

# 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・国際ルールの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。わが国では不祥事よりも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

.....  
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、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。また、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。

大杉謙一 中央大学法科大学院教授（E-mail: k-osugi@tamacc.chuo-u.ac.jp）

## 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）取締役に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<sup>1</sup>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<sup>2</sup>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<sup>3</sup>。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の歴史と国際比較、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」、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・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

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 ACCA [2008].

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<sup>4</sup>、「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ろう。

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れるべきかを論じるものである<sup>5</sup>。もっとも、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<sup>6</sup>。例えばOECDのコーポレート・ガバナンス原

4 それらを集成したものとして、神作・武井〔2010〕を参照。

5 江頭〔1994〕3頁、江頭〔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

則（(4)口.参照）でもこの用語は曖昧にしか定義されていない<sup>7</sup>。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。

以上が、コーポレート・ガバナンスの概念の外延であるが、この概念のコア部分は、イギリスのキャドバリー報告書（1992年）（3節(3)イ.(イ)を参照）の定義が最もこれをよく示している。すなわち、「コーポレート・ガバナンスとは、会社を指揮し（direct）、統制する（control）システムをいう」<sup>8</sup>。キャドバリー報告書の全体像に照らすと、「指揮」は（業務執行の細目ではなく）会社の大きな方向（戦略）の決定を、「統制」は業務執行状況や各種リスクの把握および管理を、それぞれ指すものと考えられる。

これは、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

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

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]。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1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、これは外国と日本の違いというよりも、米英とヨーロッパ大陸諸国の違いというべきであろう。

7 前文で、「コーポレート・ガバナンスは会社の経営者、ボード、株主その他のステークホルダーの間の関係にかかわるものである。また、コーポレート・ガバナンスは、会社の目的の設定に当たり、また、その目的を達成し業績を評価するための手段の決定に当たり、用いられる構造（仕組み）を提供するものでもある」と述べている。これは、定義というよりも説明といえよう。

8 33 カ国のコーポレート・ガバナンスを比較・分析した最近の文献も、このキャドバリー報告書の定義を用いている。Hopt [2011] p. 7. なお、同論文は、各国のコーポレート・ガバナンスは経路依存性による違いを多く残しているものの、機能的にみるとかなりの程度収斂していると述べている。

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)と言い換えることができる(図表2)<sup>9</sup>。

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図表2の1と2のいずれにあるかに関連があり、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)によってどこまで改善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、経営者および基幹従業員(いわゆる正社員)、取締役・監査役(それを支えるスタッフ・仕組みを含む)がかかわるもの、例えば内部統制システム、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・取締まりが外部からの規律である。

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のかは、興味深い問いである。

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

9 OECD ガバナンス原則は、前掲注7で紹介した文章(コーポレート・ガバナンスの概念の説明)の続きでボードと経営者を区別していることから、コーポレート・ガバナンスの語を、本文図表2の1(経営者)と2(ガバナンス)の両方を含むものとして用いているといえる。

## (2) 整理の意義

2節(1)で示した(A)から(E)の対立図式は、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べきではない。あくまで便宜的な分類・整理である。

そして、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。また、(A)から(E)の各項目の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。このことを論者が共有できれば、立ち位置の異なる者と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も意味がある。

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ようにみえる。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、一見すると両立しない。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、二項対立という問題設定に拘泥することは必ずしも適切ではない。

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<sup>10</sup>、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

.....  
10 森本 [2003]、Piršl [2008]、Kraakman *et al.* [2009] を参照。

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、「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」という法規範が、それに従わなかった取締役・経営者に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、実効的な規制は手薄であった。

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b)の点については、当時の行政指導・業界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。

## □. 1990年頃から2010年頃まで

この期間の日米欧に共通する動きとしては、2000年前後から(i)会社法ないし(ii)証券規制に関連して、内部統制システムの整備を定める法規定が導入されたことが挙げられる。

会社法の領域では、1990年頃から、日本およびヨーロッパ諸国においてアメリカ法への接近が明らかである。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誘致したこと（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（「下へ向かっての競争」(race to the bottom)論）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において見方が変化し、自由度の高い会社法のメリットが評価されるようになった。

そして、1990年以降のヨーロッパ諸国では、(ii)から(iv)の領域においてもアメリカ化が進展した。もっとも、アメリカ化はそれ自体は目的ではなく、自国経済の活性化という目的のための手段であった。ヨーロッパ諸国は、アメリカ法の諸要素のうち自国が取り入れるべき事項を選択的に取り入れた。

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の導入時期が早い国（イギリス）と遅い国（ドイツ）の差がある。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。

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・同水準の改革を行ったとあってよい。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ものと考えられるが、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)株主代表訴訟等の強化が選ばれた点は、各種利害集団が有していた選好<sup>11</sup>および交渉力<sup>12</sup>の結果として説明することができるだろう。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）<sup>13</sup>にも妥当する。

## 八. 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

11 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。5節(2)イ.およびロ.を参照。

12 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。

13 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。

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効果と副作用は、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」ともいえるが、アメリカ・モデルの優位から生じた必然的なものではなく、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。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なものとはなっておらず、これに反する動きも散見される。

#### (4) 会社は誰のものか

##### イ. 各国の現状と揺らぎ

米英においては「会社は株主のものである」との見解（株主主権論）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のものである」との見解（ステークホルダー理論）が有力である。それでは、この対立は近い将来に解消されるのであろうか。

このような対立は、株式所有構造の違いに由来するとの見解がある。アメリカでは、株式所有が広く分散し、パワーバランスが経営者に傾いている点が問題と認識され、経営者の力を制限するために「会社は株主のものである」との見方が有力になった。これに対して、独仏においては多くの上場会社に大株主が存在し、そこから大株主が私的利益を追求するという問題や、株主グループ間の利害の衝突という問題が生じている。すなわち、株主の影響力の強さが問題の源であると認識されている。そのため、大株主から「企業それ自体」（ステークホルダーを含む概念）を保護すべきであるとの規範が発展したという<sup>14</sup>。

