

# 法と経済学から見た社外取締役

仮 屋 広 郷

## 1 はじめに

現在、わが国においては、会社法の大改正が進行中であるが、そこでは経営機構の改革が模索されている。そして、公表された中間試案においては、大会社に一名の社外取締役の選任を強制すること、大会社が選択制により、執行役制度及び各種委員会制度を整えた場合には、各委員会は三名以上で、そのうち過半数が社外取締役から構成されるべきことなどが提案されている。このように、中間試案においては、社外取締役の導入が指向されている。また、経営機構に社外取締役を導入し、各種委員会を中心とする経営監督機能の充実を図ろうとする傾向は、諸外国の傾向でもある。<sup>(1)</sup>

以上のように、最近のコーポレート・ガバナンス論議において、もっとも関心を集めているトピックの一つが、社外取締役なのである。社外取締役は企業のパフォーマンスに貢献するかどうか、そして、それとの関連で、取締役会の構成はいかにあるべきか、といったようなことが盛んに論じられている。本稿は、法と経済学の分析の道具立てを用いつつ、社外取締役を導入することが、コーポレート・ガバナンスに貢献できるとすれば、それはどのような意味においてかを、理論的な側面から考えてみることにしたい。なお、本稿は、主としてアメリカの議論を参考にしながら検討を行うことにする。その理由は、中間試案が、アメリカ型の取締役会を取締役制度改革の方向として意識していると考えられることによる。それゆえ、アメリカのコー

ポレート・ガバナンス論を参照しつつ、社外取締役が、理論的にはどのように機能することが期待されているのか、というメカニズムの理解をしておくことが、今後わが国において社外取締役を考察する際の手掛かりを与えてくれると考えるからである。したがって、本稿では、「取締役」「経営者」は、そのような会社の代表執行役が特に意識されている。

## 2 社外取締役とコーポレート・ガバナンス

### (1) エージェンシー問題

社外取締役の導入が進んでいるアメリカのコーポレート・ガバナンス論は、一言でいえば、「いかにエージェンシー・コスト (agency cost) を削減するか」という問題意識で捉えられているといつてよい。エージェンシー・コストとは、所有と経営が分離した現代の株式会社において不可避免的に存在するコストである。まずは、取締役会とエージェンシー・コストの関わりから論じよう。

周知のように、株式会社の基本的な仕組みは、株主が株式と引き替えに資本を提供し、専門経営者がその資金を事

業活動において有効に利用し、収益を株主に還元するというものである<sup>(3)</sup>。これによって、経営者が経営サービスを提供する一方、株主が分散投資によりリスクを負担するというサービスを提供するという分業が成立することになる。

このような分業の成立は社会的に望ましいものであると考えられるが、ある経済主体 (プリンシパル: principal) の投入した資金を別の経済主体 (エージェント: agent) が運用するというこの仕組みには、問題点がある。それは、投資対象企業の株式を僅かしか所有していないプリンシパルとしての (個々の) 株主は、経営者の行動を監視するためにコストをかけたとしても、監視から生じるベネフィットは株主全体に拡散してしまうため、適切な監視を行うのに十分なコストを負担するインセンティブを欠いてしまうことに起因する<sup>(4)</sup>。すなわち、資金投入者である株主の有効な監視がなされないために、経営者が株主利益を適切に考慮した経営を行わない——場合によっては、自己利益を追求するような経営を行う——危険が生じるのである。このような危険から生じる諸々の損失が、エージェンシー・コストと呼ばれるものである<sup>(5)</sup>。したがって、コーポレート・ガバナンスの目的は、どのようにエージェンシー・コスト

### (3) 法と経済学から見た社外取締役

を削減するか、という経営者の適切な監視の問題として把握されることになる。以上のような問題把握によれば、取締役会はエージェンシー・コスト削減のための装置として捉えられることになる。

#### (2) 監視者としての社外取締役とその問題点

取締役会が、エージェンシー・コストの削減装置ということになると、端的には、誰が取締役会の構成員として、株主のために経営者をきちんと監視できる立場にあるか、ということが問題になる。そして、アメリカにおいては、独立性のある社外取締役こそ、株主利益のために適切な経営者の監視を行うことを期待できるガバナンスの要諦である、と多くのものによつて主張されてきた<sup>(6)</sup>。独立している取締役であれば、株主のために十分な監視を行うであろうという想定は、直感的には正しいように思われる。しかし、このような想定は、「誰が監視するものを監視するのか?」という問題に答えていないことに注意する必要がある。この問いかけは、考えてみれば当然のことであるが、非常に重要な問題の指摘である。なぜなら、株主と経営者の間のエージェンシー問題解決のために、株主のための監視者を設けるという手段の選択が、根本的な問題の解決にはなり

得ないことを指摘しているからである。なぜ、根本的な問題の解決に結びつかないかは、株主のために経営者の監視を行う者(社外取締役)を置くという行為が、新たなプリンシパル・エージェンツ関係を作り出す行為に他ならないことを考えて見れば明らかである。要するに、株主と社外取締役の間に当初の問題同様のエージェンシー問題が発生することになるからである。そうすると、二重のエージェンシー問題の発生により、少なくとも理論的には、問題がむしろ悪化してしまう可能性さえも考えられないではない。

