

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

コーポレート・ガバナンスと日本経済 ～ モニタリング・モデル、金融危機、日本的経営 ～

おおすぎけんいち
大杉謙一

Discussion Paper No. 2013-J-6

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

コーポレート・ガバナンスと日本経済 ～ モニタリング・モデル、金融危機、日本的経営 ～

おおすぎけんいち
大杉謙一*

要 旨

本稿は、コーポレート・ガバナンスの概念を整理するとともに、特にモニタリング・モデル（取締役会を監督機関と位置付け、社外取締役に監督機能を担わせる実務）が日本企業の業績不振を改善し不祥事を防止することができるのかを検討するものである。また、2008 年秋以降に特に深刻化した世界金融危機を取り上げて、これが提起した金融機関のガバナンスという問題についても、最近の議論・国際ルール発展を踏まえて検討する。

米英独では、いずれも企業の不祥事を発端としてモニタリング・モデルが導入され、制定法ではなく提言のかたちで行動規範がまとめられた点、形式要件だけでなく同モデルを採用すべき理由（目的）が文書化・共有されたという点が共通している。わが国では企業の業績不振が主要な問題であるが、モニタリング・モデルは万能ではないものの、この問題についての 1 つの解決策を提示できる可能性がある。

金融機関は民間の営利団体であるが、破綻すれば預金者・納税者に負担を生じさせ、金融システムの機能不全を引き起こす可能性があるという特殊性がある。金融機関は株主だけのものというべきではなく、その役職員はより広いステークホルダーの利益を促進することが求められる。近時の国際ルールは、伝統的な金融規制に加えて、監督当局によるガバナンスの監督についても、ソフトローによる注目すべき発展を示している。

キーワード：コーポレート・ガバナンス、企業統治、ソフトロー、社外取締役、
銀行規制、金融機関、世界金融危機

JEL classification: K22

* 中央大学法科大学院教授（E-mail: k-osugi@tamacc.chuo-u.ac.jp）

本稿は、筆者が日本銀行金融研究所客員研究員の期間に行った研究をまとめたものである。本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。なお、本稿の作成に当たっては、金融研究所スタッフ等より有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝したい。ただし、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。

目 次

1. はじめに	1
2. 「コーポレート・ガバナンス」の概念	2
(1) 大まかな整理	2
(2) 整理の意義	5
(3) 会社法および関連領域のルール of 歴史・国際比較	6
(4) 会社は誰のものか	9
(5) ソフトローの存在意義	14
(6) まとめ	16
3. モニタリング・モデルの発展	17
(1) 問題の所在	17
(2) アメリカ	17
(3) イギリス	25
(4) ドイツ	31
(5) 英独の発展と EU	40
(6) ここまでのまとめ	42
4. 金融機関とガバナンス	45
(1) はじめに	45
(2) 銀行規制	45
(3) 世界金融危機	50
(4) 金融機関のガバナンス	52
(5) まとめ	58
5. 分析	59
(1) 序	59
(2) 日本的経営の課題	59
(3) 不正の防止	72
(4) 金融機関のガバナンス	81
(5) 法律の役割	87
6. 要約と結語	91

1. はじめに

本稿は、コーポレート・ガバナンスをめぐる諸問題のうち、特に「日本企業におけるモニタリング・モデル——取締役会を監督機関と位置付け、社外（独立）取締役は監督機能を担わせる見解・実務——の導入可能性」と「金融機関のガバナンス」について、現状と課題を分析するものである。

コーポレート・ガバナンスの語意は論者により大きく異なる。また、コーポレート・ガバナンスをめぐる議論は、しばしば激しい意見の対立を呼び起こす。例えば、次の2つの見解をみてみよう。

見解A「株式会社は株主のものである。しかし、日本企業は株式持合い等で株主の発言力を殺いでいる。そのため経営者監視が不十分であり、オリンパス等の企業不祥事、長期間の不況や総合家電メーカーの業績不振¹をもたらしている。資本市場による経営規律・社外取締役による経営者監督を導入すべきである。」

見解B「会社は株主だけのものではなく、従業員・社会全体の利益のために経営されるべきである。株主利益に傾斜したアメリカ企業は、エンロン事件、リーマン・ブラザーズの破綻に端を発した世界金融危機を引き起こした。また、経営者の高額報酬は社会正義に反している。日本企業の低収益は円高等の6重苦²のせいであり、企業経営には問題はない。」

読者の皆さんは、上記のどちらの見解により説得力をお感じになるであろうか。2008年5月には、海外の投資家の一部から見解Aに近い論調で、日本企業のガバナンスについて強い批判が寄せられた³。他方、日本の企業関係者には見解Bに近い論調が一般的であろう。本稿では、このような対立する見解の両方を踏まえつつ、次の順序でコーポレート・ガバナンスの問題を検討する。

まず2節では、コーポレート・ガバナンスの意義について、これまでの議論を整理し、全体の見取り図を示す。それに関連して、コーポレート・ガバナンスに関連する会社法および関連領域のルール of the 歴史と国際比較、それが示す各国ルールの発展の跛行性（2節（3））、「会社は誰のものか」について、およびOECDの作成したコーポレート・ガバナンス原則の意義（2節（4））、ソフトローの存在意義（2節（5））について、それぞれ分析を加える。

次に3節で、米英独において、モニタリング・モデルの導入がどのように行われたのか、特にその初期の議論や規範策定の過程を整理する。コーポレート・

¹ 2012年の春に、日本の総合家電メーカーの多くがそろって巨額の赤字決算を発表したことにつき、例えば、週刊ダイヤモンドの特集「家電敗戦 失敗の本質」（2012年6月9日号）を参照。

² 円高、高い法人税率、製造業への派遣禁止等の労働規制、貿易自由化の遅れ、CO2削減のための環境対策費、電力不足（割高な電気料金）をいう。

³ ACGA [2008].

ガバナンスの議論が非常に幅広いものであるのに、本稿でモニタリング・モデルを特に取り上げるのは、第 1 に、それが欧米諸国では定着しているのにわが国ではそうでないこと、第 2 に、欧米でも、制定法による義務付けではなく、ソフトローによってモニタリング・モデルが定着・発展したこと、の 2 点による。わが国でも、コーポレート・ガバナンスに関しては数々のベスト・プラクティスが策定されたが⁴、「外部者による経営者の監督・規律」というパラダイムについてコンセンサスは成立していない。その理由を探ることには意味がある。

先ほど述べたように、株主利益の最大化を是とする米英流のコーポレート・ガバナンスに対しては、2001 年のアメリカ企業（エンロン、ワールドコム）の不祥事、2007 年以降（特に 2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズ破綻後）の世界金融危機をきっかけに大きな疑念が呈されている。このうち、エンロン事件等の示した問題については、内部統制システムの整備、外部監査人（監査法人）の権限・独立性の拡充およびその監査委員会との連携が 1 つの回答であり、その点については一応の国際的なコンセンサスがある（5 節（3）参照）。もう 1 つの世界金融危機の問題に関連して、4 節では、金融機関のガバナンスを取り上げる。そこでは、伝統的な金融規制と最近になって強調されるようになってきたガバナンス規制との関係、金融規制が国際性を有すること等について、分析を加える。

5 節は、本稿でそれまで留保してきたいくつかの課題について、筆者の考えを示すものである。具体的には、日本的経営の課題（5 節（2））、不正の防止（5 節（3））、わが国の金融機関のガバナンス規制のあり方（5 節（4））、会社法等のあり方（5 節（5））について、順次論じる。5 節（2）では、日本企業の経営の特徴（日本的経営）およびそのメリットとデメリットを把握し、デメリットが日本経済全体からみて改善を要するだけの規模を有するか否かを確認するために、近時の経営学、マクロ経済学の成果を活用する。

6 節は、本稿全体の要約と結語である。

2. 「コーポレート・ガバナンス」の概念

（1）大まかな整理

コーポレート・ガバナンスとは、上場会社やそれに準じる大企業を対象として、①会社は誰の利益のために運営されるべきか、②会社はどのように運営さ

⁴ それらを集成したものとして、神作・武井〔2010〕を参照。

れるべきか、についての議論であるといわれる⁵。もともと、その具体的な内容は、論者により、国により、また専門分野により大きく異なる⁶。そこで、ここでは、①企業の目的と、②経営の改善・品質保証の手段とに大別し、その細目を次のように整理する。

まず、①目的については、(A) 会社は誰の利益のために運営されるべきか、株主か、それとも利害関係人（ステークホルダー）全般か、(B) 目指すべきは適法性の確保（不祥事の防止）か、それとも効率性（収益性）の向上か、の 2 点が問題となる。

次に、②手段については、(C) 外部からの規律と会社内部の自律的な仕組みのいずれを重視すべきか、(D) 経営者・役員による会社組織の統制と、経営者に対する統制のいずれを重視するか、(E) よりよい企業ガバナンスを達成するルールとして、どのようなものを念頭に置くか、という問題がある。

以上をまとめたものが、下の図表 1 である。

(図表 1) 「コーポレート・ガバナンス」の用語法・論点

① 目的	(A)	株主のため vs ステークホルダーのため
	(B)	適法性 vs 効率性
② 手段	(C)	外部からの規律 vs 内部の自律的な仕組み
	(D)	経営者による統制 vs 経営者に対する統制
	(E)	制定法 vs ソフトロー、社会規範・文化 国内ルール vs 国際ルール

⁵ 江頭 [1994] 3 頁、同 [1999] 5 頁。

⁶ 例えば、神田・小野・石田 [2011] は、東京大学公共政策大学院で 2010 年度に行われた講義の速記録をまとめたものであり、9 人の講師の所属ないし職業はそれぞれ証券取引所、外資系証券会社、経済産業省、日本政策投資銀行、弁護士、会計士、国内証券会社、金融庁、経済学部（経済学者）である。

神田・小野・石田 [2011] の中で「コーポレート・ガバナンス」の意義について明確に述べているのは、7 頁以下〔静正樹〕、118 頁〔花崎正晴〕、199 頁以下〔杉浦秀徳〕であるが、静氏は＜企業行動を律する枠組み、特に株主が経営者を律する枠組み＞、花崎氏は＜財・サービス市場を含む、企業経営を効率的にするメカニズム全般＞、杉浦氏は＜企業の不正を防止し、収益力・競争力を高めるための仕組み（内部統制や取締役会の体制）＞としている。

アメリカでは企業経営者を規律する仕組みとして、ヨーロッパでは経営者・企業経営が投資家および社会全般に対して負う責任という趣旨で、用いられることが多いといわれる。神田・小野・石田 [2011] 197、199 頁〔杉浦秀徳〕。なお、神田・小野・石田 [2011] 1、8 頁以下〔静正樹〕では、外国では会社は株主のものであり、経営者は株主の代理人であるとし（エージェンシー理論）、両者の利害を一致させることがガバナンスの機能であると理解するのに対して、日本では会社にはさまざまな利害関係人が存在し、株主はその一人であり（ステークホルダー論）、経営者はステークホルダーの利害調整を行うとの考えが根強いと述べているが、この対比は外国と日本の間というよりも、アメリカとヨーロッパの用法の違いというべきであろう。

もっとも、分類の細分化は問題の把握をかえって困難にする。あえて単純化すると、下記の図表 2 のように、会社の経営者が利益を獲得するためにリスクテイクを行い、企業の生産性を高めることが、国家経済の発展にも寄与することを踏まえたうえで（１）、コーポレート・ガバナンスとは、経営者を監視し、経営者のリスクテイクを管理することにより、企業活動の持続可能性を確保するための工夫・仕組みである（２）、とまとめることができる（図表 2）。

（図表 2）

2	ガバナンス	⇒	監視 リスクの管理 持続可能性
1	経営者	⇒	リスクテイク 生産性

そして、本稿の 2 つのテーマについていえば、「日本企業におけるモニタリング・モデルの導入可能性」は、日本の大企業の主たる問題が上図の 1 と 2 のいずれのレベルに関するものとみる（あるいは両者以外に原因があると考え）かに関連があり、他方で、「金融機関のガバナンス」については、1 の問題を 2（監督当局が「金融機関のガバナンス」を監督する）によってどこまで対処することができるかという問題である。

ここで図表 1 に戻って、②の 3 つの手段について簡単に補足する。

まず、(C) 内部と外部の区別は相対的であり、曖昧であるが、さしあたり経営者および基幹従業員（いわゆる正社員）のメンバーが会社の内部者、取締役・監査役（それを支えるスタッフ・仕組みを含む）や内部統制システム、内部通報制度等が内部者による仕組みであり、これに対して、株主による権利行使（株主提案権・株主代表訴訟等）、メインバンクによる規律付け、証券市場による規律付け（株価メカニズムや敵対的企業買収）、政府による規制・取り締まりが外部からの規律と考えられる。

次の (D) は、経営者をガバナンスの主体ととらえるか、ガバナンスの客体ととらえるかである。内部統制システムは本来は経営者によるガバナンスの仕組みである。他方、委員会設置会社における指名委員会や報酬委員会は、経営者に対するガバナンスの仕組みである。また、(C) の外部からの規律の多くは、経営者に対するガバナンスの仕組みと考えられる。

最後の (E) は、一方の極には法的拘束力のある制定法が、他方の極には社会・企業の文化があり、その中間に、いわゆるソフトロー（上場規則や各種の行動規範等）、社会規範・実務慣行等がある。また、コーポレート・ガバナンスに関

するルールには、国内ルールと国際ルールがある。なぜさまざまなルールが併存しているか、というのが重要な問いである。

（２）整理の意義

イ．便宜的な分類であること

２節（１）の整理をみて直ちに気付くように、（Ａ）から（Ｅ）の対立図式のうち、（Ａ）以外の４つは二者択一のものではない。

例えば、会社の経営において適法性と効率性はいずれも重要であり、一方が達成されれば他方は不要であると考える者はいない。また、会社の外部からの規律と会社内部の仕組みの一方で十分だと考える論者は少なく、むしろ多くの論者は両者の適切な組み合わせがどのようなものかを考えるであろう。

また、ある現象が上記の対立図式の中で一方にきれいに分類されるわけではなく、分類困難・不能な事象も存在する。例えば、株主による規律が外部からの規律に、取締役・監査役による取組みが自律的な仕組みに分類されるとしても、大株主から派遣された取締役・経営者はどちらに分類すべきかは明らかでないし、いずれに分類すべきかを論じることには意味はないだろう。また、役員報酬のあり方はコーポレート・ガバナンスの重要論点の１つであるが、これは外部の規律・内部の自律のいずれとみることもできる。

さらに、ガバナンスの諸要素の間には循環する関係——要素 α が要素 β を規定するが、同時に β が α を規定する、という関係——がしばしば生じている。すなわち、経営者はガバナンスの主体であり、客体でもあるが（（Ｄ）参照）、従業員や株主・投資家もガバナンスによる保護を受ける利害関係人であるとともに、ガバナンスを実際に動かすプレイヤーでもある。経営者の行動準則を定めるルールには、制定法、上場規則・各種の行動規範、社会規範・実務慣行、社会・企業の文化等があるが（（Ｅ）参照）、これらのルールの形成過程には差があり、経営者・従業員・投資家たちは、それぞれ影響力を及ぼしやすい領域でのルール形成に注力する（ルールを作らせない、という意味での消極的な影響力の発揮を含めて）。そのため、ガバナンスに関するルールはガバナンスを改善する手段であるとみることもできるが、むしろガバナンスに関する利害関係の力の関係の産物であるとみることもできる。

このように、２節（１）の整理は、便宜的な分類に過ぎない。

ロ．「座標軸」、「問題と解決策のメニュー」

２節（１）の①と②、（Ａ）から（Ｅ）の対立軸は、いわば「問題と解決策のメニュー」である。また、この図式は、各論者の持つコーポレート・ガバナンスのイメージ（立ち位置）を明らかにする「座標軸」でもある。

2 節（2）イ．で述べたように、(B) から (E) の対立項は二者択一ではなく、(A) 以下の各項目の分類も便宜的なものであり、そして項目間には循環関係がある。そのため、特定の問題についての正解を明らかにすれば、そこから他の問いについて演繹的に解答が導かれることにはならない。この不可知性を論者が共有できるならば、立ち位置の異なる者の間の対話が可能となる。先の分類は、問題の整理・対話促進のツールとして意味がある。

ところで、2 節（1）の項目のうち① (A) 「会社は誰のものか」という問いについては、解答は排他的である、つまり、「株主だけのもの」と「株主その他のステークホルダー全般のもの」という解答は両立しないようにみえる。しかし、後者の立場は、どのステークホルダーに優先的な地位を認めるかによって具体的には大きな差を生じ得るし、株主を最優先のステークホルダーと認めるのであれば後者の立場は前者の立場と隣接する。よって、この項目についても、二項対立にとらえることはやや人為的にすぎ、さまざまな考え方が連続的に連なっているととらえることがより正確であるというべきである。

この点については、次の 2 節（3）および（4）で検討する。

（3）会社法および関連領域のルールの歴史・国際比較

コーポレート・ガバナンスは、先の (E) でみたように、制定法とソフトローの両方によって規律されるが、ここでは、会社法および関連領域のルール（ソフトローを含む）が、1990 年以降のわが国およびヨーロッパ諸国でアメリカのルールに接近したことについて概観する。個々の項目についての細目は⁷、本稿では取り上げない。

イ．1990 年頃の状況

大まかにいうと、1990 年頃のアメリカの会社法および関連領域のルールには、同時期のヨーロッパ諸国と比較して次のような特徴があった。(i) 州の会社法は企業（経営者）にとって自由度が高い。(ii) 連邦の証券規制は、情報開示を徹底し、行政処分・罰則によるエンフォースメントを重視している。(iii) 会社法・証券規制の両方で、株主・投資家の訴訟提起によるエンフォースメント（代表訴訟等の損害賠償請求や差止め）を重視している。そして、(iv) 上場会社の取締役会の実務その他のガバナンスの問題については、取締役会の監督機能を確保するためのルール（独立取締役・各種委員会）が上場規則により定められている。

なお、ここでの「エンフォースメント」とは、「取締役・経営者はこのように行動すべき」という法律・社会規範が、それに従わなかった取締役・経営者に

⁷ 森本 [2003]、Kraakman *et al.* [2009] を参照。

対して一定の制裁が発動されることを通じて実現することをいい、官公庁と私人の両方によるエンフォースメントが充実していることにアメリカ法の特徴がある。

同時期のヨーロッパの先進国においては、(i) については、会社法上、企業のファイナンス面における制約が大きかった。具体的には、資金調達については、種類株式やオプション（新株予約権）の設計に制約があった（また社債の発行にもいろいろな制約があった）。自己株式の取得が厳しく規制されていたため、余剰資金の返還についても企業の自由度は大きくなかった。同様に、会社法上、M&A の手段が限られ、また厳格な手続きを要求する傾向にあった。他方、(ii)、(iii) については、実効的な規制は遅れていた。

同時期の日本法は、大まかにいって、上記の (i) から (iii) につきヨーロッパ諸国と類似していた。そして、欧米諸国と比較すると、(i) については、a) 支配株主の義務・親子会社の法規制が制定法上も判例法上も未発達であったこと、b) エクイティ証券の発行、とりわけ第三者割当に関するルールが緩やかであった点に、当時の日本法の特徴があった（ただ、この点については、当時の実務慣行により一定程度の制約がなされ、問題が緩和されていた）。そして、(iv) ガバナンスの問題については、欧米では類例の少ない監査役制度が制定法で規律されていた点もわが国の特徴であった。

ロ．1990 年頃から 2010 年頃まで

アメリカの (i) 州会社法の自由度の高さは、有力な州が会社法の改正により企業の自州での設立を目論んだこと（会社法の州際競争）によるものであるが、かつては、とりわけアメリカ国外では、自由度の高い会社法について批判的な見解が一般的であった。しかし、1990 年頃から、日本およびヨーロッパ諸国はアメリカ法へ接近するようになる。

まず、日米欧に共通する動きとして、2000 年前後から (i) 会社法、(ii) 証券規制において内部統制システムの強化が図られた。

その他の点についていえば、1990 年以降のヨーロッパ諸国では、(i) から (iv) のすべての領域において「会社法（等）のアメリカ化」が進展した。もっとも、「アメリカ化」は目的ではなく手段であり、自国経済の活性化という目的のために、アメリカ法について吟味がなされ、自国が取り入れるべき事項を選択的に取り入れたのがヨーロッパ諸国の特徴である。

例えば、ヨーロッパの多くの国で (iii) 株主・投資家の訴訟提起を活性化する法改正が行われているが、株主代表訴訟等のデメリットもこれらの国では強く意識されている。法改正に当たっては、単純に訴訟を増加させることは企図されておらず、実際にもほとんどの国では株主による訴訟は依然として少数にとどまるようである。また、(iv) ガバナンス改革については、ヨーロッパ諸国

の間でもルールを導入時期が早い国（イギリス）と遅い国（ドイツ）の差があり、またアメリカの上場規則と比較すると、「行動規範から逸脱する際には、その旨を開示し、理由を説明する」という「遵守または開示・説明」が広く認められているという点で、ヨーロッパ諸国の対応は「選択的なアメリカ化」であったといえよう。

同時期の日本は、(ii) 証券規制については、ヨーロッパ諸国とほぼ同内容・同水準の改革がなされたといっていよいであろう。そして、(i) 会社法の柔軟化、(iii) 株主・投資家によるエンフォースメントについては、ヨーロッパ諸国よりも大胆なアメリカ化が行われた。他方、(iv) ガバナンスについては、監査役制度の改革が行われたが、これは欧米諸国での発展とはやや方向を異にするものであった。また、先述の (i) a)、(i) b) の日本法の特徴はこの時期にも維持された（行政指導・業界慣行による社債発行・第三者割当増資への制約が大幅に緩和されたことから、(i) b) の特徴がこの時期に拡大したともいえる）。

このような日本の法改正の特徴は、一方では、日本経済がバブル経済の崩壊に由来する長期の経済不振を経験し、そこから脱却するため、(i) 会社法の大胆なアメリカ化が選択されたと思われるが、他方で、会社経営者の規律付けとして (iv) ガバナンスの強化よりも (iii) 株主代表訴訟の強化が選ばれた点は、各種利害集団が有していた選好⁸および交渉力⁹の結果として説明することができるかもしれない。この最後の点は、法制審議会「会社法改正要綱」（2012年9月7日）¹⁰においても維持されている。

ハ．小括

このような、近時の会社法および関連領域のルールの動向について、2つの要点を確認しておく。

第1に、日本法は、株主代表訴訟の脅威というやり方での会社経営者の規律に大きな重点を置いていることである。代表訴訟の脅威は、株式保有が分散しているため外部の株主から代表訴訟を提起される危険のある上場会社の役員の行動に大きな影響を与えているとの推量はたびたび耳にする。ただ、この影響

⁸ わが国では、会社経営者は、株主利益を実現すれば報酬が増加するという仕組みよりも、経営者と幹部従業員が形成する経営中枢の自律性（彼らの経営裁量が社外者により脅かされないこと）を好んでいるようにみえる。

⁹ わが国では、上場会社において株式の持合いが普及していることから、外部株主による経営者の規律がやや弱い。

¹⁰ 社外取締役の義務付けに関する法改正は経済界の強い反対で見送られたが、多重代表訴訟（親会社株主が子会社役員等を被告として、子会社に対する損害賠償を請求する仕組み）の導入は経済界が徹底抗戦しなかったために、適用範囲を限ってこれを導入することが決定された。もっとも、その後、2012年12月の衆議院議員選挙を経て政権（再）交代があったことから、この改正要綱の内容がそのまま会社法の改正につながるかどうかは、本稿執筆時には明らかではない。

は、無謀な行為を抑止するものであるとともに、合理的なリスクテイクを妨げる（経営の萎縮効果）可能性もある。日本企業の共同体的性格（5節（2）イ．参照）に照らすと、代表訴訟の脅威が存在することの両面の効果は、いずれもかなり大きいのではないかと推測される。

第2に、上述のヨーロッパ諸国およびわが国における動向は、「会社法の収斂」は、論理必然のものではなく、国家（あるいはEUという）単位での自覚的・選択的なアメリカ法の導入であり、収斂が跛行的であることである。そして、次に2節（4）でみるように、「会社は株主のもの」というアメリカで一般的な企業観は、ヨーロッパでは必ずしも一般的ではないようである。

（4）会社は誰のものか

イ．最近の欧米の動き

一般的には、米英においては「会社は株主のものである」との見解が有力であるのに対して、独仏日においては「会社は株主だけのものではなく、株主を含む広いステークホルダー（利害関係人）のものである」との見解が有力であるといわれる。

もっとも、長い時間軸でみると、このような整理はやや単純に過ぎる。いくつか例を挙げる。

アメリカでも、1950年代から1970年代にかけては、大企業の経営者の間では、株主以外のステークホルダーの利益にも配慮して行われるべきであるとする見解が有力であり、株主の利益しか考えないことは非倫理的であると考えられていた（3節（2）ロ．で後述）。しかし、1980年代以降の、ファイナンス理論の普及、低格付債や敵対的買収の一般化等を受けて、おそらくは1990年頃からは、会社は株主のものという理解が一般的になったようである。2000年代以降は、有力な機関投資家の間では、会社がステークホルダーの利益に配慮して経営されることが株主の利益につながるとして、そのような経営を経営者に対して求めていく動き（〔社会的〕責任投資〔SRI〕）が勢いを増しているものの¹¹、会社法学者の間では株主利益最大化を支持する見解が圧倒的通説であり、また株主中心主義の修正を説く声は政府レベルでも支持を得ていない。

他方、イギリスとドイツについては、EUの市場統合の一環として、加盟国の会社法およびコーポレート・ガバナンスのハーモナイゼーション（調和化）が進められていることから¹²、両国間での違いが徐々に小さくなってきているよう

¹¹ Ho [2010].

¹² http://ec.europa.eu/internal_market/index_en.htm および
http://ec.europa.eu/internal_market/company/index_en.htm を参照。

EUは、2004年にヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス・フォーラムを設置し（http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/）、また2005年にコーポレート・ガバ

である。ドイツでは、よく知られているように、共同決定制度により従業員の利益が会社経営に反映させられているが、1990 年以降、資本市場振興のための立法が繰り返し行われ、株式法についても、1998 年の「企業領域における監督と透明化のための法律 (KonTraG)」、2002 年の「透明性および情報開示に関する法律 (TransPuG)」により会計監査の強化、投資家への情報開示の拡充、株主訴訟の拡大等の措置が取られている。

イギリスでは、会社は株主のものという会社観は昔も今も一般的であるが、2006 年会社法における啓蒙的株主価値 (enlightened shareholder value (ESV)) アプローチの導入¹³、2010 年のスチュワードシップ・コードの策定¹⁴は、株主の利益追求について、長期的であること、利己的でないこと (会社に対して協力的であること) 等の制約を課すものとなっている。ESV アプローチやスチュワードシップ・コードの背景には、イギリス企業が一部の投資家の圧力に屈して短期的利益を優先しすぎ、負債に過度に依存している (自己資本のバッファが過小)、という批判がある。これらの新しい動きは現時点ではイギリス企業の行動に変化をもたらしていないようであるが¹⁵、アカデミズムにおいて株主利益の最大化に反対し、社会全体の利益の促進を株式会社の目的と考える見解が現れてきていることは注目される (もっとも、論者は、日本企業の抱える問題は、外部株主が企業に対し実質的な支配権を行使することが制約されたままであることであるとし、いわば米英企業とは正反対の問題であると述べている)¹⁶。

ところで、EU の最近の動きとして、2012 年 12 月に公表された行動計画がある。ここでは、株主権の行使を支援するとともに、企業が真の株主を知り得ること、機関投資家は議決権行使方針について透明性を高めること等を強調するようになっている¹⁷。これは、活動的なヘッジ・ファンドや運用資産規模を増し

ナンスについて専門家からなるアドバイザー・グループを設置した

(http://ec.europa.eu/internal_market/company/advisory/index_en.htm)。フォーラムは協議の結果を宣言や勧告の形式で公表している。

¹³ UK Companies Act 2006 s. 172(1). 同条の“member”は株主を意味する (同法 112 条以下を参照)。「取締役は、株主全体の利益のために会社の成功を促進すべく誠実に行動しなければならない。その際には、ある意思決定が長期的にどのような結果をもたらすと見込まれるか、会社の従業員の利益、会社が納入業者・顧客等との間に事業上の関係を発展させることの必要性、会社の活動が地域社会や環境に与える影響、事業行為の高い水準についての評判を会社が維持することの望ましさ、株主間の公平を守って行動することの必要性について考慮しなければならない」。

¹⁴ スチュワードシップ・コードは、機関投資家の行動を規律するソフトローであり、機関投資家と企業とのエンゲージメント (関与) の質を高めることで、上場会社が株主への長期的な利益を改善しガバナンス責任が効率的に果たされることの助けとなることを目指している。アセット・マネジャーは、このコードに従っているか否か、および従わない場合にその理由を開示しなければならないものとされた。

¹⁵ Keay [2011].

¹⁶ メイヤー [2013].

¹⁷ European Commission [2012].

つつある SWF（政府系ファンド）に対する警戒感を含むものと推測される¹⁸。

これに対して、アメリカの学界では、短期主義的とされる株主の活動への批判は強固なものではない。具体的には、ヘッジ・ファンドの活動について、機関投資家といずれが投資先企業の業績改善に役立っているかを比較したり、両者の協調関係に注目する研究等が盛んに行われているところ、ヘッジ・ファンドの活動につき肯定的な見解が有力であり、実質株主の開示ルールを強化することによりヘッジ・ファンドの活動を抑止しようとする提案には反対の学説が多い¹⁹。

このように、最近の欧米の動きは、「会社は誰のものか」という問題について、意見が決して収斂しつつあるとは言えないことを示している。アメリカである時期以降に「会社は株主のものである」との見解が定着し、今日まで揺らぐことがないのは、かつて大企業の多くがステークホルダーのために経営され、それがうまくいかず、「株主のために経営されるべき」とのパラダイム・シフトが企業の収益性を高め、アメリカ経済を復活させた、という経緯（ないし信念）があるからであろう。

ロ. OECD ガバナンス原則

海外経済協力機構の“OECD Principles of Corporate Governance”は、初版が1999年5月に、改定版が2004年に策定されている（以下、「OECD ガバナンス原則」と呼ぶ）。それでは、OECD ガバナンス原則はどのような立場をとっているであろうか。

（イ）OECD ガバナンス原則の概観

OECD ガバナンス原則の1999年版・2004年版²⁰の各章の標題は次のとおりである（図表3）。

¹⁸ 「EU 会社法の将来についての検討グループ報告」（2011年4月5日）の提言には、会社は定款により（すなわち株主の承認を条件として）、長期保有株主に、より強い議決権やより高額の配当を与えることができるようにすること等を挙げていた

（http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf）。もともと、この旨の提案は2012年の行動計画には含まれていないようである。

¹⁹ Kahan and Rock [2007], Brav *et al.* [2008], Cheffins and Armour [2011], Bebchuk and Jackson [2012], Gilson and Gordon [2013].

