

# 企業統治における社外役員

古賀 健太郎

## 1. はじめに

2015年は、日本にとって企業統治（コーポレートガバナンス）改革元年とも呼ばれる。株主のための企業統治が改善することを期待した外国人投資家が、ここ数年、株価水準を支えたと言っても過言ではない。3月には金融庁と東京証券取引所とはコーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）を取りまとめ、6月から適用して日本企業の企業統治の道標とした。5月に施行された改正会社法は監査等委員会設置会社という新しい企業統治の制度を創設した。

その一方、いち早く委員会設置会社（現在の指名委員会等設置会社）の制度を取り入れて企業統治の優良児といわれた東芝では会計不祥事が発覚して、制度だけでは企業統治は完成しないことを裏付けた。この事件では、不振事業の継続が会計不祥事を引き起こしており、企業統治の問題は財務報告を超えて根深い。

こうした企業統治の動きの中では、社外取締役が重要な役割を果たすことが期待されており、学術界、実務家達、報道機関が注目している。改正会社法では、社外取締役を置くことは義務付けられなかったものの、置かなかった場合は、企業の経営者が株主総会でその理由を説明しなければならなくなった。

コーポレートガバナンス・コードでは社外取締役の役割、責務、活用、独立性判断基準、資質について原則を設けている。

本稿では、企業統治の枠組みに基づいて、社外取締役だけでなく社外監査役も含めた社外役員について、理論と実務との双方から考察する。まず、企業統治の中で社外役員に期待される役割を概観する。次に、社外役員が企業統治を向上させる前提を挙げて、それらの前提が満たされない可能性も探る。最後に、社外役員が企業統治を向上させるために求められる行動と態度とを抽出する。

## 2. 社外役員が企業統治で果たす役割

Ball et al. (2000) は、企業統治を整理する枠組みとして、法体系としての慣習法と成文法との区別を提唱する。イギリスに端を発した慣習法の国や地域（例 アメリカ、カナダ、オーストラリア、ニュージーランド）は、市場原理に基づいて経済を運営しており、資本市場では、企業の経営者と投資家との間の情報の非対称性から生じる代理人問題が重要と見なされる（Jensen and Meckling 1976）。投資家は、一旦企業に投資すると弱い立場に立たされる。何故なら、投資家もっている企業についての情報は経営者よりも少ないからである。このため、投資で生じる経済的富の大半を経営者が手中に収めてしまう恐れがある。

企業の経営者による倫理観の欠如（moral hazard）や逆選択（adverse selection）は、資本市場の投資家の経済的富を損ねる。具体的には、規模が大きいものの収益性が低い他企業を経営者は買収する傾向があることが実証されている。逆に、将来、利益が成長することが見込める一方、リスクを伴う案件には、積極的には投資しない。また、投資家が企業に投資する前に、経営者が収益性を過大に予測して、多くの投資を引き出そうとする。予測した収益性を事後に達成できなくても、情報の非対称性に基づいて、経営環境が変わった等の理由で責任を回避できる。経営者が投資家との情報の非対称性を乱用して株

主の経済的富を損なわないように、経営者の意思決定に一定の制限を加え、監督するのが、株主による統治である。

成文法は大陸ヨーロッパのドイツ、フランス、イタリア、そこから法体系を導入した日本でみられる。こうした国や地域には市場は存在するものの、市場原理のみで十分に経済を運営できないと考える。企業と取引して利害を受ける関係者には、資本市場の投資家の他に、従業員や労働組合、原材料の供給業者、資本を貸付金として提供する銀行がある。慣習法の国や地域で企業の経営者と投資家との間の情報の非対称性から生じる代理人問題が重要と見るように、成文法の国や地域では経営者と他の利害関係者との間にも同じような問題があると考える。