先の問いに答えられるような、社外取締役の行動を担保するメカニズムが呈示されない限り、先述のような主張は、「信仰」の域を出ない。では、社外取締役が、株主利益のために行動することを保証するメカニズムは、何か考えられるだろうか? ありうる議論としては、①社外取締役の *noblesse oblige* に期待するという類の議論、②社外取締役というサービスを提供する市場の規律に期待するという類の議論、などが考えられる。①は明らかに信仰に近いといえる。②は実証の問題ということになるが、市場の力が十分に実証されない限りにおいては、やはり信仰の域を出ていないといえる<sup>(7)</sup>。

もつとも、以上のことから、社外取締役が株主利益の確保のために十分な監視を行う可能性があるということまで否定できるわけではない。しかし、従来、Management Captured Boardという言葉に象徴されるように、アメリカの取締役会は経営者よりであることが指摘されてきた。<sup>(8)</sup>

また、社外取締役にしても、選任のプロセスが経営者の多大な影響下にあること、監視すべき会社情報への入手を経営者に依存していること、時間的、能力的な制約など、多くの問題点が指摘され、その信頼度が疑問視されてきた経緯もある。<sup>(9)</sup> また、八〇年代の終わり頃には、懐疑的な見方がかなり一般的だったのではないかと推測される。<sup>(10)</sup>

(3) コーポレート・ガバナンスの変化と社外取締役  
 アメリカにおいては、Manneの先駆的な業績以来、企業買収を通じた会社の支配権市場 (market for corporate control) がエージェンシー問題を解決するコーポレート・ガバナンスのための装置として機能することは広く認識されてきた。<sup>(12)</sup> そして、八〇年代は、敵対的企業買収による経営者の更迭が、ガバナンスの中心的な役割を担っている感があった。しかし、さまざまな要因が重なり、九〇年代初頭には、敵対的企業買収は激減することとなった。<sup>(13)</sup>

もつとも、九〇年代の半ばに企業買収の数自体は増加するが、八〇年代と異なり、友好的な企業買収が多くなっている。つまり、会社の支配権市場というメカニズムを通じての経営者の更迭というシナリオが描けなくなってしまったのである。<sup>(14)</sup>

そこで、九〇年代に入り、社外取締役を中心とする取締役にコーポレート・ガバナンスの中心的な役割を期待するという傾向が強まっている。そして、取締役会は、ますます独立取締役 (independent director) の導入に傾斜していつている。<sup>(15)</sup> このような傾向に影響を与えている要因は、敵対的企業買収の減少以外にもいろいろと考えられる。たとえば、証券取引所の上場規則が、社外取締役の採用を要求していることや、裁判所による会社法の運用——独立取締役による経営判断というフィルターを通すことにより、経営判断原則が適用され、経営者が責任を追及される可能性が低くなる——なども要因としてあげられる。<sup>(16)</sup> あるいは、投資者が独立取締役を用いている企業を好むため、企業が投資者を引きつけるために独立取締役の導入をすすめているということも要因の一つといえるかもしれない。<sup>(17)</sup> 特に、投資者からのプレッシャーとしては、CallPERSのような

機関投資家からの影響が無視できない。また、アメリカの大企業二〇〇社のCEOから構成される保守派の牙城と見なされていたBusiness Round Tableが、九七年八月には、このような傾向をサポートする方向を表明するに至っている<sup>(18)</sup>。とにかく、独立取締役がコーポレート・ガバナンスに貢献するという可能性に注目が集まっているのが最近の傾向なのである。

また、最近のもう一つの傾向として、独立取締役に期待する役割も変化してきていることがあげられる。先に見たように、独立取締役に期待されるのは、経営者の監視によるエージェンシー・コストの削減である。つまり、経営者が株主のために行動することを確実にすることである。具体的には、経営者の利益相反的な行為を監視することが想定されている。独立取締役に對する期待は、基本的には、従来この点にあったものと思われる<sup>(19)</sup>。

一方、最近のコーポレート・ガバナンス論において独立取締役に期待される役割は、むしろ、効率性や株主利益の最大化のための監視を行うということが主要な役割として強調されている感がある<sup>(20)</sup>。それに伴い、最近のコーポレート・ガバナンス研究においては、取締役会の構成に占める

独立取締役の割合と会社のパフォーマンスの相関関係を検証しようというようなものが数多く見られる。ただ、このような実証研究の評価は定まっておらず、決定的な相関関係は確かめられていないというのが実状のようである<sup>(21)</sup>。それにもかかわらず、独立取締役からなるアクティブな取締役会を持つ企業は、そうでない企業に比べて株主利益への貢献度が高く、そうした企業こそ競争を勝ち抜くことができる、と強く主張する見解もある<sup>(22)</sup>。そして、こうした見解は、相関関係や明確なメカニズムの解明は不可能であるし、必要ないともいう<sup>(23)</sup>。直感的なところから相関関係が想定されるのであれば、独立した取締役会を構築する意味はあるというのである。もつとも、こうした主張をなすものも、一応のメカニズムは示しているようであるが、エージェンシー問題の解決が企業パフォーマンスの向上につながるのだといったように、プリンシパル・エージェント・モデルの延長線上で考えているようである。結局、独立した社外取締役の導入が効率性向上に資するかどうかという点については、まず、相関関係がよく分かかっていないし、仮にその可能性があるにせよ、その理論的な因果関係のメカニズムは十分解明されていない、というのが現状であると考え

られる。

(4)まとめ

これまで述べてきたことから、とりあえず、次のように言える。まず、取締役会はエージェンシー・コストの削減装置として監視者の役割を担うものであるということ。そして、エージェンシー問題の解決のために監視者を用いるということは、「誰が監視するものを監視するのか？」という問題を引き起こすということ。さらに、最近、独立取締役から構成される取締役会が会社のパフォーマンスに貢献する——相関関係や理論的なメカニズムは不明だが——ことが期待されているということ。

