

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：取締役会の役割を再考する

執筆者：西村あさひ法律事務所 弁護士 栗原脩氏



要 旨 （以下の要旨は 120 秒でお読みいただけます。）

新年を迎え、米国では初の黒人大統領として民主党のバラク・オバマ氏が就任します。8年ぶりの民主党政権ですが、新大統領が直面している問題には、イラク派兵の解決、地球温暖化対策など様々あります。しかし、何といたっても喫緊の課題は、サブプライム問題に端を発する米国発の金融危機にどう対応するか、でしょう。

大恐慌以来 100 年に一度とも言われる今回の金融危機は、米国の代表的産業であった自動車メーカー・ビッグ 3 の救済を始めとして、世界の实体经济へも大きく影響を与えています。このサブプライム問題の原因については、本来貸すべきでなかった低所得者への貸出債権が不特定多数相手の証券に転化されリスクが隠蔽されたため、などが挙げられています。このほかに、銀行や証券会社等の役員がこうしたリスクの把握・対応を的確に為し得ず、コーポレート・ガバナンスが結局機能しなかったため、多くのステークホルダーの利益を損なう結果になったと見られます。

今回は、西村あさひ法律事務所・弁護士で明治大学法科大学院・特任教授として活躍されている栗原脩氏に、コーポレート・ガバナンスについて解説いただきます。同氏によれば、英国では、1980 年代後半から多発した企業不祥事に対し、キャドベリー委員会報告が、CEO(最高経営責任者)への実権と情報の集中を防ぐため、社外取締役の活用や CEO と取締役会議長職の分離などを提唱しました。一方、米国では、カリフォルニア州立大学ベインブリッジ教授が最近の著作において、株主の発言力を高めるよりも取締役会が合議を通じて経営をリードし監視する方が、企業や株主、ひいては社会にとっても優れた結果をもたらす、などの見地からコーポレート・ガバナンスにおける取締役会の機能を考察しています。

取締役会の役割に関しては、2008 年に米国エクソンモービル社の株主総会において、CEO と取締役会議長を分離する議案が提出され、またわが国ではエーザイで社外取締役が取締役会議長を務めていることが報道されました。英米やわが国のように単層構造の取締役会が経営陣の活動をモニターする方式は必ずしも世界共通ではありません。加えて、わが国の多くの会社のように内部昇格者だけで取締役会が構成されている場合には、取締役会における実質的な論議が乏しくなる恐れがあります。社外取締役の選任等を通じた取締役会の機能の発揮が望ましく、法令や取引所規則の枠組みの下でそれぞれの企業文化の中での取締役会のあり方に工夫が求められる、と結ばれています。

「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

取締役会の役割を再考する

西村あさひ法律事務所 弁護士
栗原 脩

1. 初めに・金融危機とコーポレート・ガバナンス

国際的な金融危機は大方の予想を超えるスケールで各方面に影響を与えているが、コーポレート・ガバナンスの分野も例外ではない。銀行やインベストメント・バンクの経営者の報酬を巡って批判が強いことは、欧米各国における公的資金注入決定過程で改めてクローズアップされた。また、金融機関の取締役会（ボード）の役割についても論議が少なくない。報道によれば、今回の金融危機はデリバティブズやストラクチャード・ファイナンスを巡る問題に起因するところが少なくないが、このような状況に直面してボードメンバーが十分な専門的知識や理解力をもって対応し得たのか、という疑問が少なからず提起され、また欧米のある大手銀行の社外取締役に関しては長期にわたりボードメンバーとなっていることからもはや「独立」とは言いえないのではないかという疑問が提起されたという。リーマン・ブラザーズの破綻の直後には、CEO（最高経営責任者）に対する取締役会の働きかけが不十分であり、特に金融危機の勃発後は身売りやリスクな資産の売却などの選択肢の検討を CEO に対して強く迫るべきであったという内部者の声が報道された（フィナンシャルタイムズ<FT>紙、2008. 9.17）。

今後、金融規制の見直しにとどまらず、コーポレート・ガバナンスのあり方を巡ってもいろいろな角度から論議が高まるものとみられるが、本稿では最近の問題意識を踏まえて取締役会の役割について改めて考えてみることにしたい。