²⁰ 2004年版原則の邦訳として、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム [2006] 33頁以下を参照。

(図表 3)

1999 年版	2004 年版
	I. 有効なガバナンス基礎の確保
I. 株主の権利	II. 株主の権利の保護、株主権の促進 ²¹
II. 株主の平等な取扱い	III. (同左)
III. ステークホルダー	IV. (同左)
IV. 開示および透明性	V. (同左)
V. ボード（取締役会）の責任	VI. (同左)

各章の冒頭には、一文ないし二文のリード文が置かれていて、各章の内容がそこで要約されている。そこで、次にこれ（2004 年版）を示す。

- 「I. コーポレート・ガバナンスの枠組みは、透明で効率的な市場を促進し、法の支配と整合的であり、監督官庁・規制当局・執行当局の間の責任分担を明確にするものでなければならない。
- II. コーポレート・ガバナンスの枠組みは、株主の権利を保護し、また、株主権の行使を促進するものでなければならない。
- III. コーポレート・ガバナンスの枠組みは、少数派株主、外国人株主を含むすべての株主の公平（衡平）な取扱いを確保するものでなければならない。すべての株主は、その権利の侵害に対して実効的な救済を得る機会を与えられなければならない。
- IV. コーポレート・ガバナンスの枠組みは、法律または相互の取り決めによって確立されたステークホルダーの権利を認識し、会社とステークホルダーの間の活発な協力を促進することで、富、雇用、財務的に健全な企業体の持続可能性を作り出すものでなければならない。
- V. コーポレート・ガバナンスの枠組みは、財務状況、業績、株式保有状況、ガバナンスを含む、会社のあらゆる重要な事柄について、適時で正確な情報開示がなされることを確保するものでなければならない。
- VI. コーポレート・ガバナンスの枠組みは、会社が戦略的に経営されること、経営者がボードによって実効的に監視されること、ボードが会社およびステークホルダーに対して説明責任を果たすことを、確保するものでなければならない。」

次に、やや細かくその内容をみると、OECD ガバナンス原則の 1999 年版から 2004 年版への改定の主要なポイントは²²、次のとおりと考えられる。

²¹ 第 2 章の標題“The Rights of Shareholders and Key Ownership Functions”は、「株主の権利及び主要な持分機能」と訳されることが多い。しかし、そのリード文が本文に示した II. であること、そしてその後の細目を述べる文章がそのような内容となっていることに照らして、ここでは本文のように訳した。

²² 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム [2006] 11 頁以下〔川村泰久・関孝哉・出見世信之〕、231 頁以下〔グラント・カークパトリック・油布志行ほか〕を参照。

第 1 に、第 1 章が追加され、各国の政府および当局がコーポレート・ガバナンスに果たすべき役割が明記された。

第 2 に、役員の指名や報酬（特に株式報酬）について、特に株主の参加や情報開示、それが透明に行われることについてのボードの責任が明記された（II. C.3.、V. A.4.、VI. D.5.）。

第 3 に、（おそらくエンロン事件等を受けて）財務報告と外部監査についての言及が増えた（II. C.2.、V. D.）。

第 4 に、（おそらく一部の国で 2000 年前後に〔アジア金融危機の前後の状況に関連して生じたものを含めて〕生じた支配株主による少数株主の搾取事例を受けて）少数派株主の保護、関連当事者取引の開示についての定めが拡充された（III. A.2.、V. A.5.）。

第 5 に、国境をまたいで機関投資家が株式保有を拡大したことに関連して、株主の権利行使の促進に関する規定が整備された（II. F.-G.、III. A.4.）。

第 6 に、ステークホルダーについては、不正の兆候をボードに伝えることで不利益を受けないこと、および実効性のある倒産法による債権者の権利の確保が明記された（IV. E.-F.）。

本稿のテーマの 1 つであるモニタリング・モデルについては、OECD ガバナンス原則には社外役員の数・比率等を定める規定は皆無であるが、ボードが経営者の監視・監督を行うことについての規範が従前のもの（1999 年版）と合わせて充実してきたこと（VI. D.5.、VI. E.2.の新設）に照らすと、モニタリング・モデルの機能を確保しようとする志向は従来より強まっていると思われる。

（ロ）OECD ガバナンス原則の立場

以上に示した各章の標題およびそのリード文は、OECD ガバナンス原則が株主中心主義とステークホルダー主義の一方に肩入れせず、中立的な内容になっていることを示している。ここでは各章の内容に立ち入らないが、内容をみてもこの印象に変化はない。

ハ．小括

これまでにみてきたように、「会社は誰のものか」という問いについて、各国の政策担当者のレベルでの意見が収斂する兆しはない。むしろ、EU や OECD における最近の動きは、この論争に決着を付けることを避け、各論のレベルでコーポレート・ガバナンスの改善を図ることに注力している。各国の政策担当者には、神学論争に熱を挙げる暇はないのである。

大切なことは企業活動の適法性と収益性とをともに確保することである。「黒い猫でも、白い猫でも、鼠を捕るのが良い猫だ」との喩えがあるが、ここでの問題に引き直すと、株主主権モデルかステークホルダー型企業かに関係なく、

適法性・収益性をともに達成する企業が良い企業であり、そのような仕組みが良い仕組みである、というべきである。

わが国では、ガバナンス改革の提案がしばしば「会社は株主のものであるとする間違った理論に基づく主張」として一蹴される傾向があると感じられる。しかし、提案の是非は個別に判断されるべきではないだろうか。

なお、東京証券取引所のデータによると、外国法人等の上場株式の保有比率、株式の総売買代金に占める海外投資家による売買高の比率は、いずれも過去 20 年間の間にほぼ単調に増加している²³。このことは、上場会社がリスクに見合ったリターンを投資家に提供すること、海外の投資家からも信頼されるコーポレート・ガバナンスの制度や実務を発展させることの重要性を示している。

（５）ソフトローの存在意義

イ．自律を外から促すソフトロー

２節（３）では欧米諸国における会社法および関連領域のルール of the 歴史と国際比較を概観したが、欧米諸国では、株主権の強化や証券市場の機能強化が主として法律（会社法・金融規制）を通して図られるのに対して、取締役会の役割・構成および各種委員会のあり方については、ヨーロッパ諸国ではソフトローによって、アメリカでは機関投資家等と企業経営者との間の個別の交渉によって、規律される傾向がある（この点については、３節（２）ホ．で詳細をみる）。なお、イギリス等では、近時、機関投資家の行動についてもソフトローにより規律する動きが本格化している（２節（４）イ．で前述）。

このことは、２節（１）の（Ｃ）および（Ｅ）に照らしていうと、（Ｃ）会社の内部者による「自律」と外部者による「他律」のバランスに関連している。すなわち、（Ｅ）他律を促進する手段としては制定法が用いられ、自律を（外部者が）後押しする手段としてはソフトローが用いられるという傾向がある。

²³ 東京証券取引所のウェブサイト

（<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/index.html>）で公開されているデータによると、全国の証券取引所上場会社の上場株式に占める外国法人等の保有比率（金額ベース）は 1991 年度末（1992 年 3 月末）が 6.0%、1996 年度末が 11.9%、2001 年度末が 18.3%、2006 年度末が 27.8%、2011 年度末が 26.3%である（2006 年度末が過去データの最高値）。また、同じく東京証券取引所のウェブサイト

（<http://www.tse.or.jp/market/data/sector/index.html>）2013 年 5 月 1 日現在掲載のデータによると、東京・大阪・名古屋の 3 市場の 1・2 部市場における株式の総売買代金に占める海外投資家による売買高の比率（開示データを基に筆者が算定）は、データが利用可能な 2003 年（暦年）の 26.8%から 2012 年の 51.0%まで（期間中、2009 年に大幅な下落があったことを除いて）単調に増加している。

(図表 4) コーポレート・ガバナンスの見取り図 ((図表 1) の一部を再掲)

(C)	外部からの規律 vs 内部の自律的な仕組み
(E)	制定法 vs ソフトロー、社会規範・文化 国内ルール vs 国際ルール

一般的にいつて、ある実務を採用することが会社の（広い意味での）利益にかなうとしても、それが経営者の金銭的・非金銭的利益に反する場合には自発的には採用されないのので、会社外部からの何らかの働きかけが必要になる。

それでは、取締役会の役割やその具体的な構成・行動の規範（ベスト・プラクティス）について、制定法よりもソフトローが好んで用いられるのはなぜであろうか。第 1 に、社外（独立）者の数・比率や社外（独立）要件という外形は企業活動の適法性と収益性を確保するという目的と直結するわけではなく、第 2 に、このような外形よりも、その背後にある考え方やイメージの理解・共感が、適法性・収益性の確保においては欠かせない、と考えられているからであろう。

ロ. 国際ルールの（無）意味

ところで、取締役会のあり方について制定法よりもベスト・プラクティスの形式が好まれるとして、このルールは国内で完結するものであろうか、それとも国際的なルール形成に独自の意味があるといえるであろうか。

この点、金融機関のガバナンスについては、後述する事情から、国際ルールを定めることに理由があるといえる（4 節（2）ハ、および 4 節（4）ハ、を参照）。これに対して、一般事業会社のコーポレート・ガバナンスについては、これを国際的に統一する理由は見当たらない。すなわち、日本経済・日本社会にとって何が一番よいのかを、日本政府が考えればよいはずである。

それでは、2 節（4）ロ、でみた OECD ガバナンス原則（1999 年、2004 年）はなぜ存在するのであろうか。

OECD の活動は、発展途上国への支援（ないし指導）と加盟国である先進国自身の改革の両面にわたる。OECD ガバナンス原則は、条約のように加盟国やその国民の権利義務を直接規律するものではない。OECD ガバナンス原則は、各国の政府・規制官庁・基準設定者に対して国際的なベンチマークを提供するものであるが、証券取引所、投資家、企業その他良きガバナンスを発展させる役割を担っている人に向けてのガイダンスでもあるという²⁴。

²⁴ OECD のウェブサイト（Frequently Asked Questions about the OECD Principles of Corporate Governance）によると、OECD ガバナンス原則は、OECD 加盟国とそれ以外の国の両方を念頭に置いているという

（<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/frequentlyaskedquestionsabouttheoecdprinciplesofcorporategovernance.htm>）。

このように、OECD の活動は、各国の自主性を前提としている。もっとも、OECD ガバナンス原則やその他の勧告が世界銀行・国際通貨基金・証券監督者国際機構（IOSCO）等によって言及される場合、各国政府は法改正や行政措置を求められることになる。このように OECD ガバナンス原則が強いインパクトを有するのは、上場会社全般に対する規律というよりも、銀行・証券会社等の金融機関に対する金融行政（監督）の内容という限定された領域である（この点は、5 節（4）イ．で概観する）。

このような組織の性格、文書の性格に照らすと、OECD ガバナンス原則の意義は、ガバナンス実務を統一することにあるのではなく、広い意味でのコーポレート・ガバナンスについて、先進諸国（の政府関係者）の間で概念を共有することにあると考えられる。言い換えると、コーポレート・ガバナンスは現在の国際社会においては共通の認識となっており、OECD ガバナンス原則はこの認識に枠組みを与えるもの、すなわち共通言語（lingua franca）を形成するものととらえることができるだろう。

なお、OECD とやや類似した背景を持つ団体として、2002 年に設立された European Corporate Governance Institute（ECGI）がある²⁵。ECGI は、EU 加盟国の政府機関の有力者や有識者で構成され、コーポレート・ガバナンスのあり方について調査・研究を進めるとともに、コーポレート・ガバナンスの改善のために、行動規範の策定について英知を集め助言を行っている。ECGI の活動は、アメリカ大陸諸国やアジア諸国との交流を含むものとなっている。

ECGI では、統一した行動規範を作ることは企図されておらず、研究と対話を通じてコーポレート・ガバナンスの概念と理解を普及させることに力点が置かれている。ヨーロッパを中心として、このような「開かれたコーポレート・ガバナンス」についての活動が定着・発展していることには、わが国としても一定の注意を払う必要があるだろう。

（6）まとめ

コーポレート・ガバナンスは、問題と解決策のメニューである。株主権の強化や証券市場の機能強化は制定法により図られることが多く、取締役会の役割・構成についてはソフトローあるいは個社単位での交渉によって規律される傾向がある。

コーポレート・ガバナンスで好んで議論される「会社は誰のものか」については、諸外国・論者の間で見解が収斂しつつあるとはいえない。この点に議論のエネルギーを割くよりも、企業活動の適法性と収益性を確保する仕組みを具体的に論じることには重点を置くべきであろう。

²⁵ <http://www.ecgi.org/>参照。

このように、コーポレート・ガバナンスの概念は曖昧ではあるが、その中核にある問題意識および改善の方向性については、先進諸国の政府関係者の間で一定の共通認識がある。OECD ガバナンス原則（1999 年、2004 年）は、その共通認識を示すものとして理解できる。

3. モニタリング・モデルの発展

（1）問題の所在

モニタリング・モデルとは、取締役会の主たる機能を、経営の意思決定ではなく、経営者を監督することに求める考え方をいい、その一般的な型式は、取締役の一定数（比率）を社外（独立）取締役が占め、その社外（独立）取締役が取締役会において、または取締役会の内部に設置される各種の委員会（監査委員会・報酬委員会・指名委員会等）において、経営者を監視するというものである。

モニタリング・モデルは 1970 年代の後半にアメリカで生まれ、1990 年代以降にヨーロッパ諸国に広がった。日本を除く先進諸国では、コーポレート・ガバナンスのベスト・プラクティスの方向性は完全に一致しており、ただ型式の厳格さにおいて違いがあるというのが現状である²⁶。

本稿では、アメリカにおけるモニタリング・モデルの誕生と、英独におけるその受容について、当時の政治状況やモデル導入の手段（制定法か否か等）に着目して、紹介・分析する。ここでは、社外取締役の数・比率や「社外」要件等の型式に関するルールを論じるのではなく、なぜモニタリング・モデルが先進諸国の共通のモデルとなったのかが主題である。

（2）アメリカ

イ. モニタリング・モデル登場の背景

アメリカで 1970 年代後半にモニタリング・モデルが提唱されるきっかけとなったのは、1970 年代初頭の企業不祥事である。

第 1 の企業不祥事はペン・セントラル鉄道会社の破綻である。ペン・セントラル鉄道会社は、アメリカの北東部の 3 つの鉄道会社が合併して誕生した大企業であり、1968 年に営業を開始し超優良企業とみられていたが、同社は 1970 年 6 月 21 日に破産を宣言した。後に判明したところでは、同社の（社外）取締役たちは会社の資金繰りの悪化を全く知らず、また取締役会で自らの意見を述べ

²⁶ 仏独伊日英米の 6 カ国の会社法を比較した国際研究による。Kraakman *et al.* [2009] p.69.

ることはしていなかった、つまり全く機能していなかった。

第 2 の不祥事が、多数の上場会社が、国内での違法な政治献金、国外での政府職員への不明朗な支出に関与していたことが、ウォーターゲート事件の調査により判明したことである。その結果、50 社以上の上場会社が刑事訴追または証券取引委員会（SEC）の執行訴訟（enforcement action）の対象となり、そのほかに 400 社が当局に対して違法な支出を行ったことを認めた²⁷。

これらの不祥事に対して、アメリカの大企業は、「株主の利益に反した経営をしている」という批判を受けるとともに、「社会的責任を果たしていない」という異なった角度からの批判をも受けることとなった²⁸。そして、1970 年代の半ばにはさまざまな再発防止策が提案された。例えば、ラルフ＝ネーダー等の急進的な社会改革派は、企業経営者の社会に対する責任強化を主張し、ウィリアム＝ケアリー（当時 SEC の委員長であった）等の学界・政府の重鎮は、州会社法の競争から法規制が不十分になっている（いわゆる“race to the bottom”）として、連邦法を制定して経営者の株主に対する責任を強化することを主張した²⁹。

このような急進的な改革案（3 節（2）ロ．で少し補足する）に対して、会社法学者のアイゼンバーグは、より穏健な改革案として、モニタリング・モデルを主張した。すなわち、取締役会が果たすことができ、かつ取締役会以外が果たすことのできない重要な機能は、経営者を選任し、監督し、解任することである、取締役会がそのような機能を果たすために必要なのは、取締役会に適切な情報フローがあることと、取締役（少なくともその過半数）が経営者から独立していることである、とした。そして、具体的には、社外取締役の独立性に関して、単に会社の役員・従業員でないことという形式的要件では足りず、経営者との間に経済的な利害関係を持たないという実質的要件を課すこと、取締役会の内部に監査委員会・報酬委員会・指名委員会を設置し、監査委員会については委員全員が、他の 2 つの委員会についてはその過半数が社外取締役から構成されること等を提案したのであった³⁰。

²⁷ 以上につき、Gordon [2007] pp.1515ff.

1970 年代には、SEC は上場会社等を被告として訴訟を提起し、将来の違法行為の差止命令を請求するとともに、付随的救済として、独立取締役の選任、社外取締役のみからなる監査委員会の設置、調査報告のための特別顧問の任命等を求め、同意判決によりそれを企業に強制するという方式を用い、1980 年頃からは、1934 年証券取引所法 15 条 c 項 4 号を用いて、行政処分上の審判手続の中で同意審決を得ることで先の付随的救済と同様のガバナンス体制、内部統制システム構築のエンフォースを行った。行政処分上の審判手続は、一般に差止訴訟よりも迅速な処理が可能であるという点に利点があったという。柿崎 [2005] 17、20～21、76～79 頁。

²⁸ 1970 年代における社外取締役に期待された役割の中心は、経営の効率性よりも、企業不祥事の防止にあった。川口 [2004] 172 頁。

²⁹ Bainbridge [2008] p.159.

³⁰ Eisenberg [1976] pp.139ff., 169ff. 川口 [2004] 34～35 頁。

ロ．前史

第2次世界大戦後の1950年代のアメリカ大企業は、経営者覇権の時代であるとともに、ステークホルダー重視の経営が一般的な時代でもあった。すなわち、大戦後の経済の繁栄を広く分かち合うムードが社会に満ちていたのである。そしてまた、そのようなステークホルダー資本主義には、共産主義との正統性の戦いという側面もあったという³¹。

例えば、1961年のハーヴァード・ビジネス・レビューの調査によると、1700人の経営者の83%が、「経営者が株主の利益のみを考え、従業員や消費者の利益を考えずに行動することは、非倫理的である」と回答したという³²。

その頃から、アメリカの大企業の取締役会には社外の非常勤取締役が珍しくなかったが、当時の取締役会はさまざまなステークホルダーの出身者を含んでおり、それらの多くはCEOによってリクルートされたものであったという（アドバイザー・ボードのモデル）。

そして、そのような傾向は1970年代に入っても続いた。企業は、従業員・消費者だけでなく、社会全般の厚生を高めなければならないとの見解は、1970年代には、企業の社会的責任論、すなわち、工場を建設し雇用を生み出すことの意義、従業員教育により都市部のスラム街の問題や人種対立問題について企業が対処することの意義の強調へとつながった。企業の社会的責任を実現するため、株主提案権を行使する動きが盛んとなり、その一例としてゼネラル・モーターズ（GM）社に対する組織改革運動があった。立法論としては、大企業を連邦法により規律し、取締役会は、利害関係のない株主のみから選ばれ、さまざまなステークホルダーを代表する者（constituency directors）から構成されるものとする構想もあった。

ハ．妥協としてのモニタリング・モデル

このような状況の中で、アメリカ法律家協会（American Bar Association; ABA）および経営者円卓会議（Business Roundtable（本稿では“BRT”と略す）。アメリカの有名企業の経営者から構成される団体）は、1976年から1979年にかけて、モニタリング・モデルを踏まえた行動規範を策定した³³。また、1977年にはニュー

³¹ 以下の記述は、Gordon [2007] pp.1511-1512 による。

³² なお、Gordon [2007] の注 181、188 によると、ハーヴァード・ビジネス・レビュー掲載の論文は、1950年頃にはステークホルダーの利益への配慮が長期的株主価値を高めると論じていたのに対して、1960年頃になるとステークホルダーの利益はそれ自体が正統性を有し、ときには長期的株主利益と調和させられるべきものとして語られるようになったという。

³³ ABA[1976]（原案であり、コメント募集の手續に付された）、ABA Section of Corporation [1978]（コメントを踏まえて小幅の改定を加えて正式な文書として確定されたもの）、BRT [1978]、川口 [2004] 40 頁以下を参照。

ヨーク証券取引所（NYSE）は上場規則で、非業務執行取締役のみからなる監査委員会の設置を義務付けた³⁴。

1962 年の NYSE の上場規則では、現在、会社の経営に携わっていないこと（非業務執行取締役）を社外取締役の定義としていた。1978 年の ABA の提言が、「社内・社外の区別」に加えて、社外取締役の独立性（利害関係を持たないこと）の有無という概念を導入した。もっとも、1977 年の NYSE の上場規則は、監査委員会は独立取締役によって構成されるとしつつ、利害関係があっても実質的独立性があれば独立取締役と認められるという妥協的なルールであった。同年の NYSE の規則を受けて、1979 年までにほぼすべての NYSE 上場会社が監査委員会を設置するようになった。

ここで ABA と BRT の提言に戻ると、ABA による取締役ハンドブックと BRT による文書の間にはいくつかの違いがみられる。まず、①両文書の性格・特徴をみると、ABA のものは、前半が上場会社の取締役を読者として書かれた法律実務の解説であり、後半が 3 委員会等の提言を行うものである。これに対して、BRT のものは、一連の企業不祥事を受けて、あるべきボード実務についての考え方を整理したものであり、ルールの詳細を示すものではないとし、次のような提言を行っている。すなわち、消費者活動家等ステークホルダー代表者をボードに加えることに反対し、取締役会の機能を監督・経営資源配分・社会的責任・法令遵守の 4 点として定義し、取締役が情報に基づいた判断を下せるよう、情報フローの整備を強調している。そして、ボードの「集合体としての強み」を強調し、CEO 以外の取締役を全員社外とする提案や、全員を社内とする提案を極論として排斥し、社外取締役は有益な役割を果たしており、世界に対する窓である、と述べる。

次に、②3 つの委員会の具体的な構成についても、両提言には違いがある。ABA のものは、いずれも構成員の全員が社外（非業務執行）取締役であり、かつ指名委員会については全員がより高次の独立性を有するものであること、報酬委員会と監査委員会については過半数が独立取締役であることを提言している。これに対して、BRT のものは、監査委員会は既に NYSE によって義務付けられているが、これに加えて、上場会社は自主的に、全員が社外取締役から成る報酬委員会と、過半数が社外取締役から成る指名委員会（または CEO 後継委員会）を置くべきであるとしている。

このように、両者には小さな違いはあるものの、「上場会社は、社外取締役を中心とする 3 委員会を自発的に設けるべきである」という見解がより多くの支

³⁴ 監査委員会を義務付けるとの提案を NYSE は 1939 年にしていたが、そのときには義務付けはなされず、SEC ルールによる監査委員会の有無の開示が 1974 年、NYSE が監査委員会を義務付けたのが 1977 年、SEC が監査委員会のなすべきことについてのガイドラインを公表したのが 1978 年であった。Gordon [2007] p.1491.

持を集めるようになり、また企業経営者もそれを推進する側に立ったことにより、モニタリング・モデルが次第に普及していくことになったと思われる。

もともと、社外（独立）取締役の数・比率はこの頃から大きく上昇するものの、当時はその役割についてコンセンサスがなかったとの指摘もある³⁵。

二. その後の発展

図表 5 は、アメリカの大企業における社外取締役の比率を、各種統計を集約してまとめたものである³⁶。これをみると、取締役会における内部者の比率の低下は 1970 年代以降に顕著に生じており、また、社外取締役の中でも特に独立取締役の比率が同じ頃から顕著に上昇しており、これらの傾向が 2000 年に至っても継続していることがわかる。

(図表 5)

	内部者	利害関係のある社外者	独立者
1950	49%	26%	22%
1960	43%	31%	24%
1970	41%	34%	25%
1980	33%	30%	37%
1990	26%	14%	60%
2000	16%	15%	69%

指名委員会の設置比率は、1979 年には SEC の調査で 19% の会社しか設置していなかったが、1981 年には 30% に、1989 年の別の調査では 57% にまで上昇した³⁷。「社外」基準については、監査委員会の実効性の改善にかかるブルーリボン委員会³⁸の提言に応じて、1999 年に監査委員会についての上場規則が独立性の基準を大幅に強化した³⁹。2002 年のサーベンス・オクスリー法 (SOX 法) により、監査委員会が監査法人の選任および監査方針の策定の権限を持つことになった⁴⁰。

3 委員会すべてについて、その設置が義務付けられ、かついずれも独立取締役のみから構成されるというルールが完成したのは、2007 年の NYSE 上場規則改定による⁴¹。

³⁵ Gordon [2007] pp.1473, 1565.

³⁶ Gordon [2007] p.1475.

³⁷ Gordon [2007] p.1498.

³⁸ ブルーリボン委員会については、柿崎 [2005] 212 頁以下を参照。

³⁹ Gordon [2007] p.1480.

⁴⁰ Gordon [2007] p.1492.

⁴¹ 以上につき、Gordon [2007] pp.1480, 1491-1492.

ホ. モニタリング・モデルの定着の要因

アメリカの上場会社でモニタリング・モデルが定着した最初の理由は、1980年代の敵対的買収の嵐の中で、社外取締役・各種委員会を含む取締役会がセーフハーバーとして機能したこと、すなわち、ビジネス界はより大きな変革を避けるための妥協としてこれを受け入れたことにあった。連邦法による規制等の危機が去ると、BRTはモニタリング・ボードを推進する立場からは退却し、アメリカ法律協会（American Law Institute; ALI）によるコーポレート・ガバナンスのルール化プロジェクトにおいては、BRTはモニタリング・モデルのルール化に強く抵抗した⁴²。

しかし、上場会社が多く設立州として選択しているデラウェア州の裁判例が、1980年代半ば以降、取締役会が実質的独立性の高い判断をした場合、すなわちボードの過半数を独立者が占め、ボードが独立した専門家の意見に耳を傾け、フィナンシャル・アドバイザーや弁護士の助言を受け、また独立者のみで集まり、全員一致で判断を下した場合に、その判断を尊重する旨を繰り返し判示した。そのような中で、機関投資家の持株比率が上昇し、その影響力が増大し、経営者に株主価値についての圧力が高まる⁴³につれて、経営者は市場の代わりに社外取締役が業績の良し悪しについて判断してくれるという仕組みに依拠するようになった。やがて、1990年代に入ると、「株主価値」という価値観が普及するとともに、CEOの報酬と解任の両面において、株価を基準にする実務が普及し、このような文脈で独立取締役の役割についてコンセンサスが成立するようになっていった⁴⁴。

以上は、アメリカにおける社外（独立）取締役の普及についての包括的な研究を行った Jeffrey Gordon によるストーリーであるが、アメリカの会社法・会社実務を「取締役会主権」（その内容は3節（2）へ、で後述）と位置付け、それが他のモデルよりも優れていることを論じる Stephen Bainbridge も、大筋で共通するストーリーを述べている⁴⁵。彼によると、アメリカの大企業が経営者覇権か

⁴² わが国の会社法学者の間でもよく知られている ALI [1994]は、会社法の判例法を体系化したもの（リステイトメント）の占める比率が高いが、州の会社法立法者に採用を働きかけるもの（モデル法）も含んでおり、さらに「取締役会及び主要な監督の委員会に関する会社実務の推奨」と題された第3A部は会社に任意に採用するように働きかけるものである。もっとも、最初からそのようなものとして起草されたのではなく、当初は立法による義務付けを念頭に置いていたものであったため、ALIにおける審議は紛糾した。ALI Principlesの策定過程については、次の文献を参照、Hansen and Sommer [1996].

⁴³ 機関投資家の増大と、その活動に対する評価につき、川口 [2004] 43～49頁を参照。

⁴⁴ Gordon [2007] pp.1520-1521. 同論文注185によると、アドバイザー・ボードからモニタリング・ボードへの転換は、経営者が人事・戦略コンサルタントを雇うことが一般化し、かつてのようにCEOが社外取締役をリクルートするのではなく、コンサルタントが業種を超えた専門知識・戦略についてのアドバイスを提供するようになったことから生じたとされる。

⁴⁵ Bainbridge [2008] pp.155 ff.

ら取締役会主権へと変化したのは、次の 5 つの要因によってモニタリング・モデルが定着したからであるという。すなわち、(a) ベスト・プラクティス（行動規範）、(b) 報酬の実務、(c) 市場の評価、(d) 裁判所による取締役の義務の認定、(e) 取引所規則・証券規制である。以下、その概要を紹介する。

(a) ガバナンス・ビジネスが成長し、コーポレート・ガバナンス・コンサルタントが登場し、取締役の研修に従事するようになると、ABA のガイドブック等が提示した行動規範が取締役の行動規範として内面化され、また機関投資家に議決権行使の助言を提供している ISS (Institutional Shareholder Services) 社が 2002 年以降、ISS のコーポレート・ガバナンス指数を開発し、世界の金融機関がこのガバナンス指数を利用するようになったことから、上場会社も自社の指数を高めるよう努力するようになった。

(b) 金銭報酬ではなく、株式ベースの（業績連動）報酬が推奨され、定着した。

(c) (社外) 取締役は非常に評判を気にする人種である。実証研究によると、業績見通しを下方修正した企業では、取締役が再任されない可能性が高まり、その度合いは修正の程度に比例しており、また下方修正した企業の取締役は他社での取締役職を失う傾向もある。

(d) 実際に (社外) 取締役に賠償が命じられることはまれであるが、弁護士の誇張、保険会社のセールストーク、エンロン等の不祥事等、訴訟のおそれを意識して、(社外) 取締役が廉直性を意識するようになってきており、取締役は、経営者や外部者の助言に受動的に依拠することが危険であると警告され、遠慮せずに質問を投げかけること、批判的な視点を保つことが推奨されている。

(e) については、3 節 (2) ハ. およびニ. で前述のとおりである⁴⁶。

以上を言い換えると、アメリカにおいては、モニタリング・モデルの登場と発展は、主として多様な行動主体（経営者・機関投資家のほかに、社外取締役や裁判所を含む）の間の交渉から生じている。SOX 法のような制定法によるガバナンス体制の義務付け（2002 年）は例外に属する。上場規則による義務付けも、1 つの要因に過ぎない。最近では、有力な機関投資家が議決権行使基準を定め、ガバナンスに関する基準を満たさない企業に対しては株主総会での役員選任議案に反対票を投じること等を事前に宣言するやり方が影響力を発揮しており、その際に、機関投資家の間で基準をすり合わせたり議決権行使の際に共同歩調を取ることは存在するとしても、大まかにいうと個社単位で投資家と経営者の交渉が行われている。これは、3 節 (3) 以下でみる英独の状況とは大きく異なることから、アメリカでの発展プロセスを「多元的交渉イメージ」と呼

⁴⁶ SEC は、1970 年代以降、企業のガバナンス、内部統制の体制について問題意識を有していたが、その多くは SEC の直接的な行動によるのではなく、証券取引所の規則を通じて実現された。柿崎 [2005] 22 頁以下、川口 [2004] 37 頁以下、74 頁以下。

ぶことができよう。

へ．モニタリング・モデルの評価

もともと、社外取締役を中心とするモニタリング・モデルについては、それが本当に企業活動の適法性・収益性を高めているのかについて意見は分かれる。

取締役会の構成と株価・利益等の間の関係を調査した実証研究では、ほとんどの研究は両者の間に相関関係はないとする。アメリカの会社法研究者の間では、例えば Jonathan Macey は、コーポレート・ガバナンスにおいて、世間で推奨されているもの——SEC・取引所の規制、独立取締役、会計基準・監査法人、株主訴訟、whistle-blower、株主提案、格付機関、証券アナリスト——はすべて非効率的であり、推奨されていないもの・市場メカニズムに基づく規律——会社支配権市場（＝敵対的買収）、IPO 市場、インサイダー取引・空売り、ヘッジ・ファンド、銀行その他の債権者——こそが効率的であるとの議論を展開している⁴⁷。学界では、このような見解は決して少数説ではない。

これに対して、アメリカの現状に基本的に肯定的な Bainbridge は、次のように述べる。アメリカの現在の会社法・会社実務は、他のモデル（契約の束、チーム生産モデル、株主中心主義）よりも、取締役会主権モデル（Board Supremacy Model）によって、よりよく説明できる⁴⁸。取締役会主権モデルとは、会社は株主の利益のために経営されるべきであるが、経営の権限は株主ではなく取締役会（主として独立取締役から構成される）に与えられるというモデルをいう。そして、取締役会はブラック・ボックスであり、その内部で起きていることを窺い知ることは困難であるが、独立取締役の数・比率は重要ではないとしつつ、かつてよりも取締役会が改善していることを示す証拠は多数存在すると主張している。

また、Gordon は次のように述べる。取締役会の構成と株価の関連からは独立取締役のメリットは観察されていないが、これは独立取締役のもたらすメリットが当該企業に特有のものではなく、システムティック（上場会社全体に及ぶ）なものであるからである。独立者比率と会計不正の逆相関は確立しており、すなわち独立取締役は、開示の信頼性を高め、株価の情報価値を高めるというメリットをもたらしている。よって、独立取締役の増加と関与の深化は、上場会社の経営を株主価値へとシフトさせ、株価の動向から計測される株主価値最大

⁴⁷ Macey [2008] p.50.

⁴⁸ ここでの「モデル」とは、物理学の理論のようにあらゆる現象を説明しようとするものではなく、法的に有用な一定の場面に通用する理論を提供するものであり、現実を説明・予測できる力と規範論を導く力を持つものとされている。Bainbridge は、支配株主がいる会社、経営者支配の会社、アメリカ以外の企業は、このモデルの対象外であるとする。そして、このモデルから導かれる規範論として、取締役会の意思決定権限を株主や裁判所からの干渉から守ることが重要であり、議決権や会社支配権市場に制限を設けることが必要であると主張している。Bainbridge [2008] pp.10-16.

化戦略に企業を従わせるという方向に作用したという点で有益であった、と結論付けている。

(3) イギリス

イ. キャドバリー報告書

(イ) 序

イギリスでも、大企業が大規模な粉飾決算を行い、その倒産によりこれが露呈するというような不祥事が 1990 年頃に相次いだ。例えば BCCI 事件(1991 年)、マックスウェル事件(1991 年)をきっかけに、その対応策を検討するために、財務報告評議会、ロンドン証券取引所および公認会計士団体により、エイドリアン・キャドバリー氏⁴⁹を座長とする「企業統治の財務的側面に関する委員会」(いわゆるキャドバリー委員会)が 1991 年 5 月に設置され、1992 年 5 月に報告書草案、12 月に最終報告書が公表された⁵⁰。

同報告書は、その冒頭で、「コーポレート・ガバナンスとは、会社を導き(direct)、統制する(control)システムをいう。会社のガバナンスに責任を持つのは取締役会である。(中略)取締役会の責任には、会社の戦略的目標を設定すること、それを実行に移すためのリーダーシップを提供すること、経営を監視し、自らの受託者としての責務に基づき株主に報告を行うことが含まれる。取締役会の行動は、法、各種規制そして株主総会における株主〔の意思〕に従わなければならない」と述べる(本文 para. 2.5)。

以下の報告書の本文(16 頁から 52 頁まで)は、(具体的なルール、義務付けではなく)基本的な考え方を詳しく説明している。報告書は上場会社の取締役会を名宛人としてベスト・プラクティス・コード(58 頁以下)を策定する(para. 3.1)。取締役会は株主に対して説明責任を負い、取締役会と株主の両者はこの説明責任を実効的にするためにそれぞれの役割を果たさなければならない(3.4)。コード(=制定法ではなく、ソフトロー)が採用されたのは、第 1 に、型式の遵守ではなく、隠しだてのない情報開示を通じて信頼を形成するというオープンなアプローチを採用し(3.2)、取締役会がこの責任を果たすことで取締役会が戦略を策定することおよびそれに対する理解を勝ち取ることが促進されるからであり(3.5)、第 2 に、もし財務報告の基準と企業関係者の行為全般について向上がみられないのであれば法令による規制に依拠することが予想されることによる(3.6)。

⁴⁹ 同氏は、キャドバリー・シュウエップス社(製菓会社)の元会長であり、当時はイングランド銀行の理事、IBM の社外取締役を務めていた。

⁵⁰ Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance [1992].

