

独立取締役とコーポレート・ガバナンス

佐賀 卓雄

はじめに

二〇一三年六月に安倍政権は日本再興戦略を掲げ、成長戦略として取り組むべき課題を明らかにした。その中で、稼ぐ力の向上策の一つとして、コーポレート・ガバナンスの強化をあげている。

そして、その具体策の一つとして、翌二〇一四年二月に「日本版スチュワードシップ・コード」を作成した。これは機関投資家が投資先企業との対話（エンゲージメント）を通じて、当該企業の企

業価値の向上や持続的成長を促すことにより、中長期的な投資リターン拡大を図る責任を明らかにすることを目指すものである。続いて、同年六月には「コーポレート・ガバナンス・コード」の策定作業に着手した。

このように、わが国ではコーポレート・ガバナンスが企業の収益力の向上との関連で提起されているのが特徴である。また、今回の会社法改正において外部取締役の起用が求められ、導入しない場合には、その理由を開示することが求められた（いわゆるコンプライ・オア・エクスプレイン・

ルール)。

しかし、アメリカでの実証研究によれば、独立取締役制度による株式会社のコーポレート・ガバナンスの強化と収益性との関連については、いくつかの例外を除き否定的な結果を示している。それどころか、エンロン、ワールドコム事件などを契機に制定されたサーベンス・オックスリー(SOX)法に基づく内部統制システム構築の義務づけ、およびニューヨーク証券取引所(NYSE)、NASDAQの上場会社ガバナンス基準の強化により、特に業務や取扱商品が著しく複雑性を増している金融機関では専門性を欠く独立取締役が大半となったため、リスク管理の面で新たに深刻な問題が指摘されている。

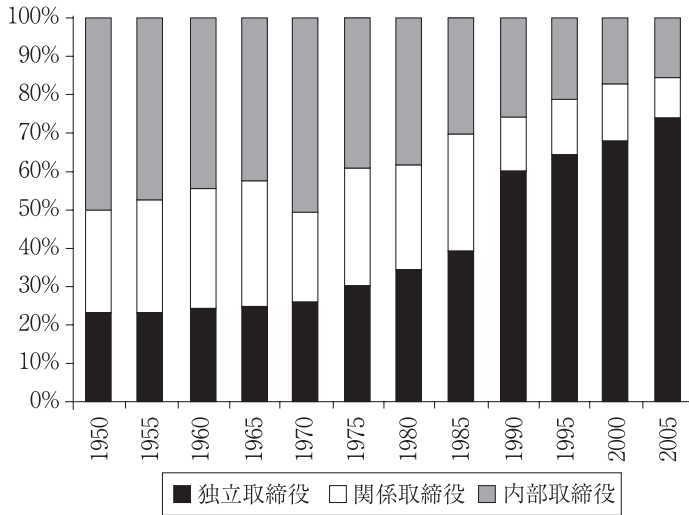
以下では、アメリカでの取締役会改革、特に独立取締役制度の導入の歴史を踏まえ、コーポレート・ガバナンスのあり方について考えてみたい。

一、取締役会の役割の変遷

取締役会の役割を論じる時、それを社会・経済的および歴史的文脈の中でみる必要がある。そのあり方も大きく変化してきたため、それを評価するためには環境変化の中で相対化することが不可欠な作業だからである。言い換えれば、取締役会の時代を越えてあるべき理念といったものはなく、その時々時代の制約の下で改革の方向性が摸索されてきたのである。

アメリカにおける大手公開会社の取締役会の役割の変化は、その構成の変化に示唆されている。つまり、戦後、その構成において一貫して独立取締役(independent director)の割合が増加し、内部取締役(inside director)のそれが減少してきたことである。ここで内部取締役とはその企業

図表1 取締役会の構成、1950—2005年



出所. Gordon [2008], P.1474.