2. 取締役会に関する英米の議論

（英国キャドベリー委員会報告）

取締役会に関する論議においてまず挙げられるのは、英国のキャドベリー委員会の報告書（1992 年）であろう。公表からすでに 10 数年を経過したが、この報告書とその一部をなす「最善の行動規範」（Code of Best Practice）は、英国のみならず、その後の欧州のコーポレート・ガバナンス論議の焦点を提供する役割を果たしてきたとされる¹。同報告書における行動規範は、フォローアップのために設けられたその後の委員会の報告書における規範とあわせて統合規範（Combined Code）になり、ロンドン証券取引所において上場会社を対象とするルールとなることによって実効性をもつことになった。キャドベリー委員会報告書が提唱し、統合規範で採用された ”comply or explain”（「（規範を）守れ、さもなければ説明せよ」）の方式²は、法令による一律の規制とは異なり、個別事情をも勘案しうる柔軟性をもつアプローチであるとして評価されている。

キャドベリー委員会が組織されることとなったのは、英国において 1980 年代後半から 90 年代初頭にかけて企業を巡る不祥事が相次いだためであり、なかでも強力な CEO が暴走したときに適切なコントロールができないという問題であった。同委員会の論議の背

¹ GOWER AND DAVIES' PRINCIPLE OF MODERN COMPANY LAW (2008), p.359

² 統合規範の条項を遵守すべきことが基本であるが、当該会社の事情によってその遵守が困難であるときは、それを説明して株主の理解を求めるべきであるとするもの。

景にあるのは、CEO を取締役会の株主に対するアカウンタビリティ³の枠組みのなかに置くにはどうすればよいか、という問題意識である。独立の非業務執行取締役（non-executive director）の役割が重視されていることが重要なポイントであるが、あわせて議長の役割の重要性から CEO と取締役会議長を原則として分離すべきであることが提唱された。これは、ボードに適切な議案が上呈されることを確保するとともに、CEO への実権と情報の集中という現実に対して、実際の会議体の運営メカニズムからチェック・アンド・バランスを図ろうというものである。

（米国ペインブリッジ教授の見解）

米国では、ALI（アメリカ法律協会）の「コーポレート・ガバナンスの原理」（1994 年）が大きな影響を与え、またサーベインズ・オクスレー法（SOX 法）の制定（2002 年）や、それに伴う証券取引所のルールの改定が重要な出来事であったことは改めて言うまでもない。このような近年の変化を踏まえて書かれた S.ペインブリッジ教授の近著 The New Corporate Governance in Theory and Practice（2008 年）は、主として取締役会の役割に焦点をあてつつコーポレート・ガバナンスの問題を論じたものであり示唆に富むものである⁴。

（株主優位か、経営者主導型か。更には取締役優位モデルへ）

簡単に紹介すると、従来の議論では、株主にもっと会社の経営への参画の権利を認めるべきであるという株主優位モデル（もしくは株主アクティビズム）が一方にあり、その対極に「所有と経営の分離」を背景に経営者主導型の会社運営にならざるを得ないという主張（マネジリアリズム）がある。ペインブリッジ教授は、①会社法は会社の意思決定において取締役に中心的な役割を付与している、②実証的にみると会議体の判断の方が単独の個人のそれよりも優れた結果をもたらすことが多い、③アカウンタビリティの伴わない権力・権威はご都合主義になりがちである、④グループによる意思決定は社会的な規範に沿うものとなる傾向がある、などの理由から、取締役会がその役割を働かせることが本来のあり方であり、コーポレート・ガバナンスの改善につながるとする。そして、株主優位モデルに対しては、株主間の利害のばらつきや情報レベルの差異、さらには投資の時間軸の違いなどを考慮すれば現実的な考え方でないばかりか株主全体のためにもならないとする。