以上を踏まえて、社外取締役がどのような意味でコーポレート・ガバナンスに貢献できるかを考えてみることにしよう。

3 社外取締役の有効性とその限界

(1)二つのエージェンシー・コスト

先に述べた通り、コーポレート・ガバナンスの問題は、プリンシパル・エージェンツ関係に起因するエージェンシー問題として把握されるのであるが、プリンシパル

エージェンツ・モデルは、プリンシパルとエージェンツの間が存在する情報格差の問題を分析するための道具である。それを用いて、エージェンツがプリンシパルに対して持つ情報優位性から生じる問題が分析される。このモデルでは、モラル・ハザード (moral hazard) の問題とアドバース・セレクトション (adverse selection) の問題がしばしば扱われる。大まかには、前者が、エージェンツの行動をプリンシパルが完全に監視することができないことから生じる問題 (hidden action) であり、後者は、プリンシパルがエージェンツの持つている特性を完全に観察できないことから生じる問題 (hidden information) である。

右の視点を株主と経営者の関係にあてはめてみると、エージェンシー・コストを二つのタイプに分けることができそうである。一つは、経営者による怠慢行為と経営裁量濫用による自己利益追求行為の問題であり、もう一つは、経営者の能力の問題である。いうまでもなく、前者がモラル・ハザードの問題であり、後者がアドバース・セレクトションの問題である。<sup>24)</sup>

エージェンシー・コストのタイプを分類することの意義は、コストのタイプに応じて、問題解決のためのアプロ

チが異なってくることを意識するところにある。モラル・ハザードの問題は、経営者に適切な監視を行うこと、または、インセンティブを与えることによって対応できる問題であると考えられる。これに対し、アドバース・セレクトションの問題は、経営者の交替という手法によって対応するしかない。このことは、経営者の能力を超えたパフォーマンスを引き出すようなインセンティブなどあり得ないことを考えれば明らかであろう。さらに、二つのコスト・タイプと対処法の違いを踏まえれば、ある企業において、経営者のモラル・ハザードを防ぐには十分といえないガバナンス機構しか構築されていないとすれば、いかなる経営者がその企業に迎えられるようとも、同様の問題が生じるだろうということも認識されよう。人選を変えてみたところで、同じガバナンス機構に直面した新しい経営者は、前任者と同様の行動をとることが予想されるからである。<sup>(25)</sup>

(2) モラル・ハザードへの対応

いま、モラル・ハザードの問題に対しては、インセンティブによって対応できると述べた。このことは、代替メカニズムの存在を気づかせてくれる。つまり、モラル・ハザードの危険に対して、監視という手段によって対処する

のも一つありうる選択肢であるが、この危険には、エージェントに適切なインセンティブを与えるメカニズムの利便によっても対応することができるといふことである。経営者に適切なインセンティブを与えるスキームとしては、いろいろ考えられようが、たとえば、①ストック・オプションなどのインセンティブ報酬制度、②高額な配当政策、③負債の占める割合を大きくした財務構成、などがあげられる。①は、株主の経済的な利益と経営者の経済的な利益を一致させることにより、エージェント・コストの削減を狙うものである。②は、内部留保を減らすことにより資本市場への依存を高め、市場の規律によるエージェント・コストの削減を意図している。③は、経営者の裁量にさらされるフリー・キャッシュ・フローを少なくする——配当は経営者の裁量にさらされるが、利子は必ず支払われる——ことによりエージェント・コストに対応しようとするものである。<sup>(26)</sup>

取締役会の監視というメカニズムによるモラル・ハザードの防止効果は、以上のような代替メカニズムとの比較の中で評価される必要がある。いうまでもないが、さまざまなスキームの中から、もつとも対費用効果が高いスキーム

が選択されることが望ましい。

もちろん、取締役会の監視によることが適切な選択である場合もあるかもしれない。ただ、この場合には、先に見た、「誰が監視するものを監視するのか?」という問題がついて回ることを忘れてはならない。まず、監視する取締役の株主に対する忠実性を確保する必要があるのである。

そのための手法としては、ありきたりではあるが、やはり、株式価値にリンクさせた報酬を与える必要があるだろう。

これによつて、完璧ではないにせよ、株主のために監視するインセンティブが与えられる、と理論的には考えられる<sup>(27)</sup>。ただし、以上のことは、モラル・ハザードの問題への対応として取締役会に期待することの一つのコスト要因を示唆していることに注意すべきであろう<sup>(28)</sup>。

(3) アドバース・セレクトションへの対応

すでに述べたように、ガバナンスの問題が、モラル・ハザードの問題ではなく、アドバース・セレクトションの問題であるとすれば、経営者の交替によつて対応するしかない。

ところで、敵対的企業買収が、エージェンシー・コストの削減に寄与することが広く認められてきたことはすでに述べた。このような、会社の支配権市場というメカニズム

に着目して、経済学的な観点からコーポレート・ガバナンスを論じるものが想定している世界モデルは、能力ある経営者とそうでない経営者が存在し、両者が会社の資産に対するコントロール権をめぐる競争するというイメージのものである<sup>(29)</sup>。つまり、敵対的企業買収によつて削減されるエージェンシー・コストとして想定されているものは、主としてアドバース・セレクトションによるものが念頭におかれていることになる<sup>(30)</sup>。