従業員や労働組合、原材料の供給業者、銀行は、それぞれの企業と効率的に取引するために、企業との関係に投資することが求められる。従業員がある組織風土に適応する、微妙な人間関係に馴染む、成文化しにくい意思決定の過程を習得するためには、企業に働いてから一定期間、努力を要するので、投資的な行動が求められる。原材料の供給業者は、ある企業に特別の仕様を満たす部品を供給するために、初期に、特別な金型を起こすことが多い。部品を納入する先の企業に固有の金型を起こすことも投資的な行動である (Klein et al. 1978)。銀行は、融資先を審査する過程で企業を深く理解するために、努力と時間を投資する (Fama 1985)。こうした投資は、企業とその利害関係者との双方にもたらす経済的富を増やす。

これらの利害関係者は、企業との取引において弱い立場に立たされる。何故なら、投資はその企業との関係においてのみ回収できるからである。さらに、資本市場の投資家同様、投資した利害関係者は企業の経営者よりも、双方にもたらされる経済的富についてもっている情報が少ない。経営者は、利害関係者の代替可能性、情報の非対称性を用いて、経済的富を多く手中に収めてしまう恐れがある。経営者が低く見積もった経済的富を理由に、賃金や原材料価格を

低く抑えたり、従業員を解雇したり、他の原材料の供給業者に乘換えたり、銀行からの融資を短期で打ち切ったりするのである。こうした弊害を取り除いて、利害関係者の代替可能性、情報の非対称性を経営者が乱用しないように、投資した利害関係者が経営者の意思決定に一定の制限を加えたり、監督したりして、その関係を「統治」する必要がある。

企業統治における社外役員の役割を考えるためには、企業統治の形態を特定する必要がある。つまり、株主による統治と利害関係者による統治とでは、社外役員が果たす役割は異なるはずである。

株主による統治では、企業の経営者が情報の非対称性を用いて、株主の利益を損なう意思決定をしないように、株主に成り代わって経営者を監督することが期待される。社外役員には他企業の経営者、学術的知見をもっている者、法律等の知見をもっている専門家が就くという前提では、彼らと経営者との間の情報の非対称性は、一般株主と経営者との間の情報の非対称性よりも小さい。したがって、一般株主よりも社外役員の方が経営者を有効に監督することができるであろう。さらに、経営者はその企業の組織文化や慣習に捕らわれがちであるのに対して、社外役員は客観的に企業を見ることができ、より適切な意思決定に貢献することが期待される。このように社外役員が経営者のもつ情報と同じ水準に近づくように努めるべきであると同時に、株主の利害も理解しなければならぬ。その点で、株主の間で比重が高い大株主の代表者、実務的には株式保有比率が高い法人の経営者等であることが望ましい。その一方、大株主の便益が優先されて少数株主が犠牲になることを懸念するのであれば、むしろ大株主の代表者は望ましくない。役員は社外から選ぶだけでなく、その企業から独立するべきであるという議論は、少数株主の便益を尊重するという観点にたっている。

利害関係者による統治では、株主と共にそれ以外の利害関係者の利害を理解する社外役員が望まれる。丸紅会長の朝田照男氏は「社外取締役の役割はいく

つかあるが、ステークホルダー（利害関係者）の利害調整が重要だ。欧米は株主が第一で、株主の利益のために取締役会がどう機能するかを重視する。日本は違う。顧客や従業員、社会との間で収益配分の公平性を保つことが、社外取締役の重要な役割だ。」（日本経済新聞 2014a）と述べている。実際、利害関係者による統治のドイツや北欧では、従業員の代表者が役員に選ばれる。こうした場合、大株主はおろか、その他の株主だけではなく、その他の利害関係者のそれぞれの代表が社外役員になるべきである。各利害関係者の代表が難しいのであれば、企業と直接利害がない独立した社外役員が望まれる。独立した社外役員は、様々な利害関係者の利害を調整できる。

### 3. 社外役員が役割を果たす前提とその阻害要因

株主による統治にしる、利害関係者による統治にしる、株主を含めた重要な利害関係者の便益を損なう意思決定を下さないよう、企業の経営者を監督することが期待される。社外役員がこうした役割を果たすために必要な前提がいくつかある。