その内容と背景については、安達・ダハティール [1992a, b]、商事法務の海外情報「英国の会社運営に関する模範規程」(商事法務 1341 号) 38 頁を参照。

委員会は、上場会社に対してコードの遵守状況を開示し、不遵守の場合にはその理由を開示することを推奨する。ロンドン証券取引所は、この旨を上場規則に定める予定である(3.7)。遵守状況の開示書類は、会計監査人により審査(レビュー)される(3.9)⁵¹。

以下は、各論である。第4章は取締役会について定める。項目名だけを列挙すると、取締役会の実効性(4.1以下)、議長の役割(4.7以下)、非業務執行取締役(non-executive directors; NEDs)(4.10以下)、専門家の助言(4.18)、取締役の研修(4.19以下)、取締役会の構成と手続き(4.21以下)、取締役会事務局(company secretary)(4.25以下)、取締役の責任(4.28)、行為基準(4.29)、指名委員会(4.30)、内部統制(4.31以下)、監査委員会(4.33以下)、内部監査(4.39以下)、取締役の報酬(4.40以下)、財務報告(4.47以下)、財務報告の実務(4.54以下)、年金基金のガバナンス(4.60)、と続いている。

第5章は会計監査人による監査(audit)について定める。項目名を列挙すると、監査の重要性(5.1以下)、専門家の客観性(5.7以下)、監査業務の隔離(顧客への非監査サービス提供の抑制・開示)(5.10以下)、監査人のローテーション(5.12)、期待ギャップ(5.13以下)、内部統制(5.16以下)、企業の継続性(の監査)(5.18以下)、詐欺(その他の違法行為の抑止と早期発見)(5.23以下)、他の違法行為(5.29以下)、監査人の責任(5.31以下)、監査への信頼(5.36以下)、と続く。

第6章は株主について定める。取締役会の株主に対する説明責任(6.1以下)、機関投資家(6.9以下)、株主の(株主間での、あるいは会社との間の)意思疎通(6.13以下)、株主の影響力の発揮(6.16以下)。

その後に結語(53頁)、要約(54頁以下)、ベスト・プラクティス・コード(58頁以下)、参考資料(61頁以下)が続いている。要約は、本文を20項目にまとめたものである。ベスト・プラクティス・コードは2頁強のサイズにまとめられ、本文の番号とは別に1.1から4.6の番号が付されている。

(ロ) ベスト・プラクティス・コード

キャドバリー報告書のベスト・プラクティス・コードは、次の内容を定めている(以下、意識かつ抄訳である)。

取締役会は定期的開催され、経営者を監視すべきである(コード1.1)。一人の人間に権力が集中することのないように、権限のバランスを確保できるような経営トップのレベルで職責を明確に分割すべきである。取締役会議長が社長と同一人物である場合には、取締役会に一目置かれた高位の役員〔業務執行者、執行役員〕とともに、強力に独立した要素〔存在感のある独立取締役等〕のあることが重要である(同1.2)。十分な能力を有する非業務執行取締役を十

⁵¹ 3節(3)イ.(ロ)の末尾を参照。

分な数、取締役会の内部に置き、取締役会の意思決定にあたってその意見を活用すべきである（1.3）。取締役会が会社の統制と管理を掌握するため、取締役会が決定に必要な日程・時間を公式に確保すべきである（1.4）。必要があれば、取締役はその義務を果たすために会社の費用で独立性のある専門家の助言を受けることについて、そのための手続を合意すべきである（1.5）。すべての取締役が取締役会事務局の助言と補助を受けられる（1.6）。

NED は戦略、業績、経営資源、行為準則について独立した判断を取締役に提供すべきである（2.1）。NED の⁵²過半数は経営者から独立し、かつ報酬を受領しないし株式の保有を除いては、独立した判断を行うことを妨げる事業上のあるいはその他の関係から独立した者であるべきである。彼らの受領する報酬は彼らが会社のために費やした時間を反映して定められるべきである（2.2）。NED の任期は明確に定められるべきであり、自動的に再任されるものであってはならない（2.3）。NED はフォーマルな手続を通して選ばれるべきであり、またこの手続と任用はボード全体の議題とされるべきである（2.4）。

業務執行取締役の任用契約は株主の承認がなければ 3 年を超えてはならない（3.1）。取締役の報酬の総額と議長および最高額を受領する取締役の報酬は、年金拠出額、ストック・オプションを含めて、完全かつ明瞭に開示されるべきである。固定報酬と業績連動報酬は区別して開示されるべきである（3.2）。業務執行取締役の報酬は、完全にあるいは主として NED から構成される報酬委員会の勧告に従うべきである（3.3）。

会社の財務状況の評価をバランスよく、かつ分かりやすく提示（開示）するのは取締役会の義務である（4.1）。取締役会は、会計監査人との間で客観的かつ職業的な関係が維持されることを確保すべきである（4.2）。取締役会は、少なくとも 3 人の NED からなる監査委員会を設置し、その権限と義務を書面で明らかにすべきである（4.3）。監査人による彼らの財務報告に関する責任についての意見表明の隣（直前）に、取締役（会）は、自分たちの負っている開示・理由説明の責任について説明すべきである（4.4）⁵³。取締役（会）は会社の内部統制システムの実効性について報告すべきである（4.5）。取締役（会）は、会社事業の継続性について、必要があればその前提や留保条件とともに報告すべきである（4.6）。

上記のうち、コード 1.4、1.5、2.3、2.4、3.1 から 3.3 まで、および 4.3 から 4.6 までについての企業の開示資料は、会計監査人による審査（レビュー）の対象

⁵² コード 2.1 の主語は ”The majority”であり、取締役の過半数か NED の過半数かが明確ではないが、本文 para. 4.12 に照らすと、NED の過半数を指すことが明らかである。

⁵³ 本文 para. 4.28 によれば、取締役の義務と監査人の義務の境界線が株主に理解できるようにすることが目的であり、取締役による説明と監査人による説明とは相補うものであるという。また、取締役による説明については、補遺 3（66 頁以下）に記載すべき事項が説明されている。

となる（コードの脚注）。

（ハ）内容の比較

ここでは、キャドバリー報告書の内容を、1970 年代後半のアメリカのモニタリング・モデルと比較する。

アメリカの ABA および BRT による提言は、3 節（2）ハ．で述べたように、上場会社は 3 委員会を自発的に設置し、その全員ないし過半数を社外取締役とすること等を内容とするモニタリング・モデルを志向する点で共通する。ただ、それに付随して、それぞれに固有の内容や策定主体の性格の違いを示してもいい。そして、特に BRT による提言には、株主の経営への干渉を排除し、立法による義務付けを排除するという側面が指摘できる。

これに対して、キャドバリー報告書の内容は、序文と補遺を除くと、本文（分量で 38 頁）とコード（2 頁強）の二層構造になっている。そして、3 節（3）イ．（イ）および（ロ）で概観したように、コードの内容は取締役会による経営者の監督、社外取締役や各種委員会について、ABA および BRT による提言と重なっており、そうでない（コード独自の）提言（財務報告や内部統制等）も ABA らの提言と親和的であるが⁵⁴、本文はずっと広い範囲の問題を取り扱っている。一言でいえば、キャドバリー報告書は、広くて浅い（「浅い」というのは内容が薄いという意味ではなく、例えば指名委員会の設置は——本文 4.15、4.21、4.30 で推奨されているものの——コードには含まれていない、という趣旨である）。特に、コードにおける議長と社長の分離（権力の分割・均衡）、本文における株主（機関投資家）と会社経営者の関係のあり方は、その後のソフトローの発展においても受け継がれるイギリスの特徴である（アメリカでは、議長と社長の分離は長い間、経済界から忌避されてきた）。

ロ．当時の状況と報告書策定のプロセス

キャドバリー委員会が設置された頃、イギリスの主要企業 3,600 社のうち 2,000 社以上が非常勤取締役を置いていたが、その多くは経営者の友人であり、また他社の経営者である場合が多く、特定の有力財界人が複数の企業に社外取締役として名を連ねる例もみられた。そして、ある調査では、ロンドン証券取引所の上場会社の 3 分の 2、大手金融機関の 90% が監査委員会を設けているが、その 5 年前の調査ではこれらの比率は 20% 前後に過ぎなかったという⁵⁵。

報告書草案の公表前後にロンドン証券取引所の主力企業 100 社を対象として行われた実態調査は次のとおりであった。経営に際して最低限の倫理をもって

⁵⁴ アメリカにおいても、1970 年頃から 1990 年頃、さらに SOX 法（2002 年）にかけて、当局や業界団体等により財務報告や内部統制に関する実務・ルールが発展させられた。この点については、柿崎 [2005] が詳しい。

⁵⁵ 安達・ダハティール [1992a] 54 頁以下。

あたっているか、取締役会会長と社長は分離されているか、監査委員会等の社内委員会が利害関係を有していない社外取締役によって構成されているか、の3点について調査したところ、100社のうち大半は3点のうちの1つだけを遵守するにとどまり、すべて完全に満たしている企業は27社にとどまっていた。社内委員会のうち、監査委員会は75社で設置されていたが、非常勤取締役をメンバーとする報酬委員会を設けているのは56社、指名委員会は11社にとどまった。そして、自社のガバナンスについて開示を行う企業は少なく、開示の義務付けについては企業関係者の反対意見は小さくなかった。他方、機関投資家は報告書草案の内容では不十分であると考えていたようである⁵⁶。

そして、ソフトロー策定の主体・手続については、イギリスでは、公的機関がイニシアチブを取って各界の代表者（著名企業の経営者、会計基準設定主体、証券取引所、監査法人、中央銀行、ビジネススクール教授、機関投資家団体、法律学界等の団体の出身者等）を集めて、いわば半官半民の（一元的な）政策決定手続を取っている。そして、策定されたソフトローが単なる推奨にとどまらず、取引所の上場規則によって開示規制として上場会社に一定の強制力を与えられたことも、イギリスの特徴である。

ハ．報告書のインパクト

1988年と1993年の上場会社のデータの比較研究がある⁵⁷。それによると、CEOと取締役会議長を分離していた企業は1988年には57%であったのが1993年には77%に増加し、報酬委員会の設置率は54%から94%に、監査委員会の比率は倍増、指名委員会の比率は3倍になったが、機関投資家団体の推奨に逆らい報酬委員会にCEOを含めていた会社が設置企業の40%に上ったこと等が報告されている。ともあれ、同報告書がイギリスの上場会社に与えた影響は非常に大きなものであったことがうかがわれる。

その後の追跡調査⁵⁸によると、2002年にはCEOと議長を分離する企業の率は88%に上昇し、取締役会に占めるNEDの平均比率（1998年の統合規範が3分の1以上としている）は2002年には53%となっており、ほぼすべての企業が2002年には報酬委員会と監査委員会を設置しており、報酬委員会を設置する企業のうちCEOを同委員会のメンバーとしているのはわずか2%にまで低下し、指名委員会を置く企業の比率は1993年から2002年までに倍増（39%から84%へ）している。

このような外形の変化（NEDの数、比率の増加等）が、企業の株価や収益性、

⁵⁶ 以上につき、安達・ダハティー [1992b] 24 頁以下。また、475 社を対象とした調査では、非業務執行取締役の 3 分の 1 は対象会社と利害関係を有するものであったという。関 [1997] 24 頁。

⁵⁷ Conyon [1994]。

⁵⁸ Rayton and Cheng [2004]。

あるいは CEO の報酬や解任、企業買収活動に影響を与えているかについては、実証研究の結果はあまり明確ではなく、むしろ統計的に有意な変化がみられないというものが多いようであるが、上場会社を買収した会社においては企業価値を示す指標（株価や利益等。通常、ネガティブな効果が測定される）が、キャドバリー報告書の適用開始の前後でデータを分けると、適用後に指標が改善しているというものがある⁵⁹。

二. その後の動向と中間まとめ

イギリスでは、その後も、各界の代表者・有識者を集めた委員会が組織され、キャドバリー報告書の内容が漸次、補充・改定されたが、「遵守または開示・説明」という柔らかな規制は現在に至るまで継続している⁶⁰。

キャドバリー報告書の内容とその成立の背景を、アメリカの 1970 年代後半のそれと比較すると、いずれも大企業の不祥事が相次ぎ、何らかの改革が避けられないという社会情勢があった点で共通する。また、「既にあるものを、より良く、利用する」という点でも両者は共通する。すなわち、それぞれの国で当時、上場会社において社外（非業務執行）取締役や監査委員会・報酬委員会がある程度は普及していたが、当時の取締役会や社外取締役が期待された役割を果たしていなかったという現実を踏まえて、制定法でない提言により現実を理想に近づける道筋が示されたという点は、両国で異ならない（この点は、部分的にはわが国における監査役制度の強化の歴史とも共通する）。

この漸進的性格ゆえに、モニタリング・モデルは米英において定着し、発展したのだと考えられる。もっとも、1975 年頃のアメリカ企業の状況と比較すると、1990 年頃のイギリス企業においては社外取締役はある程度普及していたがその程度は 1975 年頃のアメリカよりもやや小さく、3 委員会の導入状況もやや遅れており、ガバナンスの向上を求める声に対する経済界の反応もより反発が大きかったようである。

おそらくは、このような違いを反映して、アメリカでは、3 節（2）イ. およびハ. で述べたように、ガバナンス慣行は、追い詰められた経営者と企業経営に不満を持つ投資家との間の企業単位での多元的な交渉を通じて非公式に形成された（多元的交渉）のに対して、イギリスでは、別のかたちでの交渉が行われた。すなわち、経営者と投資家間の交渉は一括でかつ仲裁人のいるところで一元的に行われた。これは、見方を変えれば、公共機関が先導して民間の政策形成資源を動員し、いわば、経済界にあった反対論を各種の関係者が包囲して封じ込めたということもできよう。

⁵⁹ Dahya [2005], Cosh, Guest and Hughes [2007].

⁶⁰ 例えば、関 [1998]、林 [2011] を参照。

（４）ドイツ

イ．用語法

ドイツでは、共同決定法の適用される大企業（株式会社）では、Aufsichtsratの半数が株主総会により、残りの半数が労働者の組織により選任され、そのようにして構成される Aufsichtsrat が業務執行を行う 1 人以上の成員から成る Vorstand を選任する。Aufsichtsrat の成員と Vorstand の成員とは重複してはならない（なお、これらの語は、成員を指すのではなく、「機関」の地位を指すものである⁶¹）。

通常、Aufsichtsrat は「監査役会」、Vorstand は「取締役」と訳される。しかし、後者は業務執行を担う点で日本の取締役（会）に類似していなくはないが、前者は日本の監査役（会）とは類似せず、業務執行者の選解任権限を有し、後者についての業務規程を定める権限を有する（むしろ、米英企業における取締役会に類似する）。そこで、本稿では疑義を避けるため、前者を「監督役会」、その成員を「監督役」、後者を「執行役」と訳すことにする。

ドイツでは、形式的には監督役会と執行役が上下に併存する。米英では、取締役会（ボード）の中に監督者（非業務執行〔社外・独立〕取締役）と業務執行者の上位者（CEO 等）とが含まれることから、比較法では、ドイツの制度を二層制（two-tier system）、米英の制度を一層制（one-tier system）と呼んで対比することが一般的である。

なお、ドイツでは、会社（Gesellschaft）と区別して「企業」（Unternehmen）という用語が用いられることがある。企業の意義については学説の対立があるが、大まかには、労働者も企業の構成員であるとする立場から、株主利益に還元できない「企業の利益」を観念する際に用いられるとともに、企業結合法の文脈で用いられることが多いようであり⁶²、後者の文脈では企業は企業グループ全体を指すと考えられる。ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コード（以下「コード」という）は、序文で、上場している会社だけでなくその会社を含むグループ会社全体を指す場合に、「会社」ではなく「企業」の語を用いる旨が明記されている。本稿では、ドイツの紹介部分で Unternehmen を多くの箇所では「企業」と訳したが、文意を明確にするために「グループ会社」等と訳した個所もある。

これと関連して、Konzern や (Abschluss) prüfer はわが国の法学界では「コンツェルン」「(決算) 監査人」と訳されることが一般的であるが、読者に読みやす

⁶¹ この点の詳細につき、村上・守矢・マルチュケ [2012] 187 頁以下、高橋 [2012] 144、167 頁以下。また、ドイツ法における Aufsichtsrat と Vorstand の選解任権限については、高橋 [2012] 143～145、163～177 頁を、共同決定制度の成立と詳細については、正井 [1990] を、それぞれ参照。

⁶² 高橋 [2012] 2～4、18、86、194 頁以下。

く、かつ米英との比較を容易にするために、本稿では *Konzern* を多くの場合には「グループ会社」、*Konzernabschluss* を「連結財務諸表」、(*Abschluss*)*prüfer* を「会計監査人」（文脈に照らして誤解が生じない箇所では「監査人」と訳している）。

ロ．コード策定の前史

ドイツでは、イギリスのキャドバリー報告書（1992 年）に対応する、上場会社の行動規範の最初のものは、2002 年に策定されたコードである。

コードの本体や関連文書の中には、企業不祥事への言及はない。しかし、1990 年代にはいくつかの大企業の不祥事が問題となっていた。例えば、ドイツの最大手鉄鋼コングロマリットであったメタルゲゼルシャフト社は、1993 年末にデリバティブ投資の巨額損失から破綻危機に陥った。また、1999 年 11 月には、ゼネコン大手であるフィリップ・ホルツマン社の経営危機が明らかになった（同社は経営再建に失敗し、2002 年に清算）。この 2 つの事例では、ドイツの伝統的なコーポレート・ガバナンスの仕組みである監督役会が機能せず、また監督役会に役員を送り込んでいる銀行（ハウスバンク。日本のメインバンクにほぼ相当する）による規律が機能しなかったことが、問題とされた。また、ドイツ特有の二層制（監督役会・執行役会）の分かりにくさや、株主軽視の傾向への批判も、ドイツ企業が直面していた課題であった。このような状況のもとで、当時、野党の SPD や株主の権利保護団体からいくつかの改革案が提案された⁶³。

ドイツでは、1980 年代半ばから「資本市場としてのドイツ」というスローガンのもとに、証券税制改革や、二部市場の創設、数次にわたる資本市場振興法および会社法（株式法）の改正を行ってきた⁶⁴。企業の不祥事の防止、ガバナンスの向上という観点からは、1998 年 5 月 1 日に施行された「企業領域における監督および透明化のための法律」（KonTraG）による株式法等の諸法の改正⁶⁵がとりわけ重要であるが、米英におけるような行動規範の策定は他の欧米諸国に比べて遅れた⁶⁶。

⁶³ 商事法務の海外情報「ドイツにおける監査役会改革問題」（商事法務 1383 号）44 頁を参照。当時の議論を紹介するものとして、正井 [2003] 57 頁、特に 65 頁以下、102 頁以下、260 頁以下を参照。コードに先立ち投資家・学者・企業の代表者からなるグループがとりまとめた提言である「上場会社のコーポレート・ガバナンス原則」については、正井 [2003] 156 頁注 (22)、225 頁以下、早川 [2002] を参照。

⁶⁴ その概要は、小柿 [2000]、高橋 [2012] 89～97 頁、正井 [2003] 354 頁以下を参照。

⁶⁵ その内容は多岐にわたるが、執行役にリスク管理および内部統制システムの構築を義務付け（株式法 91 条 1 項）、会計監査人がその監査を行うものとし（商法典 317 条 4 項）、金融機関による議決権の代理行使について、株主の利益に従わなければならないことの明文化（株式法 128 条 2 項 2 文）等が挙げられる。小柿 [2000] 60 頁以下を参照。

⁶⁶ 例えば、フランスの第 1 次ヴィエノ報告書が 1995 年、オランダのコーポレート・ガバナンス・ガイドライン（ペータース報告書）が 1997 年である。

ハ．コードの策定

2000 年頃には上場会社のガバナンスに関して複数の団体が提言を行うようになった。2001 年 9 月、統一的な行動規範を策定するため、法務大臣の任命により政府委員会が立ち上げられ、ティッセングループ社（鉄鋼・工業製品メーカー）の会長であるゲルハルト・クロンメ氏が座長に選ばれた。同委員会は、2002 年 2 月 26 日にコードを採択した⁶⁷。そして、「透明性および開示のための法律」（TransPuG）により改正された株式法（同年 7 月 16 日に施行）は、161 条⁶⁸でコードの遵守状況の宣言（開示義務）を定めたことから、コードに法律上の基礎が与えられた。

クロンメ座長は法務大臣へコードを答申した後にプレス・コンファレンスでメッセージを発表した⁶⁹。ここには、ドイツのコードの策定の背景やその特徴がよく現れているように思われるので、その一部を以下に要約する（以下、コードやそれに関連する文書の紹介は、英語版を基に行うが、疑義が生じた場合にはドイツ語版を参照している）。

「コードは、実業界（独：Wirtschaft, 英：business）のために実業界が策定したルールである。

委員会の任務の一部はこのコードの策定により完了したが、今後、コーポレート・ガバナンス、すなわち事業会社の経営と監督について、継続的な監視と毎年ごとの点検を行い得ることになる。

このコードは、ドイツ企業を観察する者みな「参照カタログ」として用いることができるものである。

このコードを導入する目的は、ドイツを国内・国外の投資家にとって魅力的にすることにある。われわれは、株式市場がドイツ企業の真の価値に沿ってこれを評価することを望んでいる。われわれは、主要投資会社に分かりやすいルールを提供することにより、ドイツが産業のための金融センターとして競争力を持つことを確保しようとしている。」

そして、コード導入の背景に、ドイツのコーポレート・ガバナンスに対して、主として海外の投資家から向けられていた批判があったこと、すなわち、「株主価値への注目の低さ」、「執行役会と監督役会の二層制」、「ドイツのコーポレート・ガバナンスの不透明さ」、「ドイツの監督役会の独立性の不十分さ」、「会計監査人（監査法人）の独立性の不十分さ」に触れている。そして、これらの批判を考慮に入れて、コードは、①上場会社のガバナンスについての主要な法規

⁶⁷ コードの制定までの経緯については、関〔2003〕を参照。

⁶⁸ 「上場会社の執行役会と監督役会は、1 年に 1 回、連邦の電子官報において連邦法務大臣が公告した『ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コード委員会』の勧告について、これを既に遵守しているか遵守する予定であること、あるいはコードの勧告は適用されていないことを宣言しなければならない。この宣言は、将来にわたって株主の利用に供せられなければならない。」

⁶⁹ <http://www.corporate-governance-code.de/ger/news/rede-cromme-20020226.html> 参照。

定をまとめ、②国内・国外で認められている基準を勘案して勧告を提示し、③個々の企業に、良いコーポレート・ガバナンス、責任あるコーポレート・ガバナンスについて提案する、と述べる。

そして、次のように述べる。

「 どれだけの会社が留保なしにコードを受け入れるか、どれだけの会社がコードの特定の条項を自社の要求から外れたものだと信じるかが、将来に判明する。コードからの正当な逸脱はその企業のガバナンスの欠点と考えられるべきではない。逸脱をどのように評価するかに当たっては、資本市場の情報発信者、すなわちメディアとアナリストが主要な役割を果たすであろう。」

二. コードの概要

2002 年 2 月 26 日に公表されたコードの初版の概要は、次のとおりである⁷⁰。コードは、先行するイギリスのキャドバリー報告書（1992 年）とその後続する報告書、OECD ガバナンス原則の初版（1999 年）の影響を受けた内容となっている。

（イ）序文

第 1 章は序文である。そこでは、コードがドイツの上場会社の経営と監督についての主要な法規定を示すものであること、ドイツの二層制および共同決定制度の概要、二層制は他のヨーロッパ大陸諸国でも確立しており、二層制と米英の一層制は機能的には収斂し、両者は等しく成功していること等を述べる。そして、コードの拘束力・用語法について、次のように述べる——勧告（Empfehlungen）は“soll”（英 shall）の語により示される。会社はここから逸脱することができるが、その際にはその旨を毎年開示しなければならない。提案（Anregungen）は会社が開示なしに逸脱することができるものであり、“sollte”（英 should）または“kann”（英 can）の語により示される、とある⁷¹。

⁷⁰ 次のウェブサイトで現在および過去のコードのドイツ語成文および英訳が入手できる。
<http://www.corporate-governance-code.de/index.html>

コードの詳細な解説としては、正井[2003] 290 頁以下を参照（316 頁以下に邦訳がある）。また、2003 年の改定後のコード（いわば第 3 版）の翻訳はドイツ・コーポレート・ガバナンス政府委員会[2003] 参照。第 3 版では、執行役の報酬に関連する規定が具体化された（4.2.2、4.2.3、6.6）ほか、提案のいくつかが勧告に格上げされる等しているが、大きな違いはない。

⁷¹ 筆者が数えたところ、勧告を示す soll は 64 か所、提案を示す sollte は 13 か所、kann は 3 か所で用いられている。なお、soll も sollte / kann も用いられず、現在形で書かれた文章も多く含まれているが、これらは法規定の要約や、基本的な考え方を示すものである。

(ロ) 株主・株主総会

第 2 章は株主と株主総会について述べる。その内容は、法規制の要点を確認し (2.1 および 2.2)、また株主と会社の対話を促進しようとする (2.3) ものである。

勧告事項は次のとおり。株主総会の招集に関連して作成される年次報告書等をそれを要請した株主に送付すること、これを会社のウェブサイトに掲示すること (2.3.1)、過去 12 ヶ月間に通知を要請した株主、株主団体等に対して、株主総会の招集について通知し、それに関連する書類を提供し、またこれらについて電磁的方法を利用すること (2.3.2)、株主の権利行使を会社が促進する (委任状の使用の支援、代理人の選任のアレンジを含めて) こと (2.3.3)。

(ハ) 執行役と監督役会の連携

第 3 章から第 5 章は執行役と監督役会に関する部分であり、そのうち第 3 章は執行役と監督役会の間の連携を取り扱う。大前提として (現在形の文章により)、両者は密接に協力すること (3.1)、執行役は、企業の戦略について監督役会と連携し、戦略の実行状況について監督役会と定期的に協議すること (3.2) が示される。

そして、勧告事項は次のとおり (以下、括弧 () 内の記述は、コードで現在形で示された前提、制定法の概要もしくは提案事項であり、これらは勧告事項ではないが、その前後の文章を補わなければ勧告事項の文意が伝わらないものを示している。亀甲括弧 [] は文意を明らかにするための単純な補足である)。監督役会は、執行役が負う情報〔提供〕義務および報告義務の内容を詳細に規定すべきである (3.4)。会社が執行役・監督役のために役員賠償責任保険に加入する場合には、免責〔額〕について適切な定めをすべきである (3.8)。執行役と監督役会は毎年、企業のコーポレート・ガバナンスについて年次報告書で報告——本コードの勧告事項の不遵守に関する説明を含む——すべきである (3.10)。

(ニ) 執行役

次に、第 4 章が執行役について定める。冒頭で、執行役の任務と責任が示される (企業を経営する責任、企業の継続価値を増大させる義務、戦略を策定し監督役会と協力してその実行を保証すること、法令の遵守、リスク管理の保証) (4.1)。

勧告事項は次のとおり。執行役 (会) は数人からなり、議長またはスポークスマンを置くべきである。執行役会の内部での権限の分掌と協力について、これを定める文書を作成すべきである (4.2.1)。

(各執行役の報酬は、法律上、グループ会社による支払いをも考慮し、業績

の評価に基づいた適切なものとして、監督役会により決定される〔4.2.2〕ところ）執行役の報酬は固定給と変動報酬から構成されるべきである（4.2.3）。ストック・オプションその他の業績連動報酬〔の額・内容〕は、株価インデックスの実績あるいは事前に設定された株価の達成等の相対的な変数を用いて、事前に特定されるべきである。事後的に業績目標〔の数値〕を変更することは認められるべきではない。ストック・オプションその他の業績連動報酬の仕組みの詳細は適切な書式で開示されるべきである（4.2.3）。執行役の報酬は、連結財務諸表の注において、固定部分、業績連動部分、長期インセンティブ部分に分けて開示されるべきである（4.2.4）。

執行役は利益相反状況を監督役会に開示し、他の執行役に知らせるべきである。執行役と企業の利益相反取引のうち重要なものは監督役会の承認を得るべきである（4.3.4）。執行役が、特に他社の監督役に就任する等、企業の外部での任務を引き受ける場合には、監督役会の承認を得るべきである（4.3.5）。

（ホ）監督役会

第 5 章が監督役会について定める。冒頭で、監督役会の任務と責任（執行役に定期的に助言し、これを監督すること）が示される（5.1）。

勧告事項は次のとおり。（監督役が最初に選任される際の任期は法定の 5 年よりも短期であることが提案事項であるが）任期終了の 1 年前に当該任期を終了させて監督役を再任することは特別な状況に限られるべきである。執行役の年齢制限が〔監督役会によって〕定められるべきである（5.1.2）。監督役会は〔権限等に関する〕文書を作成すべきである（5.1.3）。

監督役会の議長は、〔会社と〕執行役との契約を扱う委員会および監督役会の会議を準備する委員会においても議長を務めるべきである。監督役会の議長は定期的に執行役会（特にその議長ないしスポークスマン）と連絡を取り、企業の戦略、事業展開、リスク管理について協議すべきである。（執行役会の議長等から重要な出来事を知らされたときには）監督役会の議長はこれを監督役に知らせ、必要があれば臨時の監督役会会議を招集すべきである（5.2）。

企業の状況および監督役の人数に応じて、監督役会は十分な専門性を持つ委員会を設置すべきである（5.3.1）。監督役会は監査委員会を設置し、これに会計、リスク管理、〔会計〕監査人の独立性、監査人への監査上の任務の発令、監査の要点の指示、〔監査〕報酬の契約等の事項を担当させるべきである（5.3.2）。

監督役の指名に当たっては、監督役会が常に、全体として、その任務を全うできるだけの必要な知識、能力および専門的経験を有するメンバーから構成されるべきであり、またメンバーが十分な独立性を有しているべきである。さらに、企業の国際的な活動、潜在的な利益相反、監督役の年齢制限の明文化が考慮されるべきである（5.4.1）。監督役会が執行役への独立した助言・監督を果た

せるように、かつて執行役であった者が監督役となるのは 2 名までとすべきであり、また監督役は企業の重要なライバルの役員やそれに類する地位に就任することやライバルに助言の任務を果たすことをすべきではない（5.4.2）。(監督役は任務を果たせるだけの時間の確保に留意しなければならない〔現在形〕) 上場会社の執行役は、グループ会社以外の上場会社で監督役を引き受けるのは 5 社までとすべきである（5.4.3）。監督役の報酬〔の額の決定〕にあたっては、監督役会の議長・副議長を務めていること、ならびに委員会での議長・メンバーを務めていることが考慮に入れられるべきである。監督役の報酬は、固定部分と業績連動部分からなるべきである。企業の監督役への支払い、個人として、特にアドバイザー、エージェントとしての役務に対する報酬は、連結財務諸表の注において個別に注記されるべきである（5.4.5）。1 事業年度に監督役会の会議の半数未満にしか参加しなかった者がいるときには、このことが監督役会の報告書に注記されるべきである（5.4.6）。

監督役は、〔会社の〕顧客・サプライヤー・貸し手その他の事業上の関係のある者に対して助言をし又はその役員となることから生じ得るあらゆる利益相反を、監督役会に開示すべきである（5.5.2）。監督役会は、発生したすべての利益相反をそれへの対処とともに報告書によって株主総会に開示すべきである。重要でかつある監督役にとって一時的でない利益相反があればその者は退任すべきである（5.5.3）。

監督役会はその活動の効率性を定期的に検証すべきである（5.6）。

（へ）透明性

第 6 章は透明性の確保について定める。

勧告事項は次のとおり。会社のすべての株主に対する情報の取扱いは平等であるべきである。財務アナリスト等に対して伝達された未公表情報は会社によりすべて遅滞なく株主に対しても開示されるべきである（6.3）。会社は、迅速で統一的なやり方で株主・投資家に情報を提供するための適切な媒体（例えばインターネット）を用いるべきである（6.4）。会社が資本市場の法に基づいて海外で開示した情報は遅滞なく国内でも開示されるべきである（6.5）。執行役・監督役は、会社・グループ会社の株式・オプションその他のデリバティブを購入・売却したときには、遅滞なくそのことを会社を開示すべきである。会社は、適切な電子的な情報システムにおいて、あるいは法令の定める株式市場の公告のための情報誌 1 つ以上において、この情報を遅滞なく公示すべきである。同じ情報は連結財務諸表に注記されるべきである。執行役・監督役の保有する株式〔オプション・デリバティブを含む〕が全体で会社の発行済株式の 1% を超える場合には、執行役（会）と監督役会それぞれに区分して保有状況が開示されるべきである（6.6）。通常の情報ポリシーの一部として、重要な定期的な開示（年

次報告書、中間報告書、株主総会を含む）は「財務カレンダー」において十分な時間的余裕をもって開示されるべきである（6.7）。会社が開示する企業の情報は会社のインターネット・サイトを通じても入手可能とすべきである。インターネット・サイトは明瞭に構築されるべきである（6.8）。