エージェンシー問題が主としてアドバース・セレクトションの問題であると考えることができれば、敵対的企業買収による経営者交替という外的なメカニズムが有効に対処することができると考えられる。そうすると、コーポレート・ガバナンスを考察するに当たつての分析の方向は、いかに会社の支配権市場を活性化させてエージェンシー・コストを削減するか、ということになる<sup>(31)</sup>。

しかし、繰り返し述べているように、エージェンシー・コストには二つのタイプが存在するのである。そして、両者は理論的には截然と区別されるものであるが、現実にはどちらがガバナンス上の問題を引き起こしているかを識別することは、非常に難しいという厄介な問題がある<sup>(32)</sup>。以上を



踏まれば、外的なメカニズムによるエージェンシー問題への対応は、モラル・ハザードによって生じている問題に対して経営者の交替で対処するという——能力的な意味では、更迭すべきではない経営者を切ってしまう——誤りを引き起こす可能性が大きいと考えられる<sup>(33)</sup>。

以上のような誤りの可能性を小さくするには、エージェンシー・コストのタイプを識別しなければならぬことはいうまでもないが、これは、直面しているガバナンスの問題が、経営者の能力の質に起因するものであるかどうかを見極めるという作業である。こういった作業には、外的なガバナンス・メカニズムよりも、内的なガバナンス・メカニズムの方が適していると考えられる。要するに、アドバース・セレクションへの対応については、取締役会がより期待できるのではないかと考えられるのである。もちろん、取締役会にしても、先程述べたのと同様の誤りを犯す危険がないとは言えない。しかし、内的なガバナンス・メカニズムを提供する取締役会の場合には、その構成や判断のためのプロセスにいろいろと工夫を凝らし、より正確な判断ができるよう改善する余地があるように思われる<sup>(34)</sup>。

改善のための工夫を凝らす際のキーワードは、インセン

ティブ、情報、独立性である<sup>(35)</sup>。そもそも、監視するものに適切なインセンティブがなくてはどうかしようもないので、これをどのように確保するか、という3(2)で検討したのと同様の問題への対応をしなければならぬ。次に、改善すべきが経営者の質かどうかを見極めるための情報が必要になる。こういったことを見極めるための情報源としては、やはり、会社の内部者に勝るものはないだろう。問題の判断に内部者を組み込むことにより、先程述べたような誤りを小さくすることができると考えられる。ただし、経営者の質が問題ということになれば、これを更迭することが必要になる。これが適切になされないと、先ほどの誤りとは逆の誤りが大きくなってしまう。したがって、必要な場合には経営者の更迭がスムーズになされるよう、厳しく客観的な判断を下せるという意味での独立性を有するものが求められることになる。これには、社外の人間が適切であると言えよう<sup>(37)</sup>。

(4) 会社のパフォーマンスへの貢献・予防的な視点

独立した社外取締役から構成される取締役会が、会社のパフォーマンスに貢献するか、ということが、最近のコーポレート・ガバナンス論のホットなトピックの一つである

ことは、すでに述べた通りである。ここでは、この問題について、エージェンシー問題を意識しながら述べることにしたい。

本稿が光を当ててきたエージェンシー問題の解決と、会社のパフォーマンスの問題が結びつくという一部の論者の主張には、直感的には賛同できるものがある。モラル・ハザードへの対応は、会社の利益が経営者によって搾取される可能性が小さくなることを意味するし、アドバース・セレクションへの対応は、無能な経営者の更迭を意味するのであるから、いずれの問題の解決も、会社にとって有益であることは間違いない。そういう意味からすると、社外取締役を導入することが、エージェンシー問題の解決に結びつくのであれば、会社パフォーマンスに貢献すると評価できることになる。

しかし、先ほどのアドバース・セレクションの分析を思い出してみただけでも、そう簡単にはいかないように思われる。たとえば、社外取締役は、会社の株価が低迷しているような場合は、現在の経営者を更迭する方向にバイアスがかかり、株価がそこそであるような場合には、経営者を更迭しない方向へのバイアスがかかる可能性がある。先

に見たように、社外取締役は内部者に比べ、情報に欠けるため、株価のようなパフォーマンス指標を重視する傾向があるのではないかと予想されるからである。そうすると、会社のパフォーマンスがよくない場合には、取締役会に占める社外者の割合が高いと、経営者の更迭によって現状以上に会社の利益が散逸するのを防ぐ可能性もあるが、有能な経営者を更迭してしまう誤りを犯す可能性も高くなる。

逆に、株価がそこそであるような場合には、経営者の能力に問題があるような場合にも、これを更迭しないという誤りを犯す可能性が高くなる。もつとも、この誤りは、経営の安定性という点からはプラスに作用する面もあるのかもしれない。以上の点からすると、エージェンシー問題との関連で社外取締役の導入を考えてみても、単純に企業パフォーマンスに貢献すると評価できるわけではなく、コストとベネフィットを勘案して評価されるべきであるということになる。<sup>39)</sup>

また、取締役会へ社外取締役の導入をすすめることにより、エージェンシー問題を解決することが会社のパフォーマンスに貢献することにつながると強調する見解は、基本的に、会社利益の散逸を防止するという予防的な観点から

のアプローチであるように思われる。このような傾向は、前段での論述からも見て取れるのではないだろうか。前段での議論は、アドバース・セレクションを念頭に置いていたが、モラル・ハザード防止について、経営者の監視という観点から、社外取締役に期待するという発想にしても、どちらかというと予防的な発想であるように思われる。

