

日本におけるコーポレート・ガバナンス制度改革の 最新動向とその経営的意義

高 岡 義 幸*

目 次

はじめに

1. CG 制度改革の時系列的概観
 - 1.1 1990年代半ばから2008年までの状況
 - 1.2 2008年から今日までの主要な CG 制度改革策
2. 推進主体別に見た各施策の趣旨
 - 2.1 政府の施策（自民党の対策を含む）
 - 2.2 東京証券取引所の施策
 - 2.3 経済界の取り組み
 - 2.4 共通して見られる主要方策
3. 諸方策に見られる新規性とその経営的意義
 - 3.1 社外取締役設置の現状と変革
 - 3.2 「監査等委員会設置会社」新設の経営的意義
 - 3.3 スチュワードシップ・コードの経営的意義
 - 3.4 CG コードの経営的意義

おわりに

はじめに

ここ数年、コーポレート・ガバナンス（CGと略記する）をめぐる議論が盛り上がりを見ている。今回のこの盛り上がりはおよそ6年ほど前から始まったとすることができるが、2012年に安倍内閣が成立して以降はその動きが加速されているように思われる。政府による制度改革を初め、東京証券取引所による上場規程の改定、さらに経済界からの新たな提言も打ち出されている。本研究ではそれらの趣旨や施策の内容などから、この度のCG制度改革の動向と経営的意義を捉えてみたい。本研究での考察対象は2008年以降のものとする。この年に米国政

府から日本国政府に対して出された要望書がその後の動きの大きな契機になったと考えられるからである。

本稿ではまず、1990年代から2008年までの状況の要点を確認した後に、2008年以降に打ち出された一連のCG諸施策を時系列的に概観する。次に、推進主体別に各施策の趣旨や内容をより詳しく分析し、それらに共通してみられる方策とその方向性を明らかにする。続いて、一連のCG制度改革方策の新規性と経営的意義を考察する。

1. CG 制度改革の時系列的概観

1.1 1990年代半ばから2008年までの状況

2008年以降の動向をよりよく理解するために、それに先立つ時期の経緯の要点を確認しておく。日本では1990年頃からCG制度の導入が始まったが、90年代半ばに日本企業の株式所有構造に大きな変化が生じて以来その動きが本格化してきた。この時期に銀行がその所有株式を大量に売却し、逆に海外投資家が株式を購入して日本企業における持ち株比率を高めた。その結果、企業価値あるいは株主価値の増大という語に象徴されるように、株主の利益増大を意識した経営を要求する動きが顕著になっていった。

2000年代初頭にはまたCGに対する関心の高まりが見られたが、その背景には次のような状況があった。①失われた10年と言われる経済の停滞、②企業業績の低迷、③従来CGを担う主要な地位にあったメインバンクの経営危機などである。

* 広島経済大学経済学部教授

2002年には、1990年代の状況を打開するために「委員会等設置会社」（当時）が導入された。この対策は米国型 CG の仕組みをほぼそのまま真似たもので、そこでは日本の株式会社においても業務執行機能と監督機能を分離することが意図されている。これは取締役会を監視・監督に専念するモニタリング・ボードに転換する政策の始まりである。しかし実際には、この会社形態は政策担当者の意図に反してほとんど導入されることはなかった。その原因としては、米国の制度が生み出された社会的規範や価値観に対する理解不足と、組織が機能するために必要な組織行動レベルの諸条件に見られる日米間の違いを軽視したことが考えられる¹⁾。米国の制度に対するナイーブな過大評価があったと言わざるを得ない。

2005年には日本経済の活性化を実現するための諸条件を盛り込んで会社法の大規模な改正が行われ、これが翌年に施行された。しかし、その後も不況から脱出することはできず、証券市場の低迷も続いた。そしてその主要原因の一つが日本企業の CG の欠陥にあるとする認識が国内外で高まっていった。今日 CG 制度改革の主対象となっている取締役会の機能に新風を吹き込むべく、この時期から社外取締役の選任が一部の企業で始まっている。

1.2 2008年から今日までの主要な CG 制度改革策

2008年には、いわゆるリーマンショックが発生して経済混乱が世界中に広がり、日本においてもその建て直し策として CG 制度の改革に注目が集まった。またこの年、米国政府から日本国政府へ日本企業の CG 改革を含む制度改革の要望書が届いている。これらのことを契機として日本における CG 体制の見直しが始まったと考えられる。その後、2010年には会社法改正の作業が開始され、2011年に巨額の損失隠し

をしたオリンパス事件が発覚すると CG 論議が高まりを見せた。翌2012年12月に安倍内閣が成立すると、経済再生策・成長戦略の一環として CG 体制の強化に拍車がかけられた。2008年以降に打ち出された CG 関連の主要政策は大略下記のとおりである。

2008/10/15：「日米規制改革および競争政策イニシアティブに基づく日本国政府への米国政府要望書」が届く。

これは日本政府に対して成長促進を目的とする改革の実行を要望したもので、11分野にわたる提言が行われている。その中で CG 強化の具体策として次の4項目が示されている。①社外取締役の独立性確保、②証券取引所による上場企業のガバナンス強化促進、③少数株主の保護、④議決権代理行使の促進。

2009/12/30：東京証券取引所が上場規程に「独立役員」の導入を明記。

2010/ 2/24：法務省が「会社法改正」作業を開始。

2012/12/26：安倍内閣成立。

2013/ 5/10：自由民主党の日本経済再生本部が「中間報告」を提出。

2013/ 6/14：政府の産業競争力会議が「日本再興戦略（初版）」を公表。

2014/ 2/26：「日本版スチュワードシップ・コード」が策定・公表される。

2014/ 2/10：東京証券取引所が上場規程に、「取締役である独立役員の確保」を明記。

2014/ 3/ 7：日本取締役協会が「社外取締役・取締役会に期待される役割」を公表。

2014/ 5/23：自由民主党 日本経済再生本部が「日本再生ビジョン」を公表。

2014/ 6/20：会社法が改正される。

2014/ 6/24：政府の産業競争力会議が「日本再興戦略（改訂版）」を公表。

2014/ 6/30：経済産業省が「社外取締役等に関するガイドライン」を公表。

2014/ 8/ 6：経済産業省が「持続的成長への競争力とインセンティブ」（伊藤レポート）を公表。

2014/12/12：東京証券取引所と金融庁が「コーポレートガバナンス・コード」原案を公表。

2. 推進主体別に見た各施策の趣旨

2.1 政府の施策（自民党の対策を含む）

2.1.1 日本再興戦略：初版および改訂版

A) 日本再興戦略：初版²⁾

安倍内閣はその成立以後二度の「日本再興戦略」を作成している。その初版は2013年6月14日に公表されているが、これは同年5月に自由民主党日本経済再生本部から出された「中間報告」を受けて作成されている。この中間報告ではいわゆる「失われた20年」の一因が低収益に甘んじる取締役、株主、金融機関にあるとし、CGの強化に関する提言が行われている。具体的には「独立社外取締役」の導入による、①経営刷新と新陳代謝の改善、ならびに②対内直接投資の倍増が目標とされている。