の役員 (officer) である取締役を指し、それ以外を外部取締役 (outside director) と呼んでいる。そして、外部取締役はさらに融資先の銀行や取引関係などの親密な関係にある企業の役員が兼任する関係取締役 (affiliated director) と独立取締役に分かれる。この内訳を示したのが図表一であるが、一九七〇年代後半以降、一貫して独立取締役が増加していることが分かる。

これはアメリカにおけるコーポレート・ガバナンス改革の進展を反映するもので、七〇年代以降、企業スキャンダルの露見や経営危機の度に取締役会の独立性の強化が進められてきたことを示している。

それ以前の取締役会の構成は、CEO が自分の親しい関係にある取引先の役員や友人を取締役として招聘していたため、外部取締役といってもいわば CEO の身内であり、その役割も必要に応じ

てCEOの相談にのるという「助言モデル」(advising model)に依拠したものであった。そのような役割を反映して、取締役の報酬も低く時には無報酬の場合もあった。⁽¹⁾

このような取締役会の光景が大きく変化していくきっかけになったのは、一九七〇年代に起きた粉飾決算を伴うペンセントラル鉄道の破綻、ウォータゲート事件を契機に相次いで露見した企業の「疑わしい支払い」(questionable payments)、そしてそれらの問題への対処をめぐる取締役会の無能さに対する国民の幻滅であった。現在からみれば、二〇〇一年のエンロン破綻、翌年のワールドコム破綻そして一九九〇年代から二〇〇〇年代初頭に相次いで露見した不正会計処理と、それに対する国民の怒りという展開とまったく同じ構図であり、この間に行われたコーポレート・ガバナンス改革の実効性に対して重大な疑問

を投げかけるものとなっている。

それはともかく、これらの事件により企業改革の機運が一挙に高揚し、取締役会についてもその役割の見直しが行われた。独立取締役という言葉も一九七〇年代になって監視の役割を果たす取締役という意味でコーポレート・ガバナンスの辞書に初めて登場した。この監視機能の強化は、(一)独立取締役の基準と適格性の厳格化、(二)受託責任に対する法的な義務、評判(reputation)、株式ベースの報酬など、インセンティブの強化、(三)特定の課題を与えられた委員会の設置と指導的な取締役(lead director)の指名など、取締役会内部の改革、(四)取締役選任にあたってのCEOの影響の制限、独立取締役だけで構成される指名委員会の設置、という四つの側面から推進された。⁽²⁾

これらは取締役会改革の方向性として、その監

視機能を強化する「監視モデル」(monitoring model)を定置するもので、今日に至るまでこの線に沿った改革が進められてきた。とはいっても、他の改革もそうであるが、相次ぐ酷い企業スキャンダルや経営破綻などを節目に一挙に改革機運が盛り上がるという構図には変わりがない。

コーポレート・ガバナンスについては、二〇〇一年のエンロン破綻、翌年のワールドコム破綻、そしてその前後に相次いで露見した利益操作などの不正会計処理を受けて制定されたサーベンス・オクスリー(SOX)法によって、各委員会の独立性の強化や、CEO 抜き取締役会(executive session)の開催が義務づけられた。また、二〇〇七年以降の金融システム危機の深刻化を背景に、高額な経営者報酬およびリスク管理体制の見直しの必要性が検討されている。また、それを受けて成立したドッド＝フランク(DF)法は、株

主が経営者報酬に異議を唱えるセイ・オン・ペイ、セイ・オン・ゴールデン・パラシュートの規定を新たに導入することによって、株主権の強化を図った。もつとも、これらの議決は拘束力を持たないのであるが、株主総会で相当割合(例えば、二〇%以上)の反対があれば、経営側はそれを無視できず見直しに迫られるという効果がある。

これらの動きの中で、今日の取締役会の基本的構造を形成することになる重要な発展は、各種委員会⁽³⁾の設置である。一九七〇年代には、法曹団体(ABA)や経営者団体(Business Roundtable)などが取締役会の「ベスト・プラクティス」のガイドラインを公表したが、その中で潜在的に株主と経営者の利害が対立する問題について、取締役会の仲介機能を高めることを目的に、監査委員会(audit committee)、報酬委員会(compensation

committee)、そして指名委員会(nominating committee)の三委員会の設置を勧告した。

この中でコーポレート・ガバナンスの仕組みの中核を担う最も重要な委員会は監査委員会であり、早くも一九三九年にはNYSEが設置を示唆していたが、これらの動きを受けてSECは七四年に監査委員会の有無を開示することを求め、七八年に監査委員会の業務についての一般的なガイドラインを公表した。七七年には、NYSEが監査委員会の設置を求め、七九年までにはほぼすべての上場企業が監査委員会を設置しており、その九二％では委員に経営者ではない取締役がメンバーとして参加していた。八〇年代末までには、NASDAQとAmexも上場企業に監査委員会の設置を求めている。

