

# 経営イノベーション・メジャーへの招待

島田 佳憲

## 1. はじめに

一口に経営学といっても、企業活動全般を研究対象とするという共通項はあるものの、企業活動自体が幅広いことからわかるように、その研究領域は多岐にわたります。これは、埼玉大学経済学部の経営イノベーション・メジャーにおいても数多くの専門科目が設置されていることからわかります。こうした研究領域を一つ一つ紹介するには紙幅に限りがあるとともに、筆者の専門性も限られており、専門外の領域を的確に伝えることができるか定かではありません。

そこで本稿では筆者担当の専門科目「コーポレートガバナンスと会計」、とりわけコーポレートガバナンスにフォーカスし、株式会社のしくみや問題点を踏まえて、なぜ現代の企業経営においてコーポレートガバナンスが必要とされるかの理由を説明します。加えて、2015年6月から東京証券取引所が上場企業に対して適用を求めたコーポレートガバナンス・コードというコーポレートガバナンスに関するルールの内容や特徴を俯瞰することで、経営学という学問領域の一端を紹介して

いきます。

## 2. 株式会社におけるコーポレートガバナンスの必要性

### (1) 株式会社のしくみ

コーポレートガバナンスを考えると、切っても切きれないテーマが会社形態としての株式会社です。株式会社の他にもさまざまな会社形態が存在しますが、こんにちの経済社会において圧倒的に普及しているのが株式会社です。図1のように、株式会社では、会社が会社所有権を株式に分割して、その株式を購入する人（出資者）から代価として資本を受け入れ、会社運営に必要な資本を調達します。他方、出資者は株式の交付を受け、株主とよばれます。株式は会社所有権を表すため、株主は会社の最高意思決定機関である株主総会での議決権（共益権の一種）を有するとともに、会社が稼得した利益の一部をリターンとして分配してもらうこと（自益権の一種）で自らの富を増殖させることができます。

株式会社では、株主は自己の資本の運用・管理

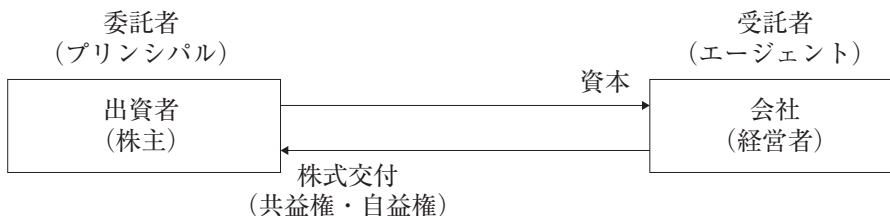


図1 エージェンシー関係

を会社に委託している委託者であるといえます。他方、会社を実際に経営・支配するのは経営者であり、彼（女）らは株主から資本の運用・管理を委託された受託者になります。株主は自身で自己の資金を用いて会社経営をおこなうのではなく、会社経営能力に長けた専門経営者に経営業務を代理してもらっていると考えられます。このように株主（プリンシパル：依頼人）が自らの利益のための業務遂行を経営者（エージェント：代理人）に委任するという両者の関係を「エージェンシー関係」といいます。

株式会社の規模が小さく株主が少数であり、すべての株主が会社の所有者として主体的・能動的に経営に参画できる環境が整備されている場合は、こうした株式会社形態に大きな問題が生じるわけではありません。しかしながら、産業革命後、鉄道業や鉄鋼業をはじめとするインフラ産業が発達・発展してきました。こうした産業では、大規模な設備投資が不可欠であり、巨額の資本が必要になります。銀行などから借り入れられる他人資本には限りがあり、また他人資本には返済の義務が生じます。他方、株式による資本調達の場合、会社所有権を株式に分割することを通じて不特定多数の投資者から資本を調達でき、また出資者として会社に資本提供してもらうため、その資本には返済の義務がないという利点もあります。さらに、株式会社では株主の責任は「有限責任」であることも、いっそう株式会社の魅力を高めました。有限責任とは、万一会社が債務を負って倒産してしまったときに、株主は自己の出資額を諦めさえすれば、会社が負った債務を弁済する義務はないということを指します。したがって、株主は、無限責任の会社形態を採用している会社に対してよりも安心して株式会社へ投資することができます。

こうした株式会社制度の利点から、株式会社が近代の経済社会において広く普及しました。しかしながら、不特定多数の株主が存在するという事は、「所有と支配の分離」という問題を生じさせます。