これを受けて作成された日本再興戦略には「JAPAN is BACK」という副題が付されており、低迷する日本経済の復活が意図されていることが窺われる。これの中でCGの強化策としては次の三点が打ち出されている³⁾。

- ①攻めの会社経営を行うための社外取締役の積極的活用
- ②企業の持続的成長を促進するための、機関投資家と企業の建設的な対話
- ③証券取引所への働きかけ

B) 日本再興戦略：改訂版⁴⁾

日本再興戦略の改訂版も2014年5月に自民党日本経済再生本部から出された「日本再生ビジョン」を受けて出されている。改訂版では副題が「未来への挑戦」とされており、初版より積極的な姿勢が窺われる。日本企業の生産性の低さが日本経済全体の足を引っ張っているとの

状況認識の下に、日本の「稼ぐ力」を取り戻すことが目標として掲げられている。

この目標を達成するには中長期的に収益性・生産性を高めることが必要であり、そのためにはCGを強化して経営者マインドを変革し、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断ができるよう後押しすることが重要だとの論理で対策が掲げられている⁵⁾。より具体的には、「改革に向けての挑戦」として10項目が挙げられている。

CGに関しては、日本再興戦略（初版）が公表されて以降、その改訂版が公表されるまでに下記の二つの対策が実行されている。

①会社法改正

②日本版スチュワードシップ・コードの策定・公表

改訂版ではこれらの二方策に加えてCG改革をいっそう確実なものにするために、「コーポレートガバナンス・コード」（以下原則として、CGコードと略記する）の策定が打ち出されている。これの策定は東京証券取引所と金融庁が共同事務局となって進められるので、政府はそれを支援することになる。ここでは会社法改正と日本版スチュワードシップ・コードの内容をCG制度改革の視角からとらえてみよう。

2.1.2 会社法改正

2010年2月24日に法制審議会で改正作業が開始されて以降、4年余の作業を経て2014年6月20日に改正が実現している。CGの観点からこの度の改正を捉えてみると、その目的は、「株主や債権者といった会社を取り巻く幅広い利害関係者からのより一層の信頼を確保する」ことにある。中でも内外投資家の信頼を高め、その投資を促し、日本経済の成長をもたらすことに力点が置かれているようだ⁶⁾。上記の目的を実現すべく盛り込まれた新たな内容としては次の二点を挙げることができる。両方策の趣旨と要点を確認してみよう。

①社外取締役設置の促進
 ②新しい機関設計（「監査等委員会設置会社」）
 の創設

A) 社外取締役設置の促進

1) 設置の目的

会社法改正に関する中間試案の補足説明によれば、この度の会社法改正においてはCG機能の強化が主要目的の一つとなっているので、この目的実現のために取締役会の監督機能充実が意図されている。そして監督機能を強化するために、自らは業務執行をしない社外取締役を置いてこれに監督機能を担わせ、業務執行機能と監督機能を分離するという論理で制度設計がなされている⁷⁾。

2) 監督に関して社外取締役に期待される職務

まず、取締役会の機能から確認しておこう。それは代表取締役をはじめとする業務執行者の選定・解職を通じて業務執行者を監督する機能である（改正法362条2項）。そして社外取締役に期待される職務は、第一に業務執行者から独立した立場で業務執行者による業務執行全般の評価を行い、議決権行使などによって業務執行者を監督すること、第二に利益相反に関しても監督を行うことである。利益相反についてはより具体的には下記の二点である。

- ①株式会社と業務執行者との間の利益相反
- ②株式会社と業務執行者以外の利害関係者との間の利益相反

3) 設置促進の対象（改正法328条1項）

「委員会設置会社」か、または新設の「監査等委員会設置会社」を採用すれば社外取締役の設置は自ずから義務化される。しかし日本の上場株式会社のほとんどを占める「監査役会設置会社」では社外取締役の設置は義務化されていない。そこで監査役会設置会社においても社外取締役を設置させることが大きな課題となっている。

この度の会社法改正では監査役会設置会社にも社外取締役の設置を義務化することは経済界からの強い反対で見送られた。しかし監査役会設置会社の中でも公共的性格の強い会社、すなわち公開会社でかつ大会社であり、しかも金融商品取引法において有価証券報告書を内閣総理大臣に提出しなければならない会社に関しては、社外取締役を設置しないなら設置することが相当でない理由を株主総会で説明しなければならないこととされている（改正法327条2項）。いわゆる「従うか、さもなければ、その理由を説明せよ」（comply or explain）の原則である⁸⁾。

4) 社外取締役の要件

社外取締役に關する「社外性」の要件も厳格化され、下記のようにされている（改正法2条15号、16号）。

- ①株式会社の親会社等の関係者および兄弟会社の業務執行者や、株式会社の取締役等の近親者は当該株式会社の社外取締役または社外監査役になることができない（改正法2条15号）。要するに、親会社等の関係者と兄弟会社の業務執行者と取締役等の近親者は社外性を欠くということである。
- ②また他方で、過去の要件については緩和もなされている。過去10年間当該会社または子会社の業務執行取締役等でなかった者は社外取締役になることができるとされている。

B) 新しい機関設計＝監査等委員会設置会社の新設

1) 新設の目的

この度のCG制度改革方策は二段構えで組み立てられていると考えられる。第一段目は上記の社外取締役の設置である。しかしこの方策も一挙に義務化することはできなかったため、次の選択肢として設けられたのが「監査等委員会設置会社」の創設であろう。後述するとおりこの新形態は現行の「委員会設置会社」の条件

を緩和して、「監査役会設置会社」からの転換を容易にした形態である。したがって、この新形態は現在日本のほとんどの大会社が採用している「監査役会設置会社」における取締役会の性格を監督主体のモニタリング・ボードに転換することを目的としたものだと言えよう。