報酬委員会の設置はそれより少し遅れ、SECが委員会の設置とその構成の開示を求めたのは九

二年になってからである。外部取締役が多数を占めるのが普通であったが、経営者も委員になっている場合が多かった。また、指名委員会も同じ時期に機関投資家の要求に応える形で採用されていた。

二〇〇七年以降の金融システム危機を受けて改訂されたNYSE上場会社のガバナンス基準はこれらの委員会がすべて独立取締役で構成されることを求めている。また、CEO抜きの取締役会の開催を義務づけている(図表二を参照)。⁽⁴⁾

二、取締役会改革の評価

このように、七〇年代以降、「監視モデル」に基づき、取締役会の権限が強化されてきた。現実にも、SOX法の成立を受けて二〇〇三年に改訂されたNYSE上場会社ガバナンス基準はCEO抜

図表2 NYSE 上場会社のガバナンス基準（上場会社マニュアル303A条）
の概要

303A.01 上場会社の取締役の過半数は独立取締役でなければならない(IM-5605(1))

303A.02 独立性テスト(IM-5605)

「独立取締役」の定義は以下の点を満たさなければならない

(a)(i)取締役会が、当該取締役が、直接に、あるいはパートナー、株主、あるいは会社と重要な関係を有する組織の役員として、上場会社と重要な関係を有していないと認定している

(ii)それに加えて、上場会社の取締役会の報酬委員会委員である取締役の独立性を認定するに当たり、取締役会は取締役が報酬委員会の委員としての義務に関連して、経営から独立である能力にとって重要な関係を持つか否かを左右するあらゆる要因を考慮しなければならない。それには、(A)上場会社によって当該取締役に支払われるコンサルティング、助言に対する報酬、(B)当該取締役が上場会社、上場会社の子会社あるいはその関連会社と関係があるかどうか

(b)加えて、以下の場合は、取締役が独立しているとみなされない

(i)取締役が過去3年以内に、上場会社の従業員、直接の集団メンバー、役員であった

(ii)取締役が過去3年のうち12ヶ月にわたり、上場会社から12万ドル以上の直接的な報酬を受け取っていた。ただし、以前の勤務に対する取締役と委員報酬、および年金、繰延払い報酬は除くものとする

(iii)会社の現在あるいは以前の内部あるいは外部の監査人に雇われていた取締役、あるいは監査人と同じ集団に属するとみなされる取締役が雇用関係が終了してから今だ3年を経過していない

(iv)取締役が、報酬委員会が上場会社の経営者から構成されている会社の役員である場合には、そのような契約が終了してから未だ3年を経過していない

(V)取引が100万ドルあるいは売上高の2%を超える会社の経営者が、そのような関係がなくなってから3年を経過していない

303A.04 指名/コーポレート・ガバナンス委員会：すべてのNYSE上場会社は独立取締役だけで構成される指名/コーポレート・ガバナンス委員会を設置しなければならない。委員会の目的と責任は、取締役会が定めた基準にしたがい、取締役会のメンバーに相応しい人物を指名することである(IM-5605-7)

303A.05 報酬委員会：すべてのNYSE上場会社は独立取締役だけで構成される報酬委員会を設置しなければならない。CEOに対する報酬の長期インセンティブ要因を決定するにあたって、報酬委員会は会社の業績と相対的な株主のリターン、比較対象となる会社のCEOの類似のインセンティブ、および過去数年間の上場会社CEOに与えられた報酬を考慮しなければならない(IM-5605-6)

303A.07(a)および(b) すべてのNYSE上場会社は独立取締役3名以上で構成される監査

委員会を設置しなければならない。監査委員会の各委員は財務的な知識を持っていないならば、しかも少なくとも1名は会計、あるいは財務管理の経験を持っていないなければならない。もし監査委員会の委員が3社以上の公開会社の監査委員を兼任している場合には、各監査委員会はそのような業務が委員の監査委員としての能力を損なうものではないことを判断し、そのことを開示しなければならない(IM-5605-3(2))

303A.03 独立取締役だけの取締役会の開催：取締役会は経営者が参加しない定例の会議を開催しなければならない(IM-5605-1(2))

注.条文末尾の番号は、対応するNASDAQ規則(2009年3月以降改正)

出所.NYSE,*Listed Company Manual*(2009年11月25日改正)