## （2）所有と支配の分離

経済学の父とよばれるSmith A. (1776) は『国富論』において、つぎのように述べています。

合名会社の事業は、つねに取締役会によって運営される。たしかに取締役会は、多くの点で、株主総会の統制を受けることがしばしばある。しかし株主の大部分は、会社の業務の何事についても、理解できると主張することは、めったにないし、党派心がひろがりでもしないかぎり、会社の業務にみずから心を労したりすることなく、取締役が適当と考える半年ごともしくは毎年の配当を受け取ることに甘んじている。……会社の取締役は、自分自身の貨幣よりも他人の貨幣の管理者なのだから、合名会社の社員がしばしば自分たちの自身の貨幣を見守るのと同じ不安な警戒心で他人の貨幣を見守るとは、とても期待できない。……そのような会社の業務の運営には、多かれ少なかれ、怠慢と浪費がつねに支配的とならざるをない。

ここでは、株式会社が普及する前の合名会社が想定されているものの、この文章では株主が取締役会（会社経営者）に対して自己の資本の運用・管理を任せることにかかる問題の本質が述べられています。

まず、株式会社の株主の多くは、会社の業務の実態を主体的に理解して経営に参画しようという努力をせず、たんに定期的に配当を受け取るだけの存在になってしまっていると考察されています。つぎに、会社運営に用いる資本は経営者自身がそのすべて拠出したわけではなく他人である不特定多数の株主から拠出を受けた資本に過ぎないため、株式会社の経営者は資本を誠実に管理・運用することはせず、むしろ株主の利益を蔑ろにするという懸念が指摘されています。最後に、経営者は株主の利益の最善のために常に行動するとは限らず、怠慢な業務遂行や会社資本の浪費は避けられないことも示唆されています。このようにSmith (1776) は、250年近く前から不特定多数

の株主が自己の資本を会社経営者に委ねることの危うさを洞察していました。しかしながら、当時、この問題は経済的にも政治的にも大きな論点とはなりませんでした。

その後、この点について問題提起がなされたのは、Berle and Means (1932) まで時代が下ります。Berle and Means (1932) は、アメリカの巨大企業を対象に、筆頭株主（もっとも多くの割合の株式を所有している株主）による持ち株比率にもとづき会社の支配状況を調査しました。彼らは、調査の結果、半数近くの巨大企業では、筆頭株主に代表される会社支配に足る株式数を保有する個人・集団が存在せず、会社経営者が実質的に支配していることを明らかにしました。これは、たとえ経営者が株主の意思に反した経営をおこなったとしても、株主の多くは経営者を規律づけるために必要な行使可能な支配力を実質的にもたず、また会社に対する支配力をもつ経営者もほとんど株式を所有していないことを示唆します。

Berle and Means (1932) の大きな貢献は、法的に会社を所有している経済主体と実質的に会社を支配・経営している経済主体が分離した状態にあることを発見したことです。そして、アメリカの巨大企業のように株式が分散される結果、多くの会社では支配的な株主が存在せず、実質的には経営者が支配しているという現象に対して「所有と支配の分離」(the separation of ownership and control) という新たな概念が提示されました。このことは、コーポレートガバナンスを考える上で重要な問題提起となります。

### (3) コーポレートガバナンスに関連する基礎理論

#### ①情報の非対称性

Berle and Means (1932) による問題提起を継承して、Jensen and Meckling (1976) はコーポレートガバナンスの問題を論じました。彼らは、企業は株主を含むさまざまなステークホルダーとの契約の集合体であって、会社を「契約の束」とであると捉えながら、会社を取り巻くステークホルダー、とくに株主と経営者のあいだの利害対立について実証的に考察を加えています。

一般に、所有と支配が分離している状態において、経営者（代理人）は事業内容や将来の業績見通しをはじめ、会社について熟知していますが、株主（依頼人）は必ずしもそうとは限りません。このように依頼人と代理人がもつ情報の量や質に格差があることを「情報の非対称性」といいます。情報の非対称性にかかる問題は、その原因がエージェンシー関係にあることから「エージェンシー問題」とよばれます。エージェンシー問題は、依頼人と代理人が契約・取引を交わす前、つまり事前の情報の非対称性によって起こる「逆選択」と、依頼人と代理人が契約・取引を交わした後、つまり事後の情報の非対称性によって起こる「モラルハザード」に分類できます。