2) 新形態の仕組み

監査等委員会設置会社に置かれる主要な機関は次の①から⑤である⁹⁾。

①取締役会

②監査等委員会：取締役会の中に置く（改正法331条6項）。

この委員会は3名以上の取締役によって構成され、その内の過半数は社外取締役でなければならない。この委員会の取締役は他の取締役とは別枠で選任される。委員となる取締役の任期は2年であり、また独任制ではなく会議体として組織で職務を遂行する。ちなみに現行の「監査役会設置会社」の監査役は独任制であるため単独でも職務を遂行することができる。

③代表取締役：監査等委員以外の取締役の中から選任される。

④監査役・監査役会は置くことができない（改正法327条4項）。

⑤指名委員会と報酬委員会は置かない。

3) 監査等委員会の職務と権限（改正法334条2項, 361条6項, 399条2,3項）

この委員会は下記の職務を担っている。

①代表取締役等による取締役の業務執行の監査、および監査報告書の作成。

②監査等委員以外の取締役の指名・報酬に関して、株主総会で意見陳述できる。

③会計監査人の選任・解任等に関する議案の決定。

このように②と③の権限も有しているため、監査等委員会は単なる「監査」に止まらず、「監督」機能をも有していると認識される。監査「等」委員会と言われるゆえんである。

4) 「監査」と「監督」の概念について

念のために、ここで日本の株式会社における「監査」と「監督」の概念について確認しておこう。「監査」は会社法の381条などで、また「監督」は362条などで用いられているが、じつはこれらについて会社法には明確な定義がない。そして学説上も明確な区別はない。ただ通説では、監査は業務執行の適法性確保を主眼とするものであり、監督は業績を評価して、業務執行の効率性確保を主眼とすることのようだ¹⁰⁾。また監督というためには「決定権」まで持たなければならないという見解もあるようだ。

5) 新規性と継続性

この新形態会社の機関設計には下記のような新規性がある。

①取締役会における執行機能と監督機能を分離する意図が組み込まれている。モニタリング・ボード化への誘導と言えよう。

②委員会設置会社における三つの委員会の内、経済界から抵抗の強い指名委員会と報酬委員会を置かないことにしている点にも経済界への歩み寄りが見られる。

③監査等委員会には委員会メンバー以外の取締役の人事について株主総会で意見陳述する権限がある。ちなみに、現存する二つの会社形態における「監査役」と「監査委員会」は監査しかできない。

他方この新形態には現在「監査役会設置会社」の取締役会が有している特徴も継承されている。一方では執行機能と監督機能の分離を意図しつつも、従来どおり取締役会で業務執行の決定が行われ、執行は代表取締役等によって行われ、執行役は置かれていない。そういう理由で新設の「監査等委員会設置会社」は「監査役会設置会社」と「委員会設置会社」のハイブリッド型とも言えよう¹¹⁾。なお、この形態の新設に伴って「委員会設置会社」が「指名委員会等設置会社」と名称変更される。そのため改正会社法が

施行された後には、CGの面から見ると日本の株式会社には機関設計を異にする下記の三つの形態が併存することになる¹²⁾。一見紛らわしいこれらの機関設計に日本企業の取締役会におけるCG問題の複雑さが窺われる。

①監査役会設置会社、②指名委員会等設置会社、③監査等委員会設置会社

2.1.3 日本版スチュワードシップ・コード策定¹³⁾

A) 策定の経緯と定義

日本版スチュワードシップ・コードという名称が流布しているが、これは通称であって、正式名称は「『責任ある機関投資家』の諸原則」である。そして副題として「投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」と謳われている。前の「日本再興戦略：初版」で示されていた方針が実現されたもの一つであるが、策定に当たっては英国版スチュワードシップ・コード（2010年策定）などが参考にされている。このコードは端的に言えば、機関投資家に要請する行動原則で、七つの原則から成り、会社法改正に先立って2014年2月26日に公表されている。機関投資家にはこのコードに賛同するか否かが問われている。

B) 目的と機関投資家の責任

やや長くなるが本コード前文から引用してみよう。本コードは「機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、『責任ある機関投資家』として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるもの」である。ここに言うスチュワードシップ責任とは「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」を意味する。

C) 責任を果たすための活動＝スチュワードシップ活動

議決権の行使のみならず、投資先企業の状況を把握し、また企業とは「目的を持った対話」を行うことによって投資先企業の持続的成長を促し、最終的には「顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指す活動」である。従来、機関投資家は敵対的スタンスで経営方針の転換や経営者の退場を迫ることが多かったが、以後は建設的な対話を通じて共に企業価値の向上に努めるよう求めている。

ちなみに、スチュワード (steward) とは、大家で財産管理を中心とする家政の一切を管理する人物を意味する。このコードは機関投資家にスチュワードに類するスタイルの行動をとるように求める指針と言えよう。

D) コードの適用の仕方

このコードの適用の仕方としてはルールベース・アプローチ（細則主義）ではなく、プリンシプルベース・アプローチ（原則主義）が採用されている。すなわち、内容を細かく定めて強制するのではなく、とるべき行動原則を提示しておき、あとは機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、自らの責任でこのコードを適用するか否かを判断できるようにしたものである。ただし機関投資家がこのコードを適用しなかった場合にはその説明が求められる。いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」の原則である。

2.1.4 CGコード¹⁴⁾ 策定支援

これも安倍内閣の成長戦略の大きな柱の一つであるが、策定準備は東京証券取引所と金融庁が共同で進めており、最終的には東京証券取引所の上場規程に組み込まれることになっているので¹⁵⁾、詳しくは次項の東京証券取引所の施策として取り上げる。

2.2 東京証券取引所の施策

2.2.1 独立取締役設置の努力義務

東京証券取引所がCGに関して進めている主要な施策としては、上場規程の改定¹⁶⁾による独立取締役選任の努力義務化と、CGコードの策定準備が挙げられよう。ここではまず独立取締役選任の努力義務化について確認しておこう。

この方策に類するものとして、東京証券取引所はすでに2009年12月30日に独立役員設置制度を導入している。ただその時点では独立役員は社外取締役でも社外監査役でもかまわなかった。そのため1993年に社外監査役の導入が義務づけられている大会社に対しては、この措置も社外「取締役」の設置促進要因にはなにくかった。