第一に、企業の重要な意思決定が取締役会で審議されなければならない。社外役員は、主に取締役会を通じて、企業の経営者の意思決定を監督する。したがって、取締役会が重要な意思決定を審議しなければ、社外役員の役割は著しく狭まる。

第二に、社外役員が意思決定に有効に参加するために、必要にして十分な情報が提供されなければならない。取締役会で企業の重要な意思決定が審議されても、企業の経営者よりも少ない情報しかもたない社外役員は、経営者の意思決定を有効に監督できない。このため、様々な企業では、事前に社外役員に情報を提供して取締役会での議論が活発になるように努めている。

第三に、社外役員の利害が株主や他の利害関係者の利害と一致しなければならない。社外役員に必要にして十分な情報を提供しても、社外役員が株主や他

の利害関係者の利害を理解しなければ、株主や利害関係者による統治には貢献しない。このため、かつて、社外取締役は企業の株式を保有することが求められていた。しかし、現在、この条件は緩和されており、社外監査役には求められたこともない。

しかしながら、実務では三つの前提を阻害する要因があり、社外役員が役割を果たすことは易しくない。もちろん、企業は表面上、これらの前提を満たすものの、実態はかけ離れたものになりかねない。

第一に、企業の重要な意思決定が取締役会で審議されないかもしれない。一般に、企業の定款には、「重要な」意思決定は取締役会が決議しなければならないことを規定している。しかし、多くの定款では、株主総会の招集や提出議案、代表取締役の選定や解職といった意思決定の過程を取締役会が決議することを明記していても、意思決定の具体的な内容については「重要な」事項という表現に止めている。どの意思決定が「重要な」のかについては解釈の余地があり、企業の経営者が都合の良いように裁量することが考えられる。そして、取締役会に付議されない重要な意思決定は、社内の経営者のみが出る会議で審議されることが多い。社外役員がもっている情報は、経営者より少ないので、重要な意思決定が取締役会で審議されていないことを推測できても、それらを実際に議題に盛り込むことは易しくない。年度予算、中期経営計画、定期採用の規模といった企業の将来を左右する事項は取締役会で審議されないことになりかねない。

第二に、社外役員が意思決定に参加できるための、必要にして十分な情報が提供されていないかもしれない。一般に、必要でなくても十分な情報、つまり少ないよりは多くの情報を社外役員に提供するのが良いと思われがちである。しかしながら、現実には多くの情報を与え過ぎることによって、意思決定に有効に参加できないことがよくある。膨大な資料を短時間に読みこなし、分析して取締役会の審議に参加することは容易ではない。情報が多すぎると、案件の

要点を理解しないまま、「目立った問題が見当たらないから」という消極的な理由で案件を通してしまうことは少なからずある。

また、個別の案件のみが取締役に付議されて、複数の案件をまとめた全体像を審議しないことも、同様の問題を抱える。つまり、個別の案件の詳しい情報の陰に、複数の案件をまとめた全体像が隠れてしまう。いわば、木を見て森を見ない弊害である。例えば、個別の買収案件では、企業家精神を重視して、「特別」に多少のリスクを取ることを認めても、この「特別」が多くの案件で許されたら、企業としてリスクを取り過ぎてしまう結果になる。したがって、個別の案件を付議すると共に、複数の案件をまとめた全体像を審議する機会が求められる。しかし、実際には個別の案件の膨大な情報が提供されても、複数の案件を要約した情報は見落とされがちになる。

逆に、社外役員に提供される情報で不足しているのは、審議する案件の代替案である。代替案がない案件は、最良であるか判断できない。やはり、「目立った問題が見当たらないから」という消極的な理由で案件を通してしまうことになりかねない。さらに、案件が可決されなかった場合、どういう功罪が予測されるかについても、情報が提供されるべきである。功罪がはっきりしなければ、可決しないと困るだろうという漠然とした理由で通してしまう結果になる。

第三に、社外役員の利害が株主や他の利害関係者の利害と一致しないかもしれない。審議する案件では、その是非が明確になる場合はむしろ少ない。この曖昧さの中で、敢えて判断を下すには、社外役員の経験、知見、力量に加えて、一橋大学の伊藤邦雄氏によれば「勇気と覚悟がいる」（日本経済新聞 2014b）。しかし、社外役員が「勇気と覚悟」とをもって、案件を差し戻すくらい企業の経営者を監督するほどの動機があるとは言い難い。社外役員は、企業の業績と連動する金銭的な報酬を、それほど受け取っているわけではない。また、株式を保有しなければならないわけでもない。さらに、株主代表訴訟や多重訴訟のリスクは、保険によって大分守られているので、極端な場合を除けば、十分な

脅威を社外役員に与えて、案件を差し戻すに十分な「勇気と覚悟」とを発揮する動機付けになるとは考えられない。

このように、社外役員が企業統治の役割を果たす三つの前提があり、その阻害要因もある。現実にはこの阻害要因の大きさにより、前提が満たされる程度が変わる。このため、社外役員が企業の業績に与える影響についての実証研究では、現在の所、結果は一定していない。Miwa and Ramseyer (2005) は、社外役員が企業業績を向上させる事実を確認していない。一方、宮島・小川 (2012) では、企業特性によって、両者の間に相関を見つけている。総じて、現在の所、社外役員が企業業績を向上させる前提が満たされていて、阻害要因は小さいとは結論付けない。

#### 4. 社外役員に求められる行動と態度

企業統治において社外役員が役割を果たすためには、具体的にどのような行動や態度が求められるのであろうか。株主や他の利害関係者の便益を最大化するといった、漠然とした目的では、企業統治を有効に担うことはできない。企業の経営者がもっているよりも少ない情報を補い、経営者に付加できないような独自の価値をもたらす具体的な行動と態度とを抽出する。

第一に、企業の重要な意思決定が取締役会で審議されて、社外役員が重要な案件の決議に有効に参加するために、取締役会の議題作りに関与しなければならない。企業の経営者が決めた議題に従って、議論し、決議に加わるだけでは不十分である。既に述べた通り、企業の定款が「重要な」意思決定を明確に定義しているとは限らない。一般に、一定金額以上の投資案件は取締役会に付議されるように規定されている。しかし、年度予算、中期経営計画、定期採用の規模といった経営の根幹にかかわる案件は、付議されるとは限らない。取締役会で議論されるとしても、さらに、重要な意思決定は、経営環境や企業戦略によって変わってくるので、その都度、対象となる案件を定義し直すことが求め



られる。したがって、社外役員は取締役会の議題作りに積極的に関わって、その企業にとっての重要な意思決定の実質的な定義を形作ることが必要である。

第二に、過去に審議したり、議論したりした内容を記憶に留めて、必要に応じて立ち返らなければならない。例えば、投資案件が承認されたら、一定期間後に、提案された通り進捗しているかを確認する必要がある。進捗を十分に確認している取締役会は多くない。唯一、進捗の確認に近いものとして各会計年度の決算が付議されるが、これで企業全体の業績を確認できても、それぞれの投資案件の進捗を示すものではない。企業全体の業績が良くても、過去に承認された投資案件自体は不調であることも考えられる。また、決算は財務諸表の様式に従って売上高、売上原価、販売費・一般管理費といった各費目が全企業についてまとめられるので、特定の投資案件の進捗を測る特有の情報は分からない体裁になっている。決算とは別に、事後に投資案件の進捗を確認することは、将来付議される、類似の投資案件を審議する際、参考になるはずである。

また、取締役会で案件の問題が指摘された場合、条件付きで承認されることが多い。日本の文化では、案件が差し戻されることは少ない。この場合、承認の前提となった条件が確実に履行されているかを、やはり事後に確認する必要がある。

さらに、過去の案件の内容が将来の案件と整合していることも確認すべきである。取締役会は個別の案件毎に審議されるので、過去の案件と将来の案件とが整合しない可能性がある。例えば、企業家精神を重視してリスクが高い案件が「特別」に認められた後には、リスクが高い案件を続けて決議することは整合性を欠く。したがって、既に述べた、複数の案件をまとめた全体像を審議することは、案件間の整合性を確実にする上で、有効なはずである。

過去に審議したり、議論したりした内容を記憶に留めて、必要に応じて立ち返らなければならない。その結果、過去の案件の進捗を議論すること、条件付きで承認された案件で条件が履行されていることを確認すること、複数の案件

をまとめた全体像を審議することが必要になる。

第三に、企業を他社と比較した強みや弱みを客観的に判断し、意思決定に活かさなければならない。各企業は、それぞれの強みや弱みが客観的に判断できているとは言い難い。もちろん、自社の最終商品やサービスを他社のそれとは比較している。また、他社の報道にも注目している。しかし、最終製品やサービス、報道された内容に繋がる、他企業の経営の仕組や風土には疎い。このため、自社の強みや弱みを客観的に判断できないのである。自分で認識している強みや弱みは客観的な事実と根差しているというより、自社の理想像が知らない間に混入した想像上の産物となっている恐れが多い。企業の経営者を含めて、社内の人間が自社の強みや弱みを客観的に判断することは不可能に近い。

この結果、例えば、新しい事業や市場に進出する案件が取締役に付議される場合、他社が既に進出しているが自社はまだであるという理由がまかり通ってしまう。しかし、こうした理由には、最新の戦略論が最も警鐘を鳴らしている。他社が進出している同じ事業や市場に自社も進出すると、結果として事業構造が似通ってしまい、戦略的に事業を展開することはできない。最新の戦略論では、自社の強みを発揮できる事業や市場にのみ進出して、弱みしかない事業や市場は捨てるべきであると説いている。

企業を他社と比較して強みや弱みを客観的に判断できるのは、むしろ社外役員を始めとした社外の間である。社外役員は、企業と競合する他社を良く知らなくても、市場調査やコンサルタントを活用して、企業の強みや弱みを炙り出すべきである。ここでこそ、社外の視点を最大限活用しなければならない。そして、企業の強みや弱みの客観的な判断を、意思決定に生かすことが求められる。

## 5. 結び

日本にとって企業統治（コーポレート・ガバナンス）元年とも呼ばれる2015

年でも、株主による統治、利害関係者による統治には課題が多かった。これらの課題を解決する上で、社外取締役や社外監査役である社外役員の役割が期待されている。しかしながら、社外役員の任命自体が企業統治の課題を解決する訳ではない。社外役員が役割を果たすためには、満たされなければならない前提がある。さらに、企業統治を向上させるために、社外役員に求められる行動や態度も明確にしておく必要がある。

本稿は、株主による統治、利害関係者による統治のそれぞれで社外役員に期待される役割を概観した。また、社外役員が企業統治を向上させる前提を挙げて、それらの前提が満たされない可能性も探った。最後に、社外役員が企業統治を向上させるために求められる行動と態度とを抽出した。

#### 引用文献

- 宮島英明・小川亮. 2012. 「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか? : 取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」独立行政法人経済産業研究所 ディスカッションペーパー 日本経済新聞, 2014a. 7月5日朝刊 5面.  
———. 2014b. 7月6日朝刊 1面
- Ball, R., S. P. Kothari, and A. Robin. 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics* 29 (1): 1-51.
- Fama, E. F. 1985. What's different about banks? *Journal of Monetary Economics* 15 (1): 29-39.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Klein, B., R. G. Crawford, and A. A. Alcián. 1978. Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process. *Journal of Law and Economics* 21 (2): 297-326.
- Miwa, Y., and J. M. Ramseyer. 2005. Who appoints them, what do they do?: Evidence on outside directors from Japan. *Journal of Economics and Management Strategy* 14 (2): 299-337.