほうが効率的であるという統計結果が出ている²⁾。日本のように、社外取締役がゼロのとこ

1) 三輪（1998）、胥（1998）参照。

2) Bhagat & Black（1999）。

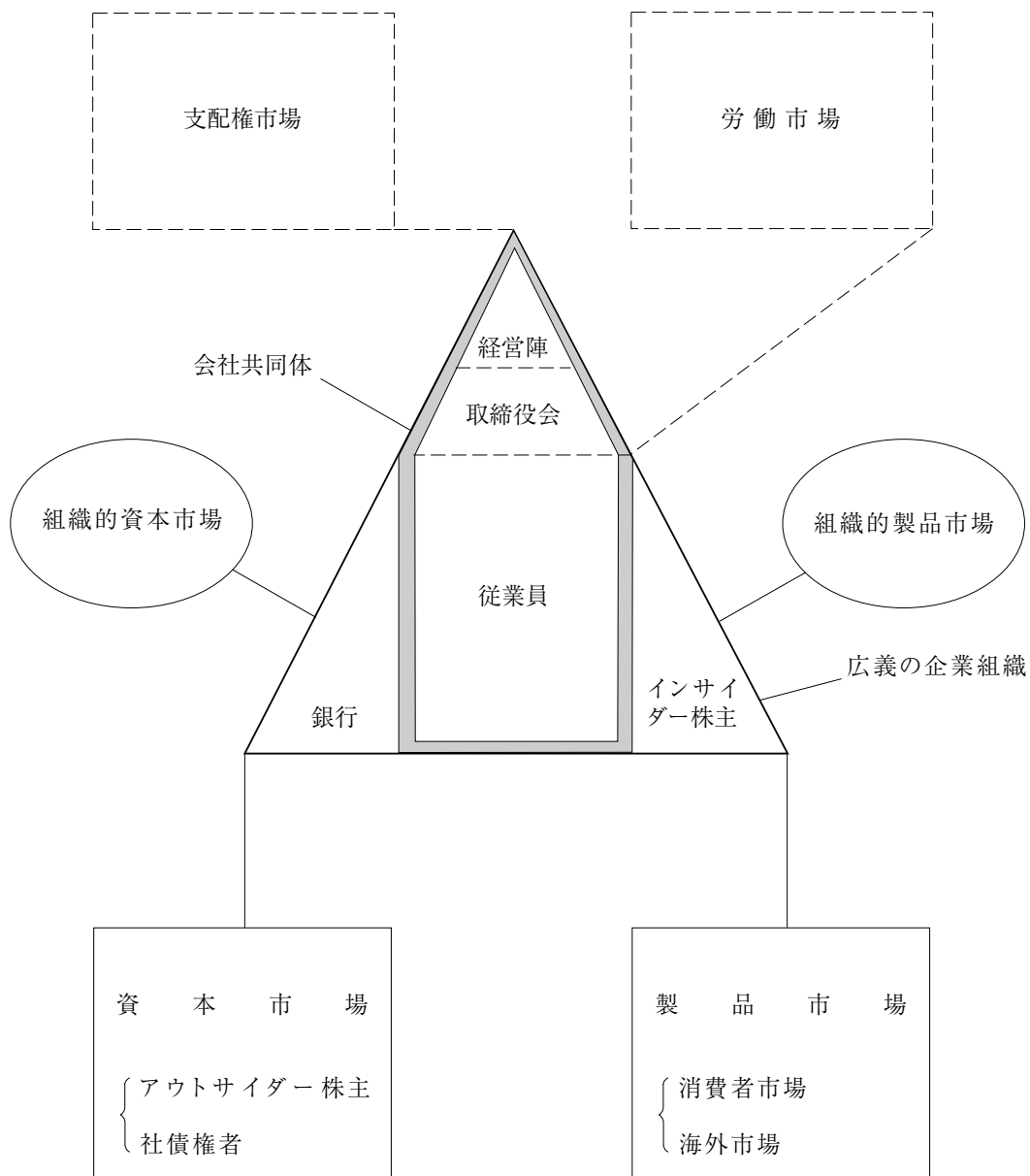
ろに1名なり2名を入れて効果があるかどうかということと、アメリカの否定的な統計調査とは次元を異にしているということを、まず確認すべきである。

もう一点、わが国の特殊事情として「会社共同体」ということが挙げられる。1960年代から80年代の半ばくらいまでの、いわゆる日本の企業システムは、経営陣、取締役会のメンバー、

そしてコアの従業員が会社共同体を形成し、それが中心になって会社を運営していくシステムであった³⁾。

会社共同体は、長所として、共同体メンバーが外部の干渉を受けないように企業価値を高めるインセンティブを持っている。その結果、人的資本の拠出者のエネルギーが集約されやすいということがあった。

図1 日本型企业システムのイメージ



3) 宍戸 (1993), 宍戸 (1999) 参照。

また、終身雇用制度を前提に、関係特殊的投資が労使双方で促進された。従業員は、その会社に特異な技能を一所懸命修得しようとするし、経営者も、on the job training に対して多額の投資をするということが行われやすかった。

さらに、株式相互持合等のおかげで敵対的企業買収を心配する必要のなかった経営者は、長期的な視点での経営が行い易かったということもしばしば指摘される点である。

最近、ウォートン・スクールのフランクリン

・アレン教授は、日本的企業システムのように経営陣の連続性が保たれている場合は、経営者が交替すると連続性がまったくなくなる経営陣の場合と比べて、株主との交渉が繰返しゲーム化され、効率的な結果を得られるというモデルを発表した⁴⁾。