（ト）財務報告と会計監査

第7章は、（財務）報告と年次財務諸表の監査について扱う。

勧告事項は次のとおり。株主や第三者は（年次の連結財務諸表に加えて）、中間〔四半期〕報告により情報を提供されるべきである。〔年次の〕連結財務諸表および中間報告は、国際的に承認された会計原則を順守して作成されるべきである（7.1.1）。連結財務諸表は事業年度の最終日から90日以内に公開されるべきである。中間報告は該当期間の末日から45日以内に公開されるべきである（7.1.2）。連結財務諸表は、ストック・オプション計画や、それに類する証券〔の価格〕を基準として算定される会社のインセンティブ・システムの情報を含むべきである（7.1.3）。会社は、その企業にとって一定の重要性のある他社株式の保有についてリストを開示すべきである（銀行・金融機関が保有し、議決権を行使しない投資ポートフォリオは除外する）。開示されるべきなのは、会社の商号と本店〔所在地〕、保有株式の額、自己資本の額および前年度の業績である（7.1.4）。適用される会計規則に従い「関連当事者」と判断される株主との間の関係については、連結財務諸表の中で注記がされるべきである（7.1.5）。

会計監査人の選任議案の提案に先立ち、監督役会と監査委員会はそれぞれ、候補者となっている者〔監査法人〕から、その者・その機関および監査実行者と、企業・その執行機関のメンバーの間に、その〔監査法人の〕独立性に疑義を生じさせるような職務上・経済上その他の関係が存在するか否か、存在する場合にはどのような関係があるかについての表明を入手すべきである。この表明は、前年度にその企業に提供された他の役務——とりわけコンサルティング分野におけるもの——、あるいは次の年度のために契約されたものの範囲を明らかにしなければならない。監督役会は、会計監査人との間で、監査中に生じる欠格や不完全さの根拠となるあらゆる事由——その事由が除去される場合を除いて——が監督役会議長に知られることについて合意すべきである（7.2.1）。監督役会は、監査の実行中に生じた事実や経緯で、監督役会が任務を果たすうえで重要なものすべてについて、遅滞なく監査人が報告することを合意すべきである。監督役会は、監査の実行中に執行役および監督役会による表明がこのコードに反していることを発見した時には、監査人が遅滞なく報告すること、および／または会計監査報告にその旨を注記することを合意すべきである（7.2.3）。

ホ. コードの改定と遵守率

コードの策定に関わったバウムス氏は、コードを妥協の産物という。そして、コード策定当時、各方面からさまざまな不満が表明されてもいる⁷²。

さて、そのドイツのコードは、これまでに、施行直後の1回の改定を含めて9回の改定が行われた。2013年2月5日には改定の原案が公表され、意見募集の手続きに入っている。コードは版数で表示されることはなく、施行日の標記で区別されるが、仮に通し番号を付ければ最新版は第10版、最新の改定が実現すれば第11版となる。初版が2002年の策定であるから、ほぼ1年に1回のペースで改定されていることになる。

ここでは改定の内容に立ち入ることはしないが、法改正により勧告事項が法律上の義務となったり、提案事項が勧告事項に格上げされる等を含めて細かな改定が積み重なっているようであるが、全体の分量はごくわずかずつ増加するにとどめられており、初版と最新版の分量の差は大きなものではない。

コードの遵守状況については多くの調査が存在し、その一部はわが国でも紹介されている。ここでは、その一部を示す。

まず、2007年の調査は、DAX 指数採用会社 30 社のうち回答会社 29 社を標本としている。調査当時のコードの全 81 の勧告について平均して 97.3%が遵守されており、遵守率が 90%を下回るのは、4つの項目だけである。それらは、D&O 保険における一定の自己負担 (3.8)、執行役の報酬システムの構造について監督役会で審議すること (4.2.2)、執行役が監督役会会長・監督役会内の委員会の長に就任 (横滑り) することの制限 (5.4.2)、監督役の報酬を業績連動とすること (5.4.7) である。会社規模が小さくなると、遵守率は少し小さくなる。具体的には、M-DAX 指数採用会社 (50 社中、28 社が回答) では遵守率は 92.4%、S-DAX 指数採用会社 (50 社中、30 社が回答) では遵守率は 86.2%である⁷³。そして、これらの遵守率は経年で少しずつ上昇している。

次に、2010年の調査は、フランクフルト証券取引所上場会社 605 社のうち、回答会社 229 社を標本としている。調査当時のコードの全 82 の勧告について平均して 85.8%が遵守されている⁷⁴。

この数字は、コードの示す最善慣行と上場会社の実務の間の乖離は大きなものではなく、コードが上場会社の実務の改善を促していることを示すものと考えられる。

⁷² 正井 [2003] 290、342 頁以下を参照。

⁷³ 正井 [2008] 236 頁以下。

⁷⁴ 海道 [2011] 10 頁以下。

（５）英独の発展と EU

イ．２つのソフトローの比較

（イ）策定手続

イギリスのキャドバリー報告書は、公的機関のイニシアチブにより、企業経営者を座長とし、各界からのメンバーを集めて設置された委員会によって、策定された（３節（３）イ．（イ））。同じことは、ドイツのコードを策定した委員会にも妥当する（３節（４）ハ．）。

キャドバリー報告書は、本文で基本的な考え方を詳しく説明し、末尾に上場会社の取締役会が守るべき行動規範を「ベスト・プラクティス・コード」として提示している。これに対して、ドイツのコードは、現在形で法令の要点を、*soll*文で推奨事項を、*sollte*文で提案事項を示すこととし、キャドバリー報告書と体裁は異なる。しかし、上場会社が守るべき具体的な行動規範をその背後にある考え方とともに提示していること、一定の行動規範についてはその不遵守の開示が義務付けられること、の２点において、両者は共通する。すなわち、制定法で一定のルールを強制するのではないが、公的性格を持つ委員会に行動規範を策定させ、かつその不遵守の開示（*comply or explain*）についてはロンドン証券取引所の上場規則またはドイツ株式法の規定により公的なお墨付きを与えるものとしている点で、両者は「通用力の強いソフトロー」を設定するものである。

（ロ）規範の内容

それでは、両者の具体的な内容については、どの程度の一致がみられるであろうか。ドイツの大企業では、株主総会と従業員団体とが同数の監督役を選任し（共同決定制度）、監督役会で執行役が選任される（二層制）。これをイギリスの概念で表現すると、株主総会と従業員団体とが同数のNEDを選任し、NEDのみにより構成される会議で業務執行取締役が選任される、ということである。このように、役職を機能的に対応させ、イギリスのベスト・プラクティス・コードとドイツの*soll*文（＝*comply or explain*の対象となる具体的な行動規範）とを対比すると、次のことがわかる。

イギリスのベスト・プラクティス・コードの1.1以下は、取締役会が経営者を監視し、取締役会の内部でNEDによる業務執行者の牽制を実際に機能させる方法を示している。2.1以下は、NEDが現実に関与すること、独立性を有するための方法を示しているが、この時点ではまだイギリスのルールは独立性の形式的な定義や独立取締役の比率についての厳格なルール化は行っていない。3.1以下は、業務執行取締役の報酬について、開示と報酬委員会による勧告を行動規範としている。4.1以下は、財務報告について、主たる責任を負うのは取締役会であるとしつつ、会計監査人・監査委員会による牽制を及ぼすことについて定め

を置き、取締役会が内部統制システムの実効性について報告することも定めている。

他方、ドイツのコードは、第2章で会社が株主に情報提供や議決権等の行使について一定の責務を負っていることを述べる。第3章は業務執行者とNEDの連携・役割分担を示す。第4章は、業務執行者の報酬のあり方および開示、利益相反への対処を取り扱う。第5章は、NEDの独立性確保、NED会議の内部に監査委員会その他の委員会を置くべきこと、NEDの構成のあり方、NEDの利益相反への対処等を扱う。第6章は、財務情報の開示（インターネットの有効活用）、会計監査人の独立性確保の責務をNED会議・監査委員会が負うこと、会計監査人の発見した重要な事実はNED会議に報告されること、等を定めている。

このように大まかに対比すると、ドイツのソフトローが株主への情報開示等に特に言及している点を除けば、両者のカバーする範囲は重なっている。具体的には、NEDによる業務執行者の牽制、NEDの形骸化の克服、業務執行者の報酬の適正化、監査委員会の設置、会計監査人の機能の確保等が両者の共通点である。

もっとも、1992年のキャドバリー報告書と2002年のドイツのコードとを単純に比較することは妥当ではない。2001年にアメリカでエンロン、ワールドコムの不祥事があり、経営者による粉飾決算、会計監査人との癒着が世界的な問題として意識されたからである。ドイツのコードでは会計監査人の機能・独立性についてより具体的なルールを示していることは、この観点から理解できる。

次に、ガバナンスの型式を比較すると、キャドバリー報告書は監査委員会と報酬委員会の設置を定めており、指名委員会は本文の考え方でのみ言及しているが、ドイツのコードが明らかにしているのは監査委員会の設置だけである。もっとも、ドイツの監督役会はわが国の監査役（会）とは異なり、業務執行者の選解任権限を有し、業務執行者より上位にあつて企業の戦略・事業展開等について監督すべき地位にあることから、機能的にみればドイツの監督役会は米英の指名委員会に近い役割を果たしている。NEDの独立性については、ドイツでは監督役の半数が従業員団体により選任されることから、米英で一般的な独立性の基準を満たさないが、ドイツでは独立性を細かなルールではなく企業の自発的な取組みにより確保しようとしており、この点は1992年のキャドバリー報告書の時点ではイギリスもドイツに近い考え方が取られていた。

先述のとおり、ドイツのコード導入の背景の1つに、海外の投資家から「株主価値への注目の低さ」が批判されていたことがあった。このことが、ドイツのコードのみが株主への情報開示等に特に言及していることの原因であろう。そして、上で分析した2国の行動規範の共通点は、「NEDによる業務執行者の牽制」の機能確保にあるといえ、換言すれば2国のコーポレート・ガバナンスの機能的収斂として理解できる。

ロ. その後の発展とEU法

イギリスで1992年、ドイツで2002年に策定されたソフトローは、その後も両国で同様の手続を経て何度か改定され、発展している。

この発展は、各国単位での閉じたものではなく、EU全体のコーポレート・ガバナンスへの取組みという意味合いが近時強まっている。すなわち、EUの市場統合の一環として、加盟国の会社法およびコーポレート・ガバナンスのハーモナイゼーション（調和化）が進められており（2節（4）イ.）、コーポレート・ガバナンスの分野では、EUは、2005年に“Commission Recommendation on the Role of Non-Executive or Supervisory Directors of Listed Companies”を策定している⁷⁵。これは、上場会社は十分な数（具体的な数や比率は定められていない）の独立・非業務執行取締役（ドイツの法体系では、独立した監督役）を置くこと（4条）、ボード（ドイツの法体系では、監督役会）の中に指名・報酬・監査の3つの委員会を設置すべきこと（5条）、ボードが知識・判断能力・経験について多様性のあるメンバーによって構成されること（11条1項）等のルールを、加盟国が2006年6月末までに（14条）採択することを推奨するものである。加盟国は、これを実現するに当たり、「遵守または開示・説明」のルールを採用してもかまわない（序文第5文）。これにより、細かなルールは国ごとに異なり得るものの、3委員会を含むモニタリング・モデルがヨーロッパ諸国で採用されることが明確にされるとともに、多様性に重点を置く新しいヨーロッパのモデルが生み出されつつある。

（6）ここまでのまとめ

イ. 3国の比較

ここでは、イギリス（1992年のキャドバリー報告書）・ドイツ（2002年のコード）と、アメリカ（1970年代後半のアメリカのABAおよびBRTによる提言）とを比較する。

（イ）規範の形式と策定主体

英独では、「公的機関のイニシアチブにより設置された、公的性格を持つ委員会」を設置するために、経営者・投資家・政府関係者・学識経験者等が集められ、「遵守または開示・説明」という形式で行動規範が策定された。この行動規範は、不遵守を許すという点ではソフトな義務付けであるが、一定の方向にガバナンスを誘導するための手段として開示の義務付けを定めた点では公的な規制と連動している（3節（5）イ.（イ））。そして、その後も英独においては、行動規範は公的な委員会により定期的な見直しを受け、現在に至っている。以

⁷⁵ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:EN:PDF> 参照。

上を要約すると、英独の規範形成は一元的であり、行動規範の義務付けはソフトである。

他方、アメリカの ABA や BRT は、それぞれ法曹団体・経営者団体であり、行動規範を策定するために特別に設置された公的な委員会ではなく、多方面から委員を集めることはしなかった。当時、より過激な内容を提案する団体も少なからず存在していた。ABA や BRT の提案は大きな影響力を持ち、多くの企業がこれに従ったが、その後も現在に至るまで規範形成は多元的である。すなわち、有力な機関投資家が規範形成に影響力を発揮しているものの、大まかにいうと個社単位で投資家と経営者の交渉が行われている（3 節（2）ホ. の末尾）。

もともと、例外もある。アメリカでも、時折証券取引所の上場規則や SEC による規則によって、強い（不遵守を許さない）義務付けが行われ、あるいは開示が義務付けられることがあった。これらの多くは、当時の上場会社で一般的な実務をこれを採用していない会社にも強制するものであり、実務を大きく変更しようとするものではなかった。SOX 法（2002 年）は立法当時の実務を制定法により変更しようとするものであり、アメリカのガバナンス改革の歴史の中ではかなり例外的な事象であるように思われる。

つまり、英独では（本稿では紹介していないが、フランスその他のヨーロッパ諸国のほとんどにおいても）、安定的・継続的なコンセンサス形成が機能しており、換言すると、投資家・経営者間の集団交渉を他の属性をもつ者が媒介するフォーラム（公開討論の場）が成立している。他方、アメリカでは、ガバナンスの発展は個社レベルの交渉から生じる部分が大きいが、ヨーロッパと比較して闘争的・政治的な色彩があり、ときには SOX 法のような強い義務付けが行われることもあり、ヨーロッパと比較すると世論・政治状況による振幅の度合いが大きいように思われる。

（ロ）規範の内容

3 節（3）イ.（ハ）で述べたように、キャドバリー報告書は ABA および BRT による提言よりも広くて浅い。ドイツのコードの内容は、キャドバリー報告書に近い（3 節（5）イ.（ロ））。

ただ、アメリカでは、ABA や BRT の提言が扱っていない外部監査人や内部統制の問題は、別途、SEC および証券取引所、会計プロフェッション等の取組みによって同様の発展を遂げている⁷⁶。また、3 つの委員会というアメリカでは早期に確立した形式は、2000 年代には EU でも踏襲されるに至ったため（3 節（5）ロ.）、この点でもアメリカとヨーロッパは大きな意味で収斂の方向にある。

⁷⁶ アメリカにおいても、1970 年頃から 1990 年頃、さらに SOX 法（2002 年）にかけて、当局や業界団体等により財務報告や内部統制に関する実務・ルールが発展させられた。この点は、柿崎 [2005] に詳しい。

ロ．日本との対比

米英独では、企業不祥事を機に、各国で既に存在していた社外取締役（米英）あるいは監督役（ドイツ）の制度を活用してこれに対処しようとして、モニタリング・モデルがソフトローにより導入された。そこでは、「会社は誰のものか」についての見解の相違とは関係なく同モデルが妥当性をもつと考えられた。ただ、アメリカでは、モニタリング・モデルへの進化は主として市場メカニズムによって後押しされたのに対して、英独では、国家の用意したフォーラムでモニタリング・モデルへの進化が決定された。

日本に目を転じると、1965年に、上場会社であった山陽特殊製鋼が粉飾決算の末に倒産するという不祥事があり、また、同年、山一証券が倒産の瀬戸際に追い込まれ、政府の支援で再建された。これらの不祥事を経て、商法（現在の会社法）の実効性に疑問が生じ、対応が議論された点は、米英独と共通する。そして、1974（昭和49）年に、わが国は商法を改正し、大規模会社の監査役制度⁷⁷を強化し、また、外部監査人を「会計監査人」として商法上に位置付けるという選択を行った。この制度枠組みは、その後何度か改正され、監査役の権限が拡充されて現在に至っている。

米英独と比較して、日本のガバナンス制度の改善は、不祥事を機に既存の制度を活用し、その実効化を図ったという点では類似するが、制定法による改革であったという点（政治プロセスとしては、一元的決定といえる）と、モニタリング・モデルの採用には至らなかった点⁷⁸で、大きく異なっている。

そして、現在でも日本では、モニタリング・モデルについての権威あるソフトローは存在せず、また会社実務としてもあまり定着していない。その理由と、そのことの是非については、5節（3）で検討する。

⁷⁷ 監査役制度は戦前から存在したが、GHQ主導による1950（昭和25）年の商法改正により、監査役は会計監査に特化した機関としてその守備範囲を縮小された。1974（昭和49）年の商法改正および「株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律」の制定は、小会社（資本金1億円以下の株式会社）以外の株式会社について監査役が業務監査権限を持つものとし、（当時の分類で）大会社・中会社の監査役の業務監査権限を復活させ、また、それまでも証券取引法上、上場会社等に義務付けられていた外部監査人の制度につき、会計監査人として商法上の位置付けを与えるために、大会社（資本金5億円以上の株式会社）について、会計監査人の設置を義務付け、その選任・解任は、監査役の過半数の同意を得て、取締役会の決議をもって行う旨を定めたものである。

⁷⁸ 前掲注77で紹介した1974（昭和49）年の法改正は、大会社に対しても複数の監査役の選任や社外監査役の選任を義務付けるものではない。その後、やはり企業不祥事が社会問題化したこと等によって、複数監査役・常勤監査役が1981（昭和56）年の改正により制度化され、1993（平成5）年の改正によって、監査役は3人以上で、1人以上が社外監査役とされ、また監査役会が制度化された。

現時点から振り返れば、1974年改正は、いわば不祥事を受けての最小限の改正であり、この時点でわが国の制度がモニタリング・モデルとは異なる方向を指向したというのは早きに過ぎる。もう少し後の時点、すなわち1981年か1993年の改正によって不可逆的な選択がなされたと考えるほうが当を得ているであろう。

4. 金融機関とガバナンス

(1) はじめに

4節では金融機関を取り上げる。金融機関のガバナンスについては、2007年以降の世界金融危機の再発防止の観点から、さまざまな国際機関等によって報告書・提言が出されてきた。

ここでは、まず従来の銀行規制を概観し（4節（2））、次に世界金融危機の原因についての議論を要約したうえで（4節（3））、近時の国際機関による金融機関のガバナンスについての提言の趣旨・意義について検討を加えることとする（4節（4））。具体的には、従来型の規制に加えて「コーポレート・ガバナンス」が論じられるようになったことの意義、それを国際機関で確認することの意義等が問題となる。

なお、以下では、銀行・信用金庫等の預金取扱金融機関を「狭義の金融機関」または単に「銀行」といい、証券会社・保険会社・ノンバンク等を「広義の金融機関」ということにする。

(2) 銀行規制

イ. 概観

銀行については、個別行の健全性および金融システムの健全性を確保するために、さまざまな仕組みが設けられている。銀行以外の広義の金融機関についても類似の仕組み（当局による監督規制）が存在するが、銀行が担っている決済機能が公共財としての性格をもつことから、特に銀行について公的規制が発達しており、ここでは便宜上、銀行についての規制のみを取り上げる。

銀行は株式会社であり、銀行法等で特に排除されない限り会社法が適用され、その利害関係人として株主・債権者が存在する。一般の事業会社と同様に、銀行についても、経営者の自助努力により業績が左右され、利害関係人である株主・債権者（預金者を含む）には銀行経営を監視するインセンティブが存在する（市場による規律）。そして、銀行が利益をあげることで自体を問題視すべきではない。銀行は、顧客に優れたサービスを提供することにより、その対価として利益を受け取ることができ、それによって銀行の財務は安定するからである。

しかし、実際にはいずれの国でも公的規制によって市場による規律が大幅に補完されている。具体的には、公的規制・措置には、①競争制限的規制、②バランスシート規制、③金融機関検査・考査等に基づく当局による経営内容の把握が含まれる。

①は、業務への参入規制、店舗規制、業務分野規制、金利規制等であるが、

この方法によることは最低限にとどめるべきであるとされ、実際にも、近年ではこれらの多くは撤廃ないし緩和されている。

②は、自己資本比率規制、大口融資規制、外国為替持高の限度額規制等を行い、破綻危機に対して銀行が備えるべきバッファ機能を重視するものである。

③は、わが国では金融庁や日本銀行が、金融機関から徴求した資料や聞き取り調査に基づき、経営動向や資産内容を分析したり、個々の金融機関に直接赴き、その資産・負債の状況、各種のリスクにかかわる審査・管理体制やバランスシートに現れない資産価値の変動についても評価する等、その経営実態をきめ細かく把握し、経営の健全性維持を図るものである。例えば、②の自己資本比率規制の遵守状況の監視等を行い、状況に応じて早期是正措置を命じたり、リスク管理体制の改善を促したりすることもある。

日本銀行が取引関係のある金融機関に対して行う考査では、保有資産の内容、事務処理の状況および各種リスクの管理体制等を実地に調査するとともに、役員等との面談を通じて経営の基本方針や業務計画等を聴取することにより、金融機関の経営実態を把握しようとする。いずれも、金融機関の各種事務が適正に処理されているかどうか、金融機関の信用リスク、市場リスク、流動性リスク、オペレーショナル・リスク等に関する管理状況の実態把握がなされ、業務やリスクの状況に照らして金融機関の経営体力やリスク管理が不十分と判断される場合には、適切な改善策を講じるよう促している⁷⁹。

また、金融庁による銀行その他の広義の金融機関に対する監督に関しては、金融検査マニュアル、監督指針、事務ガイドラインが業態ごとに作成・公開されており⁸⁰、当局による監督のポイントが明らかにされているが、これをみると当局の監督が多岐にわたり、細部に及んでいることが推察される。

以上が事前（平時）の仕組みであるが、銀行が破綻の危機に直面して以降の局面で機能する事後（有事）の仕組みとして、④最後の貸し手機能と、⑤預金保険制度がある。これらは、金融システムの持つシステミック・リスクが顕在化することを防止しようとするもの（セーフティーネット）である。システミック・リスクとは、1つの金融機関の破綻や特定の市場または決済システム等の混乱が原因となって、他の金融機関や他の市場または金融システム全体に連鎖的な混乱と機能低下をもたらすリスクをいう⁸¹。

④は、中央銀行が破綻金融機関に対する「最後の貸し手」として緊急貸出を

⁷⁹ 日本銀行金融研究所〔2011〕159頁。

⁸⁰ <http://www.fsa.go.jp/common/law/index.html> 参照。

⁸¹ 日本銀行金融研究所〔2011〕17頁。金融機関で決済上の事故が生じるきっかけには、金融機関の破綻のほか、コンピューター・システムのトラブル等が含まれる。日本銀行金融研究所〔2011〕88頁。また、本文で述べた場合以外にも、システミック・リスクは、市場参加者の取引慎重化等から市場流動性の枯渇や市場機能の低下が生じ、混乱が金融資本市場全体に広がる場合も含まれる。日本銀行金融研究所〔2011〕17頁。

行い、銀行の連鎖破綻を防止するというものである。⑤は、預金取扱金融機関が集まって保険機構を作り、加盟金融機関が破綻して預金の払戻しができなくなったときには、預金者に対し一定の限度内で保険金を支払い、または破綻金融危険の債権や合併等に関し資金援助を行う制度であり、預金者を保護するとともに、預金債権の安全性に対する信認の確保を通じて、金融システムの安定性を図ろうとする。また、関連して、破綻した金融機関を整然と（他への負の影響を最小化できるように）破綻処理するための法制度の整備も重要である。

（図表 6）プルーデンス政策の類型

	実施・運営主体	
	公的当局	民間部門
事前的措施	競争制限的規制 バランスシート規制 金融機関検査・考査	市場によるチェック 業界の自主規制
事後的措置	中央銀行貸出 預金保険 公的当局による救済	相互援助制度 預金保険

出所：日本銀行金融研究所〔1995〕115 頁

ロ．銀行規制の存在理由

市場の規律に加えて公的規制・措置が必要となる理由は、次のように考えられている⁸²。1）銀行の経営者や株主は銀行の破綻のコストを一部しか負担しないことから過大なリスクを取りがちである。そして、破綻コストを負担する預金者や納税者は、薄く広く分散するため、銀行経営への監視を適正水準で行うことが期待できない。2）銀行業は期間変換機能を果たすが故に、十分な自己資本を有している銀行であっても取付けが生じれば流動性の不足による破綻のリスクを負っている。そのため、少数の銀行の破綻が他の銀行へ波及する可能性がある。そして、銀行の破綻の連鎖は、預金者・納税者に負担を強いるだけでなく、金融システムの機能不全を引き起こし、決済機能や信用創造機能が毀損されることから、実体経済に甚大な影響をもたらし得る。

以上が、民間の営利団体である銀行に対して公的な規制（銀行規制）が加えられている理由である。

ところで、銀行規制において問題となるのが、市場による規律と公的規制との緊張関係である。すなわち、当局による監督が充実すればするほど、銀行の創意工夫や競争を阻害し、銀行経営者の自己責任意識を後退させるという側面がある。また、セーフティーネットが充実すればするほど、市場規律を弱めて

⁸² 家森・清水〔2009〕。

しまうという側面がある⁸³。そして、実際に銀行が破綻状態に陥ると、政府は、預金保険制度を使って限度額内でのみ預金者を保護するのではなく、公的資金を投入して銀行の破綻を防止しようとすることも少なくない。後者が選択されるのは、決済機能や信用創造機能の毀損をより確実に防止できると判断されるからであろうが、後者によれば元来予定されていた破綻処理とは異なり、銀行の株主・大口預金者の保護に税金が用いられることになり、また銀行経営者の経営責任は曖昧となりがちである。そのため、公的規制・当局の監督は、かえって銀行の経営者・株主・預金者に救済の期待を抱かせ、事前の市場規律を弛緩させているのではないか、という疑問を生じさせることにもなる。

そこで、市場規律と調和した公的規制のあり方として、例えば、自己資本比率について、監督機関の定めたリスク算定方法に代えて各銀行がリスク管理に用いている内部モデルの使用を認めること⁸⁴、銀行の業務のうち特に決済システムに係る部分だけを分離してそこだけを保護しようとする「ナロー・バンク」論、劣後債の発行残高を義務付けること等が議論されている。

もっとも、破綻状態に陥った銀行を常に救済することが適切ではないとしても、1つの銀行の破綻が他行に波及し、決済機能や信用創造機能の毀損が实体经济に大きなダメージを与え得ることを考慮すると、少なくとも当局の関与のもとに整然とした破綻処理を行うことの必要性は否定しがたい。平時における銀行の規律付けについても、広く薄く分散している預金者にあまり多くを期待することは現実的ではないし、株主にはテール・リスク⁸⁵に無関心になりがちであるというインセンティブ上の問題点が存在するため、当局の監督機能を市場規律により代替することには限界があるように思われる⁸⁶。

ハ．銀行規制の国際性

銀行規制については、国内法だけでなく、国際的な協調の枠組みがある。とりわけ危機対応の局面では、G20（1999年に結成）が開催する20か国・地域首脳会合および20か国・地域財務大臣・中央銀行総裁会議が大きな役割を果たし

⁸³ 預金保険制度については、それが正しい情報に基づいた取り付けも防止してしまうので、市場規律を弱めてしまうという指摘もある。岩本ほか〔2001〕45頁〔前田康男〕。

⁸⁴ 2004年にバーゼル委員会により公表された、いわゆるバーゼルⅡ（「自己資本の計測と基準の国際的収斂：改訂された枠組み」（International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework））はそうになっている。

⁸⁵ テール・リスクとは、発生確率は小さいが、生じると非常に巨大な損失をもたらす事象（テール・イベント）に関するリスクをいう。テール・イベントには、2008年に深刻化した世界金融危機や2011年の東日本大震災等が含まれる。

⁸⁶ 実際の銀行監督においては、平時・有事を問わず、事前のルールを眼前の状況に機械的に当てはめるだけでは足りず、当局の担当者には二律背反する目標の間のバランス等の高度な判断が求められることが少なくない。木下〔2011〕は、1997年のわが国の大規模金融機関の連続破綻以降の時期に金融当局が置かれた状況を知ることができる貴重な記録を含んでいる。

ている。

さらに、より実践的性格の強いもの、すなわち各国の監督当局が集まって国際協調を議論する場として、国際決済銀行（BIS）内に設立されたバーゼル銀行監督委員会（以下、「バーゼル委員会」という）⁸⁷があり、銀行の自己資本比率その他の規制に関して国際統一基準を定めている。また、銀行以外の金融機関については保険監督者国際機構（IAIS）、IOSCO 等があるほか、さらに業態を超えた金融規制・監督については金融安定化理事会（FSB）があり、広義の金融規制について国際協調を促進している。

国際機関で銀行規制の国際的な調和化が図られている理由は、次のように考えられる。国際的に活動する大規模銀行を念頭に置けば、一国で厳格な銀行規制を置くことは、自国の金融機関の国際競争力を殺ぐことにもなりかねない。そこで、レベル・プレイング・フィールド（対等な競争環境）の確保のため、ミニマム・スタンダードを定める必要がある。もっとも、各国で上乗せ規制をすることは禁止されない。また、各国の政治プロセスにおいて銀行が強い政治的影響力を持っていれば、国家経済全体にとっては最適水準の規制であっても、当局がそのような規制を導入することは容易ではないことから、いわばルール設定の場を国内から国際的なフォーラムへと移すことで、適正水準の規制を行うことを促進しようとする意味も認められよう。

ところで、バーゼル委員会における各種の合意は条約等の正式な法規範ではなく、ソフトローの一種である。それにもかかわらず、メンバー国においてはこれが国内法化される（各国がハードローを制定する責務を負う）という慣行があり、さらにメンバー国以外の国においても国内法化される傾向があるといわれている。この点については、バーゼル委員会参加者の間には、少なくとも国内法化についての黙示の合意が存在するとみられること、そして、ある国（甲）がこれに違反した場合には、他国（乙）は相手国（甲）の金融機関が自国（乙）内で活動することを認めないということによって対抗できる（金融機関の免許付与はホーム国が担当するが、活動についてはホスト国が規制可能である）ため、実効性が保たれていると考えられている⁸⁸。

バーゼル委員会で合意されたルールの国内法化はほぼ確実であるため、条約に比べてスピードが速く、中央銀行・監督当局の専門性を生かしやすい方法として、現在のソフトローによるルール策定が選択されているようである。

⁸⁷ <http://www.bis.org/bcbs/>参照。

⁸⁸ 神田 [2012] 28 頁以下。

（３）世界金融危機

イ．序

いわゆる世界金融危機は、2007年7月に格付会社がサブプライム関連の証券化商品の大量格下げを開始したことから顕在化し、2008年秋のリーマン・ブラザーズやAIG等の破綻によって一気に世界に広がったものである⁸⁹。

世界金融危機には、次のような要因があったといわれる。マクロ的要因として、①巨大な貿易収支のアンバランス等によりもたらされる過剰流動性、②長期にわたる緩和的な金融政策運営、ミクロ的・制度的要因として、③金融機関におけるリスク管理等の内部統制の不備、④金融規制監督の欠陥。

これらのうち③、④についていえば、先進諸国で一定水準の金融規制が整備されていたにもかかわらず金融危機が生じてしまったのは、金融ビジネスの変容により従来の規制が機能しなかったという点と、新しい金融ビジネスに対してそれを開発・実行する側（投資銀行等）とそれを利用する側（サブプライムローンが組み込まれた証券化商品を大量に購入した銀行等）の両方で金融工学上のイノベーションに対する過大な期待があり、リスクに対する警戒感を麻痺させてしまったという点とがあったとされる。

もっとも、銀行に対する公的規制が必要となる理由（４節（２）ロ．）は、今回の金融危機にも当てはまるように思われる。すなわち、１）銀行であれ、それ以外の広義の金融機関（シャドウ・バンキング）であれ、経営者や運用担当者は破綻のコストを一部しか負担しないため、過大なリスクを取りがちである。また、２）１つの金融機関が機能不全に陥ると、それが他の金融機関へと波及するという負の外部性が、今回の金融危機では例えば金融商品の投げ売りによる時価の下落、CDS（クレジット・デリバティブ）市場のカウンターパーティー・リスクとして顕在化した。

ロ．金融規制の改善

金融危機の再発を防止すべく、金融規制の今後のあり方について、イギリス金融庁の「ターナー・レビュー」（2009年3月）⁹⁰、有識者による「ジュネーブ・レポート」（2009年7月）⁹¹、有識者による「スクアム・レイク・レポート」（2010年6月）⁹²等が次のように論じている。

すなわち、金融機関の破綻は社会に膨大なコストをもたらす（負の外部性）ことから、破綻コストを内部化する（金融機関自らに負担させる）ために規制の再構築が図られるべきである。

⁸⁹ 以下の記述は、次の文献を参考としている。池尾 [2010]、岩原 [2010]、神田 [2012]。

⁹⁰ Financial Services Authority [2009]。

⁹¹ Brunnermeier *et al.* [2009]。

⁹² French *et al.* [2010]。

具体的には、第 1 に、従来の金融規制が個々の金融機関の財務の健全性（ミクロ・プルーデンス）に重点を置いてきたところ、個々の金融機関がその支払能力を維持するための行動（資産の投げ売り等）が信用秩序全体に危機をもたらす（資産価格の暴落により当該資産の流動性が失われる）という問題が明らかになったことから、今後の金融規制は信用秩序全体の健全性・安定性をも確保するものでなければならない（マクロ・プルーデンス）。

第 2 に、負の外部性は、狭義の銀行だけでなく証券会社（投資銀行）や保険業者においても発生することから、プルーデンス政策はこれらの広義の金融機関をも対象とするものでなければならない。

第 3 に、金融機関の自己資本規制等においても、金融機関の破綻コストの大きさをリスクとして認識し、そのリスクに見合った自己資本を要求する仕組みが必要である。

第 4 に、従来の健全性規制は市場価格を基準にして自己資本や流動性を規制していたため、金融市場の価格付けが適切でない局面（資産価格があるべき水準を上回っており、将来の価格下落のリスクが生じているとき）では金融機関のリスクを過小評価し、むしろ金融機関の過大なリスクテイキングを誘発するという問題があった（景気変動から生じるリスクをルールが拡大してしまう＝プロシクリカル）。今後の金融規制は、平時に将来の破綻リスクへの備えを行わせる（危機時にそれがバッファとなる）べきであり、健全性規制の内容はカウンター・シクリカルでなければならない。

第 5 に、金融機関の役職員の報酬のあり方が特に大きな問題と考えられている。これまでの報酬スキームは、金融機関の（あるいは、取引スキームの）短期的な業績に連動するものとして設計されていて、表面化するのに時間のかかるダウンサイド・リスクを反映したものとはなっておらず、そのために過度のリスクテイキングを推奨する効果が働いてしまった。そこで、報酬システムの設計にあたっては、あらゆるタイプのリスクを織り込むこと、報酬の少なくとも一部を後払い（クローバック）とし、リスクが表面化した時には過払分を取り戻せる（留保分を支払わないものとする）仕組みとすべきであり、監督機関は金融機関で採用されている報酬スキームを監視する必要がある。

技術的な細目は省略するが、このような理解が国際的に共有されて、各国で概ね上述の方向に沿って金融規制の改善・整備が図られている⁹³。

⁹³ 各国で金融規制に携わる当局の数は少なくなく、その間の権限分配は複雑であり、金融規制が対処すべき問題は非常に多岐にわたり、かつ相互に関連している。ここでは、金融規制の最先端の問題や近時の各国での法改正等の内容について具体的に触れることはしないが、問題の複雑さを示すものとして、石田〔2011〕がある。

（４）金融機関のガバナンス

イ．序

金融機関のガバナンスについては、世界金融危機が発生するよりも前から議論は存在したが、世界金融危機の発生によって特にこの問題が注目を集めることになった。これは、サブプライム商品を大量に購入した銀行等におけるリスク管理に問題があり、すなわちガバナンスが機能しなかったことが問題であると考えられたからである。

金融危機後に金融機関のガバナンスについて論じる公的文書としては、「イギリスの銀行その他の金融機関のコーポレート・ガバナンスの見直し」（ウォーカー・レビュー）（2009年11月）⁹⁴がその嚆矢といえるが、その後にはOECD「コーポレート・ガバナンスと金融危機」（2010年2月）⁹⁵、バーゼル委員会の「コーポレート・ガバナンスを強化するための諸原則」（2010年10月。以下、「バーゼル諸原則」という）⁹⁶のように、国際機関による報告書・提言も出されている⁹⁷。

ここで興味を引くのは、①なぜ金融危機後に金融機関のガバナンスが注目を集めるようになったのか、②なぜ国際的なルール作りが行われるのか、そして、その際になぜソフトローという形式が選択されているのか、③国際機関の策定するソフトローはOECDガバナンス原則を引用することが一般的であるが、それはなぜなのか、④金融機関においてモニタリング・モデルの採用は必須といえるのか等の問題である。ここでは、このうちの①、②について検討することとし、③、④については5節（４）で検討することとする。まず、検討に先立ち、バーゼル諸原則を概観することにしよう。

ロ．バーゼル諸原則

バーゼル諸原則について、ここではその概要をまとめておく（日本語訳〔仮訳〕が公表されている^{98, 99}）。

⁹⁴ Walker [2009].