コーポレート・ガバナンスの問題が、エージェンシー問題と捉えられる場合、エージェンシー・コストをいかに削減するか、という問題の建て方がなされるため、予防的な発想になりがちなことは、仕方がないのかもしれない。しかし、コーポレート・ガバナンスの問題と会社のパフォーマンスの問題を結びつけ、株主利益の拡大に対して社外取締役が貢献できる可能性を検討するためには、会社利益を創造するという戦略的な観点からのアプローチが、より重要であるように思われる<sup>想</sup>。

(5) 会社のパフォーマンスへの貢献・戦略的な視点

戦略的な観点に立ち、より積極的な会社利益の創造を主眼とするならば、会社パフォーマンスに関するガバナンスの意識を上方へ向ける必要がある。ガバナンスの意識を上方へ向けるという意味では、モラル・ハザードの問題に対

しても、社外取締役という手段での対応を考えるより、インセンティブ報酬という手段で対応することの方が望ましいように思われる。また、アドバース・セレクションの問題にしても、3(4)で述べたように、会社のパフォーマンスがそこその場合に、さらなる改善を実現するという観点からは、社外取締役が取締役に占める割合を高めるばかりでは逆効果を招くかもしれない、社外取締役の導入を図りつつも、彼らへの正しい情報供給のための方策が検討されなければならない、ということになる。

さらに、会社のパフォーマンスに関わる問題は、エージェンシー・コストの問題ばかりではないということも意識しておく必要がある。このことは、たとえ経営者が有能——アドバース・セレクションの問題なし——であり、株主利益の増大を目指して一生懸命やっていた——モラル・ハザードの問題なし——としても、会社のパフォーマンスが向上せず、会社が危機に陥ってしまうことがありうることを考えるとよく分かる。つまり、会社のパフォーマンス改善のために、プリンシパルリエージェント・モデルをベースに対策を講ずることは、ある意味、地震の原因をナマズであるとして、大々的にナマズ退治を展開するような

ことになりかねない可能性があるのである。<sup>(41)</sup>

では、有能な経営者が一生懸命やったにもかかわらず、失敗する可能性は何に起因するのか？ 一つには運もあるだろう。これは仕方がないという他はない。しかし、経営判断のミスが原因ということも十分に考えられる。<sup>(42)</sup> そうであるとする、経営判断のミスを引き起こすメカニズムは何か、そして、それへの有効な対処法は何か、といったことが検討されるべきことになる。

コーポレート・ガバナンスの研究者の中には、経営判断のミスを引き起こすメカニズムとして、以下のような心理的な要素に注目するものがある。すなわち、人間には自分に不利な情報を排除してしまう——逆に言う、自分には都合のいい情報だけ受け入れるので、失敗をなかなか認めない——傾向があるといったことや、<sup>(43)</sup> 少数数からなるグループは同調的な行動をとる傾向があるといったことである。<sup>(44)</sup>

これらの心理的な傾向は、ひとたびある経営方針が立てられると、業績の悪化に直面しようとも、なかなかそれが改められない可能性があることや、取締役が無意識のうちに経営者の方針を支持してしまうことがある可能性を示唆している。<sup>(45)</sup>

仮に、以上のような心理的なバイアスに経営判断のミスが起因しているとすると、問題解決のために必要なことは、エージェンシー問題の解消ではなく、取締役会において、多面的で客観的な視点からの活発な——他のメンバーの議論の前提にまで厳しい批判的な目を向けたクリティカルな——議論<sup>(46)</sup>がなされるような工夫をすることであるように思われる。<sup>(46)</sup> 多面的で客観的な視点という観点からは、社外取締役の導入は望ましいと言える。<sup>(47)</sup> ただし、社外取締役が、自分が担当する会社の業界の事情、ファイナンスその他の専門知識が期待されるエキスパートでなければ、他のメンバーの意見を批判的に評価した上での意見を述べることが期待できない。また、会社の事業状況を直接入手できるような仕組みが整えられなければ、情報を他のメンバーに依存することになり、同調の危険が生じるかもしれない。とにかく、無意識のうちに他人の意見を追認してしまうようなことを防ぐよう配慮することが必要なことであると考えられる。

これまでの検討から、経営判断のミスを少なくすることを通じて、社外取締役が企業パフォーマンスに貢献できるかどうかは、社外取締役の質、社外取締役への情報供給の

確保、ならびに、取締役会で活発な議論が行われるよう運営を工夫すること、などにかかっているということができよう。

#### 4 むすびにかえて

社外取締役の導入を狙った商法改正が進行中であることは、最初に述べた通りである。そして、改正に先駆けて、現在わが国でも、社外取締役の導入が活発になっているようである。<sup>(48)</sup> 現在のような社外取締役重視のトレンドに対する本稿のメッセージは、ごく当たり前のシンプルなものである。すなわち、社外取締役は、コーポレート・ガバナンスの万能薬ではない、である。このことは、たとえば、本稿で指摘された、①モラル・ハザードへの対応については、社外取締役の機能に代替するメカニズムが存在すること、②社外取締役がアドバース・セレクション問題の解決について有効に機能するためには、内部者との連携が必要であること、③社外取締役がパフォーマンス向上に貢献できるようにするには取締役会の運営についてさまざまな工夫を施す必要があること、などを思い起こせば明らかであろう。

コーポレート・ガバナンスに社外取締役がどのように貢

献するかということに関しては、理論的にも実証的にもよく分からないことが多すぎる。このため、法政策的な提言としては、とりあえずのところ、強行法的なアプローチを採用するのではなく、各企業がそれぞれの状況に応じてガバナンス機構に関する「実験」<sup>(49)</sup>を行いやすいような環境を整備することが主張されたりする。これは賢明な選択であるように思う。

ただ、もう少し、社外取締役に關する基礎理論研究を深化させることにより、コーポレート・ガバナンスに対する社外取締役導入のコストとベネフィットの評価を行いやすくすることができないのではないかと考える。そのためには、社外取締役による対応が期待されている問題を、類型化した分析が行われる必要があるように思う。そのような検討を行う際には、まず、「そもそも株式会社社外取締役が求められる理由は何か?」この問いが分析の出発点になるだろう。そして、この問いは、「社外取締役は、どのような問題に対応しようとしているのか?」「対応しようとしている問題は何に起因しているのか?」「対応しようとしている問題に対して、社外取締役は(問題の解決に寄与し、かつ、最も対費用効果が期待できる)有効な対応策である

といえるのか?」といった問いへと続いていくことになるだろう。

本稿では、社外取締役の類型化された機能に着目しつつ、社外取締役導入のあり方を探る分析を行う際の手掛かりを、多少なりとも提供しようとしてみたいものである。未だ不完全な類型化と不十分な分析しか行っていない本稿に、今後社外取締役研究ならびに経営機構に関するルール設定のあり方についての研究が積み重ねられる際のステップになりうると思うところがあるとすれば、望外の喜びである。

(二〇〇一年九月一八日稿)

(1) 北村雅史「経営機構改革とコーポレート・ガバナンス」商事法務一六〇三号九頁以下、一七一―一五頁(二〇〇一年)参照。

(2) Millstein & MacAvoy, *The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation*, 98 *Colum. L. Rev.* 1283, 1286 (1998) では、最近のアメリカの大規模公開会社においては、一般的に、取締役会の構成員の多数が社外者であることが指摘されている。また、内部者が一、二名しか含まれていないような取締役会 (supermajority-independent board) の

構成を採用する企業も多量にある。 Bhagat & Black, *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, 54 *Bus. Law.* 921, 922-923 (1999); Hamilton, *Corporate Governance in America 1950-2000: Major Changes But Uncertain Benefits*, 25 *J. Corp. L.* 329, 360-361 (2000).

(3) この段落の論述については、Allen, *The Corporate Director's Fiduciary Duty of Care and the Business Judgement Rule Under U.S. Corporate Law*, in *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research* 307-309 (Hopt et al. eds., 1998); Millstein & MacAvoy, *supra* note 2, at 1291-1293; Butler, *The Contractual Theory of the Corporation, 1989-1990 Corp. Prac. Comm.* 556, 563-565, originally published in volume 11 of *Geroge Mason University Law Review* (1989) を参照した。

(4) いわゆる集合行為の問題である。集合行為の問題については、拙稿「株主のシメンマ」と株主総会活性化論議」久保欣哉先生古稀記念論文集『市場経済と企業法』所収五九頁以下(中央経済社、二〇〇〇年)を参照されたい。ちなみに、本文は、フリーライド (free ride) 問題を念頭において記述されているが、この問題

は、詰まるところ、コストを負担するものにすべてのベネフィットが帰属しないので、過少投資が起こるという問題である。そういう意味で、分析の視点は、特許権が認められるべき理由としてよく言われる——革新的な発明には大きなコストがかかるが、それに比べれば発明が製品化されたあとに同様の製品を生産するためのコストは低い。そのため、特許権がなければ、最初に発明したものにすべてのベネフィットがもたらされず、革新的な製品開発に対して社会的に最適な投資がなされない恐れがある、といった——議論と同じである。なお、以上のような非効率の問題を、会社法の文脈で非常に分かりやすく説明している文献として、田中亘「会社法の経済分析——忠実義務と代表訴訟を素材にして——」法学教室二五二号八―頁以下(二〇〇一年)がある。

また、もう一つ指摘しておく、株主に集合行為の問題をもたらしている要因の一つは、そもそも株主有限責任の原則と株式譲渡自由の原則であると考えられる。なぜなら、これらの原則の存在により、会社の持分が多くものに分散してしまうことになるからである。つまり、株主が能動的に行動しないために生じるエージェンシー・コストの要因の一つは、株式会社制度それ自体に内在しているということになる。しかし、一方で、株式

会社のメリットが本文で述べた分業であるとする、これをもたらしているのも同じ要因であるということに注意が必要である。なぜなら、これらの原則の存在ゆえに、株主は、能動的である必要がない——リスクは制限されているし、投下資本の回収も容易である——ので、安心して経営を任せることができるようになるし、また、リスクの負担という役割を果たすことも可能になる——株主が能動的でなければならんとすると、分散投資を行うことは難しい——からである。このように、コーポレート・ガバナンスという問題には、株式会社制度の根本原則がもたらすコストとベネフィットの調整という側面がある。

(5) ここでは、株主が経営者に資金の運用を委託した、という関係がプリンシパル・エージェント関係として捉えられているが、2(この説明からも明らかなように、このような関係はいろいろと考えられる。このような分析の先駆的業績でも *Jensen & Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305, 308 (1976) 及び *エージェンシー・コストを、監視コスト (monitoring expenditure)、プリンシパルに自分が忠実であることを保証するためにエージェントが負担するコスト (Bond-*

ing expenditure) 監視行為や保証行為が行われたにもかかわらず、防ぎきれなかったエージェントの私的利益の追求行為によってプリンシパルが被る残余的な損失(residual loss)の合計であると定義している。

(9) See Gilson & Kraakman, Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors, 43 Stan. L. Rev. 863, 873 (1991).