これに対して、日本的企業システムの短所は、会社共同体外への説明義務が果たされにくいこと、および会社共同体が非合理的な行動をとった場合の是正が遅いということが挙げられる⁵⁾。

Ⅲ．監査役制度強化の歴史

日本的企業システム、会社共同体的企業システムと歩を同じくしてきたのが監査役制度である。戦後日本のコーポレート・ガバナンス法制の歴史は、監査役制度強化の歴史と言っても過言ではない。

平成14年改正で委員会等設置会社が導入されたが、「監査役設置会社」と「委員会等設置会社」の両者を比べてみよう。

先進資本主義諸国の会社法システムは、基本的には、所有者、取締役会、経営者という、3

層のピラミッドシステムとして整理できる。

日本の監査役設置会社の特色は、まず第一に、経営と監督との間が截然と区切られておらず、両者が渾然一体となっていることである（図2で、代表取締役と取締役会の間が点線で区切られているのは、そのことを指している）。代表取締役と取締役会メンバーを含めて経営陣という捉え方がなされており、経営陣の一角を担う取締役が同時に妥当性監査を行うというシステムである。そして、議決権は有しないが、ボー

図2 監査役設置会社

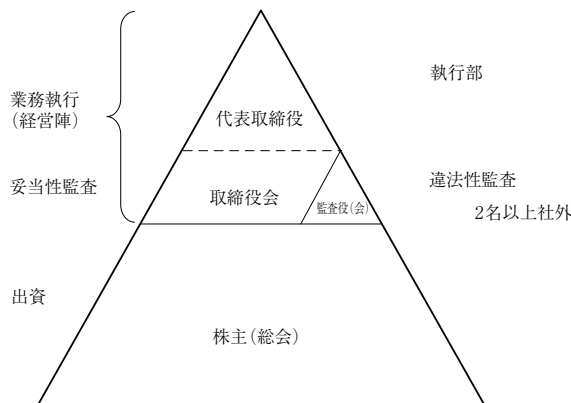
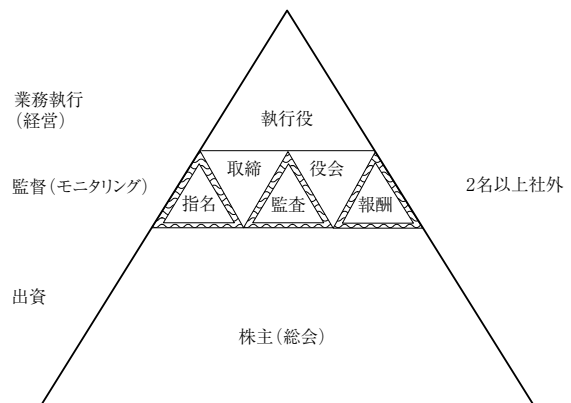


図3 委員会等設置会社



4) Allen (2003). 経営陣に連続性がある場合には、モニタリングの手段として、敵対的企業買収は必ずしも必要ないというのが、この論文のインプリケーションである。

5) たとえば、三越事件を参照。

ドへの出席権と発言権を有する監査役が違法性監査を行う形のシステムになっている。

平成13年改正において、平成15年5月以降、2名以上の実質的な社外監査役の設置を強制することになった。すなわち、「社外」の要件を、従業員に一度もなったことがないという厳しい要件としたことは、換言すれば、一度もその会社の共同体のメンバーでなかった人を実質的なボードの中に入れることが強制されることになったということである。

様々な会社不祥事が繰り返される中の対応として、商法改正は、監査役制度を強化することで進んできた。しかし、その評価は、一般的に余り高くない。江頭教授によれば、「選任方法・任期・権限・報酬等さまざまに監査役の地位向上が図られてきたにもかかわらず、公開会社の監査役が経営者から独立し実効的に監査を行っているとの評価は少なく、制度改正の議論が絶えない⁶⁾。」このように、監査役のモニタリング機能に関しては、疑問が提起されてきた。

Ⅳ．委員会等設置会社の特色

そこで、平成14年改正において、コーポレート・ガバナンスの選択肢としての委員会等設置会社が導入された。図2と図3と比較して、大きな違いは、取締役ではなくて執行役が業務執行を行うということにしたことと、取締役会と執行役の間に実線が引かれた、つまり、両者の分離をはっきりさせたことである。すなわち、取締役会の中に、指名、監査、報酬の3委員会の設置が義務付けられた。しかも、各委員会、3名以上の委員の過半数が社外取締役でなくてはならないので、少なくとも2名の社外取締役が必要になったということになる。

委員会等設置会社の特色は、第一に、迅速な業務執行の決定が可能になったこと、第二に、経営と監督の分離が進んだことである。各委員会の過半数は社外取締役で、しかも、監査委員は執行役を兼ねることができない。ただし、指名委員会に執行役の選解任権はない。監査委員会は内部統制（コンプライアンス）部門を通じて監査を行うことが予定されており、さらには、会計監査人の選任等に関する議案の内容に対し、同意権限ではなくて、決定権限を有する。報酬委員会は取締役・執行役の個人別の報酬の内容

を決定する。また、指名委員会・報酬委員会の決定を取締役会は覆せない。

このような平成13年、14年商法改正の意義は、会社共同体内部のみでの取締役会運営を否定することによって、法が会社共同体への介入を本格的に行った点である。平成15年からは、監査役設置会社を選択したとしても、実質的な社外監査役を2人入れなくてはならなくなる。