⁹⁵ OECD [2010].

⁹⁶ Basel Committee on Banking Supervision [2010].

⁹⁷ このほか、FSB [2013]は、「リスク・ガバナンス」に関するメンバー国の当局の措置と金融機関（システム上重要な銀行とブローカー・ディーラー）の実務を調査し、現状を明らかにするとともに、5項目の推奨を行うものであるが、そこにはOECDやバーゼル委員会が公表したコーポレート・ガバナンスに関する諸原則等の実施・遵守の実態調査の結果や諸原則の改善に向けた提言が含まれている。

⁹⁸ <http://www.fsa.go.jp/inter/bis/20101005.html> 参照。

⁹⁹ G30（1978年に結成）は、学者や政府関係者等の有識者から構成される非営利のシンクタンクであり、国際経済・通貨問題を専門とするフォーラムとして活動している。G30は、公的な組織ではないが、金融機関のガバナンス問題について次の報告書を公表している。Group of Thirty [2012] (http://www.group30.org/rpt_64.shtml) .

(イ) 文書の性格・前提

バーゼル諸原則は、第 1 章・第 2 章で文書の性格および前提について次のように説明する。

バーゼル委員会は、過去に 1999 年、2006 年に銀行のコーポレート・ガバナンスに関する指針を示してきたが、これらの指針は、銀行監督当局を支援し、各国の金融機関が健全なガバナンス実務を採択することを促進するうえでの参照点を提供している。バーゼル諸原則は、銀行自身のガバナンス上の努力の参照点としても機能する (para. 2)。

2006 年の指針は、2004 年の OECD ガバナンス原則を基にしたものである。もっとも、2006 年の公表後にさまざまな失敗例が生じたため、今般これを見直すことにしたが、基本部分は今後も妥当する (paras. 3, 6)。

上場会社のコーポレート・ガバナンスの基本問題の 1 つは実効的な株主権であるが、この点は、今般の指針の主たる論点ではない (para. 10)。銀行は、株主に対する責任に加えて、預金者および他のステークホルダー¹⁰⁰に対しても責任を負っている (para. 13)。

国によって会社の運営機構の枠組みが異なるが、この文書は、特定のボード構造に加勢することはない。「ボードと上級経営者」という用語は、監視機能と経営機能を指すものとして用いられる (para. 12)。

(ロ) 14 のプリンシプル

次に、第 3 章で「健全なコーポレート・ガバナンスの原則」として 14 のプリンシプル (原則) が示されるとともに、補足説明が置かれている。14 の原則は次のとおりである。

a. ボード実務

第 1 原則 (ボードの銀行全体に関する責任) : ボードは銀行全体に関する責任を負い、そこには、銀行の戦略目標、リスク戦略、コーポレート・ガバナンスおよび企業価値の遂行についての承認と監視が含まれる。ボードはまた上級経営者に対する監視を提供する責任を負う。

第 2 原則 (ボードの資質) : ボードメンバーは、研修によるものを含めて、その地位にふさわしい資質を持ち、持ち続けるべきである。彼らは、コーポレート・ガバナンスにおける自らの役割を明確に理解し、ボードが取り扱う事項に

同じページで、この文書のエグゼクティブ・サマリーの和訳も入手できる。この文書の内容は、バーゼル諸原則と類似していることから、バーゼル諸原則の内容は学界等においても一定の支持を得ていると考えられる。

¹⁰⁰ 同じ項の直前の文章は、銀行のリスク管理能力に市場が信頼を失うと取付騒ぎや流動性危機が生じ得ると述べているため、ここでの「ステークホルダー」は、金融システムの安定性から便益を受ける者を広く含む趣旨と考えられる。

ついて健全で客観的な判断を行う能力を持つべきである。

第3原則（ボード自身の実務と構成）：ボードは、その職務についての適切なガバナンス実務を定義し、その実務が守られ継続的な改善のために定期的に見直しが行われることを確保するための手段を導入すべきである。

第4原則（グループ構造）：グループ構造を取っている場合には、親会社のボードは適切なコーポレート・ガバナンスの全体的責任を負う。それは、グループ全体にわたるものであり、グループと其中的各社の構造、事業およびリスクにとって適切なガバナンスのポリシーとメカニズムを確保するものである。

b. 上級経営者

第5原則：ボードの指揮下において、上級経営者は、銀行の活動がボードの承認した事業戦略、リスク許容・リスク嗜好、諸政策と整合的になされることを確保すべきである。

c. リスク管理と内部統制¹⁰¹

第6原則：銀行は、実効性のある内部統制システムおよびリスク管理職（最高リスク責任者、またはそれに相当する者を含む）を置き、これに十分な権限、地位（名声）、独立性、資源〔＝人数と質〕およびボードに対するアクセス（権）を与えるべきである。

第7原則：リスクは、継続的に全社的に、また個社のレベルで同定され監視されるべきであり、また、銀行のリスク管理・内部統制基盤は、銀行のリスク・プロファイルの変化（成長を含む）および外部のリスク展望に歩調を合わせて洗練されるべきである。

第8原則：実効的なリスク管理は、組織全体にわたる、かつボードと上級経営者に対する報告を通じて、銀行内部でリスクに関する意思疎通が頑健であることを要求する。

第9原則：ボードと上級経営者は、内部監査職、外部監査人および内部統制職によって実施された職務を効果的に活用すべきである。

d. 報酬

第10原則：ボードは、報酬システムの設計と作用を積極的に監視し、報酬システムが意図したとおりに作用していることを確保するためにこれを監視・見直しをすべきである。

第11原則：従業員（職員）の報酬は、慎重なリスクテイクと実効的にアライン（調整）されているべきである。すなわち、（a）報酬はあらゆるタイプのリ

¹⁰¹ この文書では、リスク管理と内部統制は、関連するが別の概念としてそれぞれ整理されている（パーゼル諸原則の注23）。

スクを調整（adjust）したものであるべきである。（b）報酬の結果は、リスクの結果と対照的であるべきである。（c）報酬の支払いスケジュールはリスクの時間軸（time horizon）に応じたものとすべきである。（d）現金、エクイティ等の報酬の形態は、リスクのアラインと整合的であるべきである。

e．複雑で不透明な会社の構造

第12原則：ボード・上級経営者は、銀行の業務構造および負っているリスクを知り、理解すべきである。

第13原則：銀行が特別目的会社等のエンティティを用いるとき、または透明性を妨げあるいは国際的な銀行基準を満たさない法域で活動する場合には、ボード・上級経営者はそのような活動の構造および特有のリスクを理解すべきである。彼らは、識別（同定）されたリスクの軽減にも努めるべきである。

f．開示と透明性

第14原則：銀行のガバナンスは、株主に、預金者、その他の関連するステークホルダーおよび市場参加者にとって、十分に透明なものであるべきである。

（ハ）監督当局の役割

上記に続いて、第4章（監督当局の役割）は、次のように述べる。

銀行監督当局の重要な役割は、第3章で前述した目的に適合したやり方で銀行がガバナンスを実践していることを確保することにある（para. 132）。当局は、指針・ルールを策定して、銀行に堅固なガバナンスの戦略・方針・手順をもつように要求すべきである（para. 133）。

当局は銀行のガバナンスの方針・実務を評価するための監督上のプロセス・手法をもつべきである。評価はオンサイトないしオフサイトの監督を通じてなされ、銀行の上級経営者・ボード・内部統制責任者・外部監査人との定期的な意思疎通をそこに含めるべきである（para. 134）。

当局は、銀行に適切な牽制機能が働く組織構造を実施することを期待すべきである。当局の指針は権限と責任の明確な配分と透明性について言及すべきである（para. 136）。当局は定期的に銀行のガバナンスの方針と実務についての情報を得るべきである（para. 140）。監督・評価のために、当局は定期的に銀行の内部の報告（書）の主要なものに目を通すべきである（para. 141）。

当局は、銀行のガバナンス上の欠陥に対処するために、利用できる手法を幅広く活用すべきである（幅広い権限を確保すべきである）。当局が銀行に業務改善を命じるときには、当局は期限を設けるべきである（para. 142）。銀行が命じられた業務改善を行わない場合には次第に厳格な処分がなされるようにすべきである（para. 143）。

金融監督当局、中央銀行、預金保険機関その他の公的規制機関の間では、金融機関についてガバナンスに限らず広範な事項について、協力および適切な情報共有を図るべきである（para. 144）。

（二）環境の促進

第5章（健全なコーポレート・ガバナンスを支援する環境の促進）は、株主、預金者その他の顧客、外部監査人、銀行協会、格付機関、証券規制当局・証券取引所・その他の自主規制組織、従業員について、それぞれが行うべきことを挙げる。

ハ．分析

ここで4節（4）イ．で提起した問題の①、②に戻ると、金融機関のガバナンスが論じられる理由は、規制当局の側に、金融ビジネスの発展により、金融規制の改善・整備だけでは対応することは難しいという認識があるからではないだろうか。

かつての規制は金融機関のすべきこと、してはならないことを具体的に定めること（ルール・ベース）を中心としていた。もちろん、「何をすべきか」を金融機関自身に判断させるというタイプ（プリンシプル・ベース）の規制も存在し、例えば、過度なリスクを取らないこと、顧客の利益を害しないこと等の「プリンシプル」によって、個別のルールの際間を埋めることが企図された。しかし、実際にはプリンシプル・ベースの規制は——当局の意図に反して——金融機関の側ではルール・ベースの規制を緩和するもの（ライト・タッチな規制）として受け止められ、適切に機能しなかった¹⁰²。

従来型の規制だけでは、当局の指示を形式的には遵守しながら、金融機関は当局のみでないところで規制の裏をかこうとする（規制の抜け穴を探す）ことが避けられず、法改正をしてもいたちごっこになってしまう。金融工学の発展により、形式規制を潜脱することがますます容易になっているからである。このような反省から、当局は、金融機関自身に正しい行動を取らせることとし——このことは、従来は金融機関の役職員が、自己の利益を迫及したり株主利益だけを追い求める行動を取っていたことを改め、金融機関の役職員がより広いステークホルダーの利益を促進する代理人として行動することを求めるものである¹⁰³——、当局はこれを監視するという（対話を通じたソフトな）規制を

¹⁰² 石田〔2011〕8、214頁以下を参照。

¹⁰³ 本文で紹介したバーゼル諸原則の paras. 10, 13 および第14原則を参照。

この問題に関連して、筆者は、経営者はまず法令を遵守した上で株主利益を最大化すべきであるところ、経営者がまず遵守すべき法令には、業規制における形式基準（ルール）だけでなく、その背後にあるプリンシプル（重要な原則）も含まれる（つまり、プリンシプルの遵守は株主利益の最大化に優先する）との解釈を提案している。大杉〔2010〕53頁

取り入れるようになった。

これによって、一方では当局のコスト負担を節減し、他方で金融機関の役職員のマインドを改革することが期待される。この新しいアプローチは、旧来のアプローチにとって代わるものではなく、それに付加することで金融規制の実効性を向上させようとする試みととらえることができる。もっとも、当局が金融機関のガバナンスを監視するという手法は、当局が金融機関のリスク管理や経営方針に深く関与する可能性があることを含意しているのかもしれない¹⁰⁴。

そして、伝統的な金融規制と同様に、金融機関のガバナンスの促進・監視を進めるうえでは、そのためのルール作りは各国の中だけではなく、主要国で足並みをそろえたものとする必要がある。大規模銀行の活動について競争条件を均等にする必要があるからである。また、国際的なルール設定が必要なもう 1 つの理由として、大規模金融機関の破綻は他国の金融システム等にも悪影響を及ぼす可能性がある（今回の金融危機でそのことが示された）ことも挙げられるであろう¹⁰⁵。

そして、各国の当局を縛る手段がソフトローであっても、そのことはルールの実効性を減殺するものではない。このことも前述したとおりである（4（2）ハ、参照）。

この関係をまとめると、次の図表 7 のようになる。

（図表 7）金融規制のルールの新旧と国内・国際、および規範形式

	伝統的な金融規制	新しい「ガバナンスの監視」
国内 ルール	制定法中心	→ 内部者の規範意識に働きかけるため、ソフトロー
国際 ルール	↓ ソフトローにより各国当局に働きかける（迅速性・専門性に優れ、実効性には劣らない）	↓ → 二重の意味でソフトロー

ここで紹介したバーゼル委員会によるさまざまな合意は、基本的には銀行に対する規制に限られるが、投資銀行（証券会社）・保険会社についても世界金融

以下。

¹⁰⁴ 石田 [2011] の紹介する、サンツ英金融サービス機構 CEO（第 7 章）の見解を参照。

¹⁰⁵ 今般の世界金融危機では、サブプライムローンを組み込んだ証券化商品を組成・販売したのは主に米国系の金融機関であったが、商品のリスクが顕在化した時にその損失を被ったのは主として欧州の金融機関であった。アメリカでは、証券化商品の開発は不動産市場での価格高騰を招き、リスクの顕在化は、不動産市況の暴落により低所得者層のローン返済を困難にし、住宅の売却を迫られたことや、金融機関の破綻防止のために多額の税金が投入されたことで社会に損失を与えたが、リスクの顕在化がもたらした実体経済への悪影響は、アメリカよりもヨーロッパにおいて深刻であったという印象がある。

危機後には同様に各国の規制当局間の足並みをそろえるための試みがなされている（４節（２）ハ．および４節（３）ロ．参照）。

ニ．わが国における「ガバナンスの監督」

上述のように、ガバナンスの規範の多くは、銀行の役職員に適切に行動することを要求するが、その内容は大まかにしか定められておらず（４節（４）ロ．でみた 14 のプリンシプルの多くは、内容に幅があるルールである）、何をすべきか・何をすべきでないかは銀行の役職員の判断に依存している。すなわち、ガバナンスの実践は金融機関の自発性によるところが大きい。これは、市場規律と公的規制を調和させる方法の 1 つ（４節（２）ロ．を参照）とみることでもできよう。

それでは、わが国においてこのガバナンスの監督という手法は、具体的にはどのように行われているだろうか。この点、金融庁が作成・公表している金融検査マニュアルは膨大かつ詳細であり、金融機関のガバナンスに関する当局の着眼点を金融機関に分かりやすく示すものではない。他方、金融庁・日本銀行は、毎年の検査・考査に当たってそれぞれ「検査基本方針」¹⁰⁶、「考査の実施方針等について」¹⁰⁷を策定・公表している。これらは、いずれも当局の着眼点を金融機関に分かりやすく示すものであり、金融機関の役職員はこれを指針として検査・考査に備えるとともに、組織・運営のチェック・改善を行うことが期待されている。

検査・考査をきっかけとする当局と金融機関のコミュニケーションは、上記の基本方針・実施方針をツールとして行われていると考えられる。ここでは、その内容を紹介することはしないが、世界金融危機をきっかけとして、わが国でも金融機関のガバナンスのチェックは当局によって積極的に行われるようになり、またその旨が上記のツール等を通じて金融機関にも分かりやすいかたちで伝えられている。このようにして、当局は、金融機関の役職員の規範意識に働きかけていることがうかがわれるのである。

（５）まとめ

４節（４）ロ．でみたように、金融機関のガバナンスについても、近時の国際ルールは、OECD ガバナンス原則を引用しつつ、モニタリング・モデルを念頭に置いた行動規範を発展させている。

¹⁰⁶ 金融庁「平成 24 事務年度監督方針及び検査基本方針の改正について」
（<http://www.fsa.go.jp/news/24/ginkou/20130430-7.html>）。

¹⁰⁷ 日本銀行「考査の実施方針・実施状況」
（https://www.boj.or.jp/finsys/exam_monit/exampolicy/index.htm/）参照。

これは、従来型の金融規制だけでは高度に発展した金融取引のリスクを適切に管理することが難しく、それに加えて金融機関に自発的なリスク管理を行わせることで最適水準の監督規制を確保しようとする規制当局の試みを示すものである。国際的なルールがソフトローとして策定される点では、金融機関のガバナンスは従来型の金融規制と同様である。金融機関のガバナンスのルールがモニタリング・モデルを念頭に置いていることの意味、わが国の銀行等はどのように対処すべきかについては、5 節（4）で後述する。

5. 分析

（1）序

本章では、本稿冒頭の 2 つの問い、すなわち「日本企業におけるモニタリング・モデルの導入可能性」と「金融機関のガバナンス」について検討する。

3 節（6）でみたように、欧米ではモニタリング・モデルは企業の不祥事を機に導入されたものであり、そこでは「会社は誰のものか」についての見解の相違とは関係なく同モデルが妥当性を持つと考えられた。それでは、日本企業の収益性の確保に関して、モニタリング・モデルの導入には効果があるか、あるいは代替手段はあるか（5 節（2）後述）、近時の日本企業の不祥事を念頭に置いて、モニタリング・モデルにはこれを防ぐ効果があるか、あるいは代替手段があるか（5 節（3）後述）。まず、これらの点について考察する。

4 節（4）ロ．でみたように、金融機関のガバナンスについても、近時の国際ルールは、OECD ガバナンス原則を引用しつつ、モニタリング・モデルを念頭に置いた行動規範を発展させている。そこで、この点をどのように理解すべきなのか、金融機関においてモニタリング・モデルの採用は必須といえるのかを検討する（5 節（4）後述）。

5 節（2）では、日本企業が共同体的性格を持ち、ステークホルダー型であることを踏まえつつ、その行き過ぎによって「戦略の不全」ともいえるべき問題を抱える傾向があるのではないか、という問題関心から、経営学、マクロ経済学等の成果を導入する。もちろん、筆者はこれらの領域の素人であるため、以下の分析には仮説にとどまるというべき部分もあろう。

（2）日本的経営の課題

イ．会社共同体

日本の（大）企業には、終身雇用・年功序列という特徴がある。すなわち、

大企業においては従業員が他社に転職することが少なく（終身雇用制）、上場会社においても社内の出世階段を上った者が経営者になるという慣行があり、従業員にとっても経営者・社外取締役の候補者にとっても外部労働市場が未発達である¹⁰⁸。

このことは、会社の人的資源である経営者・従業員の間を関係を反復ゲームとし、協調的行動を可能にするとともに¹⁰⁹、会社は株主のものではなく、経営者およびコア従業員から構成される「会社共同体（company community）」のものであるという会社観を生み出した¹¹⁰。例えば、日本が高度成長期にあったころ、運動会や社員旅行、レクリエーション等を頻繁に行い、社内の連帯感や従業員の一体感を醸成する企業が少なくなかった。このような企業経営のスタイルは「家族的経営」と呼ばれることもある。

このような日本企業の共同体志向に関連して、次のような逸話がある。1975（昭和 50）年に、法務省は商法改正のあり方を検討するために、意見照会を行った。その中には、「取締役の人数を 20 人以下に制限すること」、「使用人兼務取締役の禁止」、「取締役の一定数を社外取締役とすること」等の項目があった。しかし、当時は誰も、そのような法改正が行われるとも、自発的にそのような組織改革を行う会社が出るとも考えておらず、もしも「そのような法改正を試みるならば、サラリーマンの暴動が起きる」という笑い話もあったという¹¹¹。

ロ．ステークホルダー型企業

日本の大企業は、売上高利益率（ROS）、総資産利益率（ROA）、株主資本利益率（ROE）等の収益性を示す指標が欧米企業よりも低い¹¹²。また、米英独仏日の 5 か国の大企業の ROE・ROA の中間値とそのばらつきは、独仏日は米英よりも利益率の水準は低めであるが、ばらつきも小さく、日本企業は独仏と比較してもさらに利益率の水準が低くばらつきも小さいとの調査もあることから¹¹³、日本の大企業はリスクテイクに慎重であることが推測される。

もっとも、各種の収益性指標の低さ、リスクテイクへの慎重さは必ずしも悪いことばかりではない。広田真一教授は、日本の上場会社において、ROE 等の指標と CSR 企業ランキングにおける雇用・環境等の点数との相関関係を分析し、前者の各数値の高い企業ほど雇用・顧客等についての点数が（ほぼ有意に）低くなることを確認している。すなわち、企業が生み出す非金銭的な価値（従業

¹⁰⁸ このような特徴は、主として第 2 次世界大戦後の GHQ による改革の一環としてなされた財界追放をきっかけとして生じたものである。宮島 [1995] 101 頁、宮島 [1996] 59～64、78～80、84～86 頁。

¹⁰⁹ 荒井 [1997]。

¹¹⁰ Shishido [2000] pp.201ff、木下 [2012] 23 頁以下。

¹¹¹ 江頭 [1999] 8～9 頁。

¹¹² 例えば、三品 [2004] 40 頁以下、木下 [2012] 3 頁以下。

¹¹³ 中野 [2008] 82 頁以下。

員にとっての雇用保障・仕事のやりがい・働きやすさ、顧客が受けるアフターサービス等）を企業価値に含めるならば、日本企業はこのような意味での企業価値を最大化しようとしていると説明することも可能である¹¹⁴。

また、広田教授の研究では、日本企業の経営者が、株主の利益だけでなく広くステークホルダーの利益を念頭において経営を行っていることを示す調査結果¹¹⁵や、1980 年以降の日本企業の財務行動は、企業の存続可能性を目的とする（倒産確率、被買収確率を小さくする）ものとして説明できること¹¹⁶等が示されている。

ハ．戦略の不全

日本的な経営スタイルにはメリットもあり、このスタイルを変更することは簡単ではないとしても、日本経済の「失われた 20 年」、あるいは 2012 年春に、日本の総合家電メーカーの多くがそろって巨額の赤字決算を発表したこと等を想起すると、日本的経営には改善すべき点もあるのではないかと、いう気にさせられる。

この問題を考えるときには、失敗した企業を後から振り返って個々の経営判断の（内容の）まずさを明らかにすることに意味はなく、個々の判断の前提となる判断の拠り所について問うことに意味がある。このような問題意識から、ここでは三品和広教授の『戦略不全の論理』¹¹⁷（および『戦略不全の因果』¹¹⁸）を取り上げて、その概要を紹介する。

三品教授によると、戦略を司る経営職は、オペレーションに責任を持つ管理職とは区別され、経営職は管理職のオペレーションを統合し、全体最適をもたらすものであるという。しかしながら、日本企業は、戦後の高度成長期に創業経営者のもとで大きな躍進を遂げたが、経営者の代替わりに当たって、大卒新入社員を素材に経営者を作り上げる方法論をいまだ持ち合わせないため、創業家出身でない経営者が増えるにつれて戦略の不全に陥っているという¹¹⁹。

現場は、作っている物が本当に売れているかどうかを知らない。売れないものを効率よく作れば、在庫が増大し、会社は倒産しかねない。分業を進め、個々

¹¹⁴ 広田 [2012] 57～78、特に 66～70 頁。

¹¹⁵ 広田 [2012] 35～56 頁。

¹¹⁶ 広田 [2012] 193～227 頁。

¹¹⁷ 三品 [2004]。

¹¹⁸ 三品 [2007]。同書は、1980 年と 2000 年の両時点で上場している 1,013 社（金融・保険業を除く）の 1960 年から 1999 年までのデータを用いて、利益成長の持続力、利益成長の跳躍力、戦略のリスクを測定する指標により、戦略不全企業 206 社と、対照群企業 122 社を抽出し、事業立地（後掲注 121 参照）の良し悪しが企業の長期の経営成果を大きく左右していることを実証的に示すとともに、事業立地の選択が成功するための条件を検出しようとする研究である。

¹¹⁹ 三品 [2004] 244 頁。

の職務を単純化すれば、その成果を稼働率等の指標で測れるようになり、部分最適化が加速されるため、分業を本当に生かすためには、統合が必要となる¹²⁰。しかし、日本企業は部分最適に目を奪われがちであり（例えば、自社の強みを生かすことに執着する）、全体最適（例えば、利益の出やすい市場・事業の選択）が苦手な傾向がある。アメリカ企業は、利益の出やすい市場・事業を求めて新規市場への参入や既存の事業からの撤退を大胆に進める傾向がある¹²¹。日本企業の場合、1970～1999年の期間について同業で総売上高の近い企業のマッチング・ペア分析を行うと、多くの事例で売上高営業利益率の水準、上下のサイクルが驚くほど似通っており、市場・事業の選択により利益率が決まっている（戦略不全に陥りやすい）。もっとも、同業他社よりも利益率を向上させることに成功している会社を観察すると、他社との競合を避けるために市場・事業を巧みにずらす（創造する＝異質化）ことに長けている事例であることがわかる（アメリカ企業にもそのような成功例がみられる）。戦略の要諦は異質化にある¹²²。

日本の大企業で経営職への道を歩んでいる部長 100 人のキャリア・パスを調査すると、入社後配属時の職能分類と部長職着任時の職能分類が一致する者が 100 名中の 66 人、職能の大枠を超えない人が 80 人と多数であり、韓国やアメリカの同業他社でみられる、開発 10 年、営業 10 年を経て、事業部長に昇進するというようなキャリアは日本企業ではほとんど見当たらない¹²³。職能部長の技能形成としては、日本企業のキャリア・システムはよくできているが、特定の職能にいくら強くても、他の職能について素人同然であれば、経営を行えない¹²⁴。このことに加えて、社長の多くが 4 年・6 年で交代するため、経営環境の変化に対して本格的な手を打つ理由も、意欲も欠ける¹²⁵。

変えるべき発想は、経営職は部長職の延長線上にあるとする硬直的な単線人事である。経営職——社長¹²⁶、事業部長のほか、部長・課長でも、日々のキャッシュフローを担うラインに組み込まれず、事業の推進や開拓に携わるポスト、

¹²⁰ 三品 [2004] 200 頁以下。

¹²¹ 三品 [2004] 46 頁。この点は、三品 [2007] 108 頁以下では、「事業立地」（ビジネスのランドスケープの中でどこに母屋を構えるか、誰を相手に何を売るか）の選択の成否として概念化され、分析されている。

¹²² 三品 [2004] 122 頁以下、141 頁以下、161 頁以下。

¹²³ 三品 [2004] 258 頁以下。

¹²⁴ 三品 [2004] 267 頁以下。

¹²⁵ 三品 [2004] 238 頁。三品 [2007] では、長期の任期は好業績の必要条件であるが十分条件ではなく（248 頁）、そのほかに自主自立の経営体制（取引先企業やメインバンクが大株主として経営に影響を与えていないこと）、マンデイト（経営者の強い信念）、経営能力という条件が必要であるとする（204、265 頁以下）。

¹²⁶ アメリカでは、経営職の CEO と管理職の COO を分けている。これに対して、日本の多くの社長は、経営職と管理職の側面を併せ持っている（すなわち、会長と社長のポストは、会長が取締役会の議長、社長が CEO 兼 COO である）。三品教授は、これは望ましいことではないという。三品 [2004] 274 頁。

経営企画でも、固定度の高いメンバーで本当の意味での戦略の形成に携わる者は、これに含まれる——のポストは、売り上げが 1 兆円を超える企業では 100 を超える。管理職——経理や人事や法務のトップはこれにあたる——の経験をいくら積んでも経営者に必要な、部門間の統合を図る能力や、不確実性に対処できる能力の育成には十分ではない¹²⁷。ジェット戦闘機の操縦士の養成プログラムのように、経営職の候補生を組織的に養成するための綿密に練り上げられたプログラムが必要である¹²⁸、とする。

『戦略不全の論理』で提起された日本企業の問題、すなわち、全体最適、管理職から区別された経営職（体系的な養成）、異質化の 3 つの点に不足・弱点を抱えていることは、近時の日本企業の業績不振の事例の多くをよく説明しているように思われるし、これらの要因は短時間で改善が難しいものばかりである。

そして、別の論者による、日本の電機メーカーの不振を MOT (management of technology) の不在と関連付ける見解があることも、戦略の不全論と整合的であるといえるだろう。MOT の不在とは、技術と経営の両方を理解してマネージし、技術投資の費用対効果を最大化できる人材の不足をいう¹²⁹。

二. 中間まとめ

5 節 (2) イ. からハ. では、次のことをみてきた。すなわち、日本の大企業には「会社共同体」という会社観があり、実際に日本企業は従業員その他のステークホルダーの利益に配慮して（あるいはそれを株主利益よりも優先して）経営されており、そのことにはメリットがあるものの、デメリットとして、常にというわけではないが、一般的には管理職から区別された経営職の養成に弱点を抱えており、戦略——全体最適を図り、利益の出やすい市場・事業を選択・創造するにあたって、経営者の頭の中にあって、判断の拠り所とされる「事業観」¹³⁰——の不全に陥りやすい傾向がある。

もっとも、上記のデメリットが規模・確率に照らしてそれほど大きなもので

¹²⁷ 三品 [2004] 270 頁以下。

¹²⁸ 三品 [2004] 279 頁以下、その具体的内容は 291 頁以下。三品 [2007] 275 頁以下では、経営職適格人材の採用・選抜は上司の評価によっては行えないこと、経営職適格人材を見極めるタイミングは 30 代の前半にあること、経営職適格人材には小さくても 1 つの事業を自立して営む場を与えるべきこと、前任経営者が後任経営者を指名する方式には改善の余地があること等が主張されている。

¹²⁹ 竹内 [2012] 192 頁以下を参照。なお、企業の技術者であった竹内氏が MBA コースへの留学を希望した時、「技術部は大賛成、人事部は大反対」であったという体験談 (41 頁以下) は、日本企業の人事・人材養成を考える上で興味深い (三品 [2004] 258 頁以下の、幹部候補生 100 人のキャリア・パスの研究とあわせて参照)。

さらに関連して、日本企業では研修が社内での昇進と結びついていないため、外国人幹部の意欲が失われているという事例が報告されている (日経ビジネス 1672 号 28 頁以下の特集「グローバル人材の幻想」33 頁)。