きの取締役会の開催を義務づけ、それを契機に取締役会によるCEOの解任が相次いだ。⁽⁵⁾

しかし、エンロン事件や不正会計処理問題に象徴されるように、繰り返しコーポレート・ガバナンスの強化の必要性が提起されていることから分かるように、七〇年代以降のコーポレート・ガバナンス改革は所期の成果を達成したとは言えない。

取締役会の独立性と企業業績の関連をサーベイしたBhagat and Black[1999]は、大部分の研究は両者にはほとんど関係がないという結論を導き、いくつかの研究は独立取締役の割合と企業業績には負の相関を見出している。最近の調査でも、「広範囲にわたる五四もの研究調査の結果を統合的に分析したところ、取締役会の独立性とその企業の業績とは『統計的なんの相関関係もなし』ということが分かった」(Nadler et al.

[2006]: 邦訳「11007」(10ページ)と結論してゐる。Gordon[2008]は、いくつかの先行研究に基づき、独立取締役が過半数を占める取締役会(特に独立監査委員会を通じて)では財務報告の正確性が向上していると結論している(pp. 1504-05)。

しかし、不正会計処理や利益操作などが相次いだ世紀の転換期の経験を踏まえれば、取締役会や各種委員会の独立性の強化というこの間のコーポレート・ガバナンス改革の評価は決して楽観的なものにはなりえないだろう。何故、繰り返しそのようなスキャンダルが生じるのかについての原因究明が必要である。

さらに、現実の取締役会の実態が問題になる。法律や規制が期待していたような役割を取締役会が現実を果たしていたかどうかである。一九八九年に、エリザベス・マクイバー(Elizabeth

McIver)と共著の『従僕あるいは君主か—アメリカの取締役会の現実—』(*Pauns or Potentates: The Reality of America's Corporate Board*)をまとめたジェイ・ローシェ(Jay W. Lorsch)は、取締役会の現実にはCEOの強力な権限の前に改革が目指した理想から著しく乖離していることを明らかにし、二〇〇一年の著書(*Back to the Drawing Board*)においても多くの大企業が複雑な多国籍企業であることや業務ラインが多岐にわたることから、依然として取締役会が効果的な監視機能を果たしていないことを指摘していた。その後、ローシェは最初の著書の公刊から二五年経過した現状についてコメントを寄せている(Lorsch[2014])。

そこで、ローシェは取締役会がその義務を果たすことができなかった理由として五つの要因をあげている。第一は、独立取締役は専任の仕事の他に

取締役を引き受けている、しかも何社かの取締役を引き受けている場合も多いため、十分な時間がないことである。典型的な取締役会は一回丸一日を使った会議を年三回開催しているが、会社が当面している諸問題を理解し議論するためには到底、時間が足りない。⁶⁾ 第二に、ほとんどの独立取締役は会社とその事業について限られた知識しか持っていないことである。彼らは通常は会社の業務について限られた経験しか持たないため、一年以上の時間をかけて業務について理解する必要があるが、それでも専任のCEOの知識の深さと広範さには到底及ばないのである。第三に、取締役と経営者の間の情報の非対称性である。ほとんどの取締役会において経営者は問題についての多くの知識を持っているばかりではなく、その気になれば情報そのものをコントロールできる。第四に、取締役会が明確な目標を持っていないため

に、その権限の行使が大きく削がれることになっている。これは企業目的が株主価値の最大化か、それとも利害関係者の利害の調整か、というお馴染みの論争が影を落としている。取締役の間でこの基本的な問題についてのコンセンサスがないため、経営問題について容易に意見の一致に達することができなくなり、権限の行使が妨げられる結果になっている。第五に、取締役の権限に対する最大の制約は、ほとんどの場合、取締役会の会長を兼任しているCEOの権力である。取締役の主たる情報源は役員であるが、彼らはCEOに報告し、CEOは取締役会の会長としてアジェンダ（議題）を決定する。そもそも取締役会の「監視モデル」では経営者の監視が取締役会の役割であるが、その長が監視される対象のCEOであるということは八百長であり、大いなる欺瞞である。しかし、アメリカではこれらの分離についてはな

かなかコンセンサスを得られないのが現実である。ここでも、これらのポストを兼任している企業と分離している企業について業績の比較研究が行われているが、明確な結論は出ていない。