(7) Gilson & Kraakman, supra note 6, at 873-876. 両教授は、①②共に信仰の域を出ないとして批判されている。同様の問題の指摘は、わが国においてもなされている。たとえば、胥鵬「会社法とインセンティブ」商事法務一四〇一号二〇頁以下、二三頁(一九九五年)は、「残念ながら、社外取締役、監査役の任命方法、中立性などの理想像は議論されているが、株主の利益を代表して、社外取締役、監査役に経営者の行動をモニターする誘因を与えるためのインセンティブについては、しかるべき議論がまったく行われていない。」とし、社外取締役の権限の強化等の制度改革は、屋上屋を架す過ちであると述べる。また、川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋川濱昇前田雅弘編『企業の健全性確保と取締役の責任』所収三頁以下、三二頁(有斐閣、一九九七年)も参照。

(8) See, e.g., Monks & Minow, Corporate Governance, 184 (1995).

(9) 構造的歪み (structural bias) の問題である。これについては、たとえば、拙稿「アメリカの社外取締役に期待される役割——企業買収のケースを素材として——」監査役四〇六号二九頁以下、三二—三四頁(一九九八年)を参照。

(10) Pound, The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control, 68 N. Y. U. L. Rev. 1003, 1005 (1993) 44. 八〇年代の終わり頃には、取締役会がCEOに反対して立ち上がるべきだとか、独立した取締役は、真剣に企業戦略やパフォーマンスについて討議するだろうといった考えは、失笑されるものだったとしている。

(11) Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, 73 J. Pol. Econ. 110 (1965).

(12) Gilson & Black, The Law and Finance of Corporate Acquisitions 2nd ed., 370 (1995)

(13) たとえば「買収を資金面で支えていたジャンク・ボンド市場の崩壊、州による反企業買収法の制定、裁判所が一定の企業防衛措置を認めたこと、などがあげられる。

(14) Smith, Corporate Governance and Managerial



- Incompetence: Lessons from Kmart, 74 N. C. L. Rev. 1037, 1073-1074 (1996).
- (15) 注二を参照。取締役が社外者であるということは、必ずしもその取締役と経営者の利害関係がないことを保証するものではない。そこで、アメリカにおいては、社外取締役と経営者の間に、経済関係、親族関係その他の一定の関係が無い場合、独立取締役という言葉が用いられる。
- (16) See Klein, Firm Performance and Board Committee Structure, 41 J. L. & Econ. 275, 280 n.15 (1998). 武井一浩「米国型取締役会の実態と日本への導入上の問題 III」商事法務一五〇八号一六頁以下、一八一—一九頁（一九九八年）は、社外取締役を受け入れる経営陣側の一番のメリットとして、法的責任からの防弾着としての役割をあげている。
- (17) Pinto, Corporate Governance: Monitoring the Board of Directors in American Corporations, 46 Am. J. Comp. L. 317, 345 n.140 (1998).
- (18) Hamilton, supra note 2, at 359-360.
- (19) Hill, Deconstructing Sunbeam -- Contemporary Issues in Corporate Governance, 67 Cin. L. Rev. 1099, 1106 (1999).
- (20) Id. at 1107. 効率性への貢献、株主利益への貢献、会社のパフォーマンスへの貢献といったことは、厳密には区別されるべきであると思うが、本稿の以下の論述においては、これらをはば同義に用いる。
- (21) 実証研究を網羅的に整理している最近の文献として Bagat & Black, supra note 22 がある。なお、社外の人材によるモニタリングは業績を向上させるという結果を報告するわが国の最近の実証研究として、大柳康司「関口了祐「コーポレート・ガバナンスと企業業績の関係——社外取締役・社外監査役・執行役員制に関するアンケート調査分析——」商事法務一五九四号一四頁以下（二〇〇一年）がある。
- (22) このような見解の代表は、Millstein & MacAvoy, supra note 22 である。
- (23) See id. at 1293 n.37, 1298 n.48.
- (24) エンジン・ロストを二つに分類するところを視て、Ayres & Cranton, Relational Investing and Agency Theory, 15 Cardozo L. Rev. 1033, 1044 (1994) によらば、また、以上の論述によれば、Smith, supra note 14, at 1041-1042 を参照すべきである。
- (25) Ayres & Cranton, supra note 24, at 1052. ガバナンス機構が変わらない限り、同様の問題が生じるといえる。

こでの言明は、自己利益を得る機会があれば必ずそれをかすめ取ろうとするようなマキャベリステイックな人間行動モデルを前提としていることに注意が必要である。

これは、人間の合理的な選択行動に対する強い仮定である。それこそ、先程述べた *noble obligation* や「誠実性」ゆえに、不完全なガバナンス機構に直面しようとも、自己利益を追求する誘惑に抗しきれる経営者も存在する可能性が十分にある。See, Smith, *supra* note 14, at 1042 n.20. しかし、モラル・ハザードによつて生じる利害対立のメカニズムと、それへの対処法を理論的に考察するには、分析のための一定のフレームワークが必要なのであり、その観点からは、このような強い仮定を置くことにも意味があるといえるだろう。

(26) もっとも、以上のようなエージェンシー・コスト削減のメカニズムが、代替的なものか、補充的なものかは議論の余地がある。Bhagat & Black, *supra* note 2, at 955.

(27) Lin, The Effectiveness of Outside Directors As a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence, 90 *Nw. U. L. Rev.* 998, 918-919 (1996). *ゆいご* この理論に対する実証研究の評価は定まっていない。See *id.* at 945-948. ちなみに、*Id.* at 917-918 では「監視

のためのインセンティブを与えるものとして、「評判(reputation)」に着目する理論が紹介されているが、これはまさに、先に述べた市場の規律に期待する議論である。

(28) 社外取締役の *noble obligation* や市場の規律がどの程度信頼できるか、など他の要因によつても、このコスト評価は変わることになるだろう。

(29) See Pound, *supra* note 10, at 1020, 1021 n. 64. なお、Pound は、このようなモデルでコーポレート・ガバナンスを考察することは、経営の継続性という観点から好ましいものではないと評価しているようである。

(30) Ayres & Cramton, *supra* note 24, at 1052. は、この点を強調するが、会社の支配権市場がモラル・ハザードの削減に貢献しないというわけではない。たとえば、Butler, *supra* note 3, at 569 では、経営者と株主の利益を一致させる要因は、実際に企業買収が起こることではなく、企業買収の「脅威」が存在することであることが強調されている。また、Kahan & Klausner, Lockups and the Market for Corporate Control, 48 *Stan. L. Rev.* 1539, 1541-1542 (1996) では、会社の支配権市場が果たす重要な役割として、このような脅威の存在による経営者へのインセンティブの創出と、実際の買収による経営

者の交替の二つがあげられている。

(31) このような方向性が強く打ち出されている業績として、たとえば、Easterbrook & Fischel, *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, 35 Stan. L. Rev. 1 (1982) がある。また、参考までに述べると、岡教授がこの業績において用いられている基本的な分析の視点は、前掲注四で述べた過小投資の問題である。

(32) Milgrom & Roberts, *Economics, Organization & Management* 169 (1992).

(33) Smith, *supra* note 14, at 1044. ちなみに、Smith は、逆の——能力的な意味では、更送ししなければならない経営者を更送しない——誤りも存在するという。企業買収の脅威がインセンティブ効果を持つという点(前掲注三〇参照)を重視すれば——脅威が存在するからといって現実には経営者の交替が起こるとは限らないから——そのように言えよう。

(34) See *ibid.*

(35) See *id.* at 1045

(36) 前掲注三三参照。

(37) 内部取締役が情報源となり、社外取締役がモニタリングを行うという役割の分担に関しては、Tobin, *The Squeeze on Directors -- Inside is Out*, 49 Bus. Law.

1707, 1750-1752 (1994) を参照した。もともと、社外取締役への情報供給という機能だけを強調するのであれば、内部者から社外取締役が情報を入手できる仕組みが構築されればよいのであり、情報提供者が取締役である必要はない。See Langevoort, *The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and Untended Consequences of Independence and Accountability*, 89 Geo. L. J. 797, 806 (2001).

(38) See, e.g., Milstein & MacAvoy, *supra* note 2.

(39) ところで論じた社外取締役のバイアスの可能性については、たとえば、Bhagat & Black, *supra* note 2, at 924-926 で論じられているが、同頁の論述によれば、実証研究の評価が定まっているとまでは言い難いようである。

(40) 「予防」「戦略」という分類は、企業法務の機能からのアナロジーである。多田晶彦「学問としての企業法務」NBL 五三六号一三頁以下、一五一-一六頁(一九九四年)参照。

(41) 問題の発生原因とメカニズムに対する理解が、有効な対応方法を探るための前提条件であることを強調する、三輪芳朗『日本の取引慣行』一六一-一八頁(有斐閣、一九九一年)を参照。また、同様の分析の視点として、前掲注七川濱論文二五-二七頁参照。

(42) Pound, *The Promise of the Governed Corporation*, *Harv. Bus. Rev.*, March-April 1995, at 91では、ほとんどどのパフォーマンズの危機が、経営者の能力によるものではなく、判断ミスに起因するものであることが述べられている。

(43) 認知的不協和 (cognitive dissonance) として知られる。See *id.* at 92.

(44) Pound, *supra* note 10, at 1063-1064. なお、Dallas, *Proposals for Reform of Corporate Boards of Directors: The Dual Board and Board Ombudsperson*, 54 *Wash. & Lee L. Rev.* 91, 104-111 (1997) では、同調 (conformity) の起るメカニズムと、取締役会にはそれが起こる可能性があることについて論じられている。

(45) Pound は、取締役会の研究において重視すべきは無意識のうちの意見の収斂であると、これまでのように、取締役のインセンティブの欠如や取締役の CEO への意識的な忠誠を問題視して、コーポレート・ガバナンスの議論を展開することは誤りかもしれないという。つ

まり、これまで問題視されてきたようなことにコーポレート・ガバナンスの問題がのではなく、取締役会というグループの中での人間の意思決定につきまとう心理的な——しかも無意識の——プレッシャーに問題があるのかもしれないというのである。See Pound, *supra* note 10, at 1063 n.244.

(46) この段落の論述は、Pound, *supra* note 42 に負う。

(47) 前掲注七川濱論文五〇頁注九四参照。

(48) 日本経済新聞二〇〇一年七月一六日付二面は、「日本でも商法改正を待たず、社外取締役の登用がせきを切ったように始まった。」という。なお、東京弁護士会 会社法部「執行役員・社外取締役の実態調査④」取締役の法務七九号一〇頁以下、一六一—一七頁 (二〇〇〇年) も参照。

(49) See, e.g., Bhagat & Black, *supra* note 2, at 955; Lin, *supra* note 27, at 966-967.

(一橋大学大学院法学研究科助教授)