ただし、監査役設置会社制度を完全に否定するのも適当でない。1970年代、80年代に行なわれていた、いわゆる「状態依存的ガバナンス」に対しては適合するシステムであったという評価も可能である。青木昌彦教授は、日本の企業システムを、「状態依存的ガバナンス (contingent governance)」と表現した⁷⁾。株主は、会社共同体が好成績を上げているうちは口を出さないが、一旦、赤字になったり、株価が下がったりした場合については、取締役を派遣するなど、株主がコーポレート・ガバナンスへの介入を始めるというタイプのシステムである。このような状態依存的ガバナンスが行われて、それが効率的であったという評価がなされている。わが国にも従来から社外取締役は存在したが、それは状

6) 江頭 (2002)。

7) 青木 (2001) 参照。

態依存的に入っていたわけで、常時存在することが予定されていたのではない。法的にはなくて、プラクティスの中でそのような社外取締役の慣行ができていた。これに対して、委員会等設置会社が予定しているのは、社外取締役を常時置いておくシステムである。

Kaplan & Minton は、従来の日本では、株価の低迷、赤字になった場合について、主にメインバンク、系列株主等からの社外取締役の派遣があり、その結果、経営者の交代や経営改善に結びついていたという実証研究を行なってい

る⁸⁾。この時代については、監査役型コーポレート・ガバナンスは、むしろうまく機能していた、あるいは、状態依存的ガバナンスに適合的であったという見方は可能である。ただ、今日のように、メインバンクが衰退し、系列が崩れ、さらに言えば、会社共同体自体が変質しつつある中で、監査役型コーポレート・ガバナンスを維持していくことは、かなり難しくなってきたのではないと思われる。今回の商法改正はそのような実態に呼応した形での改正として評価すべきものである。

V. 動機付けの仕組みとしての企業

監査役か、社外取締役かという議論は、基本的には、株主が経営者を監視・監督しなくてはならないという、モニタリングに関する議論であったが、コーポレート・ガバナンスの議論においては、本来は、そういったムチの方ばかりではなくて、いかにインセンティブを与えるかという、アメの方の観点も非常に重要であり、両者が一体となつてうまく機能するものである。

企業は、すべからく、物的資本の拠出者（株主と債権者）と人的資本の拠出者（経営者と従業員）が動機付け交渉を行う場と捉えられるという仮説から、以下の議論を進めていこう⁹⁾。

資金拠出者、株主や債権者は、多くの場合、自分で企業の経営をするのではなく、人的資本の拠出者のチームに資金の運用を委ねる。人的資本の拠出者のチームがそれをもとに付加価値を付けて、その付加価値（果実）を各資本の拠出者に分配するのが企業である。そのような仕組みを作ろうとする場合、必ず、支配の分配に関する交渉と、果実の分配に関する交渉が行われなくてはならない。

株主と債権者は、自分たちが拠出した資金を、

人的資本の拠出者の運用に委ねるに当たり、彼らが、資金を自分達の利益のために使ってしまうのか、本当に効率的に運用してくれるのかについて不安を持っている。その不安ゆえに、人的資本の拠出者に対する一定のモニタリング権限を維持したいと考える。

ところが、人的資本の拠出者のチームは、経営者にしても従業員にしても、そのような物的資本の拠出者からの介入をできるだけ排除して、オートノミーを維持したいというインセンティブを持っている。すなわち、物的資本の拠出者は、できるだけ強いモニタリング権限を欲し、人的資本の拠出者は、できるだけ広範なオートノミーを欲する。

しかし、両者がそれぞれの要求のみを主張して譲らないと、相手方は、その有する資本を十分に拠出しなくなる。少なくとも、次のラウンドからは、相手方が資本を拠出しなくなるという問題が生じる。そこで、お互いに、自分の取り分はできるだけ多くするということを目標に、相手方に対する動機付けを行っていこうとする。それは支配の分配、果実の分配、両者に当ては

8) Kaplan & Minton (1994)。

9) 宍戸 (2001) 参照。

まる。

このような動機付け交渉の典型として、シリコンバレー型のベンチャー企業が挙げられる。ベンチャー・キャピタリストという物的資本の拠出者の代表が、人的資本の拠出者、要するに、起業家グループとの間で、前述したような、動機付け交渉を行い、支配の分配あるいは果実の分配に関して、非常に明瞭な契約を書く。これは極めて見事な動機付け交渉の実例である¹⁰⁾。

ベンチャー企業における動機付け交渉のイメージを「二チーム間交渉イメージ」と呼ぶ。この二チーム、物的資本の拠出者と人的資本拠出者のチームが、それぞれ、いわば一枚岩になって、その代表がお互いに動機付け交渉を行う。支配の分配、果実の分配について交渉を行うというイメージである。また、大企業についても、わが国の高度経済成長期の、いわゆる日本的経営システムは、かなりこれに近かったのではないと思われる。

これに対して、ベンチャー企業が成長し、公開企業となるにしたがい、当然、利害関係者の数も増える。そして、利害関係者間の対立も非常に大きくなっていく。これは、物的資本の拠出者と人的資本の拠出者の対立が大きくなっていくだけではなく、それぞれのチーム内での利害が細かく分かれることになる結果、各チーム、すなわち、物的資本の拠出者のチーム、人的資本の拠出者のチームをチームとして維持することのコストが高くなっていく。それは、いずれは、二チーム間交渉を維持できない状態につながり、その結果、以下に述べるような「ベクトルの交渉イメージ」へ移行することになる。

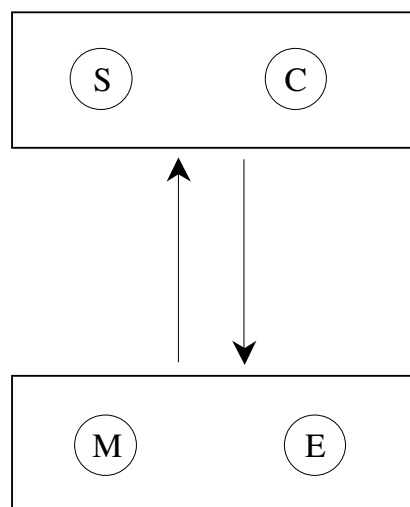
これは、まず、各ステイクホルダーが経営者とだけ交渉ができる状況、換言すれば、皆で多角的交渉を行うことが、實際上、不可能な状況を前提としている。経営者は、あらゆるステイクホルダーからの交渉を受ける。ただし、交渉といっても、必ずしも口頭での交渉に限らず、市場の圧力も含む。それが、いわば、モニター

のベクトルのような形で経営者に対して、自分たちが利益を最大化する方向で経営を行ってほしいと、それぞれのステイクホルダーが経営者に対して圧力をかける。経営者は、唯一の利害調整者として非常に強大な権力を持つことになり、自分が受けたベクトルの圧力ベクトルの和の方向で経営を行うことになるというのが、ベクトルの交渉のイメージである。

これは、バーリー・ミーンズが言った「経営者支配」の状況である。ただし、公開会社についても、ベクトルの交渉イメージが維持されている状況は意外に少ないという歴史的認識を筆者は持っている。

アメリカの70年代、80年代は、唯一このベクトルの交渉イメージが成立していた時代のように思われるが、そのアメリカにしても、最近の機関投資家現象による影響がある。アメリカは株式所有が非常に分散化していて、日本は株式所有が集中していると言われるが、現時点を捉えてみると、アメリカでも機関投資家の保有比率がどんどん上がっており、日本の今の状況と大差ない状況となっている。さらに、取締役会が大変に重要な役割を果たすようになり、社外取締役を中心にしたガバナンスが定着しつつあ

図4 二チーム間交渉イメージ



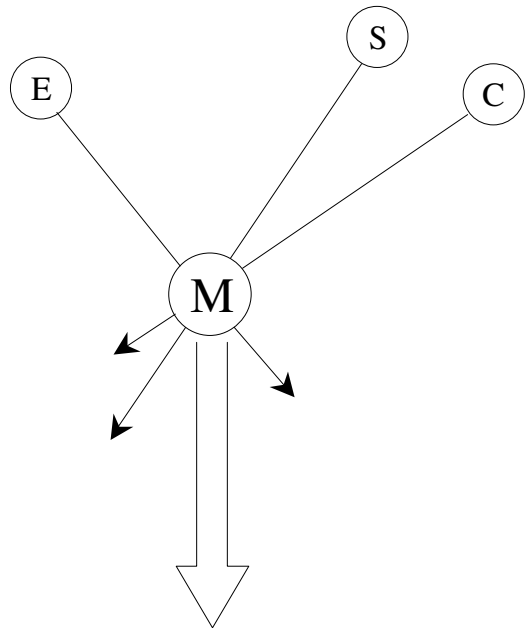
S=株主, M=経営者, C=債権者, E=従業員

10) 宍戸（2002b）参照。

る。敵対的企業買収をテコとしたガバナンスから、社外取締役を中心としたガバナンスに移ってきたということは、アメリカにおいても、ベクトルのイメージから交渉イメージへ移行しつつあるのではないかと考えられよう。

逆に、日本は、交渉イメージが維持できなくなり、ベクトルのイメージへの移行が進んでいる。現在は中途半端な過渡期の状況にあり、それが一つのガバナンス不況を生んでいるのではないと思われる¹¹⁾。

図5 ベクトルの交渉イメージ



S=株主, M=経営者, C=債権者, E=従業員

VI. 交渉の場としての取締役会

取締役会は、二チーム間交渉イメージにおいては非常に重要な意味を持っている。ベクトルの交渉イメージでは、経営者に対して何らかの形で圧力をかけられればよいので、必ずしも取締役会という場が重要であるとは限らないが、二チーム間交渉イメージの中では、これが非常に重要になってくる可能性がある。

ただし、1980年代までのわが国では、必ずしも取締役会という場は重要でなかった。人的資本の拠出者の代表者としての社長が、物的資本の拠出者の代表者としてのメインバンクと、取締役会以外のところで実質的な交渉の場を持った。しかし、メインバンク制が崩れてしまった今日では、取締役会以外に両者が実質的な交渉

を行う場がない状況になりつつある。その結果、取締役会を実質的な交渉の場にすることが二チーム間交渉均衡をうまく維持するための鍵になりつつある¹²⁾。

そのためには、まず、取締役会の決議事項を、両チーム間の実質的な交渉にふさわしいものにしていく必要がある。たとえば、新規プロジェクトの承認、果実の分配に関する交渉として、役員報酬や利益配当の承認（監査役設置会社では株主総会で決議されるが、委員会等設置会社においては、取締役会で決議される）、支配の分配に直結した問題として、ポイズン・ピルのような反敵対的企業買収スキームの承認等が典型的なものとして挙げられる。こういった、両

11) 宍戸（2001b）参照。

12) 宍戸（2002a）参照。

者の間での重要な交渉ポイントを取締役会の交渉事項とすることが、まず重要である。

もう一つは、人的構成の上で、交渉の可能性を実質的なものにする必要がある。取締役の過半数が社外取締役である必要があるかどうかについては議論の余地があるが、先に挙げた **Bhagat & Black** の、スーパーマジョリティはかえって非効率だという結論は、筆者の仮説に合致している。物的資本の拠出者の代表者ばかりが出てきていても、実質的な交渉が行なえないため、逆に非効率に陥る。両者の代表者がほぼ均衡する数になって初めて実質的な交渉を行うことができ、効率的な動機付け交渉が可能となる。

物的資本の拠出者と人的資本の拠出者との間には、基本的な利害対立がある。オートノミーは人的資本の拠出者にとってのインセンティブになるが、人的資本の拠出者のオートノミーが大き過ぎると、人的資本の拠出者に資金運用を委ねる物的資本の拠出者の不安も大きくなる。その不安を緩和するためには、物的資本の拠出者にモニタリング権限を与える必要がある。すなわち、モニタリング権限は物的資本の拠出者にとってのインセンティブとなる。

このような、基本的な利害対立の状況を前提とすると、人的資本の拠出者が自発的に社外取締役を迎えることはあまり期待できない。取締役の構成に関して、人的資本の拠出者は、できるだけ部外者を排除したインサイダーだけでやりたいという本質的な欲求を持っている。それに対して、物的資本の拠出者が交渉して、圧力をかけて自分たちの代表者を入れさせるという構造になる。その中で法制度が何らかの役割を果たすべきかどうか、これからの非常に大きな問題になる。

取締役会における実質的な交渉の例として、新規プロジェクトの承認を想定してみよう。新規プロジェクトは、執行部ないし人的資本の拠

出者のチームがボードに提案して、社外取締役等を含む取締役会に承認してもらうということになる。人的資本の拠出者はオートノミーを維持したいという潜在的な欲求があるので、自分たちが提案したプロジェクトがボードで否認されること、承認されないということは極めて耐え難い。逆に、物的資本の拠出者も、人的資本の拠出者が出してきた新規プロジェクトを否定してしまうと、彼らは新規プロジェクトを出すインセンティブを失ってしまうということを知っている。

人的資本の拠出者は、フリー・キャッシュフローの使用に関して、潜在的な利益相反関係を有する。たとえば、リストラを避けるために、利益が上がらない新規事業を提案してくることもありうる。

人的資本の拠出者の側が株主の利益を最大化する、あるいは株主の利益にも十分に応えられるような提案をし続ける。それに対して、物的資本の拠出者の側、社外取締役の側は、それを承認し続けるのが、フォーク定理的な最適均衡である¹³⁾。

ただし、フォーク定理的な最適均衡が維持されるためには、重要な前提条件がある。すなわち、もし、どちらかが裏切ったら、相手方がトリガーが引けるということが必要である。人的資本の拠出者の側が株主等を搾取するような、株主の利益に反するようなプロジェクトを出してきた場合について、物的資本の拠出者の側がそれを否決できる状況が必要である。すなわち、ボードの過半数が社外取締役であることが必要になる。社外取締役が過半数であっても、普通は承認し続けるが、現執行部が裏切った場合には、いつでもトリガーを引いて否決できる状況にあることが、そのような効率的な均衡を維持する前提である。

13) See Gibbons (1992).

Ⅶ．役に立つ社外取締役制度の条件

それでは、役に立つ社外取締役制度を作るためには、どのような前提条件が必要であろうか。

社外取締役制度に疑問を持つ論者の問題提起は大きく二つに分かれている。一つはインセンティブの問題、もう一つは能力の問題であるが、インセンティブがないというのであれば、社外取締役にモニタリングするインセンティブを与えればよいわけであり、能力がないというのであれば、能力を補強すればよい。

インセンティブの問題としては、たとえばストックオプションのようなインセンティブ報酬を与えるのが一案であるが、筆者は、基本的には、大株主が関与すること、すなわち、大きなレジデュアルクレームを持っている人にモニタリングの権限も与えることが重要であり、機関投資家等の大株主がボードに彼らの代表を出すという形が最も望ましいと考える。

それが行われていた歴史的な例として、日本の戦前の財閥企業がある。大株主である財閥は、彼らの代表者を社外取締役として傘下の企業に送り、そこにおけるガバナンスは極めて効率的であったという研究がある¹⁴⁾。これは、やはり、レジデュアルクレームの量と、コントロールの量をできるだけ相関させた方が効率的であるということの、一つの証左であろう。

ところが、社外取締役の先駆であるアメリカにおいては、意外なことに、機関投資家はあまり社外取締役を出していない。スタンフォード大学の Black 教授等によれば、その一つの原因は法制度にある。とくに、アメリカの証券取引法が実質的に機関投資家の関与を阻害しているとの指摘がある。一つには、インサイダー規制

が非常にきつく、取締役を出したとすると、その機関投資家はインサイダーとなり、株を売ることが困難になる¹⁵⁾。また、最近立法された Regulation FD では、情報開示は全投資家に対して平等に行なうことが要求され、その結果、大株主にだけ情報を与えることはできなくなった¹⁶⁾。日本流のメインバンク・モニタリングなどは、アメリカ的にいえば違法となる可能性が高い。

このような立法の方向は、コーポレート・ガバナンスの観点からは問題がある。大きなレジデュアルクレームを持っている人には情報も与え、かつ、モニタリング権限も与えるべきである。大株主はモニタリングを行うインセンティブを有し、かつ、能力も高いことが多いので、大株主、とりわけ、機関投資家がコーポレート・ガバナンスに関与することを、少なくとも阻害すべきではない。

もう一つは能力の問題である。ここで言われる能力の中で、一番大きいのは情報収集能力であろう。確かに、社外の人間がボードに入ってからといって、その会社のことがすぐに分かるはずはないわけで、その情報収集能力を補完する必要がある。そもそも、今回の委員会等設置会社においては、監査委員会はコンプライアンス部門を指揮することによって監査することが前提になっており、それにかなうようなコンプライアンス部門を作ることが取締役会の責務とされている。

Sarbanes-Oxley Act 301条2項 (RESPONSIBILITIES RELATING TO REGISTERED PUBLIC ACCOUNTING FIRMS) は、監査委員会が

14) 岡崎 (1995), 岡崎 (1999) 参照。

15) See Black (1990) ; Coffee (1991).

16) See Choi (2002).

会計監査人に対する選任・報酬・監督権限を持たなければならない、としている。すなわち、監査委員会（これは社外取締役だけで構成される）が、会計監査人を選び、かつ、監督する、ということである。

同第5項（AUTHORITY TO ENGAGE ADVISERS）も大変重要である。これは、監査委

員会は、弁護士その他のアドバイザーを依頼する権限があり、かつ、それについて、同第6項で、会社はFUNDINGを付けることが要求されている。このように、社外取締役、特に監査委員会が情報収集できるような体制、資金提供が要求されている。

VIII. 法制度の役割

今後の会社法改正の方向、あるいは、コーポレート・ガバナンスにおける法制度の役割をどのように考えるかは大きな問題である。

現在、コーポレート・ガバナンスの議論の中で、「法制度が実態を変えるか（Law matters?）」というテーマが脚光を浴びている。とくに、La Porta等のグループが、大規模な実証研究の結果、法制度によって経済の効率性が変わるという主張をしたことが、その端緒となった¹⁷⁾。彼らは、「コモンロー諸国のほうがシビルロー諸国よりも少数株主保護の法制度が充実しているため、資本市場がより充実している」との、大胆な一般化を行なったため、様々な論争を引き起こした。

法制度が重要であることには異論はないと思われるが、法制度がどのような役割を果たしているのか、という点については、考えが分かれうる。一つの考え方は、選択肢を拡充することである。選択肢の幅が狭すぎるという批判もあるが、従来型の監査役設置会社に加えて、委員会等設置会社という選択肢を増やしたという意味では、今回の平成14年改正はその方向を示していると思われる。

これに加えて、強行法規による後押しを行うべきか否かという問題がある。具体的にいえば、社外取締役を強行法的に強制するか否かが議論の対象になる。伝統的な経済理論からすれば、

それは当事者間の交渉に任せるべきであるということになると思われるが、経済学者の中でも社外取締役の強制に積極的な意見もある。今の日本の状態を見た場合に、非効率的な均衡に陥ってしまっている可能性があり、一度、法が後押しして、効率的な均衡へ導く必要があるという考え方もありうるであろう。

もう一点、状態依存的ガバナンスとの関係に注意する必要がある。社外取締役を仮に強制するとすれば、伝統的な日本の状態依存的ガバナンスからの乖離ということになるが、その方向で良いのか。実態として、状態依存的ガバナンスを行う前提がなくなったから社外取締役を必ずいつも入れておくことを求めるという方向の改正が、正しいかどうかということは、もう一つの大きな論点であろう。

次に、法制度が先なのか、実態の変化が先なのかという議論を見てみよう。前述した「法制度が実態を変える」学派に対して、それに反駁する人たちが、「いや、それは逆である」という主張をしている。法制度がしっかりしていたから株式市場が発達したのではなくて、たとえば、イギリスの歴史を見てみると、イギリスは、最初、法制度としては何もなかったところに、充実した証券市場ができ、それを後追いして、だんだん法律が作られたという歴史が紹介されている¹⁸⁾。

17) La Porta, et al. (1997) ; La Porta, et al. (1998) ; La Porta, et al. (2000a) ; La Porta, et al. (2000b).

かつて、筆者は、商法改正100年の歴史を振り返るにあたって、商法改正を、「需要牽引型 (demand pull)」改正と「政策推進型 (policy push)」改正の二つに分類して、その実態に対する影響を検討した。その結果、政策推進型が実態に影響を与えた例は極めて限られていることがわかった。基本的には、法改正は需要牽引型になるのが自然であり、かつ、効果的であると考えられる¹⁹⁾。

動機付け交渉に話を戻すと、オートノミーとモニタリングは、天秤の両端のように、どちらかが上がれば、どちらかが下がる、すなわち、トレードオフの関係にある。そのバランスをうまくとらなければ動機付け交渉はうまくいかない。これは、一概にモニタリングだけ強くすれば良いという話ではないので、その時々オートノミーとモニタリングのバランスをうまくとるということを考えながら、法を改正していく必要がある。

図6では、会社法100年の歴史を五つの時代に分けて、オートノミーとモニタリングのバランスがどのように変化してきたかを示している。それぞれにおいて、右側に行くと、株主の力(モニタリング)が強くなっていくことを示し、左

のほうに行くと、経営者の力(オートノミー)が強くなっていくことを示している。

戦前の財閥の時代には、株主の力が非常に強かったが、戦時法制によって、株主の権限は、強制的に人的資本の拠出者に移行された。戦時下では、その状況が続いたが、戦後の財閥解体により強制的に株式所有が分散化された。その結果として、株式市場の圧力が極めて強くなったのが第3期である。その圧力に対処するために、持ち合いが進み経営者の力が強くなっていく。第4期は、いわゆるメインバンクシステム最盛期であるが、これはオートノミーとモニタリングのバランスがとれていた時代である。

ところが、バブルが発生したあたりから極端に人的資本の拠出者のオートノミーが強くなってしまい、モニタリングが利かなくなっていく。バブルが弾けて、株主がバックベンチからフロントベンチに出て、いろいろ発言するようになってきた。その中に、いろいろ法改正も影響を及ぼしているが、法律だけではなくて、実態経済と相まってこのような動きが出てきている。いわば、振り子の動きのような、どちらかが強くなれば、必ず振り戻しがくるという歴史が刻まれてきたことが見える。

IX. おわりに

果たして、取締役会に社外取締役を入れることが有用か否かは、学会においても、実務界においても、賛否両論がある。社外取締役が役に立たないことの証左としてしばしば引用される、アメリカにおける統計的調査は、過半数の取締役が社外であることを前提とした上で、社外が絶対多数の取締役会が必ずしも効率的でないことを示したものであり、社外取締役の存在が例外的なわが国の現状に、そのまま当てはめるこ

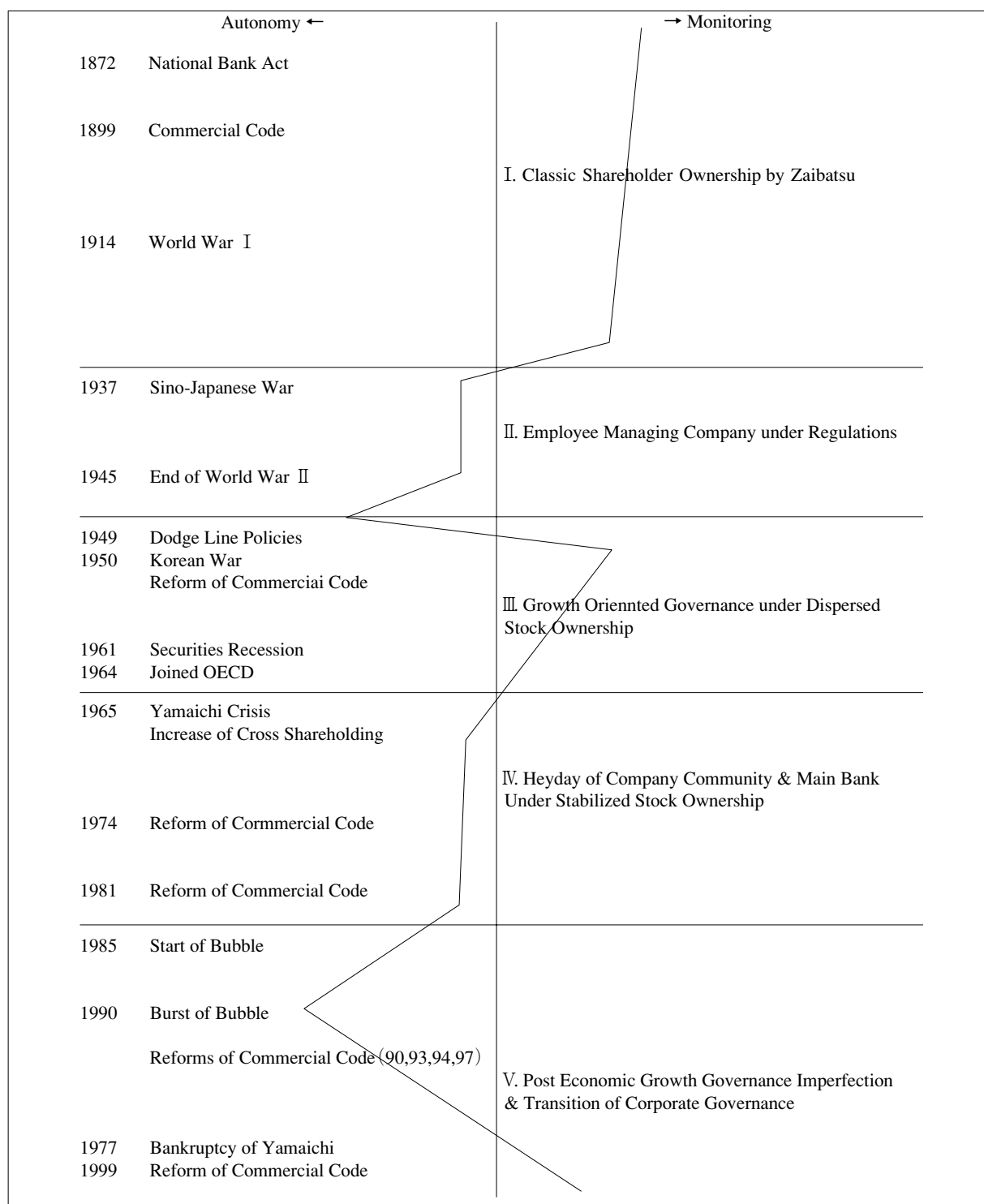
とはできない。さらに、生え抜きの従業員と経営者などで構成する「会社共同体」を中心として、持ち株主が「状態依存的ガバナンス」を行ってきた日本的コーポレート・ガバナンスの中に、今、社外取締役を導入することの意義を考えなくてはならない。

わが国の、コーポレート・ガバナンスに関する会社法改正の歴史は、監査役制度強化の歴史であった。しかし、監査役のモニタリング機能

18) See Cheffins (2001) ; Franks, et al. (2002).

19) Shishido (2001).

図 6 THE BALANCE BETWEEN MONITORING AND AUTONOMY OF MANAGEMENT



に関する一般的評価は低い。そこで、平成14年商法改正において、従来型の「監査役設置会社」のほかに、三委員会を設置し、最低二名以上の社外取締役を有する「委員会等設置会社」の選択が可能になった。この平成14年改正の意義は、社外監査役の社外要件を強化したことも含め、法が、会社共同体内部のみでの取締役会運営を否定したところにある。歴史的には、従来、日本型ガバナンスの重要な役割を担ってきたメインバンクの衰退に対する、法的な対応と位置付けられるであろう。

ところで、企業を、物的資本の拠出者（株主および債権者）と人的資本の拠出者（経営者および従業員）相互間の動機付けの仕組みとして見た場合、取締役会は、両者間の交渉の場としての意義を持つことになる。

従来、取締役会、なかんずく、社外取締役の役割は、経営陣に対する監視・監督（モニタリング）機能のみが強調されてきたが、むしろ、物的資本の拠出者と人的資本の拠出者との交渉（バーゲニング）の場として取締役会を捉える

べきであり、取締役会を実質的な交渉の場とするためには、物的資本の拠出者の代表として、相当数の社外取締役が必要である。

物的資本の拠出者は、人的資本の拠出者のチームに資金の運用を委ねざるを得ないが、動機付けの観点からすると、資金運用に関するオートノミーが人的資本の拠出者にとってのインセンティブとなり、資金運用に対するモニタリング権限が物的資本の拠出者にとってのインセンティブとなる。

このような基本的な利害対立を前提にすると、人的資本の拠出者が自発的に社外取締役を導入することはあまり期待できない。以上のような状況に鑑みると、法制度が非効率的な均衡を破るための一定の役割を果たす可能性はある。

しかし、「需要牽引型」改正に比べて、「政策推進型」改正の効果が限定的であった商法改正の歴史に鑑みれば、強行法規的なアプローチよりも、合理的な選択肢を拡充していく方向が望ましいように思われる。

参 考 文 献

- 青木昌彦（2001）『比較制度分析に向けて』
- 江頭憲治郎（2002）『株式会社・有限会社法（第2版）』。
- 岡崎哲二（1995）「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展：歴史的パースペクティブ」青木昌彦・ロナルド・ドーア編『国際・学際研究 システムとしての日本企業』437頁。
- 岡崎哲二（1999）『持株会社の歴史：財閥と企業統治』。
- 宍戸善一（1993）「経営者に対するモニター制度：従業員主権論と株式会社法」伊丹敬之他編『日本の企業システム第1巻 企業とは何か』211頁。
- 宍戸善一（1999）「新しい企業システムの模索」社会科学研究50巻4号13頁。
- 宍戸善一（2001a）「動機付けの仕組みとしての企業(1)」成蹊法学52号39頁。
- 宍戸善一（2001b）「動機付けの仕組みとしての企業(3)」成蹊法学54号19頁。
- 宍戸善一（2002a）「コーポレート・ガバナンスに関する一考察」法曹時報54号8号2101頁。
- 宍戸善一（2002b）「企業システムの比較研究：シリコンバレー・モデルを中心として」伊藤秀史編『日本企業変革期の選択』27頁。
- 胥 鵬（1998）「株主、取締役および監査役の誘因（インセンティブ）」三輪芳郎他編『会社法の経済学』63頁。
- 三輪芳郎（1998）「取締役会と取締役」三輪芳郎他編『会社法の経済学』89頁。
- Allen, Franklin & Douglas Gale（2002）, A Comparative Theory of Corporate Governance (Working Paper).
- Bhagat, Sanja & Bernard Black（1999）, The Un-

- certain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, 54 Bus. L. 921.
- Black, Bernard S. (1990), Shareholder Passivity Reexamined, 89 Mich. L. Rev. 551.
- Cheffins, Brian R. (2001), Does Law Matters? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom, 30 L. Legal Stud. 459.
- Choi, Stephen, J. (2002), Selective Disclosure in the Public Capital Markets, 35 U.C. Davis L. Rev. 533.
- Coffee, Jr., John C. (1991), Liquidity versus Control: The Institutional Investors as Corporate Monitor, 91 Colum. L. Rev. 1277.
- Franks, Julian, Colin Mayer, & Stefano Rossi (2002), The Origination and Evolution of Ownership and Control (Working Paper).
- Gibbons, Robert (1992), Game Theory for Applied Economists.
- Kaplan, Steven & Bernadette Minton (1994), Appointment of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers, 36 J. Fin. Econ. 225.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, & Robert W. Vishny (1997), Legal Determinants and External Finance, 52 J. Fin. 1131.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, & Robert W. Vishny (1998), Law and Finance, 106 J. Pol. Econ. 1113.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, & Robert W. Vishny (2000a), Agency Problems and Dividend Policies around the World, 55 J. Fin. 1.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, & Robert W. Vishny (2000b), Investor Protection and Corporate Valuation (Working Paper).
- Shishido, Zenichi (2000), Japanese Corporate Governance: The Hidden Problems of Corporate Law and Their Solutions, 25 Del. J. Corp. L. 189.
- Shishido, Zenichi (2001), Reform in Japanese Corporate Law and Corporate Governance: Current Changes in Historical Perspective, 49 Am. J. Comp. L. 653.