三、金融システム危機と取締役会の役割

二〇〇七年以降の金融システム危機の大きな原因の一つとして、大手金融機関のコーポレート・ガバナンス・システムの欠陥が指摘されている。いち早くこの問題を分析したOECDは、二〇〇四年に提案したコーポレート・ガバナンス原則を修正する必要はなく、その効果的な実行こそが課題であるとして、特に四分野での改革が必要であると結論している。それは、報酬決定プロセスのガバナンス、リスク管理の効果的な遂行、取締役

会の役割の見直し、そして株主権の強化、である。

特に問題とされたのは、エンロン事件を受けて制定されたSOX法において不祥事を事前に防止することを目的に義務づけられた内部統制システムの構築が、期待されたような効果を発揮できないばかりではなく、取締役会のアジェンダがコンプライアンス偏重になり、本来の経営監視機能を果たしていないのではないかという指摘である。

これと密接に関連するが、二〇〇三年に改正されたNYSEのガバナンス基準が「独立性」の定義を厳格にした上で、監視、指名、報酬の三委員会のメンバーについて独立取締役の要件を徹底したことである。⁽⁷⁾

このようなコーポレート・ガバナンス改革の方向性については副作用を危惧する意見も強い。既に、SOX法の内部統制システムの構築、そして

独立取締役の増加によって、取締役会のアジェンダの中でコンプライアンス問題の占める比重が増加する一方では、専門知識を持たない独立取締役が提起された諸問題に適切に対応できていないのではないかと指摘されていた。⁽⁸⁾ 今回の改革はこのような危惧を払拭するものではなく、事態を一層悪化させる懸念がないとはいえない。

この問題の解決は容易ではない。というのは、専門的な知識を持つ人材が決定的に不足しているからである。しかし、破綻した投資銀行の場合、それよりもCEOの独裁的な権力の方が深刻な問題であった。相変わらずCEOによる取締役の指名が続き、金融知識を持たない老人が多数を占める取締役会に複雑な仕組債や証券化商品の評価、そのリスク管理を任せることは無謀という他ない。したがって、このような企業のガバナンス改革はCEOの権限の縮小と、委員会の適正化によ

る取締役の機能の強化という、一九七〇年代以来続いてきたガバナンス改革の徹底した実行であるう。

おわりに

アメリカにおけるコーポレート・ガバナンス改革は、一九七〇年代以降、企業スキャンダルが発生する度に、基本的に取締役会および各種委員会の独立性を強化する方向で進んできた。従って、その目的は経営者による不正行為の防止であり、取締役会に監視機能を持たせる「監視モデル」がそのベースになっていた。

しかし、今回の金融システム危機の過程で、リスク管理と経営者報酬の問題が大きな課題として浮上した。既にエンロン事件の時に問題にされていたことであるが、株価に連動した報酬制度であ

るストック・オプションなどの業績連動型報酬制度が経営者の過大なりスクテイクの誘因となり、今回の危機の原因になったのではないかということである。さらに、SOX法以来一層進められてきた取締役会の独立性の強化が、ほとんどが専門知識のない取締役から構成される取締役会をもたらし、取締役会の経営へのチェック機能を弱化させたのではないかということである。既に取締役の業務が増加し、以前のように二社以上の取締役を兼任することは、時間的にも事実上、不可能になっているといわれる。CEO抜きの取締役会が義務づけられ、CEO対取締役会のパワー・バランスが変化した現在、今後必要なことは、取締役の専門性を高めるための仕組みづくりであろう。

(注)

- (1) Gordon [2008], p.1487. 取締役会の構成の歴史的な推移

についての調査は一九七〇年から始まっており、一九七七年には、SECが詳細なサーベイを行っている。学術的な研究は一九八五年からみられ、現在、ISS (Institutional Shareholder Service) の一部となっている IIRC (The Investor Responsibility Research Center) は一九九六年に公開会社約一五〇〇社についてのデータベースを提供し始めた (Gordon [2008], p.1474)。

一九八九年の時点では、個別の会社の内部取締役の数は、大公開会社の六七・五%が三名、三二・五%が四名であったが、二〇〇四年には、九一%が二名以下となっており、内部取締役は絶対数でも激減している (Gordon [2008], p.1476, note 20)。ちなみに、二〇〇一年一月に破綻したエンロン社は同年三月の段階では内部取締役(会長およびCEO)二名、外部取締役一二名から構成されていた(佐賀 [二〇〇七](下)参照)。