#### ②逆選択

Akerlof (1970) は、レモン市場（レモンはアメリカ英語の俗語で中古車を意味するため、中古車市場）を例にとり、売り手は売られている財の品質（事故車であるかどうか）を知っている一方、買い手は財の品質を判断することが困難であり、こうした両者の情報格差の結果、市場では低品質な商品ばかりが流通し、高品質な商品が出回りにくくなる現象を説明しました。これを株式市場における会社（売り手）と出資者（買い手）に当てはめて考えてみます。

株式市場への参加を予定している出資者への情報開示が一切ない状況を想像してください。出資予定者は会社の財政状態や経営成績をはじめとする各種情報をもたないため、企業価値が高い会社と低い会社を適正に峻別できず、すべての会社を平均的に評価します。つまり、高い企業価値の会社を実態よりも低く、逆に低い企業価値の会社を実態よりも高く評価します。このとき、高い企業価値をもつ会社にしてみれば、本来は高く評価されるべき株式価格を不当に低く評価されてしまうために効率的に資本を調達できず、彼らは株式市場から退出します。他方、企業価値が低い企業は、本来の実力以上の価値で評価されているため、株式市場に残留して資本調達を継続します。企業価値が高い会社と低い会社がそれぞれ合理的に行動

した結果、企業価値が低い会社だけが株式市場に残るといった事態が生じます。最終的には、出資予定者は株式市場には企業価値が低い会社しか存在しないことを知っているため、株式市場に出資する人はいなくなり、株式市場そのものが成立しなくなります。このように各経済主体それぞれが合理的に行動した結果、全体として非合理的な選択がなされる現象を「逆選択」とよびます。

逆選択を生じさせないためには、会社と株主が契約・取引を交わすのに先立って、事前に対処しておくことが不可欠です。逆選択が会社と株主の情報の非対称性に起因していることからわかるように、会社は株主に対して積極的に十分な情報開示をおこなうことで、株主が適正に企業を評価し、安心して資本を提供できる環境を整備することが株式市場の健全な発展のためにも重要です。

### ③モラルハザード

逆選択は契約・取引前の情報の非対称性が問題であると説明しましたが、情報の非対称性は契約・取引後もモラルハザードという問題を生じさせます。モラルハザードは、依頼人(プリンシパル)が代理人(エージェント)の行動を容易には観察できないとき、代理人はそのリスクをすべて負担しないため、意図的にリスクを増加させるような行動をとることを指します。経済学・経営学では自己に有利な交渉や取引を率先して進めたり、不利な状況を隠蔽したりする行動のことを機会主義的行動とよびます。

株主と経営者のコンテクストで考えた場合、株主は経営者が日常的にどのように経営業務を遂行しているかの詳細を知ることはできず、両者のあいだには情報の非対称性が存在します。株主は、情報の非対称性を少しでも軽減するために会社の経営状況を知ろうと試みますが、経営者が定時株主総会のような場を設けて経営状態を報告しなかったり、たとえ経営状態を報告したとしても会社の財政状態や経営成績の情報内容に透明性が確保されておらず、虚偽報告が含まれていたりすることも起こり得ます。さらに、経営者自らの私的便益のためだけに会社の資本を浪費する可能性も

あり、また収益の獲得の点で魅力的な投資先があったとしても経営者の怠慢のために投資が実行されないこともあり得ます。つまり、本来、経営者は株主の代理人であるので株主の最善の利益のために行動することが期待されますが、その期待は常に保証されているわけではないのです。ここにSmith (1776) による「そのような会社の業務の運営には、多かれ少なかれ、怠慢と浪費がつねに支配的とならざるをえない」という洞察がモラルハザードとして顕在化します。

契約後に株主が経営者の行動を詳細に知ることができないことが、モラルハザードの原因です。そのため、株主は、経営者の行動を監視・監督したり規律づけたりするとともに、開示情報に対する第三者保証を要請することでこの問題の一部を解消することが可能となります。

なお、モラルハザードは株主と経営者のあいだ以外の利害対立でもします。たとえば、上司から部下への業務命令を考えると、上司は部署の目標を達成するために部下には懸命に働くことを期待しますが、上司は常に部下一人一人の行動を把握できるわけではないことから、部下は必ずしも懸命に業務遂行するとは限らず、怠慢な態度で勤務するかもしれません。部下が機会主義的な行動をとることでモラルハザードが生じているといえます。