また、各国の文化・規範は、長い時間軸で見ると変化している。

例えば、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<sup>15</sup>、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。

14 Gelter [2011].

15 Ho [2010].

対照的に、戦前（20世紀初頭）の日本企業は、配当性向の高さ、経営者の短期的利益志向、従業員の離職率の高さ等において、現在の米英企業と類似していた。20世紀初頭のイギリスよりも当時の日本のほうが、現在の米英の株式所有構造に類似していたという指摘もある<sup>16</sup>。

「会社は誰のものか」をめぐる議論は、現在も進化の途上にある。2007年以降の世界金融危機は、米英型の株主主権論への疑問を呼び起こした。アメリカでも、いかにしてステークホルダーの利益を保護するか、いかにして長期的視野に立った経営を可能にすべきかを、会社法学者が論じるようになってきている<sup>17</sup>。

ヨーロッパ諸国においては、大陸諸国で1990年代以降、従来よりも株主利益を重視するという変化が生じていたが<sup>18</sup>、2000年代に入って、イギリスでもステークホルダーの利益保護、長期的経営を目指す動きが生じている。このような歩み寄りの1つの原動力として、EUの市場統合、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）が挙げられる<sup>19</sup>。

具体的には、ドイツでは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、株式会社についても、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<sup>20</sup>、2010年のスチュワードシップ・コードの策定<sup>21</sup>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

16 メイヤー [2013] 10頁。

17 Jackson [2011] は、株式を保有するステークホルダーの権限を強めることを提案する。Duruigbo [2012] は、譲渡をある程度制限された株式の保有者に対しては、より強い発言権を認める制度を提唱している。

18 Gelter [2011] p. 730 は、ドイツのステークホルダー理論は失敗し、株主主権論への収斂が1990年代以降に生じてきているが、世界金融危機によりこの傾向に変化が生じるか否かは現時点では明らかでない、と述べる。

19 [http://ec.europa.eu/internal\\_market/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/index_en.htm) および [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/index\\_en.htm](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/](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/)）、また2005年にコーポレート・ガバナンスについて専門家からなるアドバイザリー・グループを設置した（[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/advisory/index\\_en.htm](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。

20 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」。

21 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。

制約を課すものとなっている。ESV アプローチやステュワードシップ・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。

このように、各国において「会社は誰のものか」について意見は異なり、その違いにはそれなりの理由があるとともに、長期で見ると各国において議論の揺らぎがみられる。この問題について、国際的に議論が完全に1つの点に収斂する見込みは小さいと思われる。

## 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<sup>22</sup>の各章の標題は次のとおりである（図表3）。

各章の冒頭には、1文ないし2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

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 <sup>23</sup>
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)

22 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。

23 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。

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<sup>24</sup>、次のとおりと考えられる。

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、従業員や労働組合が企業の不正の兆候をボード（日本では取締役会・監査役会）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制により債権者の権利が確保されるべきことが明記された（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（IV. D.5.、IV. 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。

.....  
24 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。

#### (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主権論とステークホルダー理論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. 私見

これまでみてきたように、「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。

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、株主主権論かステークホルダー理論かに関係なく、適法性・収益性と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。

以上を確認したうえで、ここで株主主権論とステークホルダー理論の対立について筆者のコメントを述べる。

「おそらく、株主主権は規範的にはさほど魅力的ではないが実用的・実効的である。ステークホルダー理論は規範的には魅力的だが、实际的ではない…<sup>25</sup>」。法的な観点からは、ステークホルダー理論には積極的な意義は認められない。取締役（経営者および非業務執行役員）はステークホルダー全般の利益に配慮すべきであるというルールを作っても、具体的な局面で取締役が取るべき行動の内容は不明確であり、ルールにより取締役の行動を積極的に変化させることは見込めないからである。他方、上記のルールは、取締役は株主の利益を最大化しなくてもよいことを意味する。よって、ここで問題となるのは、取締役が株主の利益を最大化すべきでない場合が存在するのか、それは頻繁に生じるものか否かである。もし、株主の利益を最大化すべきでない場合が一定の頻度で存在するのであれば、ステークホルダー理論には消極的な意義が認められる。

世界金融危機を契機として、株主主権論について、①リスク（特にテール・リスク<sup>26</sup>）を軽視した意思決定を招きやすい、②企業の潜在的な収益力を短期的に実現しようとする（利益を先喰いしようとする）ことにより、経営者・従業員のモチベーションを犠牲にする等の問題が提起されるようになった。①、②は、株主利益の最大化が社会全体の厚生を最大化と衝突することを意味している。

もっとも、ステークホルダー理論は①、②の問題を緩和するものにすぎず、根本的な解決策とはいえないように思われる。ステークホルダーの利益への配慮を求めて

25 Keay [2010] p. 299.

26 後掲注 97 参照。

も、なお取締役は①、②の状況で株主利益を最大化するかもしれないし、配慮の結果、取締役は①、②以外の場面で株主以外のステークホルダーの利益を優先し、企業の収益力を阻害する意思決定を行うかもしれない。ステークホルダー理論を採用しても、このような取締役の行動を是正する仕組みは存在しない。

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（および信念）があるからであろう。イギリスのESVの導入については、株主主権論とステークホルダー理論の中間の第3の道と評価する見解も存在する。しかし、イギリスの経済の仕組みや政治思潮に照らすと、ESVの選択は、長期にわたり確立した「株主利益の最大化」原則を変更しないこと、多元主義的なアプローチをとらないこととして説明することができ、株主利益の優越は今後しばらく変化しないだろう、との分析により説得力がある<sup>27</sup>。このように、法的な観点から、実効性（エンフォースメント）を重視する立場に立つ限り、セカンド・ベストのルールとして株主利益の最大化を主張する見解は依然として有力である。

もっとも、法律学の外側では、米英においても株主主権論への懐疑が広がっている。世界金融危機の反省から、アメリカの有名ビジネススクールで教育のあり方を見直し、経営者の社会的責任にも目を向ける動きが生じているといわれている<sup>28</sup>。また、イギリスの有力なファイナンス学者の中にも、エージェンシー問題（経営者と株主の利害対立）はもはや本質的な問題ではなく解決済みであり、現在の焦眉の問題は別の点にあるとして、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目的と考える見解が現れてきている<sup>29</sup>。

以上を踏まえると、法律学にとっての課題は、株主主権論とステークホルダー理論の対立について答えを出すことではなく、各論のレベルで株主とその他のステークホルダーとの利害が衝突する場合を識別し、これに対処する法ルールを整備することにあるというべきである。

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

27 イギリス経済を特徴づける成熟した市場経済、企業の効率性を高める株式市場が存在し、またステークホルダー理論を後押しする政治思想である社会民主主義がイギリスではヨーロッパ大陸諸国よりもマイルドである（労働党政権も大企業の国有化に熱心ではなかった）こと等が、経路依存的・相互補完的に機能するという。Wen and Zhao [2011].

28 次の記事を参照。Kelley Holland, “Post financial crisis, B-school education comes under the lens” (March 15, 2009) (<http://www.livemint.com/Politics/vgrlu0dWQRjPzbcy3t84I/Post-financial-crisis-Bschool-education-comes-under-the-le.html>) ; Michael J. Mauboussin, “What Shareholder Value is Really About” (October 3, 2011) ([http://blogs.hbr.org/cs/2011/10/ceos\\_must\\_understand\\_what\\_crea.html](http://blogs.hbr.org/cs/2011/10/ceos_must_understand_what_crea.html)).

29 メイヤー [2013]。もっとも、著者は、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。

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<sup>30</sup>。これは、活動的なヘッジ・ファンドや運用資産規模を増しつつある 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<sup>31</sup>。

これに対して、アメリカの法学界では、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<sup>32</sup>。

このような具体的問題について、実証的なデータに基づいた議論を深めていくことが今後の課題である。

ここでわが国に目を転じる。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<sup>33</sup>。このことは、上場会社がり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の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

.....  
30 European Commission [2012].

31 「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る ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/reflectiongroup\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf))。もっとも、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。

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

33 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

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。

一般的に言って、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で、会社外部から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しょうか、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のでしょうか。

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しょうか。

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<sup>34</sup>。

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）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、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。

コーポレート・ガバナンスの分野でOECDよりも学術的な性格の強い団体として、2002年に設立されたEuropean Corporate Governance Institute（ECGI）がある<sup>35</sup>。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

34 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>）。

OECDガバナンス原則が各国の政府を第一次的な読者と想定しているとみられる点については、2節(4)ロ.(イ)に示した2004年版原則のI.のリード文を参照。

35 <http://www.ecgi.org/>参照。

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ろう。

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<sup>36</sup>。

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。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を論じる。

#### (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、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ることをしていなかった、つまり全く機能していなかった。

36 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.

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<sup>37</sup>。

不祥事の発覚により、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<sup>38</sup>。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（会社法学者であり、かつてSECの委員長を務めた）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（「下へ向かっての競争」）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<sup>39</sup>。

このような急進的な改革案（3節(2)口.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、と論じた。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<sup>40</sup>。

## 口. 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、

37 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付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。

38 1970年代に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。

39 Bainbridge [2008] p. 159.

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

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<sup>41</sup>。

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、1,700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<sup>42</sup>。

その頃、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、彼ら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者であった（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

1956年に、ニューヨーク証券取引所（NYSE）は上場規則で、少なくとも2人の社外取締役を置くことを上場会社に義務付けた<sup>43</sup>。1962年のNYSEの上場規則は、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た。

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<sup>44</sup>。また、1977年には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<sup>45</sup>。

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

42 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。

43 温 [2012] 142 頁。

44 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。

45 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.

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。

もっとも、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<sup>46</sup>。

## 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<sup>47</sup>。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

46 Gordon [2007] pp. 1473, 1565.

47 Gordon [2007] p. 1475.

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。

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<sup>48</sup>。「社外」基準については、監査委員会の実効性を改善するためのブルーリボン委員会<sup>49</sup>の提言に応じて、1999年にNYSEおよびNASDAQはルールを改定し、監査委員会における独立取締役の人数を3人以上とすることを定め、また独立性の基準を大幅に厳格化した<sup>50</sup>。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<sup>51</sup>。

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<sup>52</sup>。

#### 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、換言すると、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・モデル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<sup>53</sup>。

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%

48 Gordon [2007] p. 1498.

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

50 温 [2012] 147 頁、Gordon [2007] p. 1480.

51 Gordon [2007] p.1492.

52 以上につき、Gordon [2007] pp. 1480, 1491–1492.

53 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、Hansen and Sommer [1996] を参照。

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は、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<sup>54</sup>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<sup>55</sup>。

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<sup>56</sup>。彼によると、アメリカの大企業が経営者覇権か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た。また、機関投資家に議決権行使の助言を提供している Institutional Shareholder Services (ISS) 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、

54 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。

55 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。

56 Bainbridge [2008] pp.155 ff.

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いる。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<sup>57</sup>。

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は重要であるが、決定的な要因ではない。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が行われているものの、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。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」と呼ぶことができよう。

## へ. モニタリング・モデルの評価

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・利益等との関係性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。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、内部告発者(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(敵対的買収やPEファンドによる非上場会社化取引等)、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<sup>58</sup>。アメリカの会社法研究者の間では、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<sup>59</sup>。取締役会主権モデルとは、会社は株主の利益のた

57 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。

58 Macey[2008]p.50.

59 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

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である。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。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<sup>60</sup>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<sup>61</sup>。

同報告書は、その冒頭で、「コーポレート・ガバナンスとは、会社を指揮し（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

---

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.

60 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。

61 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。

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）。

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）<sup>62</sup>。

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

.....  
62 3 節(3)イ.(ロ)の末尾を参照。

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）。1 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）。取締役会が会社の指揮と統制を掌握するため、取締役会が決定に必要な日程・時間を公式（formal）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会に提供すべきである（2.1）。NED の<sup>63</sup>過半数は経営者から独立し、かつ報酬の受領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、かつわかりやすく提示（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

63 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。

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)<sup>64</sup>。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る。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<sup>65</sup>、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

64 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。

65 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。

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<sup>66</sup>。

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<sup>67</sup>。

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<sup>68</sup>。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<sup>69</sup>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

66 安達・ダハティール [1992a] 54頁以下。

67 以上につき、安達・ダハティール [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。

68 Conyon [1994]。

69 Rayton and Cheng [2004]。

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、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きようである。他方、上場会社を買収した会社における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）については、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<sup>70</sup>。

## 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は漸次、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<sup>71</sup>。

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よく活用する」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。この点は、両国で異なる（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、主として多元的交渉により、すなわち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のに対して、イギリスでは、別のかたちで、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ができよう。

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

71 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<sup>72)</sup>。

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）に類似してはいるが、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、Aufsichtsrat を「監督役会」、その成員を「監督役」、Vorstand 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。このことから、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。

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<sup>73)</sup>、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。以下で紹介するドイツ・コーポレート・ガバナンス・コード（独：Deutscher Corporate Governance Kodex, 英：German Corporate Governance Code; 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」等と訳した箇所もある。

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」

72 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。

73 高橋 [2012] 2~4、18、86、194 頁以下。

(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は、2002年に策定されたコード(正式名称はイ.を参照)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)のわかりにくさや、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<sup>74</sup>。

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<sup>75</sup>。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<sup>76</sup>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<sup>77</sup>。

## 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

74 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2000年に投資家・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。

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

76 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を明文化したこと(株式法128条2項2文)が挙げられる。小柿[2000]60頁以下を参照。

77 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。

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<sup>78</sup>。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<sup>79</sup>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<sup>80</sup>。ここでは、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。(中略)

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、その第二部として、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われることになる。(中略)

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。(中略)

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、大規模な投資家にわ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。

78 コードの制定までの経緯については、関 [2003] を参照。

79 「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。」

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

「どれだけ会社が留保なしにコードを受け入れるか、どれだけ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<sup>81</sup>。コードは、先行するイギリスのキャドバリー報告書（1992年）とその後続の報告書、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および良いガバナンスの基準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<sup>82</sup>。

### （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ヵ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

81 次のウェブサイトで見ることができ、過去のコードのドイツ語原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、提案のいくつかは勧告に格上げされる等しているが、大きな違いはない。

82 筆者が数えたところ、勧告を示す soll は 64 ヲ所、提案を示す sollte は 13 ヲ所、kann は 3 ヲ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。

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との連携を取り扱う。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)。

#### (二) 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) は数人からなるものとし、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ず）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、個人としての、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また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）。

#### （ヘ） 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遵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・金融機関が保有する投資ポートフォリオで、議決権が行使されていないものは除外する）。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——が監督役会議長に通知さ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

「コーポレート・ガバナンス原則」（2000年）の策定委員会の委員長であったバウムス教授は、2002年の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<sup>83</sup>。

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10回の改定が行われた。最新版は2013年5月14日公表のものである。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。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。

83 正井 [2003] 235、342 頁以下を参照。

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<sup>84</sup>。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<sup>85</sup>。

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。

## (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、*soil* 文で推奨事項を、*solite* 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、制定法とは別に、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

84 正井 [2008] 236 頁以下。

85 海道 [2011] 10 頁以下。

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 が現実に関能すること、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。ドイツのコードが会計監査人の機能・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って企業の戦略・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、米英で現在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。また、1999年に策定されたOECDガバナンス原則（初版）が株主の権利保護を定めていた。これらの点により、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ものと考えられる。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<sup>86</sup>。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（diversity）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。

欧州委員会は、2012年11月14日、非業務執行取締役の男女比の是正に関する指令案を欧州議会・理事会に提案した<sup>87</sup>。具体的には、約5,000社と推定される欧州の上場企業に対し、非業務執行取締役の男女構成比を、男女いずれかが40%に満たない場合、2020年までに（公企業は2018年までに）40%以上に引き上げることを求めるものである。このニュースはわが国でも取り上げられ注目を集めたが、近時の

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

87 “Women on Boards: Commission proposes 40% objective,” ([http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-1205-en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1205-en.htm)). 沼知聡子「欧州上場企業役員の4割を女性に」([http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/europe/20130115\\_006679.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/europe/20130115_006679.pdf))を参照。

動きの根源には、前述した取締役会の多様性の議論があることが見過ごされてはならないだろう。

## (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）。

もっとも、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大きい、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る。ヨーロッパと比較すると、アメリカのガバナンス改革は世論・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<sup>88</sup>。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。

#### 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(独)の制度を活用してこれに対処することが試みられ、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<sup>89</sup>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。

88 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。

89 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。

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<sup>90</sup>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。

## 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

90 前掲注 89 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。

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。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いい、破綻危機に対して銀行が備えるべきバッファー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<sup>91</sup>。

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<sup>92</sup>、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実感できる。

91 日本銀行金融研究所 [2011] 159 頁。

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

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
事前的措置	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

資料：日本銀行金融研究所 [1995] 115 頁

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ムミック・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。システムミック・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<sup>93</sup>。

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、または破綻金融機関の再建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。

## 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<sup>94</sup>。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

93 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、システムミック・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。

94 家森・清水 [2009]。

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す得る。

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、市場規律を弱めてしまうという側面がある<sup>95</sup>。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<sup>96</sup>、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実体経済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<sup>97</sup>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

95 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]。

96 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)）は内部モデルの使用を認めている。

97 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。

界があるように思われる<sup>98</sup>。

## 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カ国・地域首脳会合および20カ国・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）<sup>99</sup>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、各国で上乘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<sup>100</sup>。

98 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。

99 <http://www.bis.org/bcb/参照>。

100 神田〔2012〕28頁以下。

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。

### (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<sup>101</sup>。

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）<sup>102</sup>、有識者による「ジュネーブ・レポート」（2009年7月）<sup>103</sup>、有識者による「スクアム・レイク・レポート」（2010年6月）<sup>104</sup>等が次のように論じている。

101 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]。

102 Financial Services Authority [2009].

103 Brunnermeier *et al.* [2009].

104 French *et al.* [2010].

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。

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、システミック・リスクを個別行の資産の大きさ、非流動性資産の比率、負債比率、負債・資産の満期のミスマッチ、各国の信用拡大等に照らして認識し、それ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べきであり（危機時にそれがバッファーとなる）、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、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<sup>105</sup>。

105 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)<sup>106</sup>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)<sup>107</sup>、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)<sup>108</sup>のように、国際機関による報告書・提言も出されている<sup>109</sup>。

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〕が公表されているが<sup>110,111</sup>、以下は筆者による原文からの要約である)。

106 Walker [2009].

107 OECD [2010].

108 Basel Committee on Banking Supervision [2010].

109 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。

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

111 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](http://www.group30.org/rpt_64.shtml))。

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。

## (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<sup>112</sup>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しない。「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

112 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り付け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。

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、グループとその中の各社の構造、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<sup>113</sup>

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、グループ全体で、また個別の法人のレベルで継続的に把握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・プロフィールの変化（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し、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。

113 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）。

#### 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、把握し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）。

#### (ニ) 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、個別のルールの間隙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<sup>114</sup>。

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い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、自己の利益を追求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<sup>115</sup>——、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<sup>116</sup>。

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

.....  
114 石田 [2011] 8、214 頁以下を参照。

115 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うえ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 頁以下。

116 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。

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<sup>117</sup>。

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節(2)ハ. 参照）。

この関係をまとめると、次の図表7のようになろう。

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）。

## 二. 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、その内容はだ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わ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」<sup>118</sup>、「考査の実施方針等について」<sup>119</sup>を策定・

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

117 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。

118 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>）。

119 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/](https://www.boj.or.jp/finsys/exam_monit/exampolicy/index.htm/)）参照。

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わ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わ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。

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」ともいう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<sup>120</sup>。

このことは、会社の人的資源である経営者・従業員の間を関係性を反復ゲームとし、協調的行動を可能にするとともに<sup>121</sup>、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<sup>122</sup>。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特徴に関連して、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<sup>123</sup>。

120 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。

121 荒井 [1997]。

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

123 江頭 [1999] 8~9 頁。

## 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<sup>124</sup>。また、米英独仏日の5カ国の大企業の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<sup>125</sup>、日本の大企業はリスクテイクに慎重であると考えられる。

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<sup>126</sup>。

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<sup>127</sup>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<sup>128</sup>等が示されている。

このような日本企業の特徴は、株主主権論の問題点である①テール・リスクの軽視、②利益の先喰いによる経営者・従業員のモチベーション低下（2節(4)ハ.参照）に対するアンチテーゼとみることできる。

## 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年春に公表された家電メーカーの巨額赤字決算を想起すると、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』<sup>129</sup>（および『戦略不全の因果』<sup>130</sup>）を取り上げて、その概

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

125 中野 [2008] 82頁以下。

126 広田 [2012] 57～78、特に66～70頁。

127 広田 [2012] 35～56頁。

128 広田 [2012] 193～227頁。

129 三品 [2004]。

130 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

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<sup>131</sup>。

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、個々の職務を単純化すれば、その成果が稼働率等の指標で測られ、部分最適化が加速される。そのため、分業を本当に生かすためには、統合が必要となる<sup>132</sup>。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<sup>133</sup>。日本企業の場合、1970～99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<sup>134</sup>。

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人中の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<sup>135</sup>。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<sup>136</sup>。このことに加えて、社長の多くが4～6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、

---

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133参照）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。

131 三品 [2004] 244 頁。

132 三品 [2004] 200 頁以下。

133 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。

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

135 三品 [2004] 258 頁以下。

136 三品 [2004] 267 頁以下。

意欲も欠ける<sup>137</sup>。

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<sup>138</sup>、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、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<sup>139</sup>。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<sup>140</sup>、とする。

『戦略不全の論理』で提起された日本企業の弱点——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点の弱さ——は、近時の日本企業の業績不振事例をよく説明しているように思われる。

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<sup>141</sup>。

## 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

137 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)、マニフェスト (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)。

138 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。

139 三品 [2004] 270 頁以下。

140 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。

141 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・人材養成を考えるうえで興味深い (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)。

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、経営者の頭の中であって、判断の拠り所とされる「事業観」<sup>142</sup>——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も考えることもできる。そうであれば、取り立てて日本的経営の欠点を改善しようとする必要はないようにもみえる。

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中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』<sup>143</sup>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实体经济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<sup>144</sup>。深尾教授の研究も、この認識を共有するものである<sup>145</sup>。

『「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<sup>146</sup>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<sup>147</sup>。つまり、

142 三品 [2004] 169頁。

143 深尾 [2012]。

144 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）。

145 深尾 [2012] 66～68、275～276頁。

146 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。

147 深尾 [2012] 4、14頁以下。

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。

日本では、TFP<sup>148</sup>上昇率（年率）が、1975～90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<sup>149</sup>。

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<sup>150</sup>。

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<sup>151</sup>。

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<sup>152</sup>。

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<sup>153</sup>。

148 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（物的資本の蓄積）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。

149 深尾 [2012] 69～73 頁。

150 深尾 [2012] 98～101 頁。

151 深尾 [2012] 148 頁。

152 深尾 [2012] 167 頁以下。

153 深尾 [2012] 182 頁。

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<sup>154</sup>、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<sup>155</sup>。

## 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<sup>156</sup>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<sup>157</sup>、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<sup>158</sup>、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は、労働規制等の外部要因と無関係ではないが、「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）、他社との競争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

154 深尾 [2012] 280 頁。

155 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。

156 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結論付けられるか疑問がないわけではない。

157 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。

158 深尾 [2012] 278、280 頁。

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<sup>159</sup>。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<sup>160</sup>。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）<sup>161</sup>。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、両者の寄与率が〇対〇である、と論じることはできない。外部要因と内部要因の間には、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、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。

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、図表 2 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

159 深尾 [2012] 153 頁。

160 深尾 [2012] 282 頁。

161 深尾 [2012] 125 頁。

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（図表2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<sup>162</sup>が不足している。良い経営者を選び育て、適切にリスクを取らせるためには、どうすればよいだろうか。

### （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・スピリットの促進の1つの有力な手段であるが、必要条件でも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。業績不振のために引責辞任する経営者がしばしば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、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。

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。しかし<sup>163</sup>、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が困難であることである。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<sup>164</sup>。

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

162 あるいは、三品 [2007] のいうマニフェスト（経営者の強い信念）（前掲注 137 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うえでの解とはなり得てい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。

163 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。

164 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

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。

もっとも、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<sup>165</sup>。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、当面はモニタリング・モデルを導入せず折衷的な型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。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・スピリットの促進のためには、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<sup>166</sup>。

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<sup>167</sup>。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。

---

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わかりやすいが、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。

165 もちろん、創業経営者の任期も無限ではありえない以上、後継者の養成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。

166 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。

167 Landier, Sraer, and Thesmar [2005].

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<sup>168</sup>、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。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というイメージである。

「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つの方法にすぎない。リスクテイク、アニマル・スピリットを促進するために、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し、それによって両者のチームワークを機能させることが重要である。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、いずれも有力である。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、社外監査役の活用では賄うことができない。

## （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引き上げる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は少ない。また、ソフトローによる監督機能の強化の機運も乏しい。

---

168 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招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）。

## チ. 相互補完性

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。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。

具体的には、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、経営者・労働者の移動を促進し、大企業の死蔵する人材を開放すること等を検討すべきであろう。

### (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（米英）あるいは監督役（独）の制度を活用してこれに対処すべく、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、1) 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、2) 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の2点を検討する。

#### 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で作られている（3節(6)ロ.を参照）。

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<sup>169</sup>、ここでは、

169 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。

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（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、株主総会決議の取消訴訟を提起し（会社法831条1項<sup>170</sup>）、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<sup>171</sup>。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<sup>172</sup>。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、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、経営者に問題がある場合に監査役は解職・解任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になる。

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。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

170 同項の「株主等」には、監査役が含まれる。会社法828条2項1号括弧書。

171 山口 [2011] 38頁。

172 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ないだろう、そうなら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監査役が「経営者にモノがいない」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」が存在しないことによるのではないだろうか。

を訴えかけたものの、事情を知らない株主は、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<sup>173</sup>。この事例は個人株主の法・制度に対する誤解を示しているが、より問題なのは、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<sup>174</sup>。

#### (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<sup>175</sup>、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<sup>176</sup>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

173 山口 [2011] 39、43、45 頁。より詳しくは、山口利昭弁護士のプログ「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、ずいぶんと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。

174 山口 [2011] 45 頁。

175 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に取締役解任請求権（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 [1999] 433 頁以下。

176 会計監査人の解任に関する会社法 340 条を参照。

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、重大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、代表取締役を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である。

#### (ホ) 改善の方向

先の5節(3)ロ.(ロ)から(ニ)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わ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、周辺的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。仮に取締役会が内部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・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「会社の業務の適正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<sup>177</sup>。

内部統制の意義は場面により異なるが、内部統制に関するさまざまな考え方を1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

177 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\\_kigyoutosin/20110330.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kigyoutosin/20110330.html))。

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。2013年5月14日に、COSOはフレームワーク改訂版を公表したが、3つの目的・5つの構成要素等1992年版フレームワークの基本的部分は概ね維持されている<sup>178</sup>。

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。

178 主たる変更点は、内部統制の3つの目的の第2が「報告の信頼性」とされ、フレームワークが非財務情報の報告も含めるものとされること、5つの構成要素の基本的概念を説明する17の原則が明示されたこと等である。

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で制度化・ルール化し、その状況を事業報告等で開示する<sup>179</sup>、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<sup>180</sup>。これらの工夫により、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作成することもできるようになる。よって、i)、ii) の工夫が実際になされ、機能している会社においては、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つてよいと思われる。

### (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)<sup>181</sup>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、そして上場会社とその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、純粹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の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<sup>182</sup>。

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)<sup>183</sup>、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

179 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。

180 本文の i)、ii) は、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。八木ほか [2013] 34~36 頁。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。

181 [http://www.nichibenren.or.jp/activity/document/opinion/year/2010/100715\\_2.html](http://www.nichibenren.or.jp/activity/document/opinion/year/2010/100715_2.html) 参照。

182 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。

183 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

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<sup>184</sup>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<sup>185</sup>、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<sup>186</sup>。

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1,053人、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<sup>187</sup>。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。

---

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。

184 <http://www.acfe.jp/>参照。

185 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。

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

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

## 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場合があり、現にそのような状況に追い込まれた事例もいくつかみられる。不正の防止にとっては、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、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。

### (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<sup>188</sup>は、その冒頭でOECDガバナンス原則<sup>189</sup>を引用している（para. 4）。被引用箇所は、コーポレート・ガバナンスの定義というよりも説明というべき内容であるが<sup>190</sup>、この引用は何を意味するのであろうか。

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<sup>191</sup>。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

188 前掲注 108、111 および 4 節(4)ロ.を参照。

189 2 節(4)ロ.を参照。

190 前掲注 7 および 9 を参照。

191 前掲注 112、115 およびそれらに対応する本文参照。

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

したものとはいいにくい。

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、金融機関と一般事業会社での規範の内容は異なり、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ない。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）であろう。

すなわち、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、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いといえる。

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、各国での立法や実務は、経営トップや支配株主の専断を許すルール・風土を放置するものであってはならず、企業活動が社会全体の利益につながるという仕組み・信頼を顧慮すべきである、という価値観を共有することにあると考えられる。他の国際機関・団体（例えば G30）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<sup>192</sup>のも、そういう趣旨であろう。

192 例えば Group of Thirty [2012]。G30 については前掲注 111 を参照。

## 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、経営者とボードとを区別し、ボードが一定の独立性をもって経営者の監視・監督を行うという規範を示している（2004年版のVI. D.-E.）<sup>193</sup>。

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」という用語が用いられている<sup>194</sup>。

そのような用語法が用いられた理由の1つは、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。

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と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。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。

### (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

193 2節(4)ロ.(イ)を参照。

194 4節(4)ロ.(イ)を参照。

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・決定をそれが執行行為であるか監督行為であるかを意識して行うために、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案を作成し、②取締役会で、監査役を交えた討論を経たうえで、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2原則、第3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というのであれば、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、法律上許容される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、不正の兆候が高い確率で監査役に伝えられるための工夫として、社内の情報のやりとりの制度・ルールの確立、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<sup>195</sup>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<sup>196</sup>。

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

195 前掲注 97 参照。

196 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。

行動するものと考えらるべきであろう<sup>197</sup>。

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確保することが必要である。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が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確保するための手段となるかもしれない。

## (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（**direction**）と経営者の監督（**control**）（監査委員会による監査を含む）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

197 前掲注 115 およびそれに対応する本文参照。

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、実際には大企業の取締役会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った。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<sup>198</sup>、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議を行うものと理解されていた<sup>199</sup>。この解釈は1981（昭和56）年の商法改正で明文化されたが<sup>200</sup>、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<sup>201</sup>。

198 石井 [1967] 326 頁以下。

199 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の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〕。

200 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。

201 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巻1号1頁）。これを受けて、前掲注199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〕。

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るならば、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る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生じ、面従腹背の結果に終わるきらいがあるからである。

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、誘導は、欧米諸国の経験（3節参照）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<sup>202</sup>。

202 株主代表訴訟の脅威は、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(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。

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。2001年改正で役員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することが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いためか、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<sup>203</sup>。

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）に委ねることが一般的である<sup>204</sup>。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い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取締役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<sup>205</sup>。

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

203 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。

204 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取締役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、その決定を特定の取締役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）。

205 以上につき、大杉〔2011a, b〕参照。

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<sup>206</sup>。

## 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、(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、(A)、(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、会社は誰のものか)

(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、ルールの形式(制定法かソフトウェア等)の3点を含んでいる<sup>207</sup>。

これらの5点は、「問題と解決策のメニュー」としてとらえることができる。

(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。

もともと、日本およびヨーロッパ諸国で会社法・証券規制等のアメリカ化が進展したこと<sup>208</sup>、経営者を規制するうえで株主主権論は実効的なモデルであることは無視できない。株主主権論には、①リスク(特にテール・リスク)を軽視した意思決定

206 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(前掲注13を参照)、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うえでは、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。

207 2節(1)、(2)参照。

208 2節(3)参照。

を招きやすい、②利益の先喰いにより経営者・従業員のモチベーションを犠牲にするという2つの問題点が存在するが、法的には、これらの問題への対処は、ステークホルダー理論の採用ではなく、各論のレベルで行われるべきである<sup>209</sup>。

(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ので、会社外部からの働きかけが必要になる。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。多くの国で、経営者を含む公的組織によってソフトロー、すなわち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)が策定されている<sup>210</sup>。

ソフトローが用いられるのは、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。

(4)コーポレート・ガバナンスは曖昧な概念であるが、そこに次の点が含まれること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。すなわち、経営者による意思決定・業務執行に関して、監督機能を働かせること、すなわち、①会社の戦略の決定(direction)、および、②業務執行状況や各種リスクの把握・管理(control)の2点を機能させることである。OECDガバナンス原則(1999年、2004年)は、その共通認識を示すものであり、各国のガバナンス実務を統一しようとするものではない<sup>211</sup>。

#### (モニタリング・モデル、ソフトロー、国際ルール)

(5)取締役会を監督機関と位置付け、社外(独立)取締役に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<sup>212</sup>。

(6)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、1970年代後半に学者・法律家団体・経営者団体の提唱したモデルが、経営者・投資家との個別の交渉および裁判所による意味付けを通じて独立取締役・各種委員会の型式が定着するとともに、「株主価値」という価値観の普及と相まってその機能を発揮するようになった<sup>213</sup>。

(7)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)。本稿では、英独におけるモニタリング・モデルの導入を概観したが、いずれの国においても、ソフトローは行動規範とその背後にある考え方の解説とを組

209 2 節(4)参照。

210 2 節(5)および3 節参照。

211 2 節(1)、(5)ロ.参照。

212 3 節(2)イ.、3 節(3)イ.(イ)、および3 節(4)ロ.参照。

213 3 節(2)参照。

み合わせたものとして策定され、かつ、行動規範も全面的に義務付けられるものとしてではなく、不遵守の場合にはそれを開示するものとして（comply or explain）定められた。両国において、行動規範の遵守率はかなり高い。また、行動規範の内容は定期的に見直され、その内容は徐々にレベルアップされて今日に至っている<sup>214</sup>。

(8)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。

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、日本政府が考えればよい。もっとも、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、必ずしも株主主権と結びついたものではなく、わが国においてもモニタリング・モデルの導入の可能性がある。

#### (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<sup>215</sup>。

(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<sup>216</sup>。

(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ともに、「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と予想される。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<sup>217</sup>。

(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。戦略の機能不全後にそ

.....  
214 3 節(3)から(5)を参照。

215 5 節(2)へ、参照。

216 5 節(2)ハ、参照。

217 5 節(2)ト、参照。

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。

もっとも、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、諸要因の間には相互補完性が存在すると考えられ、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<sup>218</sup>。

(13)不祥事の防止（適法性の確保）については、わが国では監査役にさまざまな権限が与えられているが、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非協力的である場合には、監査役がその権限を行使するだけでは十分に不正調査を行い、早期に不正を発見・防止することには限界がある。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ことが上場会社には求められる。代表取締役の解職を發議する権限のある社外取締役を置き、監査役が社外取締役と連携することは、このような仕組みを整える1つの方法である。

また監査役制度を機能させるためには、社内にある不正の芽が高い確率で監査役に伝達されることが必要である。そのためには、内部牽制組織が把握した不正の兆候・リスクの所在が必要に応じて役員レベル（取締役および／または監査役）に伝達されるように内部統制システムが運用されること、内部統制関連業務に携わっている従業員と外部監査人、監査役との情報・意見交換の機会を確立し事業報告等で開示すること、内部統制システムについてはその構築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等が推奨される。

このように、監査役制度を支える周辺の仕組みの整備・充実が、わが国上場会社の今後の課題である。この点では、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ことが懸念される<sup>219</sup>。

### （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有益であり、問題視さ

218 5 節(2)ト. およびチ. 参照。

219 5 節(3)参照。

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<sup>220</sup>。

(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<sup>221</sup>。

(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<sup>222</sup>。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<sup>223</sup>。

(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<sup>224</sup>。

(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<sup>225</sup>。

(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<sup>226</sup>。

(20)近時の「金融機関のコーポレート・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

220 4 節(2)イ、およびロ、参照。

221 4 節(2)ハ、参照。

222 4 節(3)参照。

223 4 節(4)ハ、参照。

224 4 節(4)イ、からハ、を参照。

225 前掲注 112、115 およびそれらに対応する本文を参照。

226 4 節(4)ニ、参照。

府関係者)の間で概念を共有するもの(共通言語)であり、具体的には、経営者による意思決定・業務執行に関して、すなわち、「戦略決定」および「把握・管理」という監督機能を働かせることを意味しているからである。

実際には、金融機関と一般事業会社では、ガバナンス原則の内容には違いがみられる。具体的には、バーゼル委員会が定めたガバナンス原則(バーゼル諸原則)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ており、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は異なっている。これは、金融機関の特性(→(14))にかんがみて、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。また、金融機関と一般事業会社では、ガバナンス原則をエンフォースする主体・仕組みにも差がある<sup>227</sup>。

(21)バーゼル諸原則はモニタリング・モデルを前提としたベスト・プラクティスを示しているが、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。

筆者は次のように考える。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<sup>228</sup>。

(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<sup>229</sup>。

### (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

227 5 節(4)イ. 参照。

228 5 節(4)ロ. 参照。

229 5 節(4)ハ. 参照。

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、そのような権限委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<sup>230</sup>。

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。

---

230 5 節(5)参照。

## 参考文献

- 安達精司・ラーラ ダハティ、*「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
- 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
- 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——取締役の行動規範の内容*』、『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
- 温 笑侗、『*アメリカ証券取引所のコーポレート・ガバナンス規則*』、『ソフトロー研究』20号、2012年、137～205頁
- 海道ノブチカ、『*ドイツのコーポレート・ガバナンス・コーデクス（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、「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
- ・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
- 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 デイスクッション・ペーパー No.2012-J-12、日本銀行金融研究所、2012年
- 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——テオドール・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、東京証券取引所広報誌、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・ガバナンス規準の策定」、『同志社法學』54巻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——非業務執行取締役の役割と注意義務を中心に」、『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・ガバナンス規準の2007年改定について』、『比較法学』42巻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・橋川武郎編『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
- 八木利朗・静 正樹・藤田友敬・佐久間総一郎・岩原紳作、「会社法制の見直しとこれからの監査役監査」、『月刊監査役』615号、2013年、4～49頁
- 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巻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
- 、『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 White 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 11*, 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.
- Conyon, 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>
- Duruigbo, Emeka, "Stimulating Long-Term Shareholding," *Cardozo Law Review*, Vol.33, 2012, pp. 1733–1801.

- Eisenberg, Melvin Aron, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Little, Brown and Company, 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.
- Gelter, Martin, “Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light,” *NYU Journal of Law & Business*, Vol.7, 2011, pp. 641–730.
- Gilson, Ronald J., and Jeffrey N. Gordon, “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights,” *Columbia Law Review*, Vol.113, 2013, pp. 863–927.
- 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.
- Hopt, Klaus J., “Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation,” *American Journal of Comparative Law*, Vol.59, 2011, pp. 1–73.
- Jackson, Katharine V., “Towards a Stakeholder-Shareholder Theory of Corporate Governance: A Comparative Analysis,” *Hastings Business Law Journal*, Vol.7, 2011, pp. 309–392.
- 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, "Stakeholder Theory in Corporate Law: Has It Got What It Takes?" *Richmond Journal of Global Law and Business*, Vol.9, 2010, pp. 249–300.
- 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, 2006. 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.
- Piršl, Krešimir, "Trends, Developments, and Mutual Influences Between United States Corporate Law(s) and European Community Company Law(s)," *Columbia Journal of European Law*, Vol.14, 2008, pp. 277–358.
- 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.
- Shishido, Zenichi, "Japanese Corporate Governance: The Hidden Problems of the 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.
- Wen, Shuangge, and Jingchen Zhao, "Exploring the Rationale of Enlightened Shareholder Value in the Realm of UK Company Law - the Path Dependence Perspective," *International Trade and Business Law Review*, Vol.14, 2011, pp. 153–173.