¹³⁰ 三品 [2004] 169 頁。

なく、メリットによって十分に埋め合わせられているのであれば、そこに「失われた 20 年」の原因を求めることはできないし、また 2012 年春の「家電敗戦」も偶発的な事例に過ぎないと考えることもでき、そうであれば取り立てて日本の経営の欠点を改善しようとする必要はないともいえる。

そこで、以下ではマクロ経済学の研究成果を援用して、日本的経営のデメリットをマクロ的に確認できるかどうかを検討する。以下の作業については、筆者がマクロ経済学の素人であることに加えて、経営学とマクロ経済学とを照らし合わせることから何かを証明・確立できるのかに疑問を呈する向きもあろう。筆者は、この照合作業から何かが確定的に証明できるとは考えていないが、もし両者の示唆するものの間に親和性が認められるのであれば、そのことは政策の選択に当たって一定のインプリケーションを持つと考えている。

ホ. 「失われた 20 年」のマクロ経済分析

ここでは、深尾京司教授の近時の著作『「失われた 20 年」と日本経済』¹³¹を取り上げて、その概要を紹介する。同書を取り上げる理由は、これが「失われた 20 年」に関する実証研究のうち最も包括的なものと思われるからである。

なお、マクロ経済学者の間では、近年の日本経済において、デフレ（物価下落）が実質金利上昇を通じて実体経済に悪影響を与えているという点にはコンセンサスがあるが、どうすればデフレを克服できるかについては決定的な理論や実証研究がなく、意見が分かれているという状況にある。そして、有力な見解の間では、デフレの影響は限定的で、日本経済の低迷の主たる原因はイノベーション（技術革新）の不足にあると考える者が多いようである¹³²。深尾教授の研究も、この認識を共有するものである¹³³。

『「失われた 20 年」と日本経済』は、日本経済の長期の停滞を分析するものである。先進諸国でこれほど長期に経済停滞を経験した国は極めてまれである。その最大の原因は、総需要（有効需要）の不足¹³⁴にあり、その根本の原因は長期にわたる貯蓄超過問題である。貯蓄超過は 1970 年代半ばから継続しているが、その内訳では、1990 年頃に家計貯蓄率と企業貯蓄率がほぼ並び、その後は家計貯蓄率は減少するが企業貯蓄率が上昇して、全体の貯蓄超過の GDP 比は安定的に推移している¹³⁵。つまり、企業には有効なお金の使い道がなく、資本や労働が最大限に利用された場合に達成できると考えられる経済活動水準が達成できていないということになる。

¹³¹ 深尾 [2012]。

¹³² 例えば、吉川洋「デフレの本質（下）経済の長期停滞が誘発」日本経済新聞 2013 年 3 月 15 日 33 面（経済教室）。

¹³³ 深尾 [2012] 66～68、275～276 頁。

¹³⁴ 総需要の不足とは、経済全体の供給力（潜在 GDP）と現実の GDP の差をいう。

¹³⁵ 深尾 [2012] 4、14 頁以下。

日本では、TFP¹³⁶上昇率（年率）が、1975～1990年の1.6%から1990～2007年の0.5%へと下落した。アメリカでは、1995年以降TFPの上昇が加速して、これが堅調な経済成長を生み出している。1990年以降の労働生産性上昇率は日米ともに2.0%であるが、アメリカではその要因がTFPの上昇が主、物的資本蓄積が従であるのに対して、日本では物的資本蓄積が主、人的資本蓄積が従である。日本の労働生産性の水準は、欧米よりまだまだ低いにもかかわらず、欧米へのキャッチアップが1990年代に止まってしまった。資本蓄積主導の労働生産性上昇は、やがては行き詰まる可能性が高い。このような状況を踏まえると、イノベーションや資源の再配分を通じた生産性上昇の加速が重要である¹³⁷。

日本では、非製造業を中心に情報通信技術（ICT）への投資が長期にわたって停滞している。もっとも、それは投資の予想収益率が低かったからと推測される。日本企業は、企業の組織改編（部署等の組織の組替え）・労働者の訓練を避け、カスタム（非汎用）ソフトウェアを導入するケースが多かった。日本企業は諸外国よりも有形資産投資（研究開発支出）は多く、無形資産投資（組織改編やオン・ザ・ジョブでないトレーニングのための支出）が特に少ないという特徴を持つ¹³⁸。

企業・工場内のTFPの上昇、TFPの高い企業・工場の参入や拡大、低い企業・工場の縮小・退出を分析すると、次のことが判明した。米英韓では、新陳代謝機能が製造業のTFPの上昇をもたらしたが、日本では新陳代謝が製造業・非製造業ともに低い。大企業では、TFPの上昇は1990年代後半以降加速しているが、1995年以降も日本の生産性上昇が停滞した主たる原因は、多くの中小企業が生産性上昇に取り残され、生産性の高い大企業が生産や雇用を拡大しなかったことにある¹³⁹。

上場会社全体のTFP上昇の要因を、内部効果、再配分効果、参入効果、退出効果に分解し、それぞれの寄与を分析したところ、1980年代以来一貫して、製造業、非製造業ともに、上場会社全体のTFP上昇のほとんどが内部効果（存続企業内の生産性の上昇）に起因している。製造業・非製造業の両方で、日本の開業率と閉鎖率は1980年代から極めて低い¹⁴⁰。

1990年代以降、大企業は、労働集約的な財の生産を、国内の中小企業からアジアの日系現地法人や現地の独立系企業にシフトさせた。また、垂直系列の選

¹³⁶ 全要素生産性（TFP）とは、生産の増加のうち、労働や資本といった生産要素の増加で説明できない部分の増加を計測したものをいい、生産の効率性や技術水準を測る指標とされる。TFPの上昇は、新しい仕事の仕方（人的資本の蓄積）および機械設備の革新（資本蓄積）から生じる生産性の向上（技術進歩の進捗率）のほか、「産業ダイナミズム」（産業や企業の新陳代謝）による生産性の向上によるものを含む。

¹³⁷ 深尾〔2012〕69～73頁。

¹³⁸ 深尾〔2012〕98～101頁。

¹³⁹ 深尾〔2012〕148頁。

¹⁴⁰ 深尾〔2012〕167頁以下。

別を進めた。これにより、大企業から中小企業への技術のスピルオーバーが減速した可能性がある¹⁴¹。

ほとんどの先進国では、対外直接投資と対内直接投資がほぼ拮抗しているのに対して、日本では前者と比較して後者が極端に少ない。立地拠点としての日本の魅力を高めること、M&A に対する障害を取り除くこと等が有益であると考えられる¹⁴²、とする。

なお、深尾教授は、いわゆる「ゾンビ仮説」には否定的であり、ゾンビ仮説の説明力は日本経済の低迷のごく一部に限られると分析している¹⁴³。

へ. 分析

マクロデータから直ちに日本的経営・日本企業のガバナンスを論じることには無理があるが、5 節（2）ハ. の三品教授による戦略不全論と 5 節（2）ホ. の深尾教授の分析結果を照らし合わせると、両者はかなり整合的であるように思われる。

まず、わが国において対内直接投資が対外直接投資に比べて極端に少ないことは、外国企業を差別する規制は日本にはほとんど残っていないこと¹⁴⁴とあわせて考えると、企業外部の要因が企業活動にとってフレンドリーでないことを示唆している。これがいわゆる「6 重苦」と同じものであるかは慎重な検討が必要であるが¹⁴⁵、日本企業の業績低迷の一定の部分は企業の外部要因から生じているといえそうである。

もっとも、わが国では、外資による雇用の増加は、M&A を通じてではなく、大部分は新設参入を通じて生じたこと、先進国間では、直接投資はしばしば M&A を通じて行われることに照らすと¹⁴⁶、対内直接投資が少ないことは、わが国の企業の買収・投資に何らかの障害が存在することも示唆している。ここではこの点については論じないが、わが国の企業の買収・投資への障害となっている事情を探り当て、それを除去する改革もあわせて必要であるというべきであろう。

他方、日本経済における新陳代謝の小ささは、労働規制等の外部要因と無関

¹⁴¹ 深尾 [2012] 182 頁。

¹⁴² 深尾 [2012] 280 頁。

¹⁴³ ゾンビ仮説とは、銀行が不良債権問題を表面化させないために、低収益企業に追い貸しや低利融資を行い、これが健全な企業の成長を妨げ、産業の新陳代謝機能を低下させ、産業レベルの TFP 上昇を減速させた、という見解をいう。深尾 [2012] 193 頁以下参照。

¹⁴⁴ 深尾 [2012] 280 頁。もっとも、わが国は、外国企業の国内での活動の自由化を遅らせ、自国企業が競争力を付ける時間を稼ごうとしたことも知られており、名実ともに自由化が達成されたのは 1997 年頃とみられることから（三品 [2011] 150～155 頁）、対内直接投資の少なさからわが国では企業外部の要因が企業活動にとってフレンドリーでないと結論付けられるか疑問がないわけではない。

¹⁴⁵ 円高の日本経済にもたらした影響の推計については、深尾 [2012] 128 頁以下を参照。

¹⁴⁶ 深尾 [2012] 278、280 頁。

係ではないが、「会社共同体」における人材の流動性の低さ、新規市場への参入や既存の事業からの撤退のスピードの遅さ、日本企業の部分最適の傾向（自社の強みに拘泥する等）、他社との競合を避けるために市場・事業を巧みにずらすことの不得意等の要因と関連していそうである。

また、マクロデータが示す無形資産投資（役員候補者のための研修等）の支出の少なさは、経営幹部の育成が OJT によるところが大きく、経営職を管理職から区別し、その候補生を養成するための綿密に練り上げられたプログラムへの支出が少ないことと対応していそうである。

もっとも、深尾教授の分析では、大企業では、TFP 上昇は 1990 年代後半以降加速しており、日本の生産性上昇の停滞の主原因は、中小企業が生産性上昇に取り残され、生産性の高い大企業が生産や雇用を拡大しなかったことにあるとされている。この点は、大企業の経営には問題がなかったと解釈できそうでもある。

しかし、先には紹介しなかったが、工場単位でみると、存続工場内での TFP 上昇がみられるものの、退出効果が負である（つまり、加重平均でみると、退出する企業の平均生産性水準が存続する企業の平均値より高い）という、他国にはみられない奇妙な現象が日本では生じている¹⁴⁷。これは、産業全体でみれば、工場の存続・廃業の意思決定を経済合理性で説明できないことを意味する。そして、大企業は生産の海外移転、子会社への移転等により、自社での雇用を減らしている¹⁴⁸。労働の再配分効果は、1975 年から 2006 年まで一貫してマイナスである（つまり、生産要素が限界生産価値の低い産業から高い産業に移動すべきところ、労働は、報酬の高い産業から低い産業へと一貫して移動したことになる）¹⁴⁹。これらのデータからは、わが国では大企業で有効に活用されることのない人材が、優良な（独立系の）新規参入企業に移動することに障壁があることを示しているように思われる。これらの点については、問題の一部は大企業の経営スタイルに起因していると解釈すべきではないだろうか。

もっとも、日本のマクロ経済の低迷の要因は、企業外部と企業内部に単純に分けて（例えば、両者の寄与率が〇対〇である、というように）論じることはできず、外部要因と内部要因の間に（一方が他方の原因であるという直線的な関係ではなく）相互に影響を与え合う関係が存在すると思われる。

以上の分析は一部に仮定的な部分を含んでいるが、5 節（2）ニ．で述べた問題関心に戻れば、日本的経営のデメリットはそのメリットによって十分に埋め合わせられているとはいえず、また近時の日本企業の業績不振の事例の多くは偶発的な事例と考えることは適切ではなく、日本的経営の欠点について改善

¹⁴⁷ 深尾 [2012] 153 頁。

¹⁴⁸ 深尾 [2012] 282 頁。

¹⁴⁹ 深尾 [2012] 125 頁。

の方途を探ることには十分な理由があると考えられる。すなわち、戦略の不全をいかに克服するかは、問うに値する問いである。

ト．モニタリング・モデルの可能性

(イ) 問題提起

本稿の2節(1)で、会社経営(者)とガバナンスとの関係を次のように図示した。

(図表2：再掲)

2	ガバナンス	⇒	監視 リスクの管理 持続可能性
1	経営者	⇒	リスクテイク 生産性

5節(2)イ．からへ．までの分析からいえることは、日本の大企業における主たる問題は、上図の1のレベルで生じていること、言い換えれば、リスクテイクの消極性(あるいはその方向の誤り)、経営者の選抜・養成の不全から生じる戦略の不全を克服すべきだということである。

欧米では、経営者のリスクテイクが過剰となることを防ぎ、企業経営が持続可能性をもって行われることを確保するために、モニタリング・モデルという手段が発展した。つまり、経営者のアニマル・スピリットを制御し、管理するための「重し」として(上図の2のレベルで)、社外取締役が経営者を監視・監督するという仕組みが選ばれた(3節参照)。

他方、日本ではアニマル・スピリット¹⁵⁰が不足している。良い経営者を選び育てること、適切にリスクを取ることは、コーポレート・ガバナンスの問題関心の範囲内にあるが、具体的には、コーポレート・ガバナンスの手段(2節(1)の分類でいう(C)(D)(E)のうち何を用いればよいだろうか。

(ロ) 1つの提案

この問題について、筆者は、モニタリング・モデルは、アニマル・スピリッ

¹⁵⁰ あるいは、三品[2007]のいうマンデイト(経営者の強い信念)(前掲注125参照)。三品[2007]278頁以下は、1970年代のアメリカの大企業で生じた企業の私物化の弊害は、敵対的買収、シリコンバレーのベンチャー企業、ストック・オプションの活用により克服されたが(もっとも、取締役会の改革は、専門経営者を牽制する上での解とはなり得ないと述べてもいる)、日本での問題は異なっており、牽制に困るほど力のある専門経営者が出てこない点が問題である、足りないのはインセンティブではなく経営者としての能力であり、経営者適格人材の採用と育成に投資すべきであると説く。

トの保護・推進の 1 つの有力な手段であるが、必要条件ではないし、十分条件でもない、と考えている。

まず、モニタリング・モデルの長所から説明する。現在の日本の企業実務には、社長が後継社長を指名するという慣行があるが、この慣行には問題がある。このために、多くの場合には、業績不振のために引責辞任する経営者が後継者を選ぶことになるからである。

会社が業績不振にあるときには、経営者の選抜・養成の不全、管理と区別される経営（＝戦略）の不全を疑うべきである。そのような状況で、引責辞任する経営者が後継者を選ぶことはナンセンスである。

ところで、業績が好調なときには、社長が後継社長を指名することには問題はないように思えるが¹⁵¹、厄介なのは、業績の悪化後にはそれを修正する仕組みの導入には困難を伴うことである。つまり、修正のメカニズムは、業績に特に問題がない時期に導入する必要があるのである¹⁵²。

このような理解に立てば、共同体的性格を持つ日本企業において、経営者の選抜過程を透明にし、権限と責任の明確化を促進するモニタリング・モデルの有用性は高く、その導入が推進されるべきである。

なお付言すると、ここでの議論はアニマル・スピリットの不足を問題としている。一般的には、創業経営者には、強い意欲に溢れ、リスクテイクに積極的な人物が多いといわれる¹⁵³。上場会社であっても、創業者が牽引する企業においては、コーポレート・ガバナンスの主たる課題はリスクの管理、持続可能性の確保にあると考えられるので、モニタリング・モデルを導入せず折衷的な型

¹⁵¹ 三品〔2007〕277 頁以下は、業績不振企業に限らない一般論として、前任経営者が後任経営者を指名する方式には改善の余地があるとしつつ、アメリカの指名委員会は、前任経営者が後任経営者を個人的に指名する慣習を正当化する形式と受け止めるべきとも述べる。指名委員会という外形に意味があるというよりも、それがしかるべき機能を果たしているかという実質が重要であるという点において、筆者は三品教授の見解に賛成する。

¹⁵² 社外取締役を置く取締役会のあり方として、アドバイザー・モデルとモニタリング・モデルとが対比されることがある。前者は、社外取締役に経営者への助言者としての役割を期待するもので、後者は、社外取締役に経営者を監督することを期待するものである。しかし、この対比はイメージとしては分かりやすいが、両者の連続性を見失わせるおそれがある。本文で述べたように、業績に問題のないときには社外取締役は助言者であるが、業績に問題が生じると社外取締役は経営者を交代させるモニターに変身する、というイメージが、より正確な認識であろう。

¹⁵³ もちろん、創業経営者の任期も無限ではありえない以上、後継者の要請や後継指名については十分な時間的余裕をもって備える必要がある。

三品〔2007〕は、創業経営者が引退し専門経営者に引き継がれることにより、経営者の経営能力は一般に低下するが（258 頁以下）、アメリカでは専門経営者の時代が日本より半世紀以上も前に到来したため、日本人には解せないアメリカ企業の特徴（若い MBA 卒者を特別扱い、CEO に法外な高給、社外取締役）がそれに対する工夫としてなされた、と考えている（268 頁）。もっとも、三品教授は同様の工夫が直ちに日本企業でも有効であると考えているわけではない。

式を用いることにも合理性があろう。

(ハ) 他の方法

上記の提案は、業績悪化というシグナルにより、経営者を信用できないモードに入った企業を念頭に置いたものであり、問題の一面しかとらえていないともいえる。日本的経営が戦略の不全を生じるおそれについては、社外取締役を導入するだけでは十分な対処ではないし、社外取締役以外の対処法も考えられる。

会社共同体の閉鎖性を克服するうえで社外者の活用は有益であるが、それは「社外取締役」という形式を取る必要はない。アニマル・スピリットの注入のためには、有能な社外者を経営陣に加える——技術者・管理者としてではなく、「経営職」（5 節（2）ハ、参照）のポストに就ける——ことにも意味がある¹⁵⁴。

アメリカの実証研究には、アメリカの大企業で、各社の経営陣で最も報酬の高い者 5 人（以上）についてのデータを使って、そのような経営陣のメンバーのうち現在の CEO がその職に任命された後にその会社に雇われた者の比率を調査し、その比率が高い企業ほど、収益性が小さく、また大規模な企業買収後の株価のパフォーマンスが低いという統計的に有意な結果を得たものがある¹⁵⁵。著者たちはこの結果を、（日本語の肩書で言い換えると）経営陣の中に社長よりも古くからその会社にいる者がいれば、社長が無謀なプロジェクトに傾注したりむやみに事業範囲を拡張することを防止できるものと解釈している。

この結果を、そのまま日本に当てはめることには慎重であるべきであるが¹⁵⁶、少し一般化すると、企業内部で権限を持つ者と情報を持つ者とを分け、相互の牽制を働かせることによって、両者の協力が促進されるというシナリオはわが国でもあり得よう。イメージとしては、企業における在籍年数が相対的に短い者（広い意味での社外出身者）に経営陣の最上位者としての権限を与え、その者がより在籍年数の長い経営者・管理者を使いこなすことからメリットが生じるかもしれない。

言い換えると、厳格なルールで「社外」資格を制限し、社外資格を持つ者に「取締役」として監督機能を果たさせることは、1 つの方法にすぎず、これにこだわることは得策ではない。ポイントは、リスクテイク、アニマル・スピリットを促進するためには、広い意味での社外出身者に権限を与え、社内者との間に適度の緊張関係を作り出すこと（それによって両者のチームワークを機能させること）である。この社外者と社内者の牽制関係を、監督を担う社外取締役と経営を担う社内者の間に置くか、CEO とその部下の間に置くかは、どちらで

¹⁵⁴ 日産自動車のカルロス・ゴーン氏、日本航空の稲盛和夫氏等。

¹⁵⁵ Landier, Sraer, Thesmar [2005].

¹⁵⁶ アメリカの大企業では、新しい CEO が会社外部から経営幹部を引き入れることが珍しくない（日本企業の経営企画部と、アメリカ企業の社長室との違い）。

もよい。ただ、このような意味での社外出身者の活用には、社外者に経営・戦略に関する権限を与えることが必要であるため、わが国の法制上の社外監査役の活用というやり方にはなじみにくい。

(二) まとめ

わが国の企業の活性化を果たすうえで、モニタリング・モデルは有益であるが万能ではない。欧米諸国の経験は、モニタリング・モデルをソフトローとして推進し、その際には、大多数の企業に受入れ可能な外形基準の設定から始めて、経営者・会社関係者の規範意識に働きかけるという方法を示している。ここで重要なのは、外形基準ではなく、目的の共有である。

わが国で重要なのは、正しい方向でのリスクテイク、アニマル・スピリットを促進することであり、そこで必要なのは広い意味での社外者の有効活用と経営者の意識的な育成である。その手段の 1 つとしてモニタリング・モデルを推奨するのであれば、必要なことはまず目的を共有することである。「社外」要件や、取締役会・監査役会に占める独立者の比率等の外形基準だけで日本企業のガバナンスを改善することは、合理的ではない。まずは高すぎない外形基準のみを定め、「遵守または開示・説明」によりそこからの逸脱を許容することとし、外形基準を長期的に格上げするというのが正しい政策である。

残念ながら、わが国でのガバナンス論はこのような方向に逆行している。会社法の改正論議は、社外取締役の義務付け、社外要件の微調整等の外形の議論の比重が多く、取締役会の監督機能についての議論が少なく、またソフトローによる監督機能の強化においてもその機運が乏しいという状況である。

チ. 相互補完性

なお付言すると、日本企業の収益性の低さについては、企業の内部要因以外にも改善すべき点があり、さまざまな要因の間には相互補完性が存在すると考えられるので、企業のガバナンス（例えば監督機能の確保）だけを改善してもその効果は限定的であることに留意すべきである。

一例を挙げると、経済の新陳代謝を高めるためには効率性に劣る企業の退出を促すことも考えられる。ドイツ法は、わが国と異なり、「支払不能、債務超過またはそれらのおそれ」がある場合に、取締役に適時に法的整理を申し立てる義務を課している¹⁵⁷。同様の制度をわが国に導入すべきかは難問であるが、そのような問題にも目配りが必要である。

¹⁵⁷ 木下 [2012] 29、62、75 頁。

(3) 不正の防止

イ. 序

欧米では、企業の不祥事を機に、各国で既に存在していた社外取締役（アメリカ・イギリス）あるいは監督役（ドイツ）の制度を活用してこれに対処しようとして、モニタリング・モデルが導入された。他方、わが国では、不祥事を機に、監査役制度の復活・拡充、商法（会社法）における会計監査人の法制度上の位置付けがなされ（3節（6）ロ.）、モニタリング・モデルとは異なる方向で制度が発展してきた。

ここでは、企業の不正を防止し、企業活動の適法性を確保するうえで、モニタリング・モデルには現在の監査役制度にはない機能が存在するのか、モニタリング・モデルを採用せずに不正の防止を図る代替手段があるのか、を検討する。

ロ. 監査役制度について

(イ) 監査役制度が機能するための条件

わが国では、大企業の適法性の確保に大きな役割を果たしているのが監査役（会）制度である。監査役制度は、1974（昭和 49）年の商法改正により復活され、その後 2001（平成 13）年改正に至るまで数次の大改正を経て、同年改正によりほぼ現在のかたちが作られている。

監査役制度が機能しているというためには、①社内にある不正の芽が高い確率で監査役に伝えられ、②監査役の不正調査が妨害されないという一定の保障があること、が必要というべきである。このうち、①が充たされているかどうかは、会社がどのような内部統制システムを構築しているかに依存する（5節（3）ハ.（イ）で検討する）。

ここでは、②について検討する。わが国の多くの上場会社において、監査役の監査環境の整備に関して代表取締役の理解が得られているようであるが¹⁵⁸、ここでは、例外的現象ではあるが、監査役の不正調査について監査役と経営者の対立が生じたときに、これを適切に解消できる仕組みが整っているかを検討する。

会社法は、監査役は取締役・従業員に対して事業の報告を求め、会社の業務・財産状況の調査をすることができると定めている（381 条 2 項。すなわち、取締役・従業員は、監査役の調査に協力する義務を負っている）。さらに、監査役は、

¹⁵⁸ 日本監査役協会が 2012 年 11 月に行ったインターネット・アンケートでは、回答した上場会社 1,806 社のうち、「十分に理解を得られている」「ある程度理解を得られている」がそれぞれ 54.0%、41.0%である。日本監査役協会 [2013] 64 頁。

株主総会決議の取消訴訟を提起し（会社法 831 条 1 項¹⁵⁹）、取締役の違法行為をやめさせる権利を与えられている（同法 360 条。実務では、原告はこの権利を被保全権利として、差止めの仮処分を裁判所に申請する）。法律をみる限り、監査役には十分な権限が与えられているように思われる。

しかし、監査役制度を論じるときには、紙に書かれた法律をみるのではなく、制度がどのように機能しているかを実情に照らして観察することが重要である¹⁶⁰。経営トップが不正に関与している場合、あるいは経営陣が真相の解明に極めて非協力的である場合（以下、合わせて「経営者に問題がある場合」という）には、役職員は監査役の調査に協力しないであろう。また、差止めの仮処分は取締役の行為が違法であることが明らかとなった場合にしか使えないし、トップに問題がある場合には、決議取消訴訟や差止仮処分等経営者の個々の行為に対する法的手段を講じても、不当な行為が繰り返されるおそれ大きい。

経営者に問題がある場合には、そのような経営者を排除できるという一定の見込みがあることが、監査役制度が機能するためには必要である¹⁶¹。そして、次に 5 節（3）ロ、（ロ）および（ハ）で述べるように、「問題がある経営者を排除する仕組み」が、監査役制度とモニタリング・モデルとは異なっている。

（ロ）監査役制度と会社共同体

現行の監査役制度においては、経営者に問題がある場合に、監査役は代表取締役・取締役を解職・解任する権限をもたないため、代表取締役・取締役を解職・解任する権限をもつ取締役会・株主総会に事情を説明して解職・解任を要請することが考えられる。

この点について興味深い事例がある。トライアイズ社では、監査役が経営者に重要書類の開示を求めたところ、経営者はこれを拒絶し、会社は当該監査役の解任議案を上程したという事実があった。ここではその詳細は記さないが、この事件での監査役は、自身の主張を直接株主に伝えるためにウェブサイトを使って自身の解任議案に反対する理由を訴えかけたものの、事情を知らない株

¹⁵⁹ 同項の「株主等」には、監査役が含まれる。会社法 828 条 2 項 1 号かつこ書。

¹⁶⁰ 山口 [2011] 38 頁。

¹⁶¹ 金融商品取引法 193 条の 3 は、不正の兆候を発見した会計監査人は監査役等への通知義務および行政当局への申出義務を負うことを規定しているが、この規定が公認会計士の間で評判が悪く、不正の疑惑に直面しても監査役には正式な通知を出さない（同条の通知を出すことを監査役にちらつかせるにとどめる）ことが多いようである。その理由につき、山口 [2013] 103 頁以下は、公認会計士は、どうせ監査役は経営者にはモノがいえないだろう、そうすると金融庁に対する申出義務を負うことになり、監査法人にとって面倒なことになると考えているからではないかと推測している。現在の監査役制度では、監査役が「経営者にモノがいえる」ことが担保されていないのは、突き詰めると、「問題がある経営者を排除する仕組み」の不存在によるものではないだろうか。

主は、少なからずこの監査役について否定的な意見をもったようである¹⁶²。この事件は、個人株主の法・制度に対する誤解を示しているが、ここでより大きな問題であるのは、株主が「会社共同体」の外部者としてしか振る舞わず、監査役に対して合理的ないし適切な期待をもっていないという点である。

このほかに、別の問題点として、監査役の人事は現実の企業社会における各種の要因、例えば各会社のキャリアプラン、企業グループ間における人事配置、取引先や監督官庁からの天下り等の影響を受けてなされていて、4年の任期を全うしないことが最初から予定されている場合や、役所OBの天下りがしがらみを伴っている場合があることも指摘されている¹⁶³。

(ハ) モニタリング・モデル

欧米のモニタリング・モデルを採用している会社、例えば、取締役会の3分の1を社外取締役が占め、社外取締役が中心となった監査委員会が設けられている会社であれば、経営者に問題がある場合（経営トップが不正に関与している場合、あるいは経営陣が真相の解明に極めて非協力的である場合）と監査委員が判断すれば、そのような経営者の解任（解職）が取締役会の議題となり得る。

もちろん、この場合でも「問題がある経営者を排除する仕組み」が常に正しく機能するとは限らない。社外取締役（監査委員）が使命感をもって行動するとは限らないからである。しかし、モニタリング・モデルのもとでは、取締役会で経営者が解任される可能性は小さくない。一定の確率があることが、経営者の不正の抑止効となり、また経営陣に真相の解明に協力せざるを得ないと思わせることになる。

(二) 法改正の限界

現状の監査役制度を前提としつつ、「問題がある経営者を排除する仕組み」を設けることは可能であろうか。例えば、A) 代表取締役の職務執行に重大な法令違反がある場合には、監査役は裁判所に当該代表取締役の解職を請求できるという制度¹⁶⁴、B) 裁判所に請求するまでもなく、代表取締役の職務執行に重

¹⁶² 山口 [2011] 39、43、45 頁。より詳しくは、山口利昭弁護士のコラム「ビジネス法務の部屋」の2012年6月21日の記事「小さな謝罪広告が監査役制度に遺した大きな功績」

(<http://agora-web.jp/archives/1466588.html>) を参照。山口弁護士によると、「一般株主の方々の反応の中には（中略）お家騒動はやめろ、監査役が騒ぐと株価が落ちるから騒ぐな、ずいぶん変わった監査役さんがいて会社も迷惑ですね、といった意見も聞かれるところでした」とのことである。

¹⁶³ 山口 [2011] 45 頁。

¹⁶⁴ 1974（昭和49）年改正の際には、取締役の不正行為・法令違反を発見した監査役が取締役解任請求権（総会招集請求権および解任の訴えを提起する権限）を与えるという立法提案があったが実現しなかった。近年でも、この提案を支持するものとして、例えば、片木

大な法令違反がある場合には、監査役会が当該代表取締役を解職できるという制度、が考えられる。

しかし、この2つの代案は、次の理由から適切ではない。

先のA)「代表取締役の職務執行に重大な法令違反がある場合」を裁判所が判断する制度は、a) 監査役が経営者に明らかな問題がある（と客観的に判断する）場合をすべてカバーしていないこと、b) 裁判所に判断を委ねれば解職を迅速・非公開に行うことには限界があること、の2点で問題があり、さらにc) 裁判所はそもそも企業内部の機関（取締役会・監査役会・株主総会等）を代替することはできないし、代替すべきでもないという点において重大な欠陥を有している。

これに対して、B)の制度は、上記のb)、c)の問題点からは自由である。しかしながら、d) 監査役会と取締役会の全面的対立を招く危険を内包しているという点で、致命的な欠陥を有している。この制度は、理論的には監査役会が解職した代表取締役を取締役会が再度、代表取締役に選定する可能性があるという問題をはらんでいるが、より致命的であるのは、取締役会と対立してまで代表取締役を解職しようとする監査役が監査役会の中で多数派を占めることが期待しがたい点にある。つまり、B)は、取締役会と監査役会の現実のパワーバランスを無視した空論であるといわざるを得ない。

代表取締役を解職する権限は、やはり選定権を持つ取締役会に与えるべきである。取締役会が「経営者に明らかな問題がある」か否かをある程度の客観性をもって判断するためには、社内者のみからなる取締役会では不十分である。「経営者に問題がある」という（一定の曖昧さを含まざるを得ない）判断をなし得、かつ、問題のある経営者に対して明確にノーを突きつけることができるのは、会社共同体からの独立性を有する社外取締役だけである。

（ホ）改善の方向

先の5節（3）ロ．（ロ）から（二）の議論を踏まえると、1つの解決策は、現状の監査役制度を維持しつつ、各企業が自発的に（一定の独立性を有する）社外取締役を、できれば2人以上選任することである。このことは、「問題がある経営者を排除する仕組み」としては必要条件でも十分条件でもないが、少数派に過ぎない社外取締役の「ノー」であっても、代表取締役の進退に対してはある程度のインパクトを与えることができる。そして、この方法はほかの方法に比べて実効性と分かりやすさを備えている。

もちろん、現在の監査役会設置会社のルールを前提にすると、現状に必要な社外監査役2人以上に加えて社外取締役を（できれば）2人以上選任すべきというルールを定めることは、人材の稀少性、企業のコスト負担の両面で問題があ

る。そのため、現在の（社外監査役を含む）監査役制度と、社外取締役について、機能の重複を適切に整理し、稀少な人材を有効活用することが望ましい。

近時の会社法改正論議で大きな話題を集めた「監査・監督委員会」（仮称）は、そのような文脈、すなわち、（社外）監査役と社外取締役の連携を機能させるための制度の微調整としてとらえることができる。

他方、次に5節（3）ハ．で論じるように、周辺の制度によって監査役制度を補強することにも一定の効果が期待される。そこで鍵となるのは、監査役制度の単体での実効性ではなく、他の制度との連携を含むシステム全体による不正の防止の実効性である。仮に取締役会が社外者のみからなっていて、監査役が「問題がある経営者を排除」しようとしてもそのための足掛かりとなる社外取締役がいない場合であっても、以下の周辺の制度・仕組みを十分に整備し、有事の際に関係者間の連携（チームプレー）を発揮できる見通しがあれば、先に5節（3）ロ．（イ）で述べた「上場会社において、監査役の不正調査について監査役と経営者の対立が生じたときに、これを適切に解消できる仕組みが整っている」と評価してよいと思われる。

ハ．監査役制度の周辺にある制度

先に5節（3）ロ．（イ）で、監査役制度が機能しているというためには、①社内にある不正の芽が高い確率で監査役に伝えられ、②監査役の不正調査が妨害されないという一定の保障があることが必要であると述べ、ここでは②について検討を行ったが、ここでは①に関連して、監査役制度の周辺にあってそれを支える仕組みについて検討する。

（イ）内部統制システムと会計監査人

2000 年前後に、日本を含む先進諸国で、上場会社・大企業の内部統制システムを促進し、また監査法人による会計監査の実効性を高めるための立法の整備が行われている。その代表例が、2001 年のエンロン事件をきっかけにアメリカで制定された SOX 法（2002 年）である。

わが国では、会社法（2005 [平成 17] 年）が「会社の業務の適性を確保するために必要な…体制の整備」（同法 362 条 4 項 6 号）について、また金融商品取引法（2006 [平成 18] 年）が財務報告に係る内部統制の評価および監査について（同法 24 条の 4 の 4、193 条の 2 第 2 項）、それぞれ規定を設けている。会社法・金融商品取引法は、いずれもあるべき内部統制システムの型式を法で定めることはしていない。しかし、会社法は、内部統制システムの構築および評価を取締役・監査役の善管注意義務によるものとし、具体的な基準を定めていないのに対して、金融商品取引法では、企業会計審議会の定める「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準」、「財務報告に係る内部統制の評価及び監査

に関する実施基準」によって、それが備えるべき機能が定性的に定められるとともに、その評価・報告・監査の方法・手続が（部分的には数量基準を用いて）定められている¹⁶⁵。

内部統制の意義は場面により異なるが、内部統制に関する様々な考え方を一つの枠組みに統合する目的で、1992年にアメリカにおいてトレッドウェイ委員会支援組織委員会（Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission; COSO）が統合的枠組み（いわゆる COSO フレームワーク）を提示した。COSO フレームワークは、内部統制を、目的の達成に関して合理的な保証を提供することを意図した、取締役会・経営者その他の人々によって遂行されるプロセスであるとし、内部統制の3つの目的（業務の有効性と効率性、財務報告の信頼性、関連法規の遵守）、内部統制の5つの構成要素（統制環境、リスクの評価、統制活動、情報と伝達、監視活動）を示した。

伝統的な内部統制の理解によると、内部統制システムを構築する際に、リスクの所在を探り、内部牽制組織をデザインし、職務分掌規程・職務権限規程を定めることが内部統制の構成要素に含まれ、これによる不正の防止（もちろん、一定程度のものにとどまる）が内部統制の目的に含まれている。他方、不正の発見は、伝統的な内部統制の目的には含まれていない。

もっとも、一度構築された内部統制システムは、不正の早期発見・是正の仕組みとして運用することが可能である（不正発見型の内部統制）。会社法・金融商品取引法の近年の改正動向に照らせば、上場会社においては、企業内部の縦のラインと分野横断的な横串の両方から不正の兆候・リスクの所在を探り、必要に応じて情報が役員レベル（取締役および／または監査役）の知るところとなるように内部統制システムを運用することが、取締役等の善管注意義務の内容となっているというべきである。情報の伝達先は必ずしも監査役に限らないが、先述の、①社内にある不正の芽が高い確率で監査役に伝えられると見込まれることが、上場会社が満たすべき要件であると考えられる。

現行ルールによると、取締役や監査役、監査法人が不正を疑わせるような情報に接したときには、それを相互に伝えなければならない（会社法 357 条、382 条、397 条、金融商品取引法 193 条の 3）。監査役・監査法人は、監査に必要な情報提供を役員・従業員・子会社に対して求めることができる（会社法 381 条、396 条）。日本監査役協会が制定した監査役監査基準では、監査役が会社の内部統制部門と定期的に協議の場を設けたり、監査法人と連携することが、強く推奨されている（監査役監査基準 34 条、44 条等）。もっとも、これは監査役の側での努力義務・努力目標であるが、会社・経営者の側にこれに応じる（内部統

¹⁶⁵ 最新版の「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準」、「財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準」は 2011 年改定のものである（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kigyousin/20110330.html）。

制部門が監査役・監査法人と共働することを許容し、促進する）義務があるかどうか、ルール上は曖昧である。

実際には、従業員（特に内部監査室、経理部、監査室スタッフ等の内部統制関連業務に密接に携わっている従業員）・外部監査人・監査役のいずれかが疑念をもったとしても、ほぼクロと断定できない場合に、それを深掘りして検証することはそれほど簡単なことではない。経営者に対峙してなすべき検証作業を進めるためには、従業員・外部監査人・監査役（および〔社外〕取締役）が情報のやりとりにおいてはもちろんのこと、精神的にも連携することが重要である。

そのための具体的工夫として、例えば、i) 定例の会合や非常時の連絡を社内制度化・ルール化し、その状況を事業報告等で開示する¹⁶⁶、すなわち、内部統制システムについては、その整備だけでなく、運用状況についても取締役会での審議対象とすること、ii) 取締役会で決議する内部統制システムの概要について、監査役スタッフの調査権、連携の確保を含めることが、推奨できる¹⁶⁷。これらができれば、監査役には取締役会における議案の発議権がないとしても、内部統制システムに関連して発言・問題提起をすることができるし、毎年の内部統制システムの運用状況についての取締役会の決議において監査役が発言することもでき、内部統制システムの運用状況について監査役が適法でないとの監査報告を出すこともできるようになることから、先述5節（3）ロ．（イ）の②監査役の不正調査が妨害されないという一定の保障があるといっていよいと思われる。

（ロ）第三者委員会

上場会社では、不祥事が発生すると、日本弁護士連合会「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」（2010年）¹⁶⁸に準拠して第三者委員会が設置され、この委員会が中立な立場から、調査に基づく事実の認定と原因の分析、再発防止策等の提言を行い、調査報告書を作成すること、そして上場会社がその

¹⁶⁶ 山口〔2013〕179頁は、一口に上場会社といっても規模や海外連結会社の有無・数においてバラエティがあり、どのようなタイプの会社にも適用可能な「会計監査人と監査役の連携」をベストプラクティスとして定めることは難しいため、各上場会社の試みの概要を開示することが適切であるとしている。

¹⁶⁷ 本文の i) ii) は、日本監査役協会第76回監査役全国会議（2013年4月9日）のパネル・ディスカッション「会社法制の見直しとこれからの監査役監査」において、東京海上ホールディングスの常勤監査役である八木利朗氏が同社の実務として紹介されたものである。法制審議会「会社法制の見直しに関する要綱」（2012年9月7日）の第1部第1の後注として、内部統制システムについて、「監査を支える体制や監査役による使用人からの情報収集に関する体制に係る規定の充実・具体化を図るとともに、その運用状況の概要を事業報告の内容に追加する」とされている点は、その具体化は各社に委ねられているが、本文で述べた方向を促進するものと理解できる。

¹⁶⁸ http://www.nichibenren.or.jp/activity/document/opinion/year/2010/100715_2.html 参照。

要旨をウェブサイト等で公表することが一般化している。これは、純粋に自発的に行われているのではなく、おそらく証券取引所の（従わない場合には上場廃止の可能性があることを背景とした）指導によって、行われているものと推測される¹⁶⁹。

このような実務は、あまり他国に例をみないものと思われるが（弁護士の中立性が、ある程度確立し、かつそのことについて社会的な信用が得られていることによるのであろう）¹⁷⁰、第三者委員会による調査と報告の要旨の開示により、上場会社では不正に対する一定の抑止効が働き、また他社での不正防止の取組みに対してノウハウが提供されていると考えられる。

もっとも、制度の普及に伴って、最近では、第三者委員会が設置されたものの途中で活動が中止されたり、予告に反して報告書が開示されずにうやむやになってしまう事例、第三者委員会の設置に際し委員の構成すら開示されない事例等も現れてきている。この制度が信頼性のあるものとして安定的に推移するか否か、引き続き注視が必要であると思われる。

（ハ）公認不正検査士

わが国で取組み・普及が遅れていると思われるのが、公認不正検査士の制度である。

公認不正検査士（Certified Fraud Examiner; CFE）とは、会計、法律、調査、犯罪学の4分野の専門的な知識を習得した者で、一般社団法人日本公認不正検査士協会¹⁷¹が設定する4分野の認定基準をクリアした者をいい、有資格者は、不正の防止、発見、抑止の専門家として¹⁷²、組織内の不正撲滅への取組みにおいてリーダーシップを発揮することが期待されている¹⁷³。

¹⁶⁹ 高橋・土本〔2010〕16頁を読むと、東証がこの問題に強い関心をもっていることが窺われる（<http://www.tse.or.jp/sr/activity/b7gje6000002dvvk-att/ExchangeSquarenichibenrentaidan.pdf>）参照。

¹⁷⁰ アメリカでは、1970年代に企業の不正支出が大きな社会問題となったときに、SECは企業が任意に参加する自主的開示プログラムを設け、不正支出の疑いについての調査報告をSECに提出する（任意ではあるが、これを実行すれば、SECの介入を受けにくくなる等のメリットが企業には存在した）こととし、この試みが一定の成果を上げていたようである。柿崎〔2005〕22頁以下。また、行政処分上の審判手続において、SECはガバナンスに問題のある会社に特別審査人を設置させ、SECに対する報告等を要求している。柿崎〔2005〕20頁。これらの実務は、わが国での第三者委員会による調査と機能的には類似しているといえそうである。なお、アメリカにおけるSECのこのような積極的な法執行の姿勢は、1980年代に入ると初期の目的の達成等や政治的背景の変化から鎮静化した。柿崎〔2005〕102頁以下。

¹⁷¹ <http://www.acfe.jp/>参照。

¹⁷² 試験科目は「財務取引と不正スキーム」、「不正の法的要素」、「不正調査」および「犯罪学と倫理」の4つで、さらに資格取得後は、この4つの切り口でセミナー等により会員のスキル向上の場が提供されている。

¹⁷³ <http://www.acfe.jp/cfe/cfe-about/what-is-CFE.php>

公認不正検査士協会（ACFE）は、世界規模で不正対策に関するトレーニングを提供しており、世界 150 カ国以上で約 60,000 人の会員、100 以上の支部を有し、有資格者は約 38,000 人であることから、CFE の制度は世界的な広がりをもつものといえる。しかし、わが国では、2013 年 3 月末の時点で、ACFE の個人会員は 1053 名、そのうち CFE（試験に合格しかつ登録している者）が 662 人、ACFE の法人会員は 50 社である¹⁷⁴。これはわが国の上場会社の数が 3,500 社を超えることに照らすと非常に小さな数字であるように思われる。

先に 5 節（3）ハ．（イ）で述べたように、内部監査室、経理部、監査室スタッフ等の内部統制関連業務に密接に携わっている従業員と、外部監査人・監査役および（社外）取締役が情報のやりとり等で連携することが、不正の防止（事前の予防および早期の発見・是正）には重要である。その一環として、内部監査室、経理部、監査室スタッフ等の従業員に公認不正検査士の資格を取得させることが効果的であるように思われる。そして、公認不正検査士の資格を従業員に取得させることは、監査役およびスタッフの調査権を経営者が積極的に承認・奨励していることを意味し、そのことを社内に印象付けるという点でも有益であろう。

二．まとめ

わが国の監査役制度は、目にみえないところでも一定の機能を果たしていると推測されるが、共同体的性格をもつ日本企業においては、経営トップが不正に関与していたり、真相の解明に非協力的である場合に、監査役が孤立し、その機能を果たすことが難しい状況に追い込まれた事例もいくつかみられる。そのような状況において、一方ではそのような経営者を取締役会で解職できるような体制（社外取締役等）が、他方では監査役が外部監査人・内部統制関連業務に携わっている従業員と情報のやりとり等で連携する仕組みが、不正の防止にとって重要である。

経営トップが監査を妨害するという事例は例外的であると思われるが、監査役制度を実際に機能させるとともに、制度が機能しているという安心感を従業員や外部の投資家に与えるうえでは、このような仕組み、すなわち「監査役プラスワン」を推進することが有効である。わが国の現状は、第三者委員会による不祥事の調査において注目すべき進展を遂げているが、公認不正検査士の資格取得・登録者の人数が少ない点等において、まだまだ改善すべき、そして改善できる点がある。

資格取得要件の概要は、<http://www.acfe.jp/cfe/cfe-entry/eligibility-requirements-for-CFE.php> を参照。

¹⁷⁴ <http://www.acfe.jp/acfe/acfejapan/ACFEJAPAN-about-us.php> 参照。

（４）金融機関のガバナンス

ここでは、４節（４）イ．で提起して未回答の２つの問い、すなわち、③国際機関の策定するソフトローは OECD ガバナンス原則を引用することが一般的であるが、それはなぜなのか、④金融機関においてモニタリング・モデルの採用は必須といえるか、について検討する。

イ．OECD ガバナンス原則の意義

バーゼル諸原則および G30 の「金融機関の効果的なガバナンスに向けて」¹⁷⁵は、いずれもその冒頭で OECD ガバナンス原則¹⁷⁶によるコーポレート・ガバナンスの定義を引用して、これに言及している。

もっとも、OECD ガバナンス原則とバーゼル諸原則を対比すると、前者では全体の約 5 分の 2 を占める株主に関する問題（株主の権利の保護、株主の権利の行使の促進、株主の公平・平等な取扱い）は後者では論点ではないことが明記され、また、銀行は、株主以外に預金者その他のステークホルダー（金融システムの安定性から便益を受ける者すべて）に対しても責任を負っている旨が明言されている¹⁷⁷。そして、後者で扱われている論点は、ボードの資質・構成、経営者がボードの承認したポリシーに従うこと、リスク管理・内部統制、報酬プランの適正化等に集中していることに照らすと、バーゼル諸原則は、OECD ガバナンス原則を銀行向けに応用ないし具体化したものとはいいいにくい。

逆にいえば、近時の「金融機関のガバナンス」に関する議論の進展は、ただちに一般事業会社のガバナンスに影響を与えるわけではなさそうである。例えば役職員の報酬プランのあり方、経営者監視やリスク管理の重要性、外部監査人（監査法人）の独立性・廉直性等について、金融機関での失敗の教訓が一般事業会社に応用できる場面はあるであろう。しかし、金融機関では株主以外の利害関係人の比重が相対的に大きいこと、その利害関係人を保護するために当局の役割が大きいことに照らすと、両者での規範内容は異なるとともに、それがエンフォースされる仕組みにも差があることは否めず、OECD ガバナンス原則とバーゼル諸原則の関係は、単純な一般ルール・特別ルールの関係ではなく、別のものだと考えられる。

２節（４）ロ．では詳論しなかったが、OECD ガバナンス原則は、各国で経済の発展段階、株式所有構造、金融システム、労働慣行等が大きく異なるにもかかわらず、いずれの国においても参照可能で、かつ参照されるべき規範を示すという点を特徴としている。実際、そこに掲げられた個々の規範は、大まか

¹⁷⁵ 前掲注 96、99 および 4 節（４）ロ．を参照。

¹⁷⁶ ２節（４）ロ．を参照。

¹⁷⁷ 前掲注 100、103 およびそれらに対応する本文参照。

にあるべき方向を指し示すものである。そして、OECD ガバナンス原則が全体として念頭に置いている第一の読者は、おそらく各国の（広義の）政府関係者（立法者および官庁・当局、証券取引所等）であると考えられる。

そうであれば、OECD ガバナンス原則は「ルールの源泉」ではなく、「思考枠組」であり、言葉を換えると共通言語（lingua franca）ということになろう。そのイメージは、あえて枝葉を切り落とすと、本稿の2節（1）の図表2で示した2階建てのイメージに近く、これにさまざまな肉付けを施したものであるといえなくもない。

（図表2：再掲）

2	ガバナンス	⇒	監視 リスクの管理 持続可能性
1	経営者	⇒	リスクテイク 生産性

このことは、「コーポレート・ガバナンス」という概念の曖昧さを示しているともいえる。もし概念が明確であれば、OECD ガバナンス原則に言及することなく、単に「コーポレート・ガバナンス」と書けば済むからである。

そうであるならば、さまざまな文書が OECD ガバナンス原則に言及することの意義は、読者にそこから外れた「コーポレート・ガバナンス」の定義・理解を許さないこと、OECD ガバナンス原則の内容に抵触する立法や実務——例えば、経営トップや支配株主の専断を許すルール・風土を放置し、企業活動が社会全体の利益につながるという仕組み・信頼を顧慮しないこと——を許さないことにあると考えられる。国際機関・団体が、金融規制の文脈で必要となる具体的なルールやその骨子を提示する際に OECD ガバナンス原則に言及するのも、そういう趣旨であろう。

以上が、バーゼル諸原則が OECD ガバナンス原則を引用し、これに言及している趣旨であるが、金融機関のガバナンスという文脈においては、「適度にリスクを取る」よりも「リスクを取り過ぎない」ことに重点がある。これは、金融機関が定められた自己資本比率規制をただ形式的に遵守することだけでなく、金融機関の経営者が株主・債権者その他ステークホルダーの利益に配慮して自主的にリスク管理を行うことを含意している。自主的にリスク管理を行うべきことは、企業活動の適法性と収益性の両方にまたがる問題である。

ロ．金融機関とモニタリング・モデル

(イ) 問題の所在

もう 1 つの問題は、金融機関においてモニタリング・モデルの採用は必須といえるか、である。OECD ガバナンス原則は、モニタリング・モデルの型式を推奨することは全くしていないが、その機能に即した記述を行っており、具体的には、すなわち、経営者とボードとを用語として差し当たり区別し、ボードが一定の独立性をもって経営者の監視・監督を行うとの規範を示している（2004 年版の VI. D.－E.）¹⁷⁸。

この点は、バーゼル委員会の諸原則においてはより明瞭である。そこでは、各国の会社法上の統治構造が異なることに照らして、そのいずれかを推奨することはせずに、機能に着目して、監視機能と経営機能を指すものとして「ボードと上級経営者」という用語を用いている¹⁷⁹。

そのような用語法を採った 1 つの理由は、世界金融危機でガバナンスの弱点を露呈したのが、欧米先進国の金融機関であり、そこでは（日本以外のほとんどの国では）モニタリング・モデルが普及しているからであろう。日本の金融機関は、今般の世界金融危機においては、ガバナンスの欠陥を露わにしたとはいえないであろう。

もっとも、このことは「ガバナンス・モデルでなかったから、過度のリスクテイクを行わなかった」ことを意味するわけではない。むしろ、1980 年代後半のバブル経済期には、地価の高騰と企業業績への過度に楽観的な見通しを背景に、日本の銀行は与信審査機能を意図的に低下させてまでリスクの高い取引に傾斜したし、証券会社の引受業務、保険会社の余資運用業務においても、適切でない行為が少なからず存在し、それが組織の文化・行動様式となっていた。今般、欧米の金融機関において生じた問題が将来わが国の金融機関においても生じる危険は、十分にあるというべきである。

金融機関のリスク管理において、これまでの経験に照らすかぎり、わが国の監査役制度とモニタリング・モデルに範をとった委員会設置会社の間の優劣は明らかではない。しかし、5 節（2）ト．で述べたように、欧米で発展したモニタリング・モデルには、経営者のリスクテイクを観察し、それを正しく制御するという機能が期待されており、同じ機能を監査役監査だけに期待することには限界があること、金融機関のガバナンスに関する近時の国際的な議論の進展に照らすと、わが国の金融機関においても、モニタリング・モデルそのものではないとしても、その機能を導入・確保することが求められていると考えるべきである。

¹⁷⁸ 2 節（4）ロ．（イ）を参照。

¹⁷⁹ 4 節（4）ロ．（イ）を参照。

（ロ）経営者と取締役会のバーチャルな分離

わが国の監査役（会）設置会社の実務においては、取締役の大半は業務執行に従事しながら、取締役会の構成員として監視・監督にも携わり、また監査役が適法性監査を中心とする権限・職責において監視・監査を行う。この体制のもとで、モニタリング・モデルの機能を導入・確保しようとするのであれば、執行者と監督者の間の権限分配を明確化し、これを明文化すること、換言すれば、たとえ同一人物が執行と監督を行う場合であっても、ある時点での判断・決定が執行行為であるか監督行為であるかを意識的に行うために、その間に文書化というプロセスを介在させることが求められよう。

具体的には、取締役会の決議によって取締役会規程を定め、そこで、①経営トップが事前に事業戦略、リスク許容度等を定めた文書を作成し、②取締役会で、監査役をも交えて討論を経たうえで、これらを承認すること、③取締役会は、経営トップの戦略目標、リスク戦略等が適切に遂行されているかを監視し、フィードバックの結果を踏まえて、事業戦略、リスク許容度等の定めについて見直しの必要性があるかについて定期的に検証を行うことを明確化することが推奨される（以上につき、4 節（4）ロ、（ロ）のバーゼル諸原則の第 5 原則、第 1 原則を参照）。このように、手順を明確にすることで意識的に執行機能と監督機能とを切り分けるとき、その次の課題として、監督を担う者（監査役を含む）が全体としてどのような資質を備えているべきか、どのようにして必要な資質を獲得すべきかについても、目標の設定、計画の策定と実行、定期的な見直しが必要となろう（バーゼル諸原則の第 3 原則、第 4 原則を参照）。

もしも、伝統的な取締役会の実務では取締役会の議題の多くが個別的な業務執行にかかわる決定によって占められ（会社法 362 条 4 項、特にその柱書と 1・2 号を参照）、上記の①から③のような活動を行うことが難しいのであれば、社外取締役を 1 人以上置いている金融機関においては、④特別取締役の制度（同法 373 条）を活用し、個別的な業務執行にかかわる決定については取締役会の付議基準を高く定めることで全体の取締役会で取り扱う議題を絞り込み、付議基準を下回る案件は少数の業務執行取締役のみで決定できることとし、⑤取締役会の監視・監督機能の前提となる情報の収集については、内部統制システム・内部監査部門および監査役（場合によっては監査法人）の吸い上げた情報が適切に取締役会に提供されるよう、その手順を定めることによって対処することができる。また、社外取締役を置いていない金融機関においても、法律上疑義が生じない範囲で取締役会の付議基準を高く定めれば、先の④に近い効果を得ることができる。

この点の論理関係を少し丁寧に考えると、④を採用するか否かに関係なく、金融機関においては⑤の仕組みが必須であると考えられる。他方、⑤が調っているのであれば、取締役会の議題を絞り込むことによる取締役会の情報不足と

いう弊害は生じにくい。よって、議題の絞り込みによって取締役会が①から③の機能を果たせるようにすることが、金融機関にとっての検討課題ではないかと思われる。

そして、監督当局は、各銀行においてこのような自己規律の仕組みが備わっているか、仕組みが実際に機能しているか、仕組みを整備しようとする意志が確立しているかをチェックし、もし不十分であるならば改善を要請・指導する（エンフォースする）ことが求められよう。

（ハ）監査役の役割

監査役（会）設置会社では、経営者・取締役会によるリスク管理の実行と、監査役による監査とは、次のような役割分担として考えられる。

まず、金融機関が現在、どのようなリスクをとっているかを把握し、そのリスク・プロファイルがさまざまなシナリオにおいて具体化した場合の財務の頑健性を評価し、脆弱性の検出を行う等の意識的な取り組みを行うことは経営者の職責である。そして、これが適切に行われているかどうかを確認することは監査役の職責に含まれる。

このとき、監査役は経営者の行為が結果として正しいことを確認するだけでなく、プロセスとして適切であることを確認しなければならない。監査役の職務には、具体的法令の遵守の監査だけではなく取締役の善管注意義務違反の監査が含まれるからである。

そうであるならば、リスク・ポリシー（基本方針だけでなく、事後の測定・評価・フィードバックの手順を事前に策定しておくことを含む）について、①経営者が決定して、②取締役会で形式的に決議するのでは不十分で、ポリシー作成の段階で、監査役が関与（参加）できるように社内の手続・手順を定めることが必要であるというべきであろう。

先に5節（3）ハ、（イ）では、内部統制システムの運用を実効的なものにするための工夫として、社内の情報のやりとりの制度・ルール確立、監査役およびスタッフが有する調査権を取締役会決議で確認すること等に触れたが、金融機関においても、これらの工夫は監査役が適切にリスク・ポリシーに関与する際に役立つであろう。

ハ. 他の公益事業者への示唆

以上で検討した金融機関のガバナンス、特にモニタリング・モデルが持つ意味やその代替手段についての議論は、他の公益性の高い事業者に対しても応用できる可能性がある。

電力会社は、電力の適正価格での安定供給を担っており、これが途絶えることは大きな負の外部効果をもたらし得る。そして、とりわけ原子力発電所の管

理・稼働については、世界金融危機で問題となったのと同種のテール・リスク¹⁸⁰が存在している。これらの理由から、電力会社は私企業でありながら厳格な公的規制を受けている¹⁸¹。

2011年3月11日の東日本大震災は、東京電力福島第一原子力発電所の事故を引き起こした。この事故に関しては、東京電力の原子力発電設備のリスク管理が不適切であったこと、および政府の規制・監督が十分でなかったことが、これまでの検証作業の中から明らかになりつつあるようである。

まず、「会社は誰のものか」と問われれば、電力会社は株主だけのものというべきではなく、その役職員はより広いステークホルダーの利益を促進する代理人として行動するものと考えるべきであろう¹⁸²。

次に、原子力発電事業における業務の適正確保については、規制主体（監督官庁）が規制客体（ここでは電力会社）に囚われることを回避することが決定的に重要であると思われる。そのためには、前者と後者の間に適度の距離を置くことが必要である。それを実現するうえでは、監督官庁が従来型の規制に加えてガバナンス規制を導入することも1つの選択肢である。すなわち、「電力会社のガバナンス」の枠組みを確立し、電力会社が自発的にこれを実践することとし（電力会社の役職員の規範意識に働きかけ）、監督官庁はこれを外側から観察し、ガバナンスの枠組みが遵守されていない場合にはその是正を指導・命令するという方法である。

具体的には、先に5節（4）ロ．で述べたところを応用すると、原子力発電所の管理・稼働について、電力会社では、①経営者が事業戦略、リスク許容度等を定めた文書を作成し、②取締役会が、監査役をも交えた討論を経て、これを承認するとともに、③取締役会は、経営者の作成した戦略目標、リスク戦略等が適切に遂行されているかを監視し、フィードバックの結果を踏まえて、これらの定めについて見直しの必要性があるかを定期的に検証することとし、かつ上記①、②、③を定めた取締役会規程を取締役会の決議によって定めるべきである。そして、監査役は、①経営者による事業戦略、リスク許容度のポリシーの作成段階で、これに関与（参加）すべきである。

また、上記を実行するうえで、金融機関の場合と同等以上に、内部統制システムを実効的なものにするための工夫が求められよう。

従来の規制・監督にこのような要素がなかったとは考えにくいだが、その一部をガバナンス規制と位置付けて規制体系を再編成することは、監督官庁と電力会社の間に適度の距離を置くための手段となるかもしれない。

¹⁸⁰ 前掲注 85 参照。

¹⁸¹ 銀行規制の存在理由（4節（2）ロ．）と類似の要素がここでもみられる。

¹⁸² 前掲注 103 およびそれに対応する本文参照。

（５）法律の役割

イ．「取締役会」のパラダイム

ここまでの検討でみてきたように、日本と欧米諸国では、株式会社の「取締役会」（ボード）が全く異なったものとして理解されている。欧米諸国では、ボードは経営の細部には原則として干渉せず、戦略にかかわる決定と経営者の監督（および、監査委員会を通じての監査）を行うことを主たる任務としている（監督機関）。これに対して、日本の上場会社・大企業では、取締役会が会社の意思決定に深く関与しており（意思決定機関）、その反面、経営陣の最上位者が他の取締役の人事・報酬に強い影響力を有しているため、取締役会は経営者の監督機関としての機能をあまり果たしていないと思われる。

このような取締役会のパラダイムの違いは、各国の法律から直接的に生じたものではないが、各国の実務・文化の違いを法律が強めた側面がある。具体的には、かつて日本とアメリカは共通して「会社の経営上の意思決定は取締役会によってなされなければならない」という趣旨の法規定を有していたが（日本の規定は 1950（昭和 25）年の商法改正時に、アメリカからもたらされた）、もちろん大企業で取締役会がすべての意思決定を行うことは現実的ではない。このような規定を前にして、両国では取締役会の位置付けについて対照的な経路をたどった。

アメリカでは、かつて多くの州法がそのような規定を置いていたものの、実際には大企業の実務ではそのようなものとしては機能していなかった。次第にそのことが指摘され、問題として取り上げられるようになると、取締役会が果たすことができ、かつ取締役会以外が果たすことのできない重要な機能は、経営者を選任・監督・解任することであるから、必要な法改正を行って、取締役会をそのように機能させるべきであると論じられるようになり、具体的には、取締役会がそのような機能を果たすために必要なのは、取締役会に適切な情報フローがあることと、取締役（少なくともその過半数）が経営者から独立していることである、と論じられるようになった（３節（２）イ．）。このような考えに沿って、州の会社法は、取締役会が意思決定の一部を執行役や取締役会内部の委員会に委任することを正面から認める旨の規定を置くようになった。

他方、日本では、1950（昭和 25）年改正商法 260 条は、取締役会がどこまでの意思決定を行わなければならないかについて不明確であったため、その解釈が分かれていた。すなわち、重要な業務執行の決定は取締役会の決議を要し、取締役・従業員に委任できないという解釈が有力であったものの¹⁸³、どの事項を取締役・従業員に委任するかは取締役の善管注意義務の問題であるとする学説も存在し、当時の実務では重要な財産の譲渡等を決定するには取締役会の決

¹⁸³ 石井 [1967] 326 頁以下。

議を行うものと理解されていた¹⁸⁴。この解釈は 1981（昭和 56）年の商法改正で明文化されたが¹⁸⁵、明文化されると、かなり少額の財産の譲渡についても取締役会の決議が必要であるとの解釈が次第に一般的になった¹⁸⁶。

つまり、元々の法規定はほぼ同じであったのに、アメリカでは実務も法規定も取締役会を監督機関と位置付ける方向に進化し、わが国では実務と法改正はともに取締役会を意思決定機関と位置付ける方向で進化したのである。

ロ．会社法のあり方

（イ）現状

会社法で社外取締役の義務付けが議論されるとき、社外取締役は役に立たないという反論がなされることが少なくないが、この反論は部分的には「取締役会イコール意思決定機関」という固定観念から生じている。取締役会を監督機関と考えれば、そこに社外取締役がいるのは当然のことと受け止められるであろう。

問題は、会社法がこの対立についてどのような立場を取るのが適切かである。筆者は、わが国の大企業はモニタリング・モデルの方向へと進化すべきであると考えているが、法律で社外取締役を義務付ける等によりこれを強制することには基本的には反対である。取締役会を意思決定機関ととらえる思考は会社共同体という文化に根ざしており、文化に反したルールを法で強制することは建前と本音の衝突を引き起こすからである。

会社法は、モニタリング・モデルへの移行を妨害しないことが重要である、というのが筆者の意見である。考え方としては、法は強制ではなく誘導をすべきである、との考えもあり得るが、そのような誘導は、3 節での欧米諸国の経

¹⁸⁴ 上場会社その他の大企業が参考にする手引書である、商事法務研究会〔1965〕は重要な財産の譲渡等を取締役会の決議事項とする社内ルールサンプルを示している。商事法務研究会〔1965〕182、185、189 頁〔戸谷富士夫・福井龍夫〕、商事法務研究会〔1975〕261 頁〔成毛文之〕。

¹⁸⁵ 改正当時の法務省の担当官による解説では、当時の規定が不明確な点を改正により明確化したと述べており、改正に携わった者の間では、当時の実務を確認する意味はあれ、これを変更する意図はなかったものと考えられる。稲葉〔1981〕13 頁以下参照。

¹⁸⁶ 法改正から 2 年後に、商事法務研究会〔1983〕327 頁〔成毛文之〕は、取締役会の決議が法律上必要となる「重要な財産の処分」について、会社の総資産の 1,000 分の 1 を上回る場合を目安として提案している。

その後、最高裁判所は中小企業の事例で、「商法 260 条 2 項 1 号にいう重要な財産の処分に該当するかどうかは、当該財産の価額、その会社の総資産に占める割合、当該財産の保有目的、処分行為の態様及び会社における従来の取扱い等の事情を総合的に考慮して判断すべきものと解するのが相当である。」と述べて、総資産の 1.6%に当たる他社株式の譲渡が重要財産の処分に当たり、取締役会の決議が必要であると判示した（最判平成 6 年 1 月 20 日民集 48 卷 1 号 1 頁）。これを受けて、前掲注 184 の手引書の最新版は、重要性は総資産の 1%を目安に総合的に判断されると述べている。商事法務〔2008〕130 頁〔中村直人執筆〕。

験に照らすと、経済界の代表も参加したフォーラムで策定されるソフトローによるのがより適切であると思われる。

モニタリング・モデルを実践するには、取締役会は意思決定の多くを経営者に委任しなければならない。そのためには、取締役会の付議基準を高い数字に設定する（＝その基準に達しない案件は取締役会にはかけず経営者のみで決定し、必要に応じて取締役会には報告のみがなされる）とともに、監督機能を果たすために必要な情報は別途、企業組織の縦のライン（社長室・経営企画室で取締役会に上げる情報か否かの選別がなされる）と分野横断的な仕組み（内部監査室から監査役に情報が伝えられる）の両方を通じて確保することになる。

先の5節（5）イ．で紹介した日本法の変遷は、（1981（昭和56）年当時においてそれが合理的であったかもしれないことはさておき）現在においてはそのような委任を妨げ得るものである。また、株主代表訴訟を提起しやすくしたこと（1993（平成5）年商法改正）は、もちろんメリットもあるが、社外取締役の導入を難しくしている面もある¹⁸⁷。

これらの問題点は、2001・2002（平成13・14）年の商法改正で緩和されている。すなわち、2001年改正で役員の賠償責任について責任限定契約の締結が認められるようになった。また、2002年改正では重要財産委員会の制度が導入され、社外取締役を1人以上選任した会社では、重要財産の処分・譲受け、多額の借財の決定を、取締役の一部のメンバーだけによる会議で決定できるようになった。この制度は、2005（平成17）年会社法では「特別取締役」制度として名前を変えつつ内容が受け継がれている。もっとも、立法当時、重要財産委員会が委員会設置会社へ移行することを計画している企業のための過渡的な選択肢として理解することが一般的であったためか、制度の需要が増加していなかったためか、それとも単に知られていないからなのかは明らかではないが、特別取締役の制度を利用している会社は極めて少ない¹⁸⁸。

また、取締役会が監督機関となっているかという点に照らすと、わが国の上場会社では、取締役（そのほとんどは業務執行者）が会社から受ける報酬について、株主総会ではその総額の上限だけを定め、具体的な金額・内容の決定は取締役会の決議によって特定の取締役（通常は、CEOを兼務する者）に委ねる

¹⁸⁷ 日本法は、株主代表訴訟の脅威というやり方での会社経営者の規律に大きな重点を置いている。代表訴訟の脅威は、株式保有が分散しているため外部の株主から代表訴訟を提起される危険のある上場会社の役員について、その行動に大きな影響を与えているとの推量はたびたび耳にする。ただ、この影響は、無謀な行為を抑止するものであるとともに、合理的なリスクテイクを妨げる（経営の萎縮効果）可能性もある。日本企業の共同体的性格（5節（3）イ．参照）に照らすと、代表訴訟の脅威が存在することの両面の効果は、いずれもかなり大きいのではないかと推測される。

¹⁸⁸ 2009年に実施されたアンケートによると、日本の上場会社のうち、特別取締役について定めを置いていない会社が96.6%である。別冊商事法務編集部〔2009〕60頁以下。

ことが一般的である¹⁸⁹。このような実務は、取締役会の成員を報酬決定権を有する経営者に対して従属的な地位に置き、取締役会の監督機能を殺んでいるのではないだろうか。

（ロ）今後の方向性

このような法・実務の現状については、まずモニタリング・モデルを目指すか否かとは別に、各取締役・経営上層部の報酬の決定を特定の実務に委任することを許さないこととし、決定は取締役会全体で行うか 3 人以上から構成される内部委員会に対してしか委任できないという実務を確立すべきである。もっとも、それを法改正により実現するか、ソフトローによるべきかは、両論あり得よう。

次に、社外取締役の賠償責任の軽減、取締役会の経営者への意思決定の委任については、2001・2002（平成 13・14）年改正（5 節（5）ロ、（イ）で前述）の方向をより推進すること、例えば、特別取締役に委任できる事項を広げること等が、検討課題となろう¹⁹⁰。

大企業では、若手・中堅の人材を育成するため、子会社の設立や、子会社での事業の立上げを経験させることは少なくないであろう。多重代表訴訟（親会社株主が子会社役員等を被告として、子会社に対する損害賠償を請求する仕組み）という制度は、このような人材育成を困難にする側面がある。これまで、日本の会社法は役員の損害賠償責任のエンフォースメントを強化することで役員の逸脱行動を抑止することに重点を置いてきたが（2 節（3）参照）、法改正が実務に与えるインパクトについては十分な注意が必要であるように思われる¹⁹¹。

¹⁸⁹ アンケートによると、日本の上場会社では、取締役の報酬の決定を特定の実務に委ねることが一般的である。別冊商事法務編集部〔2009〕61 頁。最高裁判所も、取締役が会社から受ける報酬について、その決定を特定の実務に委ねることが許されると判示している（最判昭和 58 年 2 月 22 日判時 1076 号 140 頁）。

¹⁹⁰ 以上につき、大杉〔2011a、b〕参照。

¹⁹¹ 法制審議会「会社法改正要綱」（2012 年 9 月 7 日）は、結論として多重代表訴訟を重要な子会社に限ったことから、本文で述べた懸念はほとんどなくなったが、法制審議会・会社法制部会での議論においては、子会社の（相対的）規模の大小にかかわらず多重代表訴訟を認めるべきであるとの議論も少なからずみられた。このような議論は、筆者の目には、実務への無理解と感じられる。

5 節（3）ハ、（イ）と関連して、会計監査人（監査法人）が監査役等と適切に連携して会計監査に従事することを確保する上では、有価証券報告書提出会社の提出書類に虚偽記載がある場合につき、（現行の金融商品取引法 21 条の 2 に類似する規定を新設して）会計監査人に立証責任を転換した損害賠償責任を課すことが考えられる。他方、現行の金融商品取引法 21 条の 2（提出会社に無過失責任を課す）は、株主（長期的投資家）の犠牲のもとに短期的投資家を利するものにすぎず、違法効果を抑止する効果が疑われることから、これは廃止すべきであろう。田中〔2012〕同旨。

6. 要約と結語

本稿は入り組んでいるが、これを4つに分けて、(A)「コーポレート・ガバナンスの概念」(2節を中心とする)、(B)「モニタリング・モデルの誕生と発展」(3節中心)、(C)「金融機関のガバナンス」(4節と5節(4)中心)、(D)「わが国上場会社のガバナンスの改善策」(5節(2)、(3)、(5)中心)の4つの論題に整理することができる。このうち、(A)、(B)は記述的な性質のもの、(D)は規範的な性質のものであり、(C)は記述的・規範的の両方の性質をもつものである。

本稿の内容・主張を要約すると、次のとおりである。なお、以下は各章の順序を少し入れ替え、各章の内容を再構成したものである。

(コーポレート・ガバナンスの概念)

(1) コーポレート・ガバナンスの語は多義的に用いられているが、上場会社・大企業について、①企業の目的と、②経営の改善・品質保証の手段について、「問題と解決策のメニュー」を示すものとして理解できる。①は、会社は誰の利益のために運営されるべきか、適法性か効率性か、の2点を含み、②は、外部規律と内部の自律、経営者・役員による統制と経営者に対する統制、ルール形式(制定法かソフトローか等)、の3点を含む¹⁹²。

これらの5点は、あるべきガバナンスを導くものというよりも、「問題と解決策のメニュー」としてとらえることが妥当である。

(2) 「会社は誰のものか」という問いについての確定的な回答は困難であり、近い将来にこの点の合意が得られる見込みはない。この点に議論のエネルギーを割くよりも、企業活動の適法性と収益性を確保する仕組みを具体的に論じることに重点を置くべきである¹⁹³。

わが国では、ガバナンス改革の提案がしばしば「会社は株主のものであるとする間違った理論に基づく主張」として一蹴される傾向があるが、提案の是非は個別に判断されるべきである。

(3) ある実務を採用することが会社の(広い意味での)利益にかなうとしても、それが経営者の金銭的・非金銭的利益に反する場合には自発的には採用されない。会社外部からの何らかの働きかけが必要になる。そのような働きかけは、制定法／ソフトロー、国内ルール／国際ルール等のかたちをとり得るが、株主権の強化や証券市場の機能強化は制定法により図られることが多く、取締役会の役割・構成についてはソフトローあるいは個社単位での交渉によって規律される傾向がある。

¹⁹² 2節(1)、(2)参照。

¹⁹³ 2節(4)参照。

(4) 外部者による他律を促進する手段としては制定法が用いられることが多く、内部者による自律を外部者が後押しする手段としてはソフトロー（上場規則や各種の行動規範等）が用いられることが多い。前者の例として、会社法や証券規制により株主の権利や証券市場の機能を確保することが挙げられる。後者の例として、取締役会の役割やその具体的な構成・行動の規範（ベスト・プラクティス）について内部者と外部者が共同で策定する各種の行動規範が挙げられる¹⁹⁴。

後者において、制定法よりもソフトローが好んで用いられるのは、社外（独立）者の数・比率や社外（独立）要件という外形よりも、その背後にある考え方やイメージの理解・共感が重要と考えられているからであろう。

(5) このように、コーポレート・ガバナンスの外延は広く、曖昧な概念ではあるが、その中核にある問題意識および改善の方向性については先進諸国の政府関係者の間で一定の共通認識がある。OECD ガバナンス原則（1999 年、2004 年）は、その共通認識を示すものとして理解できる（ガバナンス実務を統一しようとするものではない）¹⁹⁵。

（モニタリング・モデル、ソフトロー、国際ルール）

(6) 取締役会を監督機関と位置付け、社外（独立）取締役は監督機能を担わせる見解・実務をモニタリング・モデルという。米英独では、いずれも企業不祥事を機に、その対処としてモニタリング・モデルが採用された¹⁹⁶。

(7) アメリカはモニタリング・モデルの発祥の地であるが、全国的なソフトローは存在せず、学者・法律家団体・経営者団体の提唱したモデルは、経営者・投資家の間の個別の交渉および裁判所による意味付けを通じて定着し、発展した¹⁹⁷。ヨーロッパ諸国では、モニタリング・モデルは各国ごとのソフトローにより推進されており、投資家・経営者を含む各界の有識者がその策定に関わっている（一元的交渉）¹⁹⁸。

これに対して、日本では、モニタリング・モデルについての権威あるソフトローはいまだ存在せず、また会社実務としてもあまり定着していない。もともと、ドイツでモニタリング・モデルが受容され、普及していることに照らすと、モニタリング・モデルは、株主利益を最大化するための手段と理解する必要はなく、わが国においてもモニタリング・モデルの導入の可能性はある。

(8) 一般事業会社のコーポレート・ガバナンスについては、これを国際的に統一する理由はなく、日本経済・日本社会にとって何が一番よいのかを、日本政

¹⁹⁴ 2 節（5）および 3 節参照。

¹⁹⁵ 2 節（5）ロ．参照。

¹⁹⁶ 3 節（2）イ．、3 節（3）イ．（イ）、および 3 節（4）ロ．参照。

¹⁹⁷ 3 節（2）参照。

¹⁹⁸ 3 節（3）から（5）を参照。

府が考えればよい。他方、金融機関のガバナンスについては、国際ルールを定める理由がある（→（15）、（17））。

（日本企業の収益性の上昇と、不祥事の防止）

（9）日本経済の低迷は会社の外部要因によるものか、内部要因によるものか、という問題については、次のように考えられる。マクロデータに照らすと、日本企業の利益率の低さは、経済の新陳代謝を妨げている社外の要因によるところが大きいが、経営のまずさという社内要因による部分も小さくないと推測される¹⁹⁹。

（10）後者（社内要因）は、近時の経営学研究が示す「管理職と区別される経営の専門家（戦略を担う者）の養成がうまく機能していない」という問題と関連していると思われる。また、日本の電機メーカーの不振を MOT（management of technology）の不在、すなわち技術と経営の両方を理解してマネージし、技術投資の費用対効果を最大化できる人材の不足と関連付ける見解があることも、注目に値しよう²⁰⁰。

（11）それでは、モニタリング・モデルは社内要因の改善に役立つであろうか。モニタリング・モデルは、欧米では強い経営者の暴走を防ぐための仕組みとして取り入れられたが、わが国においては経営者の背中を押すものとして機能する可能性がある。

従業員等のステークホルダーの利益を重視する日本的経営には、長所も少なくないが、管理職と経営職の混同（経営者の選抜・養成の不全）を生む傾向があると同時に、「会社共同体」への帰属意識は、モニタリング・モデルという外部者の侵入を頑なに拒む原因にもなっているであろう。日本的経営の長所を維持しつつ、その欠点を克服する試みが必要である。モニタリング・モデルの導入は、企業の収益性の改善にとって必要条件でも十分条件でもないが、「戦略の不全」を克服する 1 つの手段ととらえることができる²⁰¹。

（12）社長が後継社長を指名するという日本企業の慣行によると、業績不振のために引責辞任する経営者が後継者を選ぶことになってしまう。業績の悪化後にそれを修正する仕組みの導入には困難を伴うことに照らすと、修正のメカニズムは、業績に特に問題がない時期に導入する必要がある。このことが、モニタリング・モデルの 1 つの利点である。業績に特に問題がない時期に良い社外取締役を入れておけば、経営者が良い時には助言者として、悪い時にはモニターとして機能する（両者は連続的である）ことが期待されるからである。

もともと、日本企業の収益性の低さについては、企業の内部要因以外にも改

¹⁹⁹ 5 節（2）へ、参照。

²⁰⁰ 5 節（2）ハ、参照。

²⁰¹ 5 節（2）ト、参照。

善すべき点があり、諸要因の間には相互補完性が存在すると考えられるので、企業のガバナンスだけを改善してもその効果は限定的である。例えば、経済の新陳代謝を高めるためのほかの方法もあり得るので、ガバナンスの改善法は、ガバナンス以外の手法と同時並行的に進めていく必要がある²⁰²。

(13) 不祥事の防止（適法性の確保）については、わが国の監査役制度は国際的にみて一定の水準に達しており、制度の改善余地は大きなものではないが、これを支える周辺の仕組みの整備・充実が今後の課題である。例えば、公認不正検査士（CFE）の導入企業があまり増加していないと思われる点等に留意すべきである²⁰³。

（金融機関のガバナンス）

(14) 伝統的な銀行（金融）規制のパラダイムは、次のように理解できる。銀行の破綻は、銀行の株主・債権者だけでなく、信用不安の他行への波及や実体経済への悪影響という外部効果をもたらす可能性が高い。このため、一般の事業会社の場合よりも、銀行の経営においては、財務の健全性（過度なリスクテイクの防止）が重要である。そして、財務の健全性確保の要請から、株主利益の追求は一定の制約に服することになる。もっとも、金融機関が利益をあげることは、重要なことであり、決して問題視されるべきではない。金融機関の利益獲得は、顧客に優れたサービスを提供して、その対価として利益を受け取ることで実現するものであり、それによって金融機関の財務力が安定するからである²⁰⁴。

(15) 銀行の健全性を確保する仕組みとして、公的な規制（事前規制・監督・破綻処理への関与）が整備されてきた。各国の規制当局には自国の金融機関が競争上有利となるルールを定める誘惑があることから、レベル・プレイング・フィールドの確保のため、国際ルールを作ることでミニマム・スタンダードを定めてきた。もっとも、各国で上乗せ規制をすることは妨げられない²⁰⁵。

(16) 2008 年秋以降に深刻化した世界金融危機は、これまでの金融規制に欠陥があることを明らかにした。この問題に対処するために、各国の規制当局は協調して規制の強化・整備を図ってきた²⁰⁶。そのような動きの中で、当局による権力的な規制の限界が意識されるようになり、金融機関によるリスク管理の自助努力を促進するというアプローチが注目されるようになった。すなわち、従来型の権力的な（命令と服従という、ハードな）規制に、新しい「自助努力を監督当局が促進し、監視する」という（対話を通じたソフトな）規制を付加す

²⁰² 5 節（2）ト．およびチ．参照。

²⁰³ 5 節（3）参照。

²⁰⁴ 4 節（2）イ．およびロ．参照。

²⁰⁵ 4 節（2）ハ．参照。

²⁰⁶ 4 節（3）参照。

ることで、金融規制の実効性を向上させようとする試みである。これは、(14)で述べた銀行の営利組織としての側面と公的な側面とを調和させ、両者間の整合性を高めるものとして理解できる²⁰⁷。

(17) この「金融機関の内部者による自律を、監督当局が監視する」という枠組みについても、先の(15)と同様、国際的なルール策定が有意義であると考えられる。先に述べた理由に加え、大規模銀行の破綻は他国の金融システム等にも悪影響を及ぼし得ることが世界金融危機により明らかになったことが、その理由として挙げられる。バーゼル委員会が金融機関のガバナンスについてソフトローを策定し、これを各国の金融機関および監督当局に提示しているのは、このためであろう²⁰⁸。

(18)「銀行は誰のものか」と問われれば、株主だけのものというべきではなく、その役職員はより広いステークホルダーの利益を促進する代理人として行動するものとするのが、国際的な共通認識である²⁰⁹。

(19) 金融庁・日本銀行は、毎年検査・考査に当たって「検査基本方針」、「考査の実施方針等について」を策定し、ウェブサイトで公表している。金融機関の職員は、これらを読んでいて、これらの文書が当局と金融機関の間のコミュニケーション・ツールとして機能している²¹⁰。

(20) 近時の「金融機関のコポーレート・ガバナンス」として示されている諸原則は一般事業会社にも妥当するのか。OECD や EU では、金融監督の文脈で OECD ガバナンス原則が参照されることが一般的であるが、これは同原則が先進諸国（の政府関係者）の間で概念を共有するもの（共通言語）として機能しているからである。金融機関と一般事業会社では、同じガバナンス原則が妥当するとしても、それをエンフォースする主体・仕組みに差がある²¹¹。

(21) もっとも、バーゼル委員会が定めた国際ルールについては、次の 2 つの点が問題になる。

第 1 に、これらが OECD ガバナンス原則を下敷きにしていることはたして妥当であろうか。

筆者は、この点は OECD ガバナンス原則の枠組みが共通言語であること（→(5)、(20)）に由来するものであると考えている。そして、バーゼル委員会は、銀行が預金者および他のステークホルダーに対しても責任を負っていることに言及し、G30 は、リスク・ガバナンスが長期的であるべきこと、長期的な（視野を持つ）株主が金融機関のガバナンスに貢献できると述べている。このように、これらの文書は、一般事業会社について株主の保護が前面に登場するのと

²⁰⁷ 4 節（4）ハ．参照。

²⁰⁸ 4 節（4）イ．からハ．を参照。

²⁰⁹ 前掲注 100、103 およびそれらに対応する本文を参照。

²¹⁰ 4 節（4）ニ．参照。

²¹¹ 5 節（4）イ．参照。

は異なり、いわば株主利益の追求に一定の限度を設けるニュアンスを含むものといえるから、金融機関の特性（→（14））を無視したものではないと考えられる²¹²。

第 2 に、これらの文書がモニタリング・モデルを前提としたベスト・プラクティスを示していることについて、モニタリング・モデルが普及していないわが国はこの点をどうとらえるべきか、という問題がある。

筆者は次のように考えている。①金融機関のリスク管理において、これまでの経験に照らすかぎり、わが国の監査役制度と欧米のモニタリング・モデルの間の優劣は明らかではなく、両者は一長一短である。②バーゼル委員会の説くリスク管理の体制を確保するためには、監査役（会）設置会社においても、モニタリング・モデルの外形の導入は必須ではないが、そこでいう「監督機能」の導入は必須であると考えられる。具体的には、執行者と監督者の間の権限分配の明確化、明文化という実務運用を推進すべきである。そのことを前提に、当局は「自己規律を促す」というエンフォースをすることになる²¹³。

（22）金融機関と類似の問題が、他の公益事業者、例えば電力会社にも存在しており、金融機関のガバナンスに関する検討はこれらの事業者に対しても問題の解決策を提供する可能性がある²¹⁴。

（会社法の役割）

（23）会社法は、今後、上場会社が自発的に監督機能を発揮できることに重点を置いて整備されるべきである。取締役会を監督機関とするためには、監督に係る事項（経営の基本方針等）の決定を取締役会の決議事項に加えることと、戦略的要素に乏しい経営上の意思決定については経営者への委任を行いやすくすること（取締役会の決議事項から除外できること）の 2 点について、検討が必要である。他方、社外（独立）取締役の設置や各種委員会について強行的な規律を行うことには慎重であるべきである。

モニタリング・モデルを実践するためには、取締役会への上程事項を定める付議基準を高く設定することにより、取締役会での意思決定事項を減らし、その決定を経営者に委任するとともに、監査役・社外取締役が監査・監督機能を果たすために必要となる情報を内部統制システムによって確保することになる。そして、そのような権限移譲を妨げ得る会社法上の問題点について、社外取締役の賠償責任の軽減、取締役会の経営者への意思決定の委任の 2 点につき、2001・2002（平成 13・14）年改正の方向をより推進すること、例えば、特別取

²¹² 5 節（4）イ．参照。

²¹³ 5 節（4）ロ．参照。

²¹⁴ 5 節（4）ハ．参照。

締役に委任できる事項を広げること等が、検討課題となろう²¹⁵。

以下が、本稿の結びである。

日本企業のガバナンス実務には、欧米諸国と異なっている点が少なくない。もちろん、諸外国の制度・実務が常にわが国より優れているわけではなく、諸外国のものをわが国に導入しようとするときには、わが国における問題の所在、諸外国の制度の利点、両者における背景・環境の違いを踏まえることが前提となる。

本稿の執筆以前より筆者が感じていたことは、わが国でコーポレート・ガバナンスが語られるとき、学者も実務家も、日本のメガネを通して外国の制度をみているのではないか、という疑問であった。

本稿では、外国の制度をなるべくありのままにみることを通じて、より偏りの少ない理解を提示することを目指した。この試みが成功しているか否かは読者の判断に委ねられるが、本稿がコーポレート・ガバナンスをめぐるさまざまな意見の対立を乗り越え、多様なプレイヤーの間での対話の助けとなるのであれば、筆者にとって望外の幸せである。

²¹⁵ 5 節（5）参照。

参考文献

- 安達精司、ラーラ ダハティー、「英国におけるコーポレート・ガバナンスをめぐる論議〔上〕」、『商事法務』1300号、1992年a、53～59頁
- 、「英国におけるコーポレート・ガバナンスをめぐる論議〔下〕」、『商事法務』1301号、1992年b、24～31頁
- 荒井一博、『終身雇用制と日本文化——ゲーム論的アプローチ』、中央公論新社、1997年
- 池尾和人、「金融危機とその後の対応」、『金融法務事情』1903号、2010年、18～26頁
- 石井照久、『会社法 上巻（商法 II）』、勁草書房、1967年
- 石田晋也、『金融危機の本質——英米当局者7人の診断』、金融財政事情研究会、2011年
- 稲葉威雄、「商法等の一部を改正する法律の概要〔中・二〕」、『商事法務』909号、1981年、8～21頁、
- 岩本康志・齊藤 誠・前多康男・渡辺 努、『金融機能と規制の経済学』、東洋経済新報社、2001年
- 岩原紳作、「世界金融危機と金融法制」、『金融法務事情』1903号、2010年、27～37頁
- 江頭憲治郎、「コーポレート・ガバナンスを論ずる意義」、『商事法務』1364号、1994年、2～7頁
- 、「コーポレート・ガバナンスの課題」、『銀行法務21』558号、1999年、4～11頁
- 大杉謙一、「会社法と金融規制その他の業規制との関係」、『法律時報』82巻12号、2010年、51～56頁
- 、「取締役会の監督機能の強化〔上〕——社外取締役・監査役制度など——」、『商事法務』1941号、2011年a、17～24頁
- 、「取締役会の監督機能の強化〔下〕——社外取締役・監査役制度など——」、『商事法務』1942号、2011年b、18～27頁
- 海道ノブチカ、「ドイツのコーポレート・ガバナンス・コードクス(DCGK)——ゲルムとヴェルダーの実証分析を中心として」、『商学論究』59巻1号、2011年、1～17頁
- 柿崎 環、『内部統制の法的研究』、日本評論社、2005年
- 片木晴彦、「監査役制度の行方（二・完）」、『民商法雑誌』120巻3号、1999年、414～436頁
- 川口幸美、『社外取締役とコーポレート・ガバナンス』、弘文堂、2004年
- 神作裕之・武井一浩編、『コーポレート・ガバナンス ハンドブック』、民事法

- 研究会、2010 年
- 神田秀樹・小野 傑・石田晋也編、『コーポレート・ガバナンスの展望』、中央経済社、2011 年
- 、「金融危機後の金融規制に関する国際的なルール形成」、『法律時報』84 巻 10 号、2012 年、24～30 頁
- 木下信行、『金融行政の現実と理論』、金融財政事情研究会、2011 年
- 、「わが国企業の低収益性等の制度的背景について」、日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズ、日本銀行金融研究所、2012 年、<http://www.imes.boj.or.jp/research/abstracts/japanese/12-J-12.html>
- 小柿徳武、「ドイツにおける会社法等の改正動向」、『商事法務』1568 号、2000 年、58～65 頁
- 商事法務、『取締役・執行役ハンドブック』、商事法務、2008 年
- 商事法務研究会、『取締役・監査役ハンドブック』、商事法務研究会、1965 年
- 、『取締役ハンドブック』、商事法務研究会、1975 年
- 、『取締役ハンドブック 新版』、商事法務、1983 年
- 関 孝哉、「英国コーポレート・ガバナンスの国際性とハンペル中間報告書」、『商事法務』1471 号、1997 年、23～29 頁
- 、「英国の統合コーポレート・ガバナンス規範とその特徴」、『商事法務』1511 号、1998 年、4～8 頁
- 、「ドイツのコーポレート・ガバナンス改革とその背景——テオドル・バウムス教授に聞く」、『商事法務』1675 号、2003 年、90～94 頁
- 高橋英治、『ドイツ会社法概説』、有斐閣、2012 年
- 高橋理一郎・土本清幸、「『企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン』への期待」、『Exchange Square』33 号、2010 年、16～18 頁
- 竹内 健、『世界で勝負する仕事術——最先端 IT に挑むエンジニアの激走記』、幻冬舎、2012 年
- 田中 亘、「流通市場における株式取得者に対する発行会社の損害賠償責任」、『金融・商事判例』1392 号、2012 年、1 頁
- ドイツ・コーポレート・ガバナンス政府委員会（関 孝哉・アンドレアス メルケ訳）、「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範」、『商事法務』1675 号、2003 年、95～100 頁
- 中野 誠、「利益率格差構造の国際比較研究」、『一橋ビジネスレビュー』55 巻 4 号、2008 年、78～92 頁
- 日本監査役協会、『役員等の構成の変化などに関するアンケート集計結果——第 13 回インターネット・アンケート（監査役設置会社版）——』、2013 年（月刊監査役 612 号 別冊付録）
- 日本銀行金融研究所、『新版 わが国の金融制度』、日本銀行金融研究所、1995

年

日本銀行金融研究所、『日本銀行の機能と業務』、日本銀行金融研究所、2011 年
日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム、『OECD コーポレート・ガバナンス』、明石書店、2006 年

早川 勝、「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス基準の策定」、『同志社法學』54 卷 2 号、2002 年、246～274 頁

林 孝宗、「イギリスにおけるコーポレート・ガバナンスの展開」、『社学研論集』17 号、2011 年、247～263 頁

広田真一、『株主主権を超えて：ステークホルダー型企業の理論と実証』、東洋経済新報社、2012 年

深尾京司、『「失われた 20 年」と日本経済 構造的な原因と再生への原動力の解明』、日本経済新聞出版社、2012 年

別冊商事法務編集部、『別冊商事法務 334 号 会社法下における取締役会の運営実態』、商事法務、2009 年

正井章彦、『共同決定法と会社法の交錯』、成文堂、1990 年

———、『ドイツのコーポレート・ガバナンス』、成文堂、2003 年

———、「ドイツ・コーポレート・ガバナンス基準の 2007 年改定について」、『比較法学』42 卷 1 号、2008 年、233～263 頁

三品和広、『戦略不全の論理——慢性的な低収益の病からどう抜け出すか』、東洋経済新報社、2004 年

———、『戦略不全の因果——1013 社の明暗はどこで分かれたのか』、東洋経済新報社、2007 年

———、『どうする？ 日本企業』、東洋経済新報社、2011 年

宮島英昭、「専門経営者の制覇」、山崎広明・橘川武郎編『日本経営史 4 「日本的」経営の連続と断絶』、1995 年、岩波書店、75～124 頁

———、「財界追放と経営者の選抜」、橋本寿朗編『日本企業システムの戦後史』、東京大学出版会、1996 年、43～108 頁

村上淳一・守矢健一・ハンス ペーター マルチュケ、『ドイツ法入門（改訂第 8 版）』、有斐閣、2012 年

メイヤー、コリン（宮島英昭・清水真人訳）、「危機後の日本企業をコミットメントの視点から考える」、『商事法務』1995 号、2013 年、4～15 頁

森本 滋編著、『比較会社法研究——21 世紀の会社法制を模索して』、商事法務、2003 年

家森信善・清水克俊、「金融制度の脆弱性と法規制——経済主体のインセンティブを理解した規制を」、『法律時報』81 卷 11 号、2009 年、9～15 頁

山口利昭、「監査役の権限」、岩原紳作・小松岳志編『ジュリスト増刊 会社法施行 5 年 理論と実務の現状と課題』、有斐閣、2011 年、37～45 頁

- 山口利昭、『法の世界からみた「会計監査」——弁護士と会計士のわかりあえないミゾを考える』、同文館出版、2013 年
- Asian Corporate Governance Association (ACGA), “White Paper on Corporate Governance in Japan,” Japan Write Paper, 2008.
- American Bar Association (ABA), “Corporate Director’s Guidebook,” *Business Lawyer*, Vol.32, 1976, pp.5-52.
- ABA Section of Corporation, Banking and Business Law’s Committee on Corporate Laws, “Corporate Director’s Guidebook,” *Business Lawyer*, Vol.33, 1978, pp.1591-1644.
- American Law Institute (ALI), *Principles of Corporate Governance*, American Law Institute Publishers, 1994.
- Bainbridge, Stephen M., *The New Corporate Governance: In Theory and Practice*, Oxford University Press, 2008.
- Basel Committee on Banking Supervision, “Principles for Enhancing Corporate Governance,” 2010.
- Bebchuk, Lucian A., and Robert J. Jackson, “The Law and Economics of Blockholder Disclosure,” *Harvard Business Law Review*, Vol.2, 2012, pp.39-60.
- Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas, “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance,” *Journal of Finance*, Vol.63, No.4, 2008, pp.1729-1775.
- Brunnermeier, Markus, Andrew Crocket, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud, and Hyun Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation: Geneva Reports on the World Economy II*, Centre for Economic Policy Research, 2009.
- Business Roundtable (BRT), “The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation,” *Business Lawyer*, Vol.33, 1978, pp. 2083-2113.
- Cheffins, Brian R., and John Armour, “The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds,” *Journal of Corporation Law*, Vol.37. No.1, 2011, pp.51-103.
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, “Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance,” 1992.
- Canyon, Martin J., “Corporate Governance Changes in UK Companies between 1988 and 1993,” *Corporate Governance* Vol.2, 1994, pp.87-100.
- Cosh, Andy, Paul Guest, and Alan Hughes, “UK Corporate Governance and Takeover Performance,” Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No.357, 2007.
- Dahya, Jay, “Board Composition, Equity Ownership, and Management of the Firm’s

- Assets: A Natural Experiment,” Working Paper, 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=687471>
- Eisenberg, Melvin Aron, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Little, Brown, 1976.
- European Commission, “Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan: European company law and corporate governance—a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies,” 2012.
- Financial Services Authority, “The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis,” 2009.
- Financial Stability Board, “Thematic Review on Risk Governance: Peer Review Report,” 2013.
- French, Kenneth R., Martin N. Baily, John Y. Campbell, John H. Cochrane, Douglas W. Diamond, Darrell Duffie, Anil K Kashyap, Frederic S. Mishkin, Raghuram G. Rajan, David S. Scharfstein, Robert J. Shiller, Hyun Song Shin, Matthew J. Slaughter, Jeremy C. Stein, and René M. Stulz, *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, Princeton University Press, 2010.
- Gilson, Ronald J., and Jeffrey N. Gordon, “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights,” *Columbia Law Review*, forthcoming, 2013.
- Gordon, Jeffrey N., “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices,” *Stanford Law Review*, Vol.59, 2007, pp.1465-1568.
- Group of Thirty, “Toward Effective Governance of Financial Institutions,” 2012.
- Hansen, Charles and A.A. Sommer, Jr., “A Guide to the American Law Institute Corporate Governance Project,” *Business Lawyer*, Vol. 51, 1996, pp.1331-1338.
- Ho, Virginia Harper, “‘Enlightened Shareholder Value’: Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide,” *Journal of Corporation Law*, Vol.36, No.1, 2010, pp.59-112.
- Kahan, Marcel and Edward B. Rock, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control,” *University of Pennsylvania Law Review*, Vol.155, 2007, pp.1021–1093.
- Keay, Andrew R., “The Global Financial Crisis : Risk, Shareholder Pressure, and Short-Termism in Financial Institutions - Does Enlightened Shareholder Value Offer a Panacea?,” Centre for Business Law and Practice School of Law University of Leeds Working Paper, 2011. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1839305>

- Kraakman, Reinier, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, and Edward Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach (Second Edition)*, Oxford University Press, 2009.
- Landier, Augustin, David Sraer, and David Thesmar, "Bottom-Up Corporate Governance," CEPR Discussion Paper No.5500, 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=903923>
- Macey, Jonathan R., *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press, 2008.
- OECD, "Corporate Governance and The Financial Crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles," 2010.
- Rayton, Bruce A., and Suwina Cheng, "Corporate Governance in the United Kingdom: changes to the regulatory template and company practice from 1998-2002," University of Bath School of Management Working Paper Series, 2004.
- Zenichi Shishido, "Japanese Corporate Governance: The Hidden Problems of Corporate Law and their Solutions," *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol.25, No.2, 2000, pp.189-233.
- Walker, David, "A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities: Final recommendations," 2009.