しかし2014年2月5日の上場規程一部改正では一歩踏み込んで、「取締役である独立役員を少なくとも1名以上確保するよう努めなければならない」とされている（有価証券上場規程445条の4）。すなわち独立性をもつ取締役であることが明示されている点が大きな違いである。ここで言う「独立役員」とは一般株主と利害相反が生じるおそれのない社外取締役または社外監査役を指す（有価証券上場規程436条の2）。なお東京証券取引所がCG関連の施策を打ち出すときは、当然のことながら、取引所として証券市場への投資の呼び込み、特に海外からの投資の呼び込み増大が意図されているようだ。

2.2.2 コーポレートガバナンス・コードの策定（政府と共同）

政府の「日本再興戦略（改訂版：2014）」によると、このコードは「持続的な企業価値の向上のための自律的な対応を促す」ことを目的として、上場企業に対してCGの基本的行動原則を提示するものである。東京証券取引所と金融庁が共同事務局を務める有識者会議で検討されており、2015年6月頃実施することを目標として準備が進められている。内容に関しては、東京証券取引所の既存ルールに加え、OECD

のガバナンス・プリンシプル（OECD Principles of Corporate Governance）¹⁷⁾や英国のCGコードがたたき台とされている。

上記の有識者会議が平成26年12月12日に「コーポレートガバナンス・コード原案」¹⁸⁾を公表した。これは「実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則をとりまとめたもの」であり、ここで定義されているコーポレートガバナンスとは、「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」を意味する。

このコード原案は下記の5原則から構成されている。

- ①株主の権利・平等性の確保
- ②株主以外のステークホルダーとの適切な協働
- ③適切な情報開示と透明性の確保
- ④取締役会等の責務
- ⑤株主との対話

具体的方策のレベルで言えば、主要な柱となるのは下記のものであろう。

- ①社外取締役の複数確保
- ②社外取締役だけで構成する会議体（エグゼクティブセッション）の創設促進

前者は社外取締役を増やして、企業に設備投資や配当の増額など、資金の有効活用を促すことを狙いとしており、後者は社外取締役が連携しやすい環境を整え、経営に積極的に関与できるようにすることを狙いとしている。より具体的には、役員の評価や報酬など、経営陣と直接には話しにくい問題を自由に議論できるようにすることにある。

2.3 経済界の取り組み

2.3.1 日本経済団体連合会（以下経団連と略記する）の対応

周知のとおり経団連は大手企業を中心に構成

されている組織で、会員企業約1,300社の内およそ70%が上場企業である。したがって経団連の対応策を見れば、そこから日本の主要企業の姿勢を読みとることができる。

従来、経団連は企業統治の面で規制強化に慎重な姿勢をとってきた¹⁹⁾。しかしここに来てこれまでの慎重姿勢を転換して積極策に乗り出している。日本企業の企業統治をめぐるのは、従来、海外投資家などから制度の修正を求める声が出ており、政府も成長戦略の一環と位置付けて制度整備を進めてきた。こうした流れを踏まえ、経団連も独自の「行動原則」²⁰⁾を打ち出して、会員企業のCGを強化するために前向きな対応を示そうとしている。

行動原則では、企業統治に関して各企業の経営判断を尊重する。その上で、そうした経営判断に到った理由について詳細な情報開示を求める案が有力となっている。企業ごとに規模・業態、経営環境、最適な企業統治のあり方などが異なることに配慮する一方、企業に説明責任を課し、投資家が各社のガバナンス姿勢を評価する際の材料を提供する。そして海外の先進各国で導入が進む企業統治に関する行動原則「CGコード」と同等の透明性、信頼性を確保する考えである。経団連はすでに社会的責任の順守を申し合わせた「企業行動憲章」を設けているが、今回の「行動原則」の作成はその抜本改正として位置づけられよう。

経団連がCG制度改革に積極姿勢を見せている事例をもう一つ挙げておこう。経済法規委員会CG部会が海外機関投資家とCGに関する意見を交換を行っている。2014年9月に、欧米・アジアの機関投資家等が参加するACGA²¹⁾代表との会合で日本側参加企業からはACGAの関心事項であるESG（環境・社会・ガバナンス）に関する課題への取り組みや、ビジネス戦略の変化にあわせたガバナンス制度改革の内容が紹介されている。他方ACGA側からは、日

本でコードが策定されることにより、日本企業のCGが向上し、日本の資本市場の国際競争力がより強化されることへの期待などが伝えられている。このように経団連がCGに対して積極姿勢に転じたことが大きな変化だと言えよう。

2.3.2 日本取締役協会による提言

A) 「社外取締役・取締役会に期待される役割」提言²²⁾

この協会から出される提言はもちろん公式の効力を有するものではないが、経営者の考えていることを理解する助けとなるので、ここでは二つの提言を紹介する。その一つは2014年3月7日に公表された「社外取締役・取締役会に期待される役割」と題する提言である。この度の提言の趣旨を端的に言えば、それは経営者に対して取締役会のモニタリング・モデル化を推奨することにあると言えよう²³⁾。提言の内容をいまま少し詳しく確認してみよう。

1) まず、この提言は次の二つの点を明らかにすることを目的としている。

- ①社外取締役に期待される役割
- ②社外取締役の果たすべき職務の中核部分の内容

2) 社外取締役の主たる職務

主たる職務は経営者（業務執行者）に対する「監督」であって、経営（業務執行）の意思決定ではない（提言1）。また、不祥事の発見自体は監督の直接的な目的ではない。ここで言う「監督」の中核は下記の内容から成る（提言2）。

- ①経営者が策定した経営戦略・計画に照らし、
- ②その成果が妥当であったかを検証し、
- ③最終的には現在の経営者に経営を委ねることの是非について判断することである。

ちなみに、モニタリング・モデルの下で取締役会が行うとされる「監督」は執行機能を分離したものとなっているため、これと、日本で伝

統的に説かれてきた取締役会の監督機能およびそこから派生する取締役の監督義務とは異なっている²⁴⁾。

3) 監督する際の視点

ここで注意すべきことの一つは、経営戦略・計画の是非を検討する際には「株主の立場」から見るということであり、いまひとつは経営者の評価は執行過程を見て行うのではなく、執行の「結果」を見て行う点である（提言3と5）。

4) 社外取締役求められる要件

監督機能を果たすためには経営者からの独立性が求められる。それは経営者との間に利害関係を有しないことである（提言8）。経営者の評価を中核とする監督機能を果たすために利害関係を排除した定義と言えよう²⁵⁾。

5) 主たる適用期待対象

監査役会設置会社を主たる対象としている（提言前文）。モニタリング・モデル化による目標は、従来の日本のCGに対する批判を解消して、内外投資家の信頼を獲得し、日本の資本市場の国際競争力を強化することにあるからである²⁶⁾。

B) 「CGコード」案²⁷⁾

日本取締役協会は2014年10月6日にCGコード案も公表している。この提案の内容は、東京証券取引所と金融庁が2014年12月12日に公表した「CGコード原案」に概ね活かされていると言えよう。提案の主要な点は下記のとおりである²⁸⁾。

第一に、取締役会の責務を①会社の持続的成長と、②長期的な企業価値の最大化にあるとしている。より具体的には次のように規定されている。

- a) 経営全般に対する監督機能を発揮して経営の公正性・透明性を確保すること。
- b) 社長（最高経営責任者）その他の経営陣の指名、評価およびその報酬の決定。
- c) 会社が直面する重大なリスクの評価お

び対応策の策定。

- d) 会社の重要な業務執行の決定を通じて会社のために最善の意思決定を行う。

第二には、取締役会議長と最高経営責任者の分離ならびに業務執行取締役に対する監督機能の強化が提案されている。なおここで言う「監督」の内容は、経営者が策定した経営戦略・計画に照らして、その成果が妥当であったかを検証し、最終的には現在の経営者の続投か否かを判断することとされている。

第三には、取締役会の構成に関して、全体の人数を3名から20名とし、その内3名または全体の1/3のうち多数以上を独立取締役にすることを推奨している。

第四に、経営陣の指名と報酬に関しては、任意に諮問委員会を置くとされている。

これらに見られる基本的スタンスは、取締役会の基本機能を監督にあるとする、いわゆるモニタリング・モデルを推奨するものと言えよう。

2.4 共通してみられる主要方策

本章では三つの主体が推進するCG関連方策を確認したが、これら三主体は相互に情報を共有しながら政策を推進していると考えられるので、そこからは共通した方向性が見て取れる。そして下記の新たな主要方策を抽出することができる。

- ①新たな職務を担う社外取締役の導入推進
- ②新たな機関設計を備えた株式会社形態の創設
- ③機関投資家への働きかけ
- ④上場企業への働きかけ
- ⑤実施方法として、ルール・ベースからプリシプル・ベースへの転換である。

次章ではこれらの新方策がもつ経営的意義を検討してみよう。

3. 諸方策に見られる新規性とその経営的意義

3.1 社外取締役設置の現状と変革

3.1.1 現在の社外取締役の地位と設置の現状

A) 設置の現状

ガバナンスの効果を高めるために経営機関に「社外性」を導入する試みは日本においてもすでに行われている。それはまず、下記のように、監査役（会）の権限を強化する方法で始まっている²⁹⁾。1993（平成5）年の商法改正で、大会社の場合1名以上は社外監査役とするルールが導入され、2001（平成13）年の改正では、さらに大会社の場合、監査役は3人以上で、その過半数は社外者でなければならないとされている。

またこれまでのCGの実施方法の発展は、経営業務執行者に対して間接的に影響を及ぼそうとする段階から直接的に影響を及ぼそうとする段階へ発展を遂げてきているため³⁰⁾、2000年代初頭からCG論議の最大の焦点は業務執行者に直接関与しうる取締役会の機能に当てられている。そして取締役会の機能を変革する目的で次の二つの方策が実施されている。その一つが米国型を模倣した「委員会設置会社」形態の導入（2002年）であった。しかしこの形態への転換は12年が経過した今もほとんど進展していない。いま一つは、従来の「監査役会設置会社」形態を継続したままで、任意に社外取締役を設置する方法である。この方法は現在かなり進展している。

B) 現行制度での社外取締役の地位

委員会設置会社形態に転換した場合は別として、監査役会設置会社形態のままで任意に導入される場合の社外取締役の権限は小さく制限されている。彼らには経営執行権もなく情報収集権もない。彼らに期待されているのは主としてアドバイザー機能である。そのため、これま

での監査役会設置会社に設置される社外取締役は取締役会のただの構成員に過ぎないとも言えよう³¹⁾。これが、いま改めて権限を拡大した社外取締役、あるいは業務執行者をより安定的な立場で監督できる社外取締役の設置が議論されている根本理由である。

3.1.2 設置の実質的義務化

A) 原則主義とその意図

この度のCG制度改革において社外取締役設置の義務化は見送られたものの、「comply or explain」と表現される原則が明確にされている。これは必ずしも設置はしなくてもよいが、その場合には「設置しないことが相当である」旨の理由を株主総会において明示しなければならないという原則である（改正法327条2）。単に「置かない理由」ではなく「置くことが相当でない理由」の説明は実際には非常に難しいと考えられる。したがって新たな制度は実質義務化に近いと言うことができよう。

さらに、改正法の附則では施行後2年を経過した時点で、選任状況やその他の社会経済情勢の変化などを勘案して、必要があると認められる場合には設置義務化の措置が講じられることが明記されている（附則第25条）。この点から判断しても社外取締役の設置義務化が強力に意図されていることが分かる。

B) 上場規程による促進

社外取締役の設置促進に重要な役割を果たしているもう一つの主体が東京証券取引所（東証と略記する）である。内外機関投資家からの日本市場への投資の呼び込みを基礎的目的とする今回のCG制度改革において東証の果たしている役割は小さくない。具体的には前に説明したとおり上場規程の改定によってこれを行ってきた。

東京証券取引所によれば、東証上場会社の54.7%が社外取締役を選任しており（東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2013）、

市場一部上場会社全体で見れば、74.2%（1,345社）が選任済みである（日本経済新聞、2014年9月5日）。しかも社外取締役を重視することは今や世界的潮流とも言うべきトレンドとなっているので³²⁾、日本においても安倍政権の推進政策と相まって、近年上場企業における社外取締役の設置は急速に進んでいる。そして企業経営者の関心も社外取締役の導入如何からその活用の仕方に移行していると言われて³³⁾。このような動向と併行して、規模の大きな上場企業では「取締役会のリーダー」と「経営執行のリーダー」を分離する動きも見られる³⁴⁾。

また東証は役員の独立性を強調することによって取締役会の監督機能強化にも貢献していると言えよう。経営業務執行者に対する監督において、その有効性を向上させるためにはより強い独立性・社外性が求められるからである。東証の上場規程によれば、「独立」要件は「一般株主と利益相反が生じるおそれのないこと」である。また阿部泰久によれば「主要な取引先関係者や多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント、会計専門家、または法律専門家でないこと」である³⁵⁾。

3.1.3 設置の実質義務化とその経営的意義

A) 取締役会のモニタリング・ボード化

社外取締役設置促進政策の根底には取締役と取締役会の機能を変える意図がある。具体的に言えば、取締役会から執行機能を分離して、取締役会を監視・監督機関に転換することである。言い換えれば、執行機関であることを基本とする日本の取締役会の性格をオペレイティング・ボードからモニタリング・ボードに転換することであり、米国型のガバナンス体制に接近することである。そのためには経営業務執行者に対して遠慮せず、解任に怯えることもなく、保身を図らず、企業の持続的成長のために明確に発言できる条件を備えた取締役が必要であろう。それを期待されているのが社外取締役に他なら

ない。

従来、日本の経営者にはモニタリング・ボード・モデルに対する忌避反応があったと言われる。監査役会設置型株式会社から委員会設置型株式会社への転換事例が、多いときでも100社をわずかに越えたに過ぎず、現在は50数社に減少しているのはその明確な証拠と言えよう。しかし、もはやこのモデルの導入が避けがたくなっているとの認識が日本の経営者にも広がりつつあるようだ³⁶⁾。

ただ、筆者はこの論理がどうしても素直に受け入れられない。着任した企業で、社外取締役がその企業の株主のために企業価値を高めるべく行動するという根拠はどこにあるのであろうか。そのような行動を実践する動機がなぜ社外取締役にあつたのだろうか。

B) 内外機関投資家の不安と不信の削減

参考までに社外取締役の効果について付言しておこう。これまで上場会社における社外取締役の導入や独立性の強化といった主張は次のような認識や信念でなされてきたようだ。

- a) これらの対策には企業のパフォーマンスの向上といった一定の望ましい影響があるという認識あるいは信念
- b) CGの仕組みとして海外でも広く認知されている形態を採用することで、内外の投資家の信認を得ることができ、ひいてはわが国の資本市場の国際競争力の強化に資するという発想

しかし、藤田友敬によれば、これら双方とも、これまでのところデータによって十分に実証されているわけではない。日本取締役協会の提言もb)の視点に依拠していると考えられるが、他国に見られるCGの仕組みを採用しないこと、すなわち社外取締役を設置しないで取締役会をモニタリング・ボードに転換する対策をとらないことが、どれだけ経営実績にマイナスとなるかは議論の余地があることである。ただ、採用

しないまま現状を維持するより、採用する方が諸外国の理解は得られやすいであろうという程度の可能性しかない」と藤田は言う³⁷⁾。

3.2 「監査等委員会設置会社」新設の経営的意義

3.2.1 新会社形態創設の目的³⁸⁾

これまでの考察からほぼ明らかになったとおり、この度の一連のCG制度改革は取締役会をオペレーティング・ボードからモニタリング・ボードに転換させることを主要目的として行われていると言えよう。そして新たな職務を担う社外取締役の設置促進策はこの目標を達成するための中心的な方策として位置づけられている。しかし社外取締役の設置促進策がモニタリング・ボード化の目標をどれだけ実現できるか不明である。そこで社外取締役の設置を促進し、しかも取締役会を米国型のモニタリング・ボード化するためのもう一つの選択肢として導入されたのがこの新形態と言えよう。

3.2.2 日米間のハイブリッド型

従来、取締役会をモニタリング・ボードにすることは日本の経済界に少なからぬ抵抗があった。委員会設置会社への転換はほとんど進んでいないのみならず、転換した企業においてさえ、取締役会からの執行機能分離はあまり実現されていないようだ³⁹⁾。

委員会設置会社への形態転換が進まない背景にはもう一つの理由がある。取締役候補者指名権限と役員報酬決定権限を社外の者に委譲することに対して日本の経済界に大きな抵抗があるからだ。そこでこの度は経済界の意向を入れて、米国型の「委員会設置会社」の機関設計からこれら二つの委員会を削除し、日本型の「監査役会設置会社」の機関設計とのハイブリッド的性格を持つ第三の機関設計を創設したのである。これが「監査等委員会設置会社」に他ならない。

この形態は、会社法改正の中間報告によれば、

「取締役会の機能を活用するための方策」として認められており、「監査役会設置会社」と「委員会設置会社」双方の欠陥を補うために創設されている⁴⁰⁾。監査等委員会の委員となる社外取締役は、執行機能を担いうる従来型の取締役とは別枠で選任されるので監査等に集中した職務の遂行が予定されており、独自に情報収集することもできる⁴¹⁾。

3.2.3 新形態の経営的意義

この新形態に期待される経営的意義は、従来、監査役会設置会社から委員会設置会社への転換に踏み切れなかった会社にも受け入れやすい選択肢を提供することであろう。この形態への転換が進めば取締役会の性格は自ずからモニタリング・ボードへ接近することになる。そしてひいてはそれが日本企業のCG体制に対する海外機関投資家の不信感を多少なりとも払拭する可能性は否定できまい。しかし機関投資家の投資判断はこの要因で大きく転換されるものだろうか。前にも指摘したとおり、経営学の観点から社外取締役や独立取締役と企業業績との間の因果関係について実証された決定的研究はない⁴²⁾。

今日においても資本規模が企業業績にとって重要な要素であることは否定できないが、知識社会といわれて久しい今日、企業競争力要因についてもより冷静に実態を観察する必要があるのではなかろうか。グローバルな規模で商品供給力が巨大化し、他方で消費者の価値観が多様化している今、企業間競争を高めるためにより重要になっている要素は顧客を感動させることができる新商品をより迅速に開発できる能力ではなかろうか。そしてそれを発揮しうる人的資源ではなかろうか。企業業績向上に対する因果関係の不明な仕組みを盲目的に導入するよりも、因果関係の明らかな知的資源の充実にこそ注力すべきではなかろうか。

3.3 スチュワードシップ・コードの経営的意義

3.3.1 CG における本コードの位置づけ

スチュワードシップ・コードは、企業の持続的成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則である。端的に言えば、機関投資家に働きかけて「責任ある機関投資家」として行動させるためのものである。具体的には、議決権行使やエンゲージメントによって投資先企業の「良い」ガバナンスを実行させるためのものである。機関投資家にとっての「良い」ガバナンスとは本コード中の言葉で言い換えれば「目的を持った対話」を中核とする「スチュワードシップ活動」である。

ちなみに、スチュワードシップという発想は、本コード作成以前に米国のCG論に登場している。従来、米国のCG論はエイジェンシー理論に基づくものが主流で、director（取締役）に相当）と executive officer（執行役に相当）の関係を上下の関係とする傾向があった。しかしこれは executive officer の動機付けにとって好ましくないとの反省に基づき、両者の関係を協力者と認識するスチュワードシップ論で修正する動きが見られていた⁴³⁾。

これはまた別途「CGコード」でも示されている。したがって本コードは元来はCGコードとセットで存在すべきものであるようだ。UKでも、基本的にはコーポレートガバナンス・コードに定められている「ベストプラクティス」が「良いガバナンス」を意味する。UKのスチュワードシップ・コードはコーポレートガバナンス・コードの第二部「機関株主」にあった原則を独立させたものである⁴⁴⁾。

3.3.2 経営的意義

本コードの経営的意義と考えられることは小さくなく、下記の点が考えられる。

①所有と経営の接近を促す試みとも考えられる。

②政府による巨大株主への自制要求か、私的経済活動への政府の介入とも考えられる。

かつてバーリとミーンズは「経営者支配」の状況を明らかにして、大きな経営支配力を手中にした経営者への自制を求めたが、本コードは巨大株主への協力要請であり、自制要求ではなかろうか。株主の過剰な私的利益追求への警鐘とも言えよう。

本コードに対して、下記のような疑問もないではない。

①短期の結果を実現することが必然的に求められる機関投資家に、短期的利益から長期的利益追求への転換が可能であろうか。

②対話といえども、結局それは株主のための対話推奨ではないか。投資運用成績向上に資する結果を生み出すための対話推奨ではなかろうか。

3.4 CGコードの経営的意義⁴⁵⁾

3.4.1 CG制度改革の中での位置づけ

本コードは日本再興戦略（改訂版）に基づいて、日本の成長戦略の一環として策定されるものであり、そこには「実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則」が盛り込まれる予定である。

3.4.2 目標と主眼

本コードは会社の迅速・果断な意思決定を促すことを通じて、「攻めのガバナンス」の実現を目指している。言い換えれば、健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼が置かれている（原案前文7）。

3.4.3 他の方策との関係

会社法との関係で言えば、それで社外取締役を選任させ、その上乘せとしてCGコードを受け入れさせるのが狙いのようだ⁴⁶⁾。また、スチュワードシップ・コードとは、いわば「車の両輪」の関係にあり、両者が適切に相まって実

効的なCGが実現されることが期待されている。ここでは中長期保有の株主が会社にとって重要なパートナーと位置づけられている（原案前文8）。

3.4.4 責任対象

株主のみならず、株主以外のステークホルダーとの協働が掲げられてはいる（原則2）。しかし株主の権利確保（原則1）、株主への受託責任・説明責任（原則4）、株主との対話（原則3と5）などの文言から判断すると、やはり株主が圧倒的に重視されているものと考えられる。

3.4.5 適用対象と適用方法

本コードの適用対象は日本の証券取引所に上場されている会社全てである。また適用方法は他の施策と同様にプリンシプル・アプローチ（原則主義）である。

なお、前掲のOECD Principles of Corporate Governanceによれば、すでに世界の70ヶ国近くでこの種のコードが策定されているという⁴⁷⁾。ということはCGコードの策定は世界的な潮流となっていると考えられ、日本においても策定が急がれているのはこの潮流に乗り遅れまいとする意思の現れとも考えられる。

おわりに

CG制度改革に関する本研究によって明らかになったことを確認しておこう。

- 1) 新たに打ち出されている諸方策に通底する基本目的は日本企業の持続的成長と企業価値の向上である。そしてこの目的達成のために必要なこととされているのが日本企業の経営者マインドの変革と、内外、特に海外機関投資家からの信頼回復だとされている。
- 2) 上記の目的を達成するために不可欠な対策と位置づけられているのがCG制度改革であり、この度その中心的標的となってい

るのが取締役会の機能変更である。より具体的には、従来型の実務取締役会が兼務している執行機能と監督機能を分離して、取締役会をいわゆるモニタリングボード化することである。これによって海外機関投資家の信頼を回復し、日本企業への投資を喚起することが期待されている。

- 3) これらの目的・目標を実現するためのより具体的で主要な方策が下記の2方策である。

①社外取締役設置の実質義務化

②監査等委員会設置会社の創設

そしてこれらの方策の効果をより高めるための支援策と言えるのが下記の2方策であろう。

③スチュワードシップ・コードで機関投資家に協力を要請する。

④CGコードで会社経営者に対してガバナンスの指針を提示する。

また、これら4方策を適用する方法の変革がルール・ベースからプリンシプル・ベースへの転換である。企業の自主性を尊重し、企業が自らの責任でより相応しい仕組みを取り入れることができるようにする変革だと言えよう。

- 4) 最後に、この度の一連のCG制度改革に対する若干の考察を付しておきたい。

第一は社外取締役の設置促進をテコとして取締役会の機能をモニタリングボード化することに関してである。業績を回復した企業の事例が、社外取締役の導入を契機とするものだと、まれに新聞紙上で紹介されることがある。しかし本文中でも指摘したとおり、社外取締役の設置が企業業績の向上に寄与するという明確な科学的根拠は今までのところ示されていない。また社外取締役が企業の持続的成長と企業価値の向上を目標として行動するという根拠は何であろうか。組織行動レベルで見られる日本の組織の特徴を考慮する時、彼らがそれを使命として行動する動機があるのか疑問が残る。この方策には、日本の取締役会機能に対して海外投資家が

抱く不信感がある程度は解消できる効果は期待できようが、それ以外にどれだけの効果があるのだろうか。依然として米国の制度に対するナイーブな期待が支配しているように思われる。

第二は、今日企業競争力源としてより重要になっている経営資源に関するものである。この度のCG制度改革は依然として株主の投資への見返りを偏重するスタンスで行われていると考えられる。言うまでもなく競争力を左右する要素として資本の有用性が無くなっているのではない。しかし知識社会と言われる今日、企業の持続的成長を可能にするためにより重要になっている要素は新商品開発や新しい販売システムの開発を可能にする「知識」の呼び込み、充実ではなからうか。となればCG制度改革にもこの点への配慮がある方が望ましいのではなからうか。実際、比較的新しい企業形態である有限責任事業組合や合同会社においては、利益配分に関しても議決権の設計に関しても、出資額に縛られずに決定することが認められている。また自社工場を持たない米国のアップル社の株式時価総額が世界最高になるのも新たな状況の象徴的事例と言えよう。経営環境の変化と企業競争力要件の歴史的変化を考慮すると、海外ファンドの要求に沿って企業価値あるいは株主価値の最大化を目標とする経営を行うことの危険性を思う。CGの仕組みを設計する際にも、このような認識の転換をするべき時期に来ているのではなからうか。米国の形式を真似している間に、米国では新たな状況への対応が着々となされているのではないかと考えられるが、如何であろうか。

注

- 1) 拙稿「日本におけるコーポレート・ガバナンスの論理と方策に見られる不適合—その要因と改革の方向性—」, 『広島経済大学経済研究論集』, 第36巻第1号, 2013年6月参照。
- 2) http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seicho_senryaku2013.html
- 3) 「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」, 平成25年6月14日, 28頁。
- 4) <http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf#search>
- 5) 「日本再興戦略:改訂2014—未来への挑戦—」, 平成26年6月24日, 30頁。
- 6) 阿部泰久, 「立法経緯から読む 会社法改正」, 新日本法規出版, 平成26年7月, 2-3頁。
- 7) 阿部泰久, 前掲書, 44頁。
- 8) 改正会社法, 327条2号。坂本三郎他, 前掲論文, 34-35頁。
- 9) 改正会社法, 326条2号, 2条11号の2。宮島英昭, 田中 亘, 中原裕彦, 小口俊朗, 「企業統治制度改革のゆけえ〔上〕」, 『商事法務』, No. 2046, 2014年10月25日, 9頁。阿部泰久, 前掲書, 44-45頁。
- 10) 岩原紳作他, 「改正会社法の意義と今後の課題〔上〕」, 『商事法務』, No. 2040, 2014年8月5日, 20-24頁。
- 11) 阿部泰久, 前掲書, 44頁。
- 12) 坂本三郎他, 「平成二六年改正会社法の解説〔I〕」, 『商事法務』, No. 2040, 2014年8月5日, 31頁。
- 13) <http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf#search> 高山与志子, 「取締役会評価とコーポレート・ガバナンス—形式から実効性の時代へ—」, 『商事法務』, No.2043, 2014年9月15日, 20-23頁。
- 14) 2015年6月に公表の予定。
- 15) 太田 洋, 高木弘明, 「コーポレートガバナンス・コード(日本取締役協会案)の解説—「攻めのガバナンス」に向けて—」, 『商事法務』, No. 2048, 2014年11月15日, 17頁。
- 16) 東京証券取引所 有価証券上場規程改正(2014/2/5) <http://www.tse.or.jp/rules/regulations/b7gje6000000myd3-att/b7gje60000049v4e.pdf> 東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書, 2013. <http://www.tse.or.jp/rules/cg/white-paper/>
- 17) <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
- 18) <http://www.tse.or.jp/news/09/b7gje60000053o1v-att/b7gje60000053o54.pdf>
- 19) 阿部泰久, 前掲書, 20頁。
- 20) <http://jp.reuters.com/article/idJPKBN0DA08120140424>
- 21) ACGA (Asian Corporate Governance Association) = アジア市場に投資を行っている欧米・アジアの機関投資家等で構成され, アジア諸国のコーポレート・ガバナンスに関する提言等を行っている団体である。 https://www.keidanren.or.jp/journal/times/2014/0911_06.html
- 22) http://www.jacd.jp/news/odid/140307_01report.pdf
- 23) 藤田友敬, 「社外取締役・取締役会に期待される役割—日本取締役協会の提言」, 『商事法務』, No. 2038, 2014年7月15日, 9頁。

- 24) 藤田友敬, 前掲書, 5頁。
- 25) 藤田友敬, 前掲書, 8頁。
- 26) 藤田友敬, 前掲書, 9頁。
- 27) http://www.jacd.jp/news/odid/141006_post-143.html
- 28) 太田 洋, 高木弘明, 前掲論文参照。
- 29) 岩原紳作他, 前掲論文, 17頁。
- 30) 前掲の拙稿参照。
- 31) 宮島英昭, 田中 亘, 中原裕彦, 小口俊朗, 前掲論文, 10頁。
- 32) 宮島英昭, 田中 亘, 中原裕彦, 小口俊朗, 「企業統治制度改革のゆくえ [上]」, 『商事法務』, No. 2046, 2014年10月25日, 13頁。
- 33) 酒井 功, 「社外取締役役会の役割を踏まえた取締役会の運営実態に関する調査」, 『商事法務』, No. 2032, 2014年5月5日, 45頁。
- 34) 酒井 功, 前掲論文, 47頁。
- 35) 阿部泰久, 前掲書, 86-87頁。
- 36) 藤田友敬, 前掲書, 4頁。
- 37) 藤田友敬, 前掲書, 9頁。梶元孝太郎, 「『社外役員等に関するガイドライン』と『中間取りまとめ』の概要」, 『商事法務』 No. 2040, 2014年8月5日, 48頁。
- 38) 阿部泰久, 前掲書, 46-48頁。
- 39) 藤田友敬, 前掲書, 7頁。
- 40) 阿部泰久, 前掲書, 46-47頁。
- 41) 宮島英昭, 田中 亘, 中原裕彦, 小口俊朗, 前掲論文, 10頁。
- 42) 梶元孝太郎, 前掲論文, 48頁。
- 43) 佐藤 剛, 「金融危機が変えたコーポレート・ガバナンス」, 『商事法務』, 2010年8月, 101-107頁。
- 44) ブルース・アロンソン, 「EGSの中のガバナンスの課題—日本の『コーポレート・ガバナンス・コード』制定およびスチュワードシップ・コード—」, BDTI & 一橋大学共催セミナー資料, 2014年2月12日。
- 45) ニコラス・ベネシュ, 「他国にはどのようなコーポレート・ガバナンス・コードがあるのか」, 公益社団法人会社役員育成機構と一橋大学 ICS 共催セミナー資料, 2014年2月12日。
- 46) 小塚莊一郎, 前掲論文, 11頁。ニコラス・ベネシュ, 前掲論文。
- 47) ニコラス・ベネシュ, 前掲論文, 16頁。