一方、マネジリアリズムの主張に対しては、CEO とボードの間のパワーバランスは徐々に変化してきており、マネジリアリズムから取締役優位モデル⁵へのシフトが始まっているとする。SOX 法制定後の典型的なボードは、以前よりも少数のメンバーで構成され、会合の数は多く、経営陣からの独立性は高まり、メンバーは当該企業の株式をより多く保有しており、また会社情報へのアクセスは良くなっていると言える。とされる。

この著作は、法的な観点からの検討にとどまらず、組織内のメカニズムの分析にまで視野を広げたものとなっている。これまでの社外取締役の役割を重視する議論において

³ アカウンタビリティは「説明責任」と日本語訳されることが多いが、ここでの文脈においては「説明を伴う責任」という意味合いのものと解されるべきであろう。

⁴ ペインブリッジ教授は、現在 UCLA（カリフォルニア州立大学ロスアンゼルス校）School of Law で教鞭をとっており、数多くの論文や著書（Corporation Law and Economics、The Complete Guide to Sarbanes-Oxley など）がある。

⁵ 取締役優位モデル（director primacy model）は、株主利益最大化原則に立つ点では株主優位モデルと同じであるが、会社の意思決定はボードが行うべきものであって株主の直接・間接の関与の増大には反対である点で株主優位モデルとは異なるとされる。

は CEO への牽制勢力としての社外取締役の存在を強調する傾向があったのに対し、取締役会という会議体の実際の機能の仕方に重点を置いて考察されている点が興味深い。

3. CEO と取締役会議長の分離方式

(エクソンモービル社の株主提案)

取締役会の役割というテーマに関し、米国のエクソンモービル社の株主総会（2008. 5. 28）において、CEO と取締役会議長を分離すべきであるという議案が提出されたことが注目される。昨年に続いて同じ提案が出されたもので、同社創業者の子孫であるロックフェラー族の多くが支持したことから話題を集めた。業績が好調なことから現経営陣の支持率は高く、同提案への賛成は 39. 5%（前年とほぼ同じ）にとどまったが、この間、一族のなかで本提案について主導的な役割を果たしているメンバー2 名は FT 紙

（2008. 5. 22）に寄稿し自らの主張を展開した。それによれば、CEO と取締役会議長を分離した方が長期的にみて株式の価値を守ることになることになるというもので、その理由として今日の環境のなかでエネルギー会社として取り組むべき課題が明確化されるなどの効果が期待でき、役割の分離により CEO は日常の業務運営とプランニングに集中するとともに、議長とボードは会社が長期的に取り組むべき課題と戦略的な方向について客観的に考察することができる、という点を挙げている。

しかしながら、米国では、「船を指揮するのは 1 人の船長」という考え方から CEO からの権限分離に消極的な見解が有力であり、加えて会社の業績が順調である限り現経営陣の提案にあえて反対する株主は少ないというのが現実であるとされる（FT 紙、同 5. 28）。もとより一律に分離方式が優れているとまではいえず、個々の会社の沿革や実情によるであろうし、議長の適任者たる人材を確保する必要がある。また、それぞれの企業で社外取締役がどのような役割を果たしてきたのかという事情にもよるであろう。事柄はそれほど簡単ではないが、徐々に分離論への理解が進んでいるものと見られ、米国におけるこの問題の帰趨は注目を要するものと思われる。



(わが国の事例)

わが国の例をみると、エーザイ株式会社において、社外取締役が取締役会議長を務めることを始めコーポレート・ガバナンスの向上に努力している状況が報道されたことが記憶に新しい（日本経済新聞、2008. 7. 25）。同社の HP ではコーポレート・ガバナンスガイドラインなどの資料が詳しく公表されており、ガイドラインにおいて取締役会の議長は原則として社外取締役の中から選定する旨が定められている。

会社法の制定に伴い社外役員の活動状況について一定の事項の開示が義務づけられ、社外役員の活動状況として取締役会（監査役の場合は監査役会、監査委員の場合は監査委員会を含む）の出席状況が事業報告に記載されることとなった（会社法施行規則第 124 条）。一部の新聞では社外取締役の取締役会出席状況の実績が報道されたが、このような動きは少なからず社外取締役の今後の行動に影響を与えるものと思われる。また、先般（2008 年 6 月）の株主総会で、ある上場会社の社外監査役（1 名）が事業報告を承認しなかったため、通常は総会の報告事項である計算書類に関する議案が決議事項となったという出来事があり話題を呼んだ。わが国でも、社外役員の役割や行動などの面で少しずつではあるが変化が見られるようになって来ている。

4. 経営のモニタリングの仕組み

翻ってみれば、なぜ取締役会という会議体が実質的に会社の意思決定の中心に置かれ、経営のモニタリングを行うこととされているのであろうか。ドイツ型の二層構造の経営監視機構（監査役会と取締役会）が現に存在することを想起すれば、英米やわが国のように取締役会が経営陣の活動をモニターするという単層構造の方式は必ずしも自明のものではない（「自己監視」という問題もある）⁶。取締役会は、社長以下の執行部の提案に対して「ラバースタンプ」を押すだけの形式的なものとなっているのではないか、というのが国際的にも共通の問題意識である。加えて、わが国の場合には、内部取締役だけで構成されたボードが通常、という状況の中で取締役会の役割が問われている。

（意思決定の実情）

少し角度を変えて実務的な観点から見てみると、殆ど全てのメンバーが社内という構成の会議の場合には、たとえ取締役会という法定の会議であっても経営トップにしてみれば改めて真剣な論議を行うインセンティブは低くならざるを得ないであろう。取締役会という正式の会議に議案を諮る前に、何らかの社内の会議（経営会議、経営委員会など）やトップを含む打ち合わせなどで検討され、結論が出ている場合が通例であると見られるからである。しかし、会社法は取締役会レベルでの判断を問題にする。取締役会における検討が不十分な場合、なかでも当該案件のリスクや会社に対する影響の評価が十分でない場合には、取締役の法的責任の問題が生ずる可能性もないとは言えない。

（異なる視点からの検討の必要性）

また、実質的な観点からみても、社内の人間の目線だけで重要な事柄について判断することで良いのかという問題がある。社外取締役から異なる視点に立つ質問・意見が出されるというセッションを経過することによって、経営者も自らの判断の妥当性を確認し、自信を持つことが出来るのではないだろうか。このようなプロセスを経ることなしに実行に移した場合には、各方面からの思わぬリアクションが待ちかまえているかも知れない。取締役会における周到な検討のプロセスは、株主代表訴訟のリスクの軽減をはじめ、経営者自身が自らを守ることに少なからず寄与する面があり、この観点からも複数の社外取締役を含むボード構成にすることが望ましいと言えよう。ガバナンスのメカニズムが有効にワークしている会社かどうかは自ずと市場の評価にも反映されることになるであろうから、この問題に真摯に取り組む経営者にとってのインセンティブになると思われる。

取締役会のあり方は、今も昔もコーポレート・ガバナンスにおける最重要テーマの一つである。それぞれの企業において現実的に対応して行かざるを得ないが、法令や取引所規則等の枠組みを踏まえつつ自らの企業文化のなかでどのように工夫し、努力して行くかが求められているように思う。

なお、本稿のうち意見に亘る部分については、筆者の個人的見解である。

⁶ フランスでは、株式会社は定款の定めにより単層構造またはドイツ型の二層構造のいずれかを選択しうるものとされており、数は多くないが二層構造の方式を採用する会社もある。



以 上

執筆者紹介

栗原 脩（くりはら おさむ）1945 年(昭和 20 年)10 月 25 日生まれ

<学 歴>

1968 年 3 月 東京大学法学部（第一類）卒業

<職 歴>

1968 年 4 月 株式会社日本興業銀行入行

1996 年 6 月 同行 取締役証券部長

1998 年 4 月 興銀証券株式会社 常務取締役

2000 年 10 月 みずほ証券株式会社 常務執行役員

2001 年 6 月 株式会社日本興業銀行 参与

2002 年 4 月 司法修習生（第 56 期）

2003 年 10 月 司法修習終了 弁護士登録（第二東京弁護士会）あさひ・狛法律事務所（その後、あさひ法律事務所に改称）入所

2007 年 7 月 西村あさひ法律事務所（事務所の統合による）<現在に至る>