Nadler et al [2006]は取締役会の構成の特徴につき次のように述べている。「最近に至るまで、取締役会を編成する作業は、クリスマスツリーを飾るのと非常に似通った作業であった。CEOがきらきら光る奇麗な装飾品を次々に選んで飾りつけ、最後の仕上げとしてツリーのてっぺんに派手なお星様を乗せるのである。……何十年の間、社外取締役の指名は非公式に、ときには排他的な方法で行われてきた。CEOが主導権を握り、自分の個人的な友人や仕事

上の知人などを推薦する。いわゆる『バランスのとれた』取締役会とは現役のCEOが1、2名に、銀行家、弁護士、学者、地域の有名人、そして引退した政治家などを適当に取り混ぜた集団のことだった」(邦訳「二〇〇七」、三七七八ページ)。

(2) Gordon[2008], pp. 1477-99

(3) 以下は、Gordon[2008], pp. 1490-93, 1494。

(4) もっとも、一九九〇年代にはCEO抜きの取締役会の開催は一般的になりつつあり、ある調査では調査対象の取締役会の六二%がエグゼクティブ・セッションを開催していた。また、当時、コーポレート・ガバナンスの先導役であったGMは、最低年三回、開催していた(Gordon[2008], pp. 1494-95)。NYSEの基準の改定はこのような動きの追認ともいえる。

(5) 二〇〇三年改訂のNYSE上場会社ガバナンス基準については、佐賀「二〇〇七」(下)、図表一〇、二八ページ、を参照されたい。また、二〇〇五年前後に相次いだCEOの解任事例については、佐賀「二〇一四」を参照されたい。

(6) ただし、年に四回しか会議を持たないという取締役会とはやや少ないが、全体の会議は年に六回から八回が普通であり、最近では一回につき二日以上かけて行われることもあり、その他にも直接顔を合わせたり電話を通して連絡を取り合う部分的な会合が増えているという指摘もある。

今日では、GEのように、年間に一二回以上の会議が開かれる企業も珍しくなるといわれる(Nadler et al[2006]: 邦訳「二〇〇七」p. 142)。

(7) 厳密に言えば、二〇〇三年のNYSEガバナンス基準では指名委員会メンバーがすべて独立取締役でなければならぬことを要求していない。金融システム危機を受けて改正された二〇〇九年のガバナンス基準では「指名ガバナンス委員会」という名称に変更された上で、すべての委員が独立取締役でなければならないとされた。委員会の独立性の要件が一層厳しくなっている(図表二を参照)。ちなみに、NASDAQのガバナンス基準では委員会の独立性の要件はそこまで厳しくはない。

(8) 今回破綻した大手投資銀行はガバナンスおよびリスク管理の中核的組織である監査委員会に十分な金融知識を持つ人材が決定的に不足していたことが指摘されていた。しかし、この問題は投資組合(PE)を悪用して簿外取引による利益操作を行っていたエンロン社の取締役会について既に指摘されていたことである(佐賀「二〇〇七」、「二〇一四」を参照)。アメリカのコーポレート・ガバナンス改革は経営者報酬問題については歩調を合わせているが、リスク管理問題についてはOECDなどの国際監督機関の認識とはかなりズレているといわざるをえない。

【引用・参考文献】

- 佐賀卓雄[二〇〇七]、「経営者報酬の構造とナニバース・ゲーム」(上)(下)、『証券経済研究』第五九号、第六〇号、九月、十二月
- [二〇一四]、「金融システム危機とコーポレート・ガバナンス改革」、『月刊 資本市場』一〇月
- Bhagat S. and Black B. [1999], “The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, 54 *Business Lawyer*
- Gordon, N. G. [2008], “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: of Shareholder Value and Stock Markets Prices”, *Stanford Law Review*, Vol. 59, Apr.
- Lorsch, J. W. [2012], “Boardroom Challenges: Lessons from the Financial Crisis and beyond”, in (Lorsch ed.), *The Future of Boards*
- [2013] America’s Changing Corporate Boardroom: the Last Twenty-Five Years, *Harvard Business Law Review*, Vol. 3
- Nadler D. A. et al [2006], *Building Better Boards*; 斉藤彰悟監訳・池田絵美訳[二〇〇七]『取締役会の改革——効果的なガバナンスへつなぐ』
- Stout L. [2012a], *The Shareholder Value Myth*
- [2012b], “The Problem of Corporate Purpose”, *Issues in Governance Studies*, No. 48, June
- (さ) たかお・当研究所理事・主任研究員