

不祥事対応と取締役の役割

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

不祥事対応と取締役の役割

(令和8年7月28日開催)

報告者 後 藤 元

(東京大学大学院法学政治学研究科教授)

目 次

I. はじめに	1
II. 不祥事の公表と取締役の義務	8
III. 不祥事対応における取締役会と社外取締役の役割	14
IV. 第三者委員会	20
討 議	23
報告者レジュメ	45

金融商品取引法研究会出席者(令和8年7月28日)

報告者	後藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
会長	神作 裕之	学習院大学法学部教授
委員	大崎 貞和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
〃	尾崎 悠一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河村 賢治	立教大学法学部教授
〃	小出 篤	早稲田大学法学部教授
〃	齊藤 真紀	京都大学法学研究科教授
〃	武井 一浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	中東 正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	松尾 健一	京都大学法学研究科教授
〃	松元 暢子	慶應義塾大学法学部教授
〃	萬澤 陽子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃	宮下 央	T M I 総合法律事務所弁護士
オブザーバー	三井 秀範	預金保険機構理事長
〃	齊藤 将彦	金融庁企画市場局市場課長
〃	大門 健	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	横田 明彦	S M B C 日興証券法務部長
〃	白樫 昌憲	みずほ証券法務部長
〃	窪 久子	三菱U F J モルガン・スタンレー証券法務部長
〃	石津 知則	日本証券業協会 社会連携本部長
		兼 政策本部共同本部長
〃	山本 悟	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	坪倉 明生	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	内藤 高史	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研究所	森本 学	日本証券経済研究所理事長
〃	高木 隆	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

不祥事対応と取締役の役割

○**神作会長** それでは、定刻になりましたので、ただいまから金融商品取引法研究会の第19回会合を始めさせていただきます。

初めに、人事異動に伴い、オブザーバーの変更がございましたので、ご紹介させていただきます。日本証券業協会の山本様と石津様が、本日よりご参加くださいます。山本様と石津様におかれましては、どうぞよろしくお願いいたします。

それでは早速、本日の議事に入らせていただきます。本日は、既にご案内しておりますとおり、東京大学の後藤元先生から、「不祥事対応と取締役の役割」というテーマでご報告を頂戴いたします。その後、ご報告をめぐって意見交換を行いたいと存じます。

それでは、後藤先生、ご報告をお願いいたします。

【東京大学大学院法学政治学研究科 後藤元教授の報告】

I. はじめに

○**後藤報告者** 東京大学の後藤です。本日は報告の機会をいただき、どうもありがとうございます。

最近、レジュメの冒頭に掲げました、国際的なプロジェクトとして、アジアの企業不祥事の比較に参加する機会があり、そこに日本の章を寄稿して、それは参考資料として今回おつけさせていただいていますが、それは外国向けというか、日本はこんなだよということを紹介するのがメインであり、今ここでその内容を紹介しても皆さんも全てご存じのことばかりになると思いますので、それを書きながら思ったりしたことを今回はご報告させていただこうと思いました。

この書籍自体は、今はまだ校正前の段階ですので、多分、来年のどこかで

出版されるのではないかと思います。まだ時間があるかもしれませんので、きょうコメントをいただけたら、そちらに反映できるものがあったら反映できればというところでございます。

この書籍に寄稿したものではありません、日本の企業不祥事の特徴がどういうものかということを書いたわけですが、そもそも「特徴」という言葉を使うときに、私はどうしても日本のことしか見ていませんので、日本にしかないと断言できることはなくて、ひょっとしたらほかの国でも同じようなことはあるかもしれない。ただ、日本では、こういうところに意識が向いて議論していますよということを「特徴」と言っているにとどまるわけですが、そのときに、どういうタイプの企業不祥事がどういう原因で起きているのかということと、起きた後にどういう対応がよくとられるのかということに分けて議論しました。

6月にシンガポールでみんな原稿を持ち寄って議論する会があって、そこではほかのアジア諸国の話を聞いたのですが、どうしてもそこで出てくるのは支配株主、オーナー一族だったり、国有企業であれば政府の関係者とかがやりたい放題をやって搾取をするとか、また政府から仕事をもらうために贈賄をする、それをさらに政府側が抜いていくという話で、もうスキャンダルといえばそれという感じです。

日本でそういうものがないわけでは決してなくて、支配株主や経営者が会社を搾取した事案は、例えば大王製紙とか、日産のゴーン事件などがあり、起きると結構なインパクトがあるわけですが、どうしてもそこが議論の中心にはなっていないように思われます。贈賄もあり、起きると注目はされますが、最近では、これも企業不祥事のメインという意識はないように思われます。企業不祥事関連の書籍を見ると、最初には粉飾決算が挙げられることが多いけれども、粉飾決算の次に品質不正問題が、特にここ20年ぐらいはよく挙がってきています。

品質不正は日本に限った話ではなく、例えばドイツでもフォルクスワーゲンがディーゼルゲートを10年ちょっと前に起こしたわけで、日本に限られ

た話ではありませんが、ここまで品質不正の話ばかりしているということは、少なくとも諸外国ではなさそうです。それが企業不祥事の代表例として挙がること自体が、日本の一種の特徴なのかなとも思いました。

これと関連するかもしれないのが、これは海外の人からむしろよく言われることもありますし、日本の文献にもさらっと書いてありますが、日本の企業不祥事は、例えば支配株主が自分の利益のために会社を搾取するというような個人的利益の話よりも、会社のために追い込まれて不正をしてしまう。例えば品質不正をしても、個人が金銭的利益を直ちに受けるわけではありませんが、それによって会社の業績が一時的によく見えるかもしれない。粉飾決算についても、例えばエンロン事件では自分たちのストックオプションの価値を上げるためにやったと言われています。例えばオリンパスは大分ひどい事案ではありましたが、自分たちの金銭的利益を確保しようとしたというよりは、主観的には会社を守ろうとしてやったと言えなくもない。その結果、もっとひどいことになったので、やらないほうがよかったことには間違いありませんが、そういう意味で「会社のため」の不祥事という言い方がよく行われることがあります。

ただ、そこにクエスチョンマークをつけているように、本当に会社のためかということ、会社のためというのは言いわけにすぎなくて、結局、会社のためと言いつつ、個人の利益を得ようとして行われた可能性もあります。例えばオリンパスで言えば、それで自分たちの地位を守ろうとした。品質不正についても、上司や親会社からすごいプレッシャーがかかってくるのを何とかごまかそうとしてやった。そういうところがあるとすると、個人のためでも当然あるわけです。ただ、不正の激しさというか、直接的にお金を盗むということをしていないという意味では、会社のためという言いわけが立ちやすい類型が多いということぐらいまでは言えるのかもしれません。

そうすると、次の問題は、なぜ、会社のためという言いわけをしながら不正が行われることが多いのかということです。その背景には、いわゆる伝統的な日本型コーポレートガバナンスと言われるものの影響が多少はあるのか

なと思います。最近もちろん変質はしているのでしょうけれども、伝統的には全員新卒で入って定年までそのグループの中にいる。取締役会も社内の人
が中心という状況で、非常に同質性の高い会社共同体の中で、グループシン
ク（集団浅慮）が起きがちであり、また「会社のためだから仕方がない」と
いう言いわけが説得力を持ちやすい。また、「それはよくない」と言って止
めようとする、裏切り者扱いをされる。そうすると、外部労働市場がほと
んどないという状況では、逃げ道がないので会社にとどまらざるを得ないと
すると、会社の言うこととか、長いものに巻かれる方向に行くのではない
かということがあったかもしれないということを書いたところでございま
す。

これは、不祥事が起きた後の対応にもあらわれます。発覚した後に、今こ
れを公表すると大変なことになるので、ばれないことを祈って隠し続ける。
隠し続けられているものもひょっとしたら世の中にはあるかもしれませんが、
ばれたときにもっと大変なことになるというのはしばしば起きる話では
あります。問題は、ばれる可能性がどれだけあるかですが、そこで、ばれな
いだろうという希望的観測が集団浅慮により通ってしまう可能性があります。

また、特に独立取締役、社外取締役が少ない状況のもとでは、会社が自発
的に調べるといっても限界があるので、第三者委員会を設置して調査しても
らい、報告書を出して、それに従って処分していくという方法が、オリンパ
ス事件以降に普及したと言われています。この第三者委員会は、どうやら韓
国には似たようなものがあるらしいのですが、ほかの国ではほとんど聞いた
ことがないとのことで、これも日本のコーポレートガバナンスの前提のもと
で生み出されてきた仕組みなのかなと思っています。

また、最近では不祥事が起きるとアクティビストが入ってくるという事案
が目につき始めました。フジテレビにはダルトンが、フジテック、小林製薬、
ニデックにはオアシスが介入しているということが報道されておりますし、
投資と不祥事発覚の順序は違うかもしれませんが、東邦ホールディングスに

は3D インベストメントが圧力をかけているようです。これらも日本のガバナンスの変化に伴うまた新しいパターンなのかもしれません。そういうことも、比較法的なプロジェクトの本には書きました。

今日は、このうち、会社法ともつながりのありそうな、不祥事が起きたときにどのように対応するのか、そのときに取締役がどういう役割を負うのか、またそれに対してガバナンスの変化がどう影響を与えているのかということについて、まだまとまり切っていないのですが、考えたことを幾つかお話したいと考えております。

まず、不祥事対応と言っていますが、どういうステップがあるのかを考えます。もちろん細かく分ければ切りがないわけですが、一番大きく分けると、不祥事が起きているかもしれない、もしくは起きたという情報を入手するところから始まり、その情報に基づいて対応するという二段階なのかなと思っています。ただ、対応するまでの間に、情報は、最初はそんなに明確な形で上がってこないかもしれないので、これがどういう意味を持つ情報なのかを検討する段階が入ると思われます。なので、まず情報を入手して、検討して、必要があれば対処するという3段階になるのかなと思います。

最初の情報の入手は、基本的には内部統制システムの問題で、比較的議論されているところかと思います。大企業になれば全体を見通すことができないので、必要なチェックがなされて情報が上がってくるようなシステムをつくらなければいけません。そのうちの1つとして、公益通報制度をちゃんと整備して、報復のおそれなく従業員が情報を上げられるようにする必要があります。それが残念ながらワークしないときは、外部、報道機関に対して告発がなされたり、また外部からそういう情報が持ち込まれたりすることもあるわけです。そういう形で情報を入手していくことになります。

会社法的には、その情報をつかめないまま、ずるずるいつてしまったというところで、特に法令違反とか不正行為があった場合にそれを検知できなかったのは、そもそも内部統制システムをちゃんと構築していなかったのではないかということで、内部統制システム構築義務の違反という議論になる

ことが多いわけです。これについては、内部統制システムは完璧ではなく限界もある。システムは複数人で裏をかいてしまえば外すことができるし、新手の手口にも対応は難しいといった形で、義務違反とは言えないとする裁判例がいくつか存在しています。

また、公益通報者保護制度は、おとしし改正が行われました。それでもまだ不十分ではないかという議論があったりしますが、この辺の話は、ここで改めてお話しすることでもないかなと思ひまして、本日はこの部分は省略させていただければと思います。

次に、何らかの情報が入ってきたことを前提として、その後どうするかということです。まず、先ほども申し上げたように、情報の中身は恐らく非常に多様なもので、それほど整理された形では入ってこないということも実務上はあるのではないかと思います。また、その内容も、法令違反とか不正行為の話なのか、それとも事故が発生するかもしれない、事故が起きたという話なのか、役職員がプライベートなトラブルを起こしたという話なのか、いろいろなものがあるでしょうし、またその深刻度も、もう事故が起きてしまったというものから、そういう兆候があるかもしれないという話なのか、またその程度がどれだけひどいのかというのも、バリエーションがあると思います。

そうしますと、このような情報をどの段階で処理していくのか、という問題があります。もちろん深刻になればなるほど上に上げていって、最後は経営陣が判断しなければいけないのでしょうけれども、それはリアルタイムではなかなか難しいのかもしれない。

情報の内容の多様性については、不祥事というと、どうしても法令違反や不正行為をイメージしますが、巷で不祥事というときには、例えば経営者が女性トラブルを起こしたというのも不祥事として語られることがあったりします。これは法令違反や不正行為とは大分質が違ふように思われますが、取締役会や経営陣が何か対処しなければいけないところでは一緒かもしれません。

また、日本の内部統制システムは、会社法施行規則 100 条第 1 項に具体的に書かれているわけですが、その中には、法令違反とかだけでなく、損失の危険の管理体制というものが入っていて、要は会社に損失が発生するものは何でも対象になると読めるとすると、非常に範囲が広くなると思います。例えば、外部からサイバー攻撃を受けて個人情報を出してしまった場合、それが全くの第三者からの攻撃だとすると、会社自体はある意味被害者で、自分たちが何か悪いことをしたわけではないのかもしれませんが、対応を誤ると消費者からの信頼をなくすとか、事業ラインがストップするという大きな被害を受けますので、これも損失の危険には十分入ってきて、それに対してどう防衛するかということを考えておかなければいけない。

サイバー攻撃の兆候があるときにどう対応するかという話は、日本法の下では、普通に内部統制システムの中で取り上げることができますが、海外では必ずしもそうではなく、デラウェア州の Caremark 義務という有名な判例法理がありますが、基本的には法令違反リスクを想定していて、事業上の損失リスクを含むのか含まないのか、判例に若干の揺れ動きがあり、また学説上の議論もありますが、もともとは入らないとみんな思っていました。しかし、例えばサイバー攻撃は、少なくとも会社側が法令違反をしているわけではないとすると、本来は入らないはずでも、問題の状況は似ているのではないかとすることで、そこまで広げるべきではないかという議論がされているところでもあります。日本はその悩みはしなくて済むかもしれません。

そういう意味では、今日の不祥事対応という切り口が、そもそも対象を限定しすぎてしまっていて、本来は、取締役会や経営陣が上がってきた情報にどう対応すべきかというのが一番大きな問題の設定になるかもしれませんが、これはもともとのプロジェクトが企業不祥事だったということによるものとして、ご容赦頂ければと思います。

最後に、入手した情報を検討して、不祥事が判明した場合、それについて何か対処をするかを考えることになります。対処にもいろいろありますが、まずは公表して、「問題があったので申しわけありません」という謝罪会見

を開いて、あわせて第三者委員会を設置するというのが最近ではスタンダードな流れなのかなと思います。そして、第三者委員会の報告書が上がってきて、「ここが問題だった」と言われた場合には再発防止策をとるとともに、責任がある人がいたら処分をする。人事上の処分であることもあれば、損害賠償請求を起こすこともあったりすると思います。

この辺の話は、東京証券取引所さんが2016年に公表された「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」という一種のソフトローに項目としては挙げられています。このプリンシプルでは、不祥事があったら根本的な原因を解明して、そのときに第三者委員会を置くなら経営陣の言いなりになるような人を選ばずに、独立性、中立性、専門性に配慮する必要があるし、その上で実効性の高い再発防止策を策定して、迅速に実行して、かつ情報開示も的確迅速にしましょうと書かれていて、それはもっともなのですが、では具体的にどういう場合にどうするのかというと、割と短い文章であることもあって、直接的にはそこから何かを導くことは難しいのかもしれない。そこで、もう少し考えてみようというところでございます。

Ⅱ．不祥事の公表と取締役の義務

そういうわけで、大きく分けて3つほど検討したいと思っています。まず、不祥事が起きた場合にどこまで公表しなければならないのか。この点については、裁判例が幾つか存在していますので、それをとっかかりに検討したいと思います。判明した不祥事を公表するかどうか、これは本来取締役の経営判断の範疇に入るものであって、取締役が自由に決めてよいのではないかという議論がある一方で、やはり公表はしなければいけないのではないかとされています。どこで線引きをするかという話になります。

有名なのが、平成18年6月9日のダスキンの代表訴訟の大阪高裁判決です。先生方はもう既にご存じかと思いますが、ダスキンが運営しているミスタードーナツの肉まんに、食品衛生法上認められていない物質が混入していた。それを納入している業者がどうやら入れたのではないかという話で

す。この物質自体は、別に食べても健康に被害が及ぶものではなかった。ただ、使ってはいけないとされていたので、違法ではあった。その情報が上がってきて、どうするかということだったのですが、健康被害を及ぼすものではないので、今、売られているものを売るのはもちろんとめるけれども、平たく言うと、入っていましたという公表をせずに、気づかれずに流れていくことを祈るという対応をとりましたが、結局、その情報はばれてしまいました。問題の納入業者とは、別件で揉めていたようで、そこから漏れた可能性もあるようです。そうすると、食品衛生法違反の物質が入っているのにダスキンはそれを隠蔽したということになって、大きな騒ぎになったという事案であります。

大阪高裁が何を言ったかということ、食品の安全性の確保は食品会社に課された最も重要で基本的な社会的な責任である。違法な物質が入っている場合は、判明した時点で直ちに販売している在庫を廃棄する。そこまではダスキンもしていますが、さらにその事実を消費者に公表するなどして、販売済みの商品の回収に努めるべき社会的な責任があったことも明らかで、怠ると厳しい社会的な非難を受けるとともに消費者の信用を失い、経営上の困難を招来するおそれがある。現にそうなったということをもとに、そう言っているわけです。

取締役らは、実害はない話なので、公表するかどうかについては、気づかれずにいけばそれで終わると判断した、これは経営判断なのだと主張しましたが、大阪高裁はそれに対してその到底合理的な対応ではないと強く批判をしました。違法性を知りながら販売を継続したという事実だけで、健康被害があったかどうかはともかく、その会社の信頼性を大きく損なうことになる。そのようになることは目に見えているので、そうすると、進んで事実を公表し、「既に安全対策がとられて問題はないのです」と正直に言った上で、不安の解消に努めるしかない。隠蔽工作をしていると疑われることをやってしまうのは、その企業の存亡の危機をもたらす結果につながり得る。その信頼喪失の被害を最小限度にとどめる方策を積極的に検討することこそが求めら

れていたものであって、積極的には公表しないという曖昧で成り行き任せの方針を手続き的にも曖昧なままに認めたというのは、およそ経営判断と呼ぶに値しないということで、義務違反を認めました。ただ、問題の物質は公表するか否かに関わらず混入してしまっていたので、公表しなかったことによる追加的な損害はそこまで大きいものにはならないという判断をしたというのが、このダスキン事件になります。

もう一つ、割と最近、今度は大阪地裁の判決で、TOYO TIRE 事件があります。こちらは、TOYO TIRE の前身の東洋ゴムがつくっていたビルの免震、地震があったときにその影響を少なくする用のゴム製品がありまして、その免震ゴムと言われるものの性能が基準を満たしていないのに、検査方法をごまかして、満たしているようにして販売していたという事案です。地震が起きたときに十分に機能を発揮しない可能性があるかどうかはそこまで明確ではなかったとも言われていますが、とにかく、基準違反のものを販売していた。

大阪地裁は、まず、安全規制があるときに規制違反のものを売ることは許されない。ある意味、法令に違反しているので当然ですが、それはもう経営判断ではなく、売ってはいけないということを言った上で、その基準が安全性にかかわるものである場合には、基準違反のものが売られると、使用者の生命、身体、財産を大きく危険にさらすおそれがあるし、その結果として信頼を損ない、また多額の賠償責任を負う可能性もあるので、より慎重に行動すべきである、としています。

また、この事案では、これは基準を満たしていないので直ちに本件出荷を停止すべきであると弁護士からも言われていたし、その方向で実は動いていたのですが、それをやると結構なコストがかかるということがあり、内部の人から計算方法を見直したら大丈夫でしたという報告も上がってきたので、やめることをやめるという判断をした。しかし、最終的にはやっぱりダメだったという話でした。これについて、大阪地裁は、少なくとも、最初にこれは危ないとリスクを認識した後で、いや大丈夫かもしれないというのに安易に

飛びついたという判断過程も合理的なものであると言うことはできないと言った上で、これは建物の安全性にかかわるものなので、基準に適合しないものであったとわかった場合は、可及的速やかに国交省に報告するとともに、一般に向けても公表すべきであると言ったわけです。もちろん、不確実な状態で公表するとかえって混乱を招くという話がありますが、だからといって「調査中です」と言って長期にわたって報告を公表しないということは相当ではなく、基準違反の内容とか影響の程度によっては、途中の段階でも、誤解を招かないようにした上で、報告・公表すべき場合もあると言って、結局、疑問違反を認めたという事案であります。

ただ、それによる損害は幾らかというと、2,000 万円とされています。TOYO TIRE の規模の会社にとっては、2,000 万円ではインパクトとしては小さいものと思いますが、行為規範としては、こういう場合には報告・公表しなければいけないのだということを明確に言ったという意味では、ダスキンの事件ともあわせてなかなか強いことを言っているなと思われれます。

こういう一連の、一連のというほどの数はないのですが、こういう報告義務、公表義務という考え方をとる裁判例に対しては、実務家から、そこまで行くのは言い過ぎなのではないかという指摘もされています（鈴木悠介「危機管理広報（3）不祥事の公表」ジュリスト 1619 号 108 頁(2026)）。公表するかどうかは、本来は経営者が会社のために何がベストかを考えて、経営判断として行うべきものである。なので、常に公表しなければいけないというのは行き過ぎなのではないか。逆に、公表しないと後で自分が責任を問われるからとりあえず公表しろというのは、それはそれで一種の自己保身であって、また別の義務違反になる、そういうことを言い出すと本当にダブルバインドでどうしようもなくなる気もするのですが、そういうご指摘もあります。

他方で、隠し通せるだろうと期待して、将来的にばれたときには大変なことになるというリスクを過小評価してしまうというバイアスは、どうしてもあるように思われます。また、露見するリスクが限定的であると合理的に判断できるのであればいいのかもしれませんが、今日では、個人がいつでもス

マホで写真を撮って SNS に上げられるという状況があり、完全にコントロールをすることはそもそも難しいのではないかという指摘も、同じ実務家の方がされています。そうすると、一定の合理的な根拠に基づいて、かつ外部の専門家になどにも聞いた上で、不祥事が露見するリスクが限定的であると判断するということ自体が、実はもうあり得ないのではないかと、暗に言っておられるとも言えます。特に、人の生命・身体にかかわることであれば、ばれてしまったときの批判がすごく強くなることは目に見えるので、露見リスクが皆無なので公表しなかったという判断が正当化されることは考えにくいだろうとも言っておられます。

そうしますと、先ほどのダスキン事件と TOYO TIRE 事件ですが、これらは経営判断原則という主張を退け、公表しなければダメだということで、取締役や経営者の裁量を否定して、とらなければいけない行動を限定したことになります。問題となったのは、ダスキン事件では食品衛生法違反であり、TOYO TIRE 事件では建築基準法違反ということで、いずれも結果として何も事故は起きていないようですが、食べ物の安全だったり建物の安全ということで、間違ったら人が亡くなる可能性がある話であった。そういう意味では、先ほどの鈴木さんが言っておられる人の生命・身体の安全にかかわる話ということからも説明できる状況ではあります。

こういう場合に、ばれない可能性に賭けて公表しないという裁量的な判断が限定されるということは、結論としていいのかなとも思うのですが、経営判断原則をこの場合に適用しないということは、どういう形で正当化されるのかというところは、十分には詰められていないような気もするところです。

経営判断原則が適用されない場合の典型例として法令違反行為がありますが、法令違反の場合には、取締役は、ばれないかもしれないから、または法令違反をしたほうが儲かるから法令違反をしようということは許されない。日本法でいえば、会社法 355 条に法令遵守義務がありまして、それに違反した瞬間にアウトであり、責任は発生する。法令違反であることに気づけなければしょうがないわけですが、それ以外の場合には責任が発生するというの

が会社法 355 条と平成 12 年の最高裁判決の帰結であるわけです。

では、なぜ法令違反行為の場合には経営判断原則を適用しないのか。355 条があるからというのが一番形式的な答えなのかもしれませんが、説明としては恐らく 2 つあって、法令というのは公益を守るためであって、会社の利益になるかもしれないからという理由で公益を無視してはいけないという説明もあり得ますし、また他方で、法令に違反してはいけないというのは非常に明確な規範であって、そこに裁量を認める必要はないだろうということも言われたりするわけです。

そういう意味では、公益に関するかどうかという話と規範の明確性という 2 つのポイントがあるとしみますと、不祥事が起きた後の公表は、まず人の生命・身体にかかわるものについて言えば、公益性は恐らくあるでしょう。たとえば、小林製薬の紅麹問題では、現に人が何人も亡くなっているわけです。人の生命・身体の安全にかかわる非常に強い公益性があるものについては、最初の事例がわかった時点ですぐに止めて公表すべきだったのではないかとということもあり得ないわけではないかもしれません。

もう一つの、規範の明確性という観点からいくと、不祥事が起きたら速やかに公表するというのは割とわかりやすい行動規範でもあるように思います。公表しなくてもいい場合があると言われてしまうと、どうなのかと考えなければいませんが、起きたら直ちに公表して謝って、再発防止策を打って信頼回復に努めるというルールにしておいたほうが、ひょっとしたらやりやすいところもあるのかもしれません。

その比較として、これは不祥事とは言わないかもしれませんが、東京電力の福島第一原発事件があります。あちらは、地震と津波のリスクがそれなりにありますよということが政府の会議の文書で言われたときに、それを受けて東京電力は、福島原発を停止するのか、防潮堤の工事を急いで始めるのか、それが間に合わないとなると、緊急の対策で、津波が来ても建物の中に水が入らないようにするのか、それとも地震が来ないことを願ってそのまま何もしないのか。いろいろな選択肢がある中で、いつまでに何をしなければ

いけないのかというのは、不祥事が起きたら公表しろというよりは非常に幅がある話です。それに比べると、不祥事の公表は、やることは明確なのだから、公表しろと言ったところで取締役はそんなに萎縮しないで済むのではないかという話もあり得るのではというところではあります。この辺の話は、まだ判例も少ないですし、今後、もう少し議論をする必要があるのではないかと思います。

Ⅲ. 不祥事対応における取締役会と社外取締役の役割

続いて、今の話とも関連しますが、不祥事の情報をごどこまで上げて、どこで判断をするのか。公表する・しないという話も、どこで判断するのか。不祥事対応において、取締役会と社外取締役がどこまで役割を果たすべきなのかという点についても、最近、興味深い議論がされています。

例えば、何か問題が起きたという情報は上がってきたけれども、社長や担当取締役だけで対応して、取締役会や社外取締役に対しては情報提供しなかった。そして、社長や担当取締役は公表しないとか特別の対応をとらないという判断をしたけれども、結局、後で情報が露見してしまう。先ほどの東京電力の場合でいえば、津波リスクに関する情報は、取締役会や社外取締役には伝えられず、原子力担当取締役と社長・会長だけで対策が検討されているうちに、津波が来てしまった。

小林製薬についても、最初に紅麹を食べた人が亡くなったらしいと伝わった後で、公表までに2カ月間のタイムラグがある。どうやら隠し通そうとしたわけではなさそうであり、1件起きただけで因果関係もどうなっているかわからないので、調査をするために2カ月ぐらいかかることはやむを得ないのかもしれませんが、すぐに社外取締役に情報提供をして取締役会で対応すべきだったのではないかということが、小林製薬の第三者委員会の報告書では言われています。

もっとさかのぼりますと、オリンパス事件も、社長と財務担当役員だけでずっと隠し続けていたわけです。ウッドフォードさんが問題を指摘した後も、

その情報を出さずに取締役会で、むしろウッドフォードさんを解任するという判断をした。そういうところで似たような構図があるのかなと思われるところでもあります。

そういう意味では、不祥事が起きたらその情報を少しでも早く取締役会と、もしくは社外取締役に提供して、そこで議論をして、それで公表に至るというのが、ある意味、理想的なのかもしれません。

これに対しては、最近、一橋大学の得津先生が興味深い議論を展開されています（得津晶「紅麹健康被害問題におけるコーポレート・ガバナンスの冤罪」信託フォーラム 22 号 97 頁(2024)）。小林製菓の第三者委員会の報告書を非常に詳細に読み解かれて、そこで見ると、1月に最初の症例、小林製菓の紅麹を使ったサプリメントを摂取した人が亡くなったという最初のケースの情報が上がってきた。それを受けて社内の部署で調査を始めたものの、その情報は執行部にはもちろん伝わっていましたが、取締役会全体とか社外取締役全員には伝わっていなかった。どうやら一部の社外取締役にはその少し前の段階で情報提供がされていたようですが。そして、3月まで全体の公表がされませんでした。この2カ月の遅れに対して、現に人が亡くなっているのだからもっと早く公表すべきだったのではないかというのが第三者委員会報告書のトーンであり、一般のメディアもそういうトーンで議論がされているわけです。

得津先生はそこに対して、次のように疑問を呈されています。「仮に1月の医師からの報告時点、あるいは2月の調査実施時点で社外取締役に報告したとしても、事の重大性がまだ認識できていない以上、何らかのアクションが採られたとは期待できない。そればかりか、このような発現するかわからない多数の様々なリスクについて取締役会の審議時間あるいは社外取締役の職務時間を奪うことは、その他の重要案件に割く時間を奪うものであって、妥当でもない。」では、この社外取締役が本来果たすべき機能、取締役会が本来担うべき機能は何かというと、コンセンサスは成立していないけれども、得津先生の観点からすると、いわゆるモニタリングモデルに基づく経営者の

監督、特に経営者の業績の評価が、日本の現在のガバナンス改革の中で一番重要な話である。得津先生らしい表現をされていますが、不祥事対応を理由に、この本来の目的から議論をそらすのはよくないということを言っておられます。

ただ、これは、少し極端な議論ではないかという気がしています。結局、ここでの問題は、不祥事であるとははっきり言えない段階の不祥事の可能性がある情報を、どのタイミングで取締役会や社外取締役に提供すべきかという話です。得津先生は、日本の取締役会は、今後はモニタリングボードになっていくべきなので、業務執行上の細かな話に近い不祥事関連の情報を取締役会に全部すぐ上げるというのは話が少し違ってしまうのではないかということを書いておられるわけです。

業務執行の決定に中心を置くマネジメントボードから、経営者の業績評価もするモニタリングボードに移行するという流れは確かにあるでしょうし、私はそれでいいと思っていますが、取締役会にほかの仕事がないわけではなく、やはりリスクコントロールは取締役会の重要な役割です。そのリスクの中には、例えば大きな M&A とか投資をするときに、本当に大丈夫かとか、ポートフォリオを管理するとか、そういうことも入ってくるのだらうと思います。また、最近少し聞かなくなってきましたが、攻めのガバナンスと守りのガバナンスという言葉があります。守りのガバナンスをやらなくていいわけではなく、これは危ないと思ったら止めるのも、取締役会、社外取締役の重要な役割だということは変わらないのではないかと。むしろ、モニタリングボードの母国というか、モニタリングボードが一般的なアメリカにおいても、デラウェア州では法令違反に関する重大なリスクの情報があつたら、それは取締役会に上げなければいけない。経営陣だけで判断するのでは足りなくて、取締役会で議論すべきであり、取締役会で議論していない時点で、日本風に言うとも内部統制システム構築義務違反、先ほども言及した Caremark 義務違反であると言われています。そうすると、日本の取締役会の役割がモニタリング、業績評価だけというのはちょっと行き過ぎではないかなと思われれます。

このときに、社外取締役が何を期待されているのかということですが、個別の案件に自分でタッチする、直ちに細かく調査を命じてその対応を主導するということを期待しているわけではなく、得津先生の言葉を借りると、経営陣や社内取締役が事の重大性を認識できていない場合に、むしろこれは重大な可能性があるのではないかと指摘するのが、社外取締役に期待されている役割ではないか。経営陣や社内取締役が、これは大したことではないとして穏便に済まそうとしているのに、「いや、ちょっと待った」とストップをかける。特に日本企業においては、同質性の高い集団におけるグループシンク（集団浅慮）の問題があると言われる中で、外部の人間である社外取締役が何か言うということが、むしろ重要なのではないか。

これは社外取締役でなく、社外監査役でもその役割を果たし得るのかもしれませんが、それができるのであればそれでいいと思います。この内部者ではない外部の視点から何か言うというのは、実はモニタリングモデルのもとで、経営者の評価だったり、事業ポートフォリオの再編をしたりするときに、社外取締役・独立取締役に期待されている役割のベースと共通するものがあるように思いますので、決してモニタリングモデルと異質なものが入っているということにはならないのではないかととも思われます。

ただ、問題となるのは、何か情報が上がってきたら全て上げなければいけないのか、という点です。説明が細か過ぎると、確かに取締役会の議論の時間を食ってしまうかもしれません。取締役会の本体に上げずに、監査役会または監査委員会で議論するとか、またはリスク管理委員会みたいなものがあれば、最初にそこで議論するのもいいのかもしれませんが。そこはいろいろ工夫の余地はあろうかと思えます。

むしろ、個別の事案の細部を議論するというよりは、少しでもリスクがあるなら、ちゃんと対応するよにという、リスクへの感度を高く持つべきであるという指摘を社外取締役がすることが期待されているのかもしれませんが。後知恵で「あのときに早く動いていればよかった」と言ってしまうことの問題はありますが、そうならないように、早めの対応を最初から心がけて

おくべきということです。まだ生煮えの情報しか上がってきていない状況で、情報の精度やインパクトが決まっていなくて、まだ調査中ですよという場合も、例えば人の生命・身体の安全にかかわるものについては、その詳細の判明を待たずにできるだけリスク回避的に動くべきだということは、1つの行為規範としてはあり得るように思われます。

小林製薬の事案は、まさにそういう側面がありました。他方で、公表をしなかったところで、2カ月の遅れでどれだけ被害が拡大したのかというと、それまで長い間、売られてきた商品だとすると、健康被害自体はそこまで変わっていないのかもしれませんが。ただ、そこで少しでも早く動こうとしなかった会社だという評判がつくことが、会社全体の評判を毀損したということはあるように思われます。もっとも、行為規範としては早く公表したほうがいいと言えたとしても、取締役の損害賠償責任の話になったときに、責任額がどれだけになるかという問題もありますし、逆に、これを言い過ぎると、得津先生が懸念されている過剰抑止の可能性もあり得ないわけではないので、線引きは難しい問題なのかもしれません。

また、倉橋弁護士は、得津先生とは逆の方向性も示されていますので、これをご紹介します（倉橋雄作「経営判断原則と信頼の原則を『よき意思決定』に活かす（下）」商事法務 2370 号 54 頁(2024)）。まず、倉橋先生は、むしろ取締役の法的責任に関して行っている議論から実践的な行為規範を導きたいという観点から論じられています。ここで議論されているのはあくまで行為規範であって、責任がどういう場合にあるかという話ではなく、ベストプラクティスのようなイメージで恐らく議論されているのだと思います。その前提で、行為規範としてどうすべきかというと、「違法・不当な行為やその嫌疑を認識した場合には、速やかに調査・是正を図るべき」という警告ルールを強調したい。有事対応の重要性は常識だけれども、人間はどうしても正常性バイアスにかかってしまって対応が遅れてしまうことがあるので、即座にスイッチを入れられるように、明瞭な行動準則を型として持っておきたい。これは Red Flag ではなく Yellow Flag でも対処すべきだ

というルールと呼んでもよい。そうすると、情報を知れば知るほど何もしなかったと言われる可能性が高まるので、むしろ Bad News は知らずにおきたいという話もあるけれども、それは全くの誤解であって、知ろうとしなければ、それ自体が義務違反になり得る。なので、取締役は普段から Bad News Fast/First を徹底して、そのために内部統制システムを運用していくべきであり、実際に Bad News を探知することに努めて、いざこれを知ったら調査・是正を迅速にすべきであると言われてしています。

これは、先ほどの不祥事があつたらすぐに公表するというのと、わかりやすい行動準則という意味で、通底するような考え方なのかなと思います。人間はどうしてもバイアスに流されてしまいがちであり、まだまだやらなくてもいい場合があるのではないかと、公表を遅らせてもいいのではないかと言い出すと、ずるずるいってしまいがちなところもあるので、やはりルールとしては、問題が起きたらすぐ反応しなければならないと明確に掲げておいたほうがいいのかというご提案です。取締役の行動規範としては、ある意味、考え方が楽になるという側面もあるでしょうし、また、社外取締役などが釘を刺しやすくなるので、この倉橋先生の考え方は非常にいいのではないかという気が個人的にはしているところであります。

問題は、倉橋先生はこれをあくまで行為規範、ベストプラクティスの話として提言されている訳ですが、これをしなかった場合の任務懈怠責任がどうなるのかという点です。

この点について、倉橋先生も言及されている、デラウェア州判例法の Red Flag、Yellow Flag という話があります。デラウェア州では、Red Flag であれば対応しなければいけないが、そこに至らない Yellow Flag だったら、取締役の裁量であるという議論になるわけです。これは、非常に比喩的で、そもそもそんな識別ができるのかという問題があるほか、そもそもデラウェア州の判例法は、非常に限定的な場合だけ義務違反になるという法制の前提での話にであることに注意する必要があると思います。デラウェアの一般会社法 102 条 (b) (7) は、注意義務違反による責任は基本的に全部免責できる

という定款規定を置くことを認めており、この規定を全ての上場企業が置いています。ただ、例外的に、単なる注意義務違反ではなく、good faith ではない行為、bad faith、不誠実であって、忠実義務違反と呼ぶに等しい行為、簡単に言うと故意に近い状況になると思いますが、そういう行為については免責ができないものとされているので、bad faith と言える状況かどうかの問題となるわけです。Yellow Flag ぐらいだと不誠実、故意とまでは言えないけれども、Red Flag が目の前で振られたらそれを無視するのは故意に等しいという議論になっているという側面もあると思います。

翻って日本では、こういう限定はなくて、単純に過失であったら義務違反になって責任を負うという法制が取られています。そうすると、デラウェア法に全部従う必要はないわけで、Yellow Flag であっても対処しなければいけないという場合はあるかと思います。他方で、その場合に取締役の萎縮を考える必要があるとすると、取締役の裁量をどの範囲で限定するのか。対象となるリスクの内容・種類で限定するのだとして、人の生命・身体の安全にかかわる切り方をするのか、会社の事業にとって本当に決定的なリスク、ミッションクリティカルリスクという表現がされることもあります。それにかかわるものについて裁量を限定するのか。人の生命・身体にかかわる商品を売っている会社にとっての人の生命・身体にかかわるリスクは、恐らくミッションクリティカルになりますので、かなりの部分で重なってはきますが、そういう何らかの限定はした方がいいのではないかとと思われるところでもあります。そういうことで、この倉橋先生の提案されているような行為規範は、一部においては少なくとも評価規範としてあっていいのではないと思いますが、どこで線引きをするかというところについてはまだ考え方がまとまり切っておりません。

Ⅳ．第三者委員会

最後に、これがある意味、一番日本的なのかもしれませんが、第三者委員会について検討したいと思います。最近では、不祥事が起きた後に第三者委

員会を設置することがほぼスタンダードになりつつあり、第三者委員会を設置しないこと自体が批判の対象になるところもあります。では、この第三者委員会には問題がないかという、全くそういうわけではありません。

初期には、第三者委員会を置きましたと言いつつ、その委員は会社の息がかかった人であったり、別のところでお金をもらったりしていて、独立性が全くなく、むしろ会社の筋書きどおりのことしか書いてこない。これはおよそ第三者委員会と呼ぶに値しないという批判を、久保利先生や野村先生などが入っておられる第三者委員会報告書格付け委員会がしていたところです。

最近では、会社側のラバースタンプになっているのではないかという批判も大分浸透してきました、むしろ厳しめにいくのだというスタンスの第三者委員会がふえてきたのではないかと思います。非常に厳しいという評価をされているのが、例えばさっきの小林製薬のものであったり、またフジテレビの第三者委員会報告書であったりします。ここで逆に問題となるのは、第三者委員会は別に公的な機関でも何でもないので、どのように事実認定をしているかが明瞭ではないということや、その認定に対してこの人の行為が問題であるとされた人が反論する機会が十分に与えられていないのではないかといったことです。むしろ、結論先にありきで、例えば退任した経営陣やそれ以外の関係者をスケープゴートにして、会社はこれから自浄作用を発揮して立ち直っていきますというストーリーを描いているのではないか。これも、ある意味、会社の筋書きどおりというところは共通しているわけですが、最近ではそういう批判がふえてきているように思われます。

こういう動きに対して、実務家の間では、第三者委員会が万能化し過ぎている、全能だと思われ過ぎているのではないかという批判があります（倉橋雄作＝浅岡義之＝門寛子「第三者委員会をめぐる論点」ジュリスト 1612号 ii 頁(2025)）。世の中がどうしても第三者委員会を過度に信頼してしまっていて、かつ、第三者委員会の報告書も全文公表して全て出すことがデフォルトになっている。これは日本の非常に特殊な、いわばガラパゴス的な対応であって、少し問題があるのではないかと指摘されています。そして、第三者

委員会が普及し始めた 2011 年のオリンパス事件のころに比べると、日本の企業の取締役会の独立性は大分強化されて、独立取締役もふえてきた。そうすると、第三者委員会という、株主がアカウンタビリティを問うことができない存在よりも、取締役会が調査検証、または再発防止策の策定を主導すべきではないかということも指摘されております。

確かに行き過ぎている面はあるでしょうし、反論の機会を与えずに、むしろスケープゴートを仕立てて、本当に悪いところを隠しているのではないかという話はあるのかもしれないと思います。ただ、独立取締役が増えたけれども、では取締役会がそれで完璧かというと、恐らくそんなことは全くなく、例えばニデックの事案でも、独立取締役はいたけれども、粉飾決算をとめることが全くできていなかったではないかと言われているところでもあります。このような場合に、機能していなかった取締役会もしくは独立取締役が調査検証をすると言っても、恐らく世間は受け入れてくれないだろうと思われまふ。そうすると、その場合に第三者委員会の報告書や提言に実質上拘束されてしまうというのは、ある意味、やむを得ないのかもしれない。

もしちゃんとやろうとするのであれば、取締役会を全部入れかえて、新たな取締役会のもとで調査をする。それは十分あり得ると思いますが、このようにした場合、恐らくその取締役会は、自浄作用を発揮しているところを見せようとして、退任した経営陣の責任を追及する方向に恐らく持っていこうとすると思います。そうすると、スケープゴート化のおそれとか、反論機会がないという問題は、むしろ変わらないのではないかという気がします。取締役会に対して株主が責任追及をする余地はありますので、その点は解消されますが、最近の第三者委員会に対して指摘されている問題点は、実は倉橋先生たちの提言に従っても解決されない部分が残っているのではないかという気がします。

そうすると、問題は、第三者委員会に世の中が期待してしまっているという点自体にあるように思われます。では、なぜ第三者委員会に世の中が期待してしまっているのかというと、世の中からすると、会社の中で何が起きた

のかを知る手段がほかにないからというところがあるような気がします。アメリカであれば、第三者委員会などに頼らずに、特に消費者に被害が発生した場合ですが、恐らくクラスアクションが起きて、その中でディスカバリーという話になり、ディスカバリーまで行ったら大変なので和解し、和解の条件の中でガバナンス改善が行われるということになると思います。

では、第三者委員会ではなくアメリカ型の訴訟制度にするのが良いかというと、アメリカの訴訟制度にもいろいろな問題があり、日本が完全にアメリカと同じになることはない気がします。また、第三者委員会がここまで定着してしまっていると、恐らくあまり変わることはない気もします。そうすると、その中でどう改善していくのが、今後の課題になってくると思っています。

いずれも結論がなく、とりとめもない話ばかりで恐縮ですが、私からの報告は以上でございます。ご批判、ご意見等いただければと思います。どうぞよろしくお願いします。

【討議】

○**神作会長** 後藤先生、興味深いご報告を大変ありがとうございました。それでは、ただいまの後藤先生のご報告につきまして、どなたからでも、またどの点からでもご意見かやご質問をいただければと存じます。本日はオンラインで参加の方が大変多くなっておりますけれども、オンラインでご参加の皆様もどうかご遠慮なくご発言ください。

○**宮下委員** 後藤先生、ご報告ありがとうございました。

1カ月ぐらい前の『旬刊 商事法務』で、不祥事対応を専門にされている弁護士の方が、不祥事が起こった際に、会社がどの時点で公表するかということに関して、取締役の善管注意義務等との関係で検討している論文がありました。その中で、より早期の開示をすることがあるべき対応とされる一方で、それが企業価値の毀損を最小限とする上で最善の選択とは限らない場合もあるということを述べられていて、裏返すと、企業価値の維持向上という

観点からは早期に公表することをむしろするべきでない場合があるということと言わんとしていると思われ、非常に実務家らしい悩みだなと思いながら見ていました。

そのこととの関係で、きょうのご報告の中で、3つあった論点のうちの1つ目のお話だと思いますが、不祥事公表をするかどうか、これはタイミングも含めてだと思いますが、その場合に経営判断原則を適用するか、あるいは、取締役の裁量を限定するかというお話がありましたが、裁量を限定するときに、法令違反のように一切裁量がないという話になるのか、限定はされるけれども、経営判断原則のような緩やかな判断基準で判断するのではなく、厳格な判断基準で取締役の判断の合理性を判断するという話になるのかによって、ちょっと違う話になるのではないかと思います。

法令違反のように一切裁量がないという話であれば、ある意味わかりやすいのですが、そうではなく、厳格な判断基準で判断するということである場合、判断基準は厳格になるけれども、非常に厳格に判断した結果として、企業価値の維持向上の観点からは公表すべきではないということが明確なのであれば、仮に人の生命・身体に危険を及ぼすような状況であったとしても、取締役の義務の問題としては公表しないことが正当化されるということが起こり得るのかどうか、それがまず1点目のご質問になります。

今の点は、取締役の裁量が限定されるときに、裁量が完全に否定されるわけではなく、一応、厳格な判断基準ではあるけれども、一定の限定された範囲での裁量はあるということを前提にした議論です。逆に、法令違反と同じように完全に裁量が否定されとした場合は、今度は、法令違反ではないのに裁量が一切なくなる根拠は何なのかということが疑問としてあります。

あることを会社が公表するかどうかは、例えば、上場会社には金融商品取引所の規則による適時開示義務があったり、あるいは金商法の適用を受けている会社であれば、臨時報告書での開示義務があります。不祥事も、適時開示の規則上のバスケット条項だったり、あるいは、「業務の遂行上生じた損害」等の類型で適時開示義務が発生します。臨時報告書の提出義務が発生するこ

とも同様にあり得ます。そうであるにもかかわらず、それに該当していないけれども、公表しないことは許されない、公表しない裁量が一切認められないとすると、法令違反ではない場合に取締役の裁量が完全に否定される類型があるということになりますが、その根拠は何なのか。

1つ、ご説明の中に出てきた公益があり得るのかなと思いますが、公益を理由として、会社の企業価値よりも公益が優先されるので、その場合は裁量がゼロになる、仮にそういうことがあるとすると、例えば環境問題であったり公害みたいなことに関しても、公益を考えたら、個別の会社の利益よりも明らかに重大なものがあるという状況はあると思います。そのような場合に、通常は、法令違反でない限り、たとえサステナビリティに関わる問題であったとしても、取締役の裁量が完全に否定されるとは通常考えられていないのではないかと思いますので、そのことと対置して考えたときに、人の生命・身体に害を及ぼす可能性がある場合に、法令違反ではないけれども公表しない裁量が完全になくなるとしたら、その根拠は何に求められるべきなのか。

非常に長くなって恐縮ですが、2点、ご質問させていただければと思います。

○後藤報告者 宮下先生、丁寧に整理してくださってありがとうございます。

うまく分けてお答えできるかわかりませんが、前提として法令遵守義務があり、法令に違反するという裁量は認められない、みんなそこを出発点としていると思います。本来はそこにも疑問を呈する余地はあり得ます。儲かるのだったら法令に違反してもいいではないかという可能性はある。また、法令にもいろいろなものがあるとすると、ひょっとしたら違反してもいいものもないわけではないかもしれない。それによってイノベーションが起きるのではないかという議論もあって、例えば Airbnb や Uber は、確信犯的にこの規制は過剰であるという形で規制緩和を要望しながら事業を進めてきたと言われることもあるわけです。

そこまで行くと話が複雑になり過ぎるので、それはちょっとおいておくと

しても、法令に違反したら、それは裁量の余地なくアウトであるということが許容されているのは、法令は公益を守っているからという説明なのか、もしくは法令違反をしてはいけないということはクリアなので、そこに裁量など認めなくても良いという説明なのか。この2つのどちらから行くか、そこまで厳密に考えずに議論していることもあると思います。不祥事が起きました、公表しますかという話のときに、不祥事を公表することによって公益を守ろうとしているという説明でいくと、宮下先生がおっしゃるように、別に人命だけではなくて、環境とか、命にはかかわらなくてもその人の尊厳とか、いろいろあって際限がなくなる。他方で、明確性という観点からは、法令に書いてあるものに限るとするのは十分あり得ると思います。

また、法令遵守義務違反の説明をするときに、明確性という観点のほかにもう一つ、法令に違反するようなことをしていると、世間の評判が下がり、会社の企業価値が害されるという議論があります。現実にはどれだけ害されるかは法令によって違うのですが、そこは一種のフィクションとして、法令に違反したら、めぐりめぐって評判が下がるのだから、一律にやめてくれというルールを355条は置いていると考えますと、不祥事を公表しないことによって評判は下がることもあるし、そうでないこともあるかもしれないけれども、そこは一個一個見るのではなくてカテゴリーカルに、ちゃんと公表しないと評判が下がるので、変に隠そうと考えるいくださいという考え方もあり得ると思います。

説明としてはどれも成り立ち得るところがあり、かつ射程もちょっとずつ違うところがある。公益だけでいくと際限なく広がってしまうので、限定するとしても、生命・身体の安全にかかわるものという限定は、判例が「そうだ」とはっきり言っているわけではなくて、判例上の事案は生命・身体にかかわるものが多いので、そこから出てくる基準を何となくみんな使っているのですが、逆に生命・身体だけなのはなぜかという説明が立たないかもしれない。その線引きで悩むよりは、「不祥事はわかったらすぐ」とまではいかなくても、「公表できる情報が集まったら」というところで公表す

るのは、規範としてもそんなに不明確ではない、そう説明するのも1つありかもしれないと申し上げたつもりでした。

そういう意味では、裁量がおよそゼロではないけれども、かなり枠のはまった話である。ただ、そうしたほうがいいのかどうかはまた別の話で、「どうなんでしょうね」というところがないわけではない。法令遵守義務についても、そもそも多少の法令違反は認めたほうがイノベーションが起きるのではないかという話もあるのと同様に、不祥事の公表も常にベストとは限らないというのはおっしゃるとおりですが、やったほうがいいのか場合もあるというときに、その余地を残すのか。

いろいろなところで言われているように、バレないのではないかと思ってしまうバイアスはどうしてもあるとすると、そのバイアス分を考慮して、「裁量はない」としておいたほうがいいのかが多いという議論もあるのではないか。個別の案件を見て、「これは別に言わなくてもよくないですか」というものもあるかもしれない。そういう場合には、公表はされないかもしれない。この時は、その後、別に何も問題が起きず、誰も問題としないので、事実上流れていくけれども、公表しなければいけないものがあつたときに、それをつい同じように隠してしまったことを問題とするのであれば、やはり公表する義務があつたという説明をしていくことになるのではないか。正面からお答えしていない感じで、ずるいなと自分でも思うのですが。

○宮下委員　すごく乱暴な整理かもしれませんが、経営判断原則のような裁量が非常に広く認められるパターンと、法令違反のような裁量が基本的には一切否定されるパターンの間に、厳格なというか、裁量が非常に限定された範囲でしか認められない領域があり、人の生命・身体にかかわるようなことが発生する場合には、基本的には公表すべきということが取締役の善管注意義務に照らした判断であるという結論になる可能性が高いだろう、そのような感覚でしょうか。

○後藤報告者　「可能性が高いだろう」というのが日本の判例のもとではという話なのか、そうしたほうがいいのかという規範的な主張なのか、悩ましいと

ころがあります。あと、結局、会社の有名さ、評判とか、いろいろなものが
かかわってくると思います。裁量が「ない」とまで言い切ることは難しいだ
ろうという意味では、「限定された」という言い方がいいのかもしれませんが、
そう言った場合、それが生命・身体の話だけなのかという、物によって変
わってくると思います。これを直ちに公表しないと、さらに人が亡くなるか
もしれないという場合にはやったほうがいいでしょうが、フジテレビの事案
のような場合はちょっと違うと思います。しかし、後者の場合も、「これは
やはり言っておいたほうがリスクコントロールはできますよね」という話はあ
り、そのときに「いや、隠せば大丈夫ではないか」のほうに行かないほうが、
リスクは少ないのではないかと。

経営判断原則の前提には、本当に会社のためにいいと思ってちゃんとやっ
ているということがあります。利益相反がどこまであるかというときに、例
えば今まで自分がやってきたものを守ろうとする配慮が入ってくると、利益
相反そのものではないですが、そこで判断がゆがむ可能性はゼロではないか
もしれない。そこはもちろんグラデーションがあると思います。悩ましくて、
最後はいつもどうしても歯切れが悪くなってしまうますが、そういったこと
を考えながらなのかなという気はしています。

○齊藤委員 後藤先生、大変興味深い分析をご披露いただきましてありがと
うございました。大変勉強になりましたが、1つ気になったのは、先生が取
り上げてくださった不祥事の主要な例は、財務や事業・経営リスクの問題で
はなく、科学・技術の安全性がかかわる問題ではないかと思われる点です。
広い意味では法令遵守の問題ですが、法令違反による不祥事ないし事故でも、
個人情報の流出のように直ちに誰かの利益への侵害が顕在化する場合と、安
全性の評価にゆがみがあるなど直ちには社会への影響がわからない場合があ
ります。科学的な安全性の問題は、実際の社会への影響の白黒がはっきりし
ない段階があり、その段階での対応は、「そういう場合は公表せよ」と法令
で命じられていたのにそれを怠った場合はそのことは法令違反になるとして
も、そうでない場合、非常に悩ましい点があるのではないかと感じました。

と申しますのも、科学的な安全性は、専門家でないと、その正確な意味がわからないものが多いのです。例えば福島事故について、事故の事後検証をする自然科学の研究会に参加していたことがあります。放射線の専門家たちは、「私たちは放射線の知識があるから、この程度の値なら、普通の生活において人に影響が出ないという意味で安全だと思うけれども、一般の市民はそれだけでは決して安心ないだろう」とよくおっしゃっていました。

今日の社会は、さまざまな危険な技術を使い、それを飼いならして成り立っています。一般市民はふだんその点に目を向けないまま生活していて、安全性の管理の多くは専門家に委ねられています。不祥事や事故があると、そういうものの上に成り立っている事実が市民も気づく。しかしながら、それについて過剰に反応してしまうのも市民ではないか。

それは恐らく社外取締役も同じだと思います。社外取締役は、財務や法務の専門的な知識は持ち合わせているかもしれませんが、各会社が扱っている科学的な部分については全く素人であることが多く、そのような人たちに安全性の管理についてダイレクトに対応の是非の判断と求めると、恐らく過剰に慎重な反応をするのではないかと。さらに、素人が現場のオペレーションもよく分からないまま口を出して、かえって現場を混乱させることもあるのではないかと思います。

しかし、他方で、危険源を管理している組織には、一般的な組織の脆弱さである集団浅慮、経営者自己保身、正常化バイアスという問題があり、そういうものを解消する仕組みをつくることは経営者に任せきってしまうことはできず、社外取締役なども関与していけるかもしれない。そのような役割、その人たちにできることは何かを慎重に判断しなければいけないのではないかと思います。

特に法的な行為規範を論じる場面において、法律家は文書になっているものを読みなれているので、科学者が書いた文章を自分では理解したつもりになる。本当は、テキストの先には非常に微妙な専門的評価があるけれども、こういう場合は安全である、あるいはこういう場合は危険であるという文章

になってしまうと、そこで白黒がはっきり分かれるかのように理解する傾向がある集団ではないか。科学的な安全性の評価が関係する事案においては、本来は法律家と科学的な専門家の協力のあり方が、議論の中に入ってくる必要があります。事業リスクや財務上のリスクであれば、整理いただいた得津先生、倉橋先生の立場はそれぞれ説得的なものがあると思いますが、科学の問題はもう少し難しいのではないかと思った次第です。

補足的な質問ですが、後藤先生は、アメリカのディスカバリーのようなものは、日本には相性が悪いのではないかとおっしゃっていたように聞こえました。私もそのように思っているのですが、不祥事があったときの第三者委員会の機能を補完するものとして、行政との協力、行政に調査し、指導してもらうことが考えられますが、このあたりについての後藤先生のお考えはいかがでしょう。

○後藤報告者 後のほうのお話については、何か起きたときにクラスアクションは日本に合わないというよりは、日本では受け入れられなさそうだと、自分の意見ではなく客観的に言ってみたつもりです。クラスアクションは現実的にはそんなに普及しないでしょうし、政治的な反発も強いだろうということです。また、行政の調査・報告に期待するというご提案は、確かに行政が入るともうちょっと中立的になるところがあるかもしれませんが、恐らく行政機関にそんなマンパワーはないような気がします。大きな事案になればもちろんあるかもしれませんが、業種、によって、また内容によって果たしてどれだけ動けるか。さらに、行政が入って手続が重くなると、その分対応が遅くなるところもあるかもしれません。行政にそんなに期待できるだろうかというのが私の正直なところです。

また、世間から見てどれだけ信頼できるかというときに、場合によっては、行政も業界に取り込まれているのではないかという目で見られることもあると思います。もちろん、最近のプルデンシャル生命の事例のように、金融庁がわりと機動的に動いて入っていかれる形で起きているものもありますが、課題は、行政の手が回っていないところをどうするかという課題だとすると、

行政にあまり押しつけてもという気がしています。

前半の法律と科学という観点は、私は今まで持っていなかったもので、なるほどと思いながら伺いました。おっしゃるように、過剰反応する人は多分いるのだろうと思います。また、一般に、社外取締役が暴走するという話も聞かないわけではありません。ここで社外取締役に期待されるのは、必ずしも科学の中身そのもの、安全性についてダイレクトに対応せよということではなく、社外取締役が科学の中身について素人であるのなら、その素人感覚を踏まえて、世間の反応を予測して、会社としてリスクコントロールをするように促すことかもしれません。そのまま放っておいて問題が起きてしまうと、世間は過剰反応しかねないし、「会社の言うことは何も信頼できない」になってしまう。それを防ぐためには、まだ信頼を失う前の状況で世間に「大丈夫だ」と説明する必要がある流れで、「世間はこういうふうを受けとめる恐れがあるので、もうちょっと説明すべきではないですか」と言うのは、十分あり得るのではないかとお話を伺って思いました。

○森本理事長 私はいつも先生方とかなり違う発想のことを言うので、あまり早く意見を言うのはどうかと思いましたが、行政の話が出たので、少し申し上げます。

私は、金融検査を担当していたことがあります。結論から言うと、行政の調査も第三者委員会と同じ罣があります。問題があったときに、もちろんまずいことが起こったのだから何か原因があって、それを追及するのですが、会社側も、不祥事があると、ダメージを最小化、局限化しようとして、そのストーリーに落とそうとする。それにしばしば主任検査官がはまって、会社にとってはレスワースな話になる。第三者委員会も恐らくそうした罣があると思います。

例えば、増資インサイダー問題で、そんなに違ってはいないのですが、やはりちょっと罣にはまっていたところがありました。さる実行行為者の責任が過度に評価された結果になっていて、それに基づいて外務員処分をしたら、裁判で負けました。証券会社のストーリーにやや乗り過ぎたわけです。それ

と似たような罣は第三者委員会も金融検査もあります。この増資インサイダーの件では、その実行行為者はもともとアピールしていたのですが、監視委員会の検査の結果、「こいつが一番悪い」となって、後に裁判で、実は完全にはそうではなかったということがわかった。第三者委員会でもそうですが、異論や異議を組み込むような仕組みは取り入れられないのかなと私は前から感じています。

実は役所も発表すべきかどうか悩む問題が相当あります。そのときに、ざっくり言ってしまうと、多分会社もそうですが、どういうことを公表すべきか、公表しないと責任を問われるという規範の問題と、実際にどう行動するかという実践のレベルと、違うと思うのです。その意味で、今回のご発表は規範のほうの問題で大変興味深いのですが、実践のレベルは、事の軽重や、まだよくわからないタイミングで発表することの会社にとってのメリット・デメリットを考えて決める。事後的にそれが規範から外れていたのではないかというのは、得津さんにやや賛成ですが、あまり厳しくするのはどうかと思うのです。

昔、損失補填問題があった時に、これを証券局は黙認していたのではないとか、角谷通達は3カ月間容認したとか、さんざん言われました。しかし、問題の本質として、ちょっと早く発表したか、しなかったかはそんなに大きな問題ではない。それよりも、そうしたことを生ぜしめた監督上の不作為といったことのほうがよほど問題だったわけです。本日のご発表で取り上げたTOYO TIRESや小林製薬も、別途問題になっているでしょうが、そんな重大な不良品を発生せしめたことのほうがよほど問題なのです。

ところが、私も経験がありますが、行政がやっていて、まずいことがあったときに、本当の原因よりも、「おまえはいつから知っていたのか」と聞かれる。それは確かにものすごく答えにくい問いです。それに先立つ重大な不良品が発生した原因は調べないと直ちにはわからない。多分社長も知らなかった。知ってからどうしたというのはマスコミや世間も追及しやすいですが、全体からすると、それがそんなに大きい問題なのか。

そこを規範の問題としてあまり厳しくしてしまうと、問題が起こったときに、発表の仕方とか、早くするとか、皆さんすごく神経質になってしまう。みんながそんなことばかりにあまりフォーカスするのは、社会的にも企業経営的にも生産的ではない。法律も、もっと根本原因のほうに議論が行くようになると、社会的、企業経営的にもいいのではないかというのが、この問題に対する私の印象です。

○後藤報告者 公表自体、多分2通りあって、公表を早くしたほうが何か被害をとめられるという場合には、早くすべきだろうとシンプルに言えると思います。そうではなくて、今さら被害は大して変わらない状況で、より大きな問題はそもそもそんなことが起きてしまったことであって、それを1～2カ月早く発表したところでどうなのかというのは、おっしゃるとおりかと思います。ただ、そのときに規範をどういう形につくっておいたほうがいいかは、もう少しいろいろ考える必要があると思います。

例えば訴訟で責任を追及するとして、工場のラインのどこかに原因があって問題が起きてしまった場合、そもそもそれを株主が訴えるのはベストかという話がありますが、そこを追及していくのは現実的には難しい。株主が訴えられるのは取締役だけであって、取締役がわかった上でそれを発生させてしまったということは、多分そんなにない。これに対して、把握後の対応がまずかったということは、言いやすい。言いやすいからこそ問題なのではないかというご指摘だったかと思いますが、その枠をつくっておくことによって、そういう情報が出てくるという機能はひょっとしたらあるのかもしれませんが。その目に遭った人たちは大変かもしれませんが、そういう枠があることによって抑止効果が発生するのではないかというのは1つあるかと思います。

もう一つ、公表自体をどうこう言うのは生産的ではないというのはおっしゃるとおりですが、であるからこそ、さっさと公表してしまえばいいという気がします。早めに公表して本来の原因を調査する。そのときに、公表はできるだけ早くする、遅らせるべきではないという規範が一般的にあれば、

それにのっとしてやるだけなので、よく動くのではないか。公表を遅らせることによって、かえって混乱が防げるということはもちろんあるかもしれませんが、問題が起きてしまって、ちゃんと対応ができず、公表も遅れたときに、公表の話だけがクローズアップされるのは生産的ではないというのは非常に得心がいきますが、「問題があったのなら早く公表しろ」という行為規範があったほうが、全体としてはうまく設計できる気がします。お答えになっているかわかりませんが。

○森本理事長 公表のところが余り問題になるのは良くないと思うのは、1つには、原因を発生させたときの責任者と、公表をしなければいけないときの責任者が違うことが多いのです。特に私どもが経験したバブル崩壊のときは、逆に、火消しに行った人の公表の仕方にフォーカスが当たってしまうようなことがありました。いずれにしろ、法的責任を問うときにタイムラグがあるという問題があります。はっきり不祥事であり、遅らせることによってさらに被害が拡大するようなときは、もちろんおっしゃるように早く公表すべきだと思いますが、事の軽重や中身がまだよくわからないときに、どのぐらいという見きわめを放棄して何でもいいから発表して、後で責任を問われないようにしようということになるのはどうかという意味です。

○後藤報告者 もちろん何でもすぐ公表してしまえと申し上げたいわけではありません。ただ、そうかといって、遅れて問題が起きることもあるのはそのとおりです。さんざん引きずったあげくに全部わかった後で公表するよりも、早めに手を打っておけばもうちょっとマイルドなとめ方があるのではないかという気もします。

得津さんの議論は、公表するかどうかというより、取締役会に上げるかどうかを問題としています。一般の公表がいいのかどうかという話と、どこでリスク管理すべきかという話は、少なくともリスク管理は早めに上げておいて、そこで考えるべきだと。そのときに、「過剰反応」という言葉が先ほど齊藤先生からもありましたが、そこは考える必要がある。責任逃れでとりあえず全部出せということが現実には起きそうな気がしますので、そこが合理

的に対応できるという前提が必要かもしれません。もう少し考えてみます。

○小出委員 ご報告どうもありがとうございます。非常に難しい問題があることがよくわかりました。

前半部分については、今ご議論があったとおりというか、なかなか難しい問題だなと思いました。確かに、隠し通してしまえばそれでいいというリスクを企業にとらせる必要はないような気もしますが、一方で、こう言ってはなんですが、企業では日常的に何かの不祥事が起きているはずで、たとえば一担当者の非常に小さいレベルの話も起きていると思います。それも全て開示すべきだということにはならないでしょうから、開示すべき基準をどう設定するのかは難しい問題だなと思いました。そこは感想だけです。

後半のほうの、まさに今出ていた得津さんのご論文の話ですが、1月、2月の段階でその重大性が認識できていない以上、何らかのアクションが採られたとは期待できないというところについては、そうかなという気もする反面、ここで重大性が認識できていなかったこと自体は問題にならないのだろうかと思いました。既に後藤先生がおっしゃったように、もちろん個々の社外取締役の認識はいろいろとあると思いますが、認識できていなかったのは、結局こういう情報が共有できていなかったから、みんなで討議できなくて、その結果、認識するに至らなかったという問題であるような気がします。

その意味では、社外取締役にせよ、取締役になせよ、まさに後藤先生のおっしゃっているとおり、きちんと適切に情報を上げていくことは取締役の義務として考えてもよいのではないかと思ったのですが、得津先生がここでおっしゃっている「何らかのアクションが採られたとは期待できない」というのは、情報を共有することも期待できなかったし、期待するべきではなかったという趣旨なのでしょうか。そこはもしかすると後藤先生ではなくて、得津先生にお聞きすべきことかもしれませんが、その点についての後藤先生のご感想も含めて教えていただければと思いました。

○後藤報告者 私もまさに今指摘されたところが気になっています。事の重大性がまだ認識できていなかったこと自体が問題だった可能性はあると思い

ます。自分たちの製品を食べた人が死んだということ自体で、これはヤバいかもしれないと思うべきではないか、一般的には現場はどうしても影響が大きくならないように判断する傾向があるとすれば、ここはちゃんと慎重にいくべきだと、社外取締役であったり、リスク管理を担当する人が指摘すべきだったのではないかと思います。

そのときに何のアクションをとるべきだったかというのは、そのときにわかっている情報に依存するとは思いますが、また、こういう企業にはクレマーのようなものも来るとすると、全てをまともに取り合っていないということもあるかもしれません。しかし、たしか得津さんの論文の前のほうで死亡との「因果関係がわかっていない」と言われているところもあって、因果関係もわかっていないのだから、自分たちのせいとは限らないではないかということとはよくあると思いますが、逆に「自分たちのせいではない」とは言い切れない状況だとすると、止める判断をその時点でするということは、少なくとも後知恵としては言えるわけです。自分たちのせいとは限らないのだったら、対応しなