

コーポレート・ガバナンスの経済分析

—コーポレートガバナンス・コードに潜む内部矛盾—

橋 本 倫 明

<要 約>

2015年6月より適用されたコーポレートガバナンス・コードは、中長期的な企業価値の向上に寄与する「攻めのガバナンス」を実現するものと期待されている。しかし、コードの目指すガバナンス体制の理論的根拠はさほど明確ではない。そこで、その根拠を改めて探ると、コードの背後には、エージェンシー理論とステュワードシップ理論という対極にある2つの理論が並存していることがわかる。そして、コードは人間観の異なる理論を併用しているため、その内部に矛盾をはらんでいる可能性があるといえる。

とくに、その矛盾が顕著に現れるのが、独立社外取締役の役割である。コードでは、独立社外取締役に対して経営の「監督」を求めると同時に、企業価値向上を図るための「助言」を求めている。それぞれ、前者はエージェンシー理論の取締役、後者はステュワードシップ理論の取締役に求められる役割であり、監督と助言を同時におこなえば自己監督となるおそれがあるため、これらの役割は矛盾しうる。

そして、このような矛盾した役割を与えられた独立社外取締役は、エージェンシー理論的にいえば、どっちつかずになっていずれの役割でも手抜きをしたり、矛盾した役割の隙間をぬって自己利益につながる役割を優先したりする可能性がある。つまり、コードの背後に潜む理論的な矛盾によって、コードの目指すガバナンス体制では独立社外取締役が企業価値向上に寄与しないおそれがあるのである。「攻めのガバナンス」を実現するためには、その理論的根拠の再検討と、実際に独立社外取締役がその役割を十分に果たしているのかどうかといった制度的な実効性を引き続き十分に検討していく必要があるだろう。

<キーワード>

コーポレートガバナンス、コーポレートガバナンス・コード、独立社外取締役、エージェンシー理論、ステュワードシップ理論

1. はじめに

2015年6月よりすべての上場企業に適用されたコーポレートガバナンス・コード（以下、「コード」）は、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与する「攻めのガバナンス」を実現するものと期待されている。実際、法規制でないにもかかわらず、多くの企業でコードに従

って自社のコーポレートガバナンス体制を変革する動きがみられた。

しかし、「攻めのガバナンス」というコードの目指すガバナンス体制は、どのような理論的基礎に支えられているのだろうか。事業の失敗や不祥事を抑制するための「守りのガバナンス」にはエージェンシー理論という理論的基礎があるが、コードの主要目的である「攻めのガバナンス」の理論的基礎は、実はあまり明確にされてはいないのである。

そこで、本稿では、コードの背後にはエージェンシー理論とステュワードシップ理論という対極にある2つの理論が併存していること、また人間観の異なる理論を併用しているため、コードはその内部に矛盾をはらんでいる可能性があること、そして、とくにその矛盾が独立社外取締役の役割について顕著に現れていることを論証する。

そのために、まず、コーポレートガバナンス・コードの概要や特徴について述べる。次に、コードの主要目的である「攻めのガバナンス」の理論的基礎が不明確であることを示し、問題を提起する。つづいて、エージェンシー理論とステュワードシップ理論について必要な範囲で説明する。そして、コードがこれら2つの理論を基礎としていること、またこれらの理論は異なる人間観に基づくため、コードは内部矛盾をはらんでいる可能性があること、そしてその顕著な例として独立社外取締役の役割において矛盾が存在しており、それゆえ独立社外取締役はコードが想定するよりも持続的な成長や中長期的な企業価値の向上に貢献しない可能性があることを明らかにする。

2. コーポレートガバナンス・コードとは

2015年6月、日本版「コーポレートガバナンス・コード」の適用が開始された。これは、アベノミクスの第3の矢である成長戦略の一環として策定され、すべての上場企業に適用される東京証券取引所の上場規則である。

このコードでは、様々な意味で使用されるコーポレートガバナンスを、「株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果斷な意思決定を行うための仕組み」（原文 p.2）と定義し、日本企業の国際競争力の低下が叫ばれる中で、企業が「稼ぐ力」を取り戻し、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現することを目的としている。

コードは、OECD コーポレートガバナンス原則の趣旨に沿って策定され、以下の5つの基本原則と30の原則、そして38の補充原則から構成されている¹⁾。

- (i) 株主の権利・平等性の確保
- (ii) 株主以外のステイクホルダーとの適切な協働
- (iii) 適切な情報開示と透明性の確保
- (iv) 取締役会等の責務

¹⁾ コードの詳細な内容とその解説については、堀江（2015）、渡邊（2015）を参照されたい。

(v) 株主との対話

現在、2014年に制定されて機関投資家の責任と行動原則を定めた日本版「スチュワードシップ・コード」²⁾、そして2015年の会社法改正とともに、コードは今般のコーポレートガバナンス改革ひいては成長戦略の目玉として大きく注目されている。メディアでも大きく取り上げられ、三輪・ラムザイヤー(2015)、新山(2015)、高岡(2015)、竹中(2015)などコードに関連した論考も数多く執筆されている。

経営の現場でも、上場規則であるためコードに法的な強制力はないにもかかわらず、多くの企業が適用開始以前から、コードに対応するために自社のコーポレートガバナンス・コード体制を変革している。たとえば、2015年6月時点ですでに、東証一部上場企業の8割以上が独立社外取締役を採用し、複数の独立社外取締役を選任している企業も45%以上となり、いずれも1年前に比べて2割以上上昇した(堀江, 2015)。また企業間の株式持ち合いに関して、主要企業の約6割がその保有銘柄を減らし、持ち合い比率は戦後最低の水準となった³⁾。

以上のように、コードは企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目的にコーポレートガバナンス体制の変革を求めるものであり、企業経営そして日本経済全体に多大な影響を与えうるものとして、その効果が非常に注目されている。

3. 問題提起

さて、すでに述べたように、コードの目的は、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にある。しかし、実は、日本のコードの目的は欧米諸国のそれとは異なっている(堀江, 2015)。というのも、日本と他国ではコーポレートガバナンスをめぐる現状が大きく異なるからである。

縦軸に事業の失敗や不祥事の発生などの事業上のリスク、横軸に資本生産性(とくにROE)で示されるリターンをとると、日本と欧米諸国の現状は図1のように示せる。すなわち、日本は欧米諸国に比べて、リスクは低いリターンも小さい領域にある。

そのため、欧米のコーポレートガバナンス・コードの役割としては、どちらかといえば事業の失敗や不祥事の抑止という側面が強い。つまり、企業経営者が企業価値の向上を求めるあまりに過大なリスクを取り、結果として多大な損失を生み出したり、不正に手を染めたりすることがあるため、経営者の行動を十分に監督し、そのような行動を抑制することが重視されている。このように、企業のリスクの低下や不祥事の抑止を目的とするガバナンスは「守りのガバナンス」と呼ばれる。

それに対して、日本のコードは、世界的に見ても非常に低いといわれる資本生産性を高めることが主な目的とされている。つまり、コーポレートガバナンス体制を整備することで、意思決定の透明性を高め、事業に失敗した場合の訴訟から経営者を守り、そのリスクテイクを支えること、

²⁾ スチュワードシップ・コードは、機関投資家に対して、投資先企業との建設的な対話を通じて企業の中長期的な企業価値を向上させ、顧客や受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることを求めている。スチュワードシップ・コードについては、たとえば、EY Japan(2015)、北川(2015)、渡邊(2015)に詳しい。

³⁾ 日本経済新聞朝刊 2015年7月17日付。

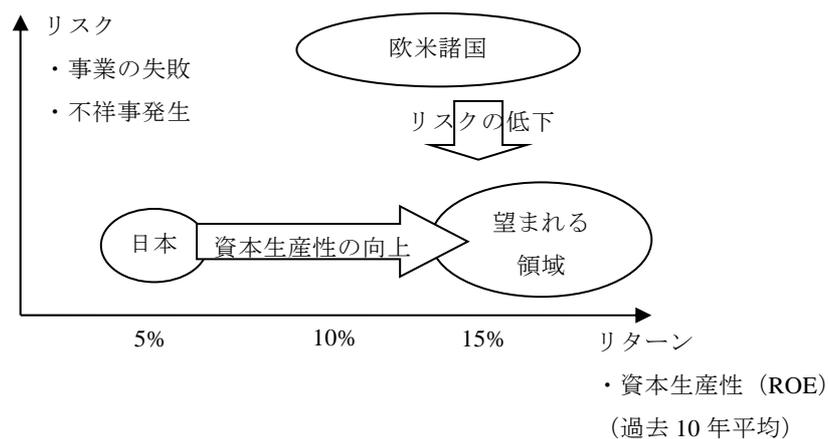
そして、独立社外取締役を積極的に活用し、取締役会において多様な視点から、よりの確な経営的意思決定を可能にすることを目指している。このように、企業家精神の発揮や企業のリターン向上を目的とするガバナンスは「攻めのガバナンス」と呼ばれる。

とはいえ、日本のコードにおいても、監査役制度の強化や内部通報制度の整備といった「守りのガバナンス」を強化する仕組みも取り入れられている。というのも、東芝の不適切会計など近年多発している企業不祥事を想起すれば当然に「守り」の強化も必要であり、またコード以前の日本のコーポレートガバナンス政策においては、取締役や監査役の独立性の強化など主にアメリカ型の「守りのガバナンス」が中心に据えられてきたからであろう。

このように「守りのガバナンス」は、欧米では中心的な役割を果たし、日本でも依然として重要な役割の1つと認められている。そして何より、こうしたガバナンスには、エージェンシー理論という理論的基礎がある。つまり、エージェンシー理論に基づけば、それは、株主の代理人である企業経営者の行動をいかに監督して株主の利益を守るかという問題であり、経営者の行動を監視したり、経営者に株主利益を守るインセンティブを与えたりする制度を整備すること（いわゆる、モニタリングモデル）と解釈できる。

それに対して、日本のコードの主要目的である「攻めのガバナンス」は、どのような理論的基礎に支えられているのだろうか。実は、それはあまり明確にされてはいない。近年、スチュワードシップ・コードの制定によってスチュワードシップ責任が注目されたこともあり、スチュワードシップ理論が再び注目を集めているものの、スチュワードシップ理論がコードの理論的な基礎であるかどうかは定かではない。

そこで、以下では、コードはエージェンシー理論とスチュワードシップ理論という2つの理論を基礎としていること、またこれらの理論は異なる人間観に基づくため、コードは内部矛盾をはらんでいる可能性があること、そしてその顕著な例として独立社外取締役の役割において矛盾が存在することを明らかにする。



(出所) 堀江 (2015:39) を基に筆者が一部加筆修正

図 1: コーポレートガバナンス・コードの目的

4. エージェンシー理論とスチュワードシップ理論

(1) エージェンシー理論とコーポレートガバナンス⁴⁾

エージェンシー理論は経済学に基づくアプローチであり、コーポレートガバナンスの議論において広く認められた理論である。エージェンシー理論では、すべての人間は限定合理的で自らの効用を最大化するように行動すると仮定される。

そして、このような仮定の下、様々な契約関係がエージェンシー関係とみなされる。エージェンシー関係とは、権限を委譲して何らかの活動を依頼するプリンシパル（依頼人）と、権限を委譲されてその活動を代行するエージェント（代理人）の関係のことである。

このとき、プリンシパルはエージェントに関する情報やエージェントの行動を完全には知ることができず、それゆえ、エージェントはプリンシパルの利益を犠牲にして自らの利益を追求することができる。こうしたエージェントの機会主義的な行動から生じる資源の非効率な配分や利用の問題は、エージェンシー問題と呼ばれる。エージェンシー理論によれば、現実の様々な制度はこうしたエージェンシー問題を抑制するために展開されるものとして分析される。

エージェンシー理論的な観点から、コーポレートガバナンス問題を考えてみよう。株主をプリンシパル、経営者をエージェントとする。株主は経営者に一連の経営活動を委託する。このとき、経営者は、株主の監視の不備について、自らの名誉のために必要以上に規模を拡大したり、不正を行ったりするなど機会主義的に行動する可能性がある。そこで、株主は、このエージェンシー問題を抑制するために、株主と経営者の利益を一致させるインセンティブ報酬を提示したり、取締役会を設置して経営者の行動を監視する制度をつくったりする。

つまり、エージェンシー理論に基づけば、経営者は利己的利益を求めて株主利益に反する行動をする可能性があり、監視や報酬を通じてその行動をコントロールしなければならない。こうしたコントロールの仕組みがコーポレートガバナンスといえる。

(2) スチュワードシップ理論とコーポレートガバナンス⁵⁾

一方、スチュワードシップ理論は、心理学や社会学に基づくアプローチであり、比較的新しい理論である。スチュワードシップ理論では、Argyris (1973) の考えを基に、人間を成長や達成の欲求を持ち自己実現する存在として捉えている。そして、様々な契約関係をプリンシパルとスチュワードの間のスチュワードシップ関係とみなす。このとき、スチュワードは、自らの利益よりも組織や社会の利益につながる行動を好み、組織や社会の目的を達成するために最大限努力するものとみなされる。

スチュワードシップ理論の観点から、コーポレートガバナンス問題を考察してみよう。株主をプリンシパル、経営者をスチュワードとする。このとき、経営者は、企業利益の最大化など企業

⁴⁾ エージェンシー理論については、Eisenhardt (1989)、Jensen (1998, 2000)、Jensen and Meckling (1976) に詳しい。

⁵⁾ スチュワードシップ理論については、Davis, Schoorman and Donaldson (1997)、Donaldson and Davis (1991)、柏木 (2005)、木下 (2015)、佐藤 (2010) に詳しい。

や組織の目的を達成するために行動する。経営者の行動は株主の利益と一致するため、株主や取締役会による監視は必要なく、過剰な監視はかえって経営者のやる気をそいでしまい、逆効果となる。それゆえ、ステュワードシップ理論の下では、取締役会の役割はその権限の多くを経営者に委譲するとともに、経営者に助言し、経営者の自己実現行動を支援することにある。

つまり、ステュワードシップ理論に基づけば、経営者は組織目的を達成するために株主利益と一致する行動をするため、株主による監視は不要であり、取締役会の役割としては経営者に対する監視よりも助言の役割が大きいといえる。

(3) エージェンシー理論とステュワードシップ理論の比較⁶⁾

これら2つの理論の相違点を簡潔にまとめたものが表1である。まず、両理論の最大の違いはその人間観である。すでに述べたように、エージェンシー理論では、性悪説の立場から、人間はつねに自己利益を追求する利己的で機会主義的な経済人であると仮定されている。それに対して、ステュワードシップ理論では、性善説の立場から、会社や組織の目的のために奉仕する組織人が想定されている。

この人間観によってそれ以外の相違点が生まれる。エージェンシー理論では、エージェントは報酬や監視といった外発的な刺激によって動機づけられる一方、ステュワードシップ理論では、ステュワードは自分自身の成長や自己実現によって内発的に動機づけられる。

また、取締役会についても大きな相違点がある。エージェンシー理論では、エージェントである経営者の行動をモニタリングすることが主要な役割となるため、経営者から独立した社外取締役を中心とする取締役会がより効果的である。それに対して、ステュワードシップ理論では、経営者に対する助言が取締役会の主要な役割となるため、内部知識を持つ社内取締役が中心となる取締役会の方が望ましい。

以上のように、エージェンシー理論とステュワードシップ理論では、その人間観において大きな違いがあり、それゆえ動機づけや取締役会にも相違がみられるのである。

表1: エージェンシー理論とステュワードシップ理論の比較

	エージェンシー理論	ステュワードシップ理論
人間観	利己的な経済人（性悪説）	会社利益に奉仕する組織人（性善説）
動機づけの種類	外発的動機づけ	内発的動機づけ
取締役会の構成	社外取締役が中心	社内取締役が中心
取締役の主機能	経営のコントロールと監視	経営者への助言

（出所）Davis et al. (1997: 37), 柏木 (2005: 237) を基に筆者が一部加筆修正

⁶⁾ エージェンシー理論とステュワードシップ理論の比較については、Davis et al. (1997), 柏木 (2005), 木下 (2015), 佐藤 (2010) に詳しい。

5. コーポレートガバナンス・コードに潜む内部矛盾

(1) コーポレートガバナンス・コードの理論的基礎

上述のように、日本版コードは、「攻めのガバナンス」を主としながらも「守りのガバナンス」にも配慮している。それゆえ、まずコードの「守り」の側面については、エージェンシー理論がその理論的基礎を提供すると考えられる。というのも、コードに見られる監査役制度の強化や内部通報制度の整備、そして取締役会の監督責任の規定は、いずれもエージェントとしての経営者への監督を強め、エージェンシー問題を抑制する制度的措置だからである。

しかし、コードには「攻め」の側面もあるため、エージェンシー理論と整合しない点もある。たとえば、企業家精神を発揮できる環境づくりや、取締役会から経営者への助言機能である。これらは、スチュワードとして企業利益の最大化に努める経営者を前提として、よりその実現可能性を高めるような施策であることから、こうした点に関してはスチュワードシップ理論がコードに理論的基礎を提供しているといえる。

つまり、コーポレートガバナンス・コードは、「守り」の側面ではエージェンシー理論、「攻め」の側面ではスチュワードシップ理論というように、2つの理論的基礎を持っている。しかし、すでに述べたように、エージェンシー理論とスチュワードシップ理論では人間観が大きく異なっている。それゆえ、コーポレートガバナンス・コードは、2つの異なる人間観を基礎として様々な規定がつけられており、結果的にその内部に矛盾が潜んでいる可能性がある。

(2) 独立社外取締役の役割における矛盾

とくに、その矛盾が顕著に現れているのが、コードの規定の中でも大きく注目されている独立社外取締役の役割である。コードでは、独立社外取締役の積極的な活用を求めており、少なくとも2名以上を選任すべきとし（原則4-8）、独立社外取締役の役割と責務として以下のものを挙げている（原則4-7）。

- (i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと
- (ii) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
- (iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること
- (iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること

以上の役割から、コードでは、独立社外取締役に対して経営の「監督」（上述の(ii)から(iv)）を求めると同時に、企業価値向上を図るための「助言」（上述の(i)）を求めていることがわかる。このうちの前者は、経営者から独立した立場からの厳格なモニタリングというエージェンシー理論の取締役に期待される役割であり、それに対して、後者は、豊富な内部知識や専門知識を活用して助言を行い、経営者の組織目的の達成を支援するというスチュワードシップ理論の取締役に期待される役割である。

したがって、コードに従えば、独立社外取締役は監督機能と助言機能を同時に果たさなければならない。もし独立社外取締役が監督と助言を同時に行えば自己監督となるおそれがあるため、これらの役割は矛盾するおそれがある。

(3) 独立社外取締役の役割における矛盾が引き起こしうる問題

では、このような矛盾した役割を独立社外取締役に与えることがどのような問題をもたらす可能性があるのか。エージェンシー理論的にいえば、株主の期待に反して独立社外取締役も1人のエージェントとして機会主義的な行動をする可能性がある。

たとえば、経営者に対する監督と助言を同時に行う場合には、上述のように自身が助言した内容に関して自身で監督するという自己監督になるため、監督に限界が生じるか、あるいはそれを恐れて助言に限界が生じるだろう。

また、役割が明確にされていなければ、いずれの役割でも手抜きをする余地を独立社外取締役に与えることになる。さらに、機会主義的な独立社外取締役は、矛盾した役割の隙間をぬって、状況に応じて自己利益につながる役割を優先する可能性もある。

つまり、コードの背後に潜む理論的な矛盾によって、コードの目指すコーポレートガバナンス体制では独立社外取締役が企業価値向上に寄与しないおそれがある。これらの問題を解決するためには、独立社外取締役に与えられた役割の矛盾を解消しなければならない。その1つの方法は、独立社外取締役を監督機能に特化させることだろう。矛盾の解消という点では助言機能に特化することも考えられるが、独立社外取締役の高い独立性を活用するためには、監督機能を重視すべきだろう。

いずれにせよ、「攻めのガバナンス」を実現するためには、その理論的基礎の再検討と、実際に独立社外取締役がその役割を十分に果たしているのかどうかといった制度的な実効性を引き続き十分に検討していく必要があるだろう。

6. 結語

コーポレートガバナンス・コードは、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与する「攻めのガバナンス」を実現するものと期待され、実際すでに、多くの企業でコードに従って自社のコーポレートガバナンス体制を変革する動きがみられた。しかし、「攻めのガバナンス」というコードの目指すガバナンス体制は、どのような理論的基礎に支えられているのだろうか、実はあまり明確にされてはいない。

そこで、本稿では、コードの理論的基礎を探り、コードの背後にはエージェンシー理論とステークホルダーシップ理論という対極にある2つの理論が並存していること、また人間観の異なる理論を併用しているため、コードはその内部に矛盾をはらんでいる可能性があること、そして、とくにその矛盾が独立社外取締役の役割について顕著に現れていることを論証した。

つまり、コードの背後に潜む理論的な矛盾によって、コードの目指すコーポレートガバナンス

体制では独立社外取締役はコードが想定するよりも持続的な成長や中長期的な企業価値の向上に貢献しないおそれがある。したがって、「攻めのガバナンス」を実現するためには、その理論的基礎の再検討と、実際に独立社外取締役がその役割を十分に果たしているのかどうかといった制度的な実効性を引き続き十分に検討していく必要があるだろう。

参考文献

- [1] Argyris, C. (1973) "Organization Man: Rational and Self-Actualizing," *Public Administration Review*, 33(July/August): 354-357.
- [2] Davis, J. H., F. D. Schoorman and L. Donaldson (1997), Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*, 22(1): 20-47.
- [3] Donaldson, L., and J. H. Davis (1991) "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns," *Australian Journal of Management*, 16: 49-64.
- [4] Eisenhardt, K. M. (1989), "Agency Theory: An Assessment and Review," *Academy of Management Review*, 14(1): 57-74.
- [5] EY Japan(2015)『Q&A コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード—持続的な企業価値向上のための2つのコードの実践—』第一法規.
- [6] 堀江貞之(2015)『コーポレートガバナンス・コード』日経文庫.
- [7] Jensen, M. C. (1998), *Foundations of Organizational Strategy*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- [8] Jensen, M. C. (2000), *The Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- [9] Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- [10] 柏木仁(2005)「スチュワードシップ理論：性善説に基づく経営理論—理論の解説，先行研究の整理，今後の研究の方向性」『経営行動科学』第18巻3号: 235-244.
- [11] 木下靖朗(2015)「経営者とのスチュワードシップ関係を追求する機関投資家像」北川哲雄編著『スチュワードシップとコーポレートガバナンス—2つのコードが変える日本の企業・経済・社会—』東洋経済新報社，第6章(143-173).
- [12] 北川哲雄(2015)「日本版スチュワードシップ・コードと伊藤レポート—それらの意義と期待される成果—」北川哲雄編著『スチュワードシップとコーポレートガバナンス—2つのコードが変える日本の企業・経済・社会—』東洋経済新報社，第4章(83-107).
- [13] 三輪芳朗・ラムザイヤー J. マーク(2015)「2014年会社法改正，「コーポレートガバナンス・コード」と社外取締役」『大阪学院大学経済論集』第28巻2号: 15-140.
- [14] 新山雄三(2015)「社外取締役はコーポレート・ガバナンス強化の担い手たり得るのか？—「企業統治改革（14年会社法改正，スチュワードシップ・コード，コーポレート・ガバナンス・コード）」の実相と課題—」『専修大学法学研究所所報』第51巻: 18-35.
- [15] 佐藤剛(2010)『金融危機が変えたコーポレート・ガバナンス：変革が進むアメリカ。どうする日本』商事法務.
- [16] 高岡義幸(2015)「日本におけるコーポレート・ガバナンス制度改革の最新動向とその経営的意義」『広島経済大学経済研究論集』第37巻4号: 31-46.
- [17] 竹中啓之(2015)「日本版「コーポレートガバナンス・コード」をどのように捉えるのか—これまでの会社支配論・企業統治論との関係について—」『商経論叢』第66巻: 1-24.
- [18] 渡邊顕(2015)『コーポレートガバナンス・コードを読み解く』商事法務