### (4) コーポレートガバナンスの意味

コーポレートガバナンスは、株式所有構造の変容を背景に、株主と経営者のあいだの情報の非対称性に起因する利害の対立や、投資家の視点からの経営の効率性を主要な論点として扱ってきました。株主・経営者間では逆選択やモラルハザードといった問題が生じますが、それを解消・軽減するための1つの手段がコーポレートガバナンスというしくみです。たとえば、株主総会の場で株主の最善の利益を目指して行動してくれる経営者を選任したり、選任した経営者を事後的に監視・監督して不適切な経営者である場合には解任することが期待されます。また、経営者の報酬体系としてストックオプション制度などの株式報酬や業績

連動型報酬を採用し、経営者と株主の利益を一致させることで、経営者が私的便益の追求に走ったり労力を惜しんで何もしなかったりすることを抑止したりすることもできます。

そもそもコーポレートガバナンスは日本語では企業統治や会社統治と訳される概念です。たとえば、加護野他(2010)は、「株式会社(コーポレーション)」がより「よく経営」されるようにするための諸活動とその枠組みづくり」とであると定義しています。花崎(2014)は、「企業経営の非効率性を排除して、企業価値を高めるメカニズム」を指すとしています。東京証券取引所が上場企業に適用を求めたコーポレートガバナンス・コードでは「会社が、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・果敢な意思決定を行うための仕組み」と定義し、コーポレートガバナンスの適切な実践により「それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図れることを通じて、会社、投資家、ひいては経済社会全体の発展に寄与すること」が達成できるとされています(東京証券取引所 2018a)。これらの定義に共通することは、コーポレートガバナンスが対象とするのは企業(会社)であり、その目的が「よい経営」や「企業価値向上」にあるといえます。

### 3. コーポレートガバナンス・コード

#### (1) コーポレートガバナンス・コード策定の目的

コーポレートガバナンスという考え方自体は、会社形態の一つである株式会社が広く普及し、「所有と支配の分離」が深刻化するのに伴い、経営学や経済学、法学といった分野で研究が進められてきましたが、近年、ますますその重要性が認識されつつあります。2014年に政府により提示された「『日本再生戦略』改訂2014—未来への挑戦—」においてもコーポレートガバナンスの強化が重点施策に含められて、成長戦略の一環として国策レベルでコーポレートガバナンスのしくみづくりに取り組むこととされました。

政府が主導してコーポレートガバナンスを重点化したこと背景には、2000年以降、日本企業の収益性がグローバルにみて相対的に低い水準にあったという点が挙げられます。企業の収益性が低いということは、労働者に対して十分な労働分配率を確保することができず、また株主に対しても高いリターン(投資収益率)で貢献することもできていないこととなります。企業、株主、労働者の誰もが経済的な停滞から抜け出すことができないという悪循環の陥っていたのです。そこで、政府は日本再興戦略のなかに、金融庁と東京証券取引所が協働し、上場会社が遵守すべき「コーポレートガバナンス・コード」と機関投資家が遵守すべき「スチュワードシップ・コード」を策定することを盛り込み、企業に「持続的成長に向けた自律的な取組」を促すこととしました。本来は企業が自律的にコーポレートガバナンス体制を整える必要がありますが、コーポレートガバナンス・コードは政府が主導して民間企業のためのコーポレートガバナンス・コードを策定・公表したという点に大きな特徴があります。

こうした経緯・背景をもとにコーポレートガバナンス・コードが制定された所以か、これまでのコーポレートガバナンスは経営者による不祥事や会計不正などを未然に防止し、企業のリスクを低下させることにフォーカスする傾向がありました。このコードでは経営者による意思決定過程の合理化を図り、適切な意思決定が実行されることに重きが置かれています。実際、コーポレートガバナンス・コードにおいては「会社が、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・果敢な意思決定を行うための仕組み」とコーポレートガバナンスが定義されています。とりわけ、「透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」と明示されていることから、不祥事防止のようなりリスク面より、企業価値向上といったリターン面に焦点を当てたものであると読み取れます。コーポレートガバナンス・コード原案では、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ会社の持続的な成

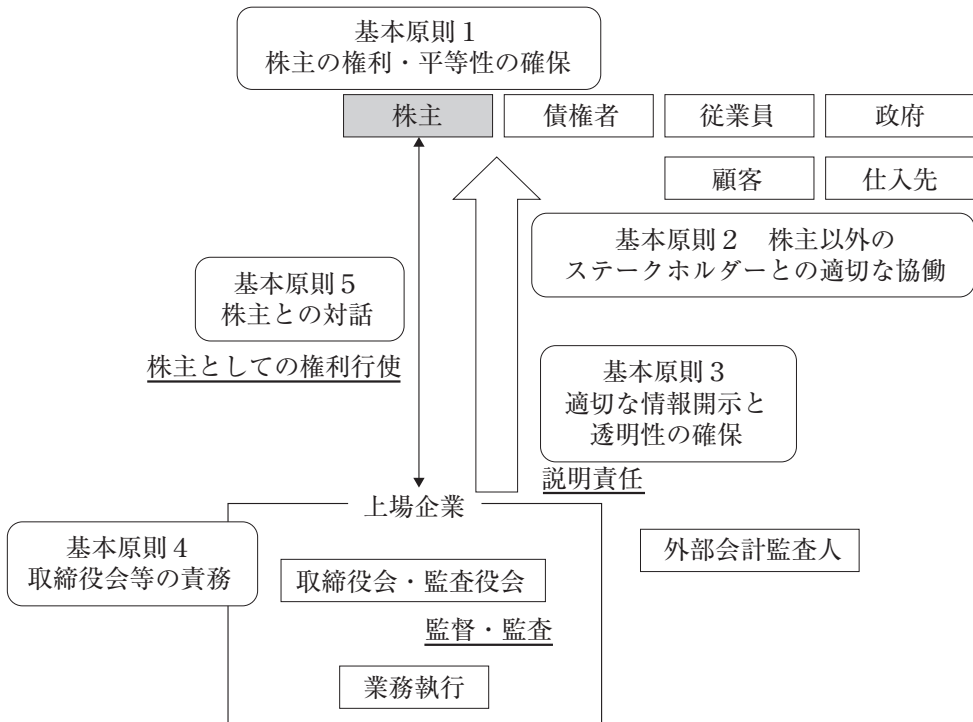
長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いていると明記されてもいます。

(2) コーポレートガバナンス・コードの構成

コーポレートガバナンス・コード（2018年改訂版）は、「基本原則」5原則、「原則」31原則および「補充原則」42原則、全78原則から構成されています。コーポレートガバナンス・コードの根幹をなす基本原則5つを示したうえで、その基本原則を詳細に規定したいくつかの原則と、さらに原則の意味を明確にするための補充原則からなっています。複数ある原則のうち、もっとも重要視されるべきは基本原則であり、基本原則1「株主の権利・平等性の確保」、基本原則2「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」、基本原則3「適切な情報開示と透明性の確保」、基本原則4「取締役会等の責務」および基本原則5「株主との対話」の5つからなります。図2は、上場企業と企

業を取り巻く多様なステークホルダー（株主、債権者、従業員、顧客、仕入先、政府、外部会計監査人など）との関係性を示すとともに、コーポレートガバナンス・コードの5つの基本原則が上場企業とステークホルダーの関係のどの箇所と関連するかを図示しています。コーポレートガバナンスの定義で「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」と明示していることからわかるように、多様なステークホルダーとの関係性を踏まえて原則が制定されていることが見てとれます。

コーポレートガバナンスの類似の概念として経営管理が挙げられますが、経営管理は企業目標を達成するためにいかに企業の諸活動を調整したり、統括すべきであるかという企業内の管理、つまりマネジメントにフォーカスしたものです（江川，2018）。どのような競争的市場を勝ち抜くためにどのような経営戦略を策定するか、限りある



(出所) 山内 (2015) を参考に筆者作成

図2 ガバナンスの全体像と5つの基本原則との関連性

経営資源（ヒト、モノ、カネ、情報等）をどのように効率的・効果的に獲得・配分するか、また会社を運営するにあたってどのような組織体制を構築し、どのように従業員等の人材を管理すべきかといった会社内部の課題におもに取り組みます。他方、コーポレートガバナンスは、図2からわかるように、会社内だけを意識してコーポレートガバナンス体制を構築すればよいわけではなく、多様なステークホルダーが意識されなければならないことが指摘できます。外部のステークホルダーとの「相互作用」を重視した考え方です。たとえば株主総会においてはどのようにして適切な経営者を選任して、いかなる会社機関設計において経営業務を任せるか、株主の利益と経営者の利益の方向性が一致しないときにはどのように経営者を株主の利益と一致するように誘導したり牽制したりするか、また株主を含む多様なステークホルダー同士の利害が対立する場合にはどのように調整をおこなうか、というように企業外部にも目を向けるコーポレートガバナンスというものです。

### (3) コーポレートガバナンス・コードの特徴

#### ①原則主義アプローチ

何かしらのルールや規則を策定するときには、おおまかに2つの方法があります。1つは、ルール・規則の内容を具体的かつ詳細に設定していく細則主義アプローチ（rule-based approach）です。もう1つは、細則主義アプローチのように一つ一つを事細かに設定するのではなく、ルールや規則の原則だけを提示する原則主義アプローチ（principle-based approach）です。コーポレートガバナンス・コードの策定にあたっては、原則主義アプローチが採用されています。

原則主義アプローチが採用された理由は、各社のコーポレートガバナンスを考えるとわかります。言うまでもなく、企業が属する業種、企業規模、各社の事業特性、会社機関設計、そして企業を取り巻く環境等は企業ごとに異なっており、必然的に多様なステークホルダーとの関わり合い方も企業固有のものになります。よって、外部作用

を意識しながらコーポレートガバナンス体制を考える際、すべての企業に共通した具体的かつ画一的な解はないといえます。よって、各社における望ましい・理想的なコーポレートガバナンス体制を考えるときには、個別事情に応じて柔軟性を確保しながら一定の方向性を示す手法を適用する必要があります。こうした事情を勘案して、コーポレートガバナンス・コードでは細則主義ではなく、原則主義が採用されています。換言すれば、コーポレートガバナンス・コードで示された規範は、多くの企業が異なる環境でも適用可能なように実現されるべき目標や理念、その方法に関して、抽象的かつ大まかな原則のみが提示されています。コーポレートガバナンス・コードで使用されている用語も、法令のように厳格な定義が置かれているのではなく、本コードの趣旨や精神に照らして、適切に解釈することが想定されています。

また、コーポレートガバナンス・コードはいわゆる「ソフト・ロー」に相当します。ソフト・ローの対をなす法令等のハード・ローには、法的拘束力を有するとともに、何かしらの違反があれば罰則が課されます。他方、コーポレートガバナンス・コードはソフト・ローであるため、ハードローとは異なり、法的拘束力や罰則がないという特徴も有しています。

#### ②コンプライ・オア・エクスプレイン（comply or explain）

コーポレートガバナンス・コードのもう1つの特徴は、コンプライ・オア・エクスプレイン、日本語でいえば「（コードを）遵守せよ、さもなければ説明せよ」という考え方が採用されていることです。コーポレートガバナンス・コードは5つの基本原則をはじめ複数の原則から構成されていますが、すべての原則をそのまま遵守する必要はなく、コードを遵守しないことも認められており、遵守しない場合にはなぜ遵守しないかを説明さえすればよいということです。

こうした考え方が採用されているのは、企業の持続的な成長や中長期の企業価値を向上させるといった視点に立ったとき、各企業の状況に鑑みると

原則を実施することが必ずしも適切でない、つまり原則を遵守すると逆に企業価値を毀損してしまつて株主をはじめとするステークホルダーのためにならない可能性があるからです。そのような場合には、当該原則を実施しない理由を説明することで、実施を見送ることが認められています。かりにすべての原則の遵守を必須化してしまうと、企業が「実施ありき」で表面的な対応をして済ませてしまう懸念が想定されており、そのような事態が生じると本来の理念・目標である実効性のあるコーポレートガバナンス体制の構築が実現できなくなります（東京証券取引所 2018 b）。

たとえば、原則4-8では独立社外取締役の有効な活用において、資質を十分に備えた独立社外取締役を2名以上選任すべきであると規定されています。しかし、ある企業が事業内容の悪化に伴い業績を大きく下げてしまい、代表取締役のリーダーシップのもとに権限を集中して経営再建をおこなっていたとします。そのような状況では、原則を遵守するのではなく、「当社は、現在、経営再建途中にあり、再建スピードをアップさせるため、非常勤の独立社外取締役を置かず、内部取締役だけの構成で経営の意思決定の迅速性を優先し、経営を進めている」というような説明をし、持続的な成長性に資する有効なコーポレートガバナンス体制を構築することが求められます。ここで重要なのは「自らの事情に応じて、自らの言葉でコーポレートガバナンスのあり方を説明する」という点です。いわゆる同業他社を真似するボイラプレート型の雛形的表現をしてしまうと「自らの事情に応じて、自らの言葉する」という趣旨とは真逆の行動になってしまうからです（堀江 2015）。

#### 4. 持続可能な社会の形成とスチュワードシップ・コード

2014年の日本再興戦略において上場会社が適用すべきコーポレートガバナンス・コードの策定が盛り込まれ、2015年6月から上場規則として運用

が始まりましたが、会社の努力だけでは持続的な成長および中長期的な企業価値の向上を達成することができません。これにはステークホルダーの要であり、資本提供者である投資家の協力も不可欠です。実は、コーポレートガバナンス・コードの策定が2014年の日本再興戦略として打ち立てられるのに先立って、2013年の日本再興戦略において投資家側に焦点を当てた日本版スチュワードシップ・コードの策定が掲げられました。そして、金融庁が2014年に「責任ある機関投資家の諸原則」《日本版スチュワードシップ・コード》を公表しました。

スチュワードシップは、受託者責任、つまり他者から預かった財産の誠実な運用のことを指し、財産管理に関する職務のことをいいます。年金基金や保険会社のような機関投資家は、年金受給者や保険加入者のような顧客・受益者から資本の提供を受け、それを株式市場等で投資・運用し、投資リターンを獲得することで、顧客・受益者から預かった資産よりも経済的に価値を増殖させた状態で返却するという受託者責任を負っています。このスチュワードシップ・コードでは、受託資本を管理・運用する受託者として果たすべき機関投資家の責任として7つの原則が示されています。

コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードは、車の両輪として喩えられ、いずれか一方だけでは会社はうまく走ることができず、中長期的な企業価値向上が実現しません。上場会社と投資家が双方に連携し合いながら、互いに「目的をもった対話」（エンゲージメント）をおこなうことで、企業価値が向上するということが期待されています。機関投資家は上場会社をはじめとするさまざまな会社に対して巨額資金を投資していますが、かりに彼らが目先の短期的な利益だけを追求し、長期的な投資をおこなわない場合、どのような不都合が生じるのでしょうか。会社側からみれば、重要な資本提供者である機関投資家から長期的かつ安定的に資本提供を受けることができず、たとえ長期的に高い収益を生み出す事業計画・経営戦略が存在していたとしても、資本面でこうした計画や戦略を実行できないという



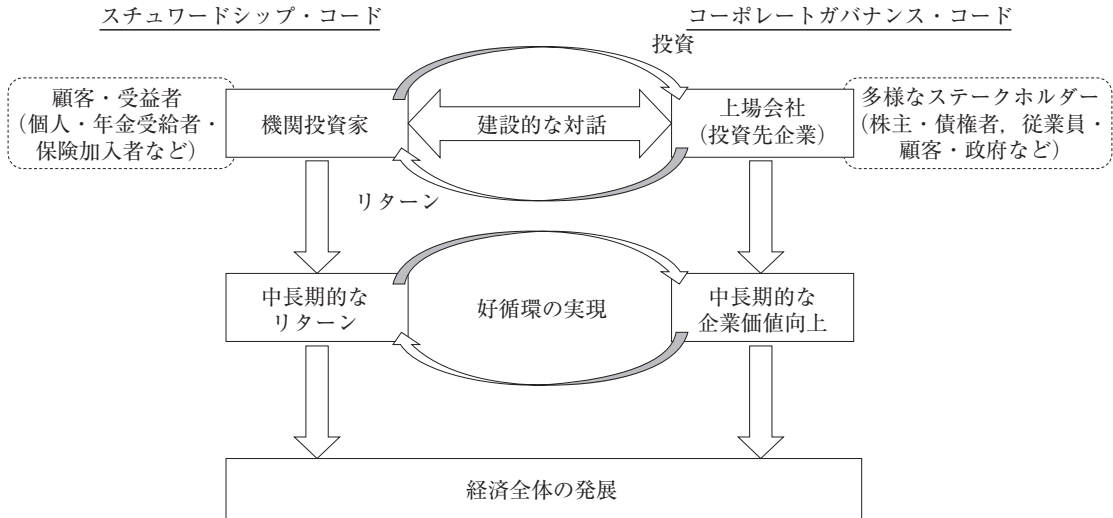


図3 2つのコードと建設的な対話

問題を抱えてしまいます。

図3で示すとおり、上場会社と機関投資家は相互に「建設的な対話」をする機会をもつことが重要です。上場会社は、機関投資家に対して高い収益の獲得が期待される事業計画・経営戦略について理解・納得してもらうことで、長期的な資本提供を受けることが可能となります。上場会社の高い収益の獲得は、会社自らが経済的に発展するのは当然のこと、会社を取り巻くさまざまなステークホルダーに対しても労働分配や日常的な取引、政府・地方自治体に対する納税などのかたちで寄与するという波及効果もあります。他方、建設的な対話は機関投資家にとっても経済的に有意義なものであり、上場会社が長期的な企業価値向上を実現する結果、資本提供者である機関投資家は高いインカム・ゲインの恩恵を受けるとともに、会社が高い収益をあげることで投資先企業の株価が値上がりし、高いキャピタル・ゲインを獲得することも可能となります。そして、機関投資家が資金を預かっている顧客・受益者に対する受託者責任を全うすることもできます。

要するに、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの適用を通じた上場会社と機関投資家のあいだの建設的な対話には、上場会社の中長期的な企業価値向上と機関投資家

の中長期的に高いリターン獲得を実現し、最終的には経済全体の発展に寄与するという狙いがあります。

## 5. おわりに

コーポレートガバナンスはエージェンシー関係に起因した株主と経営者の情報の非対称性が根底にあります。基本原則2において掲げられているように、コーポレートガバナンスを実践するにあたっては、企業内外の多様なステークホルダーとの協働することが不可欠です。最後に経営学の各領域がどのようにコーポレートガバナンスと関わり合いをもち得るか、多様なステークホルダーとの関係性に注目しながら簡単に説明します。

まず、日本版コーポレートガバナンス・コードは「公正・透明かつ迅速・果断な意思決定のしくみ」としてコーポレートガバナンスを定義し、企業価値の向上（攻めのガバナンス）に着目していますが、欧米のコーポレートガバナンスは企業不祥事や事業の失敗を抑制してリスクを低下させるという守りのガバナンスに焦点を置いています。守りのガバナンスで重要なのは、企業不祥事や粉飾決算（会計不正）を防止する内部統制や経営者に対する監視・監督です。そのため、守りのガバ

ナンスは、内部統制監査や財務諸表監査といった監査論が研究対象とする分野の一部です。また、財務諸表の作成に関連して、財務会計論や管理会計論も密接に連携しています。また、株主や債権者といった資本提供者との関係性や企業価値評価という面で、コーポレートガバナンスは経営財務論と密接に関係しています。

効率的な経営業務の遂行にあたって、実効力のある取締役会構成の検討や従業員への指示・命令システムの整備が不可欠であり、こうした組織や人に注目する領域には経営組織論や雇用関係論があります。また、有効に機能する内部統制の整備・運用により、経営者や従業員の不正を防止または発見・是正するという面では、コーポレートガバナンスは経営倫理と強いつながりを有しています。加えて、ステークホルダーのうち仕入先および得意先・顧客との良好な関係を構築するという点ではサプライ・チェーン・マネジメントのあり方を検討しなければなりません。最後に、競合他社と競い合いながら製品・サービス市場において顧客に対して財貨・サービスを提供して売り上げをあげることが企業価値創造の出発点であるとするれば、経営戦略論や国際経営論、マーケティング論も不可欠です。コーポレートガバナンスが他の経営学の研究領域と関連していることからわかるように、企業経営にかかわる研究は相互に関連し合いながら存在しているといえます。

当然、一つの研究領域を深く知悉することは学問として経営学に向き合うときには大切ですが、中長期的な発展を目指してコーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードがそれぞれ会社経営者と機関投資家の近視眼を是正することを目的としたように、みなさんも目線を落として限られた狭い範囲だけをみるのではなく、目線を高く上げて広い視野で遠くまで見通す意識をもって多様な考え方・感性を養うようにしてください。経営学という学問に触れることで、いままで見えてこなかった新しい何かを見つけることができるお手伝いをしたいと思います。

## 参考文献

- 江川雅子 (2018) 『現代コーポレートガバナンス』, 日本経済新聞出版社。
- 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久 (2010) 『コーポレート・ガバナンス—会社統治の新しいパラダイム』, 有斐閣。
- 金融庁 (2017) 「「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版ステュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」。
- 東京証券取引所 (2018a) 「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」。
- 東京証券取引所 (2018b) 「コーポレートガバナンス・コードの改訂に伴う実務対応」。
- 花崎正晴 (2014) 『コーポレートガバナンス』, 岩波新書。
- 堀江貞之 (2015) 『コーポレートガバナンス・コード』, 日本経済新聞出版社。
- 山内達夫 (2015) 「「コーポレートガバナンス・コード」の基本的な考え方 (案)《コーポレートガバナンス・コード原案》～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」の解説」『会計情報』, 463, 23-28。
- Akerlof, G. (1970) “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism,” *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500.
- Berle, A. A. and G. C. Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, Routledge.
- 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.
- Smith, A. (1776) *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 水田洋監訳・平山忠平訳『国富論 (三)』, 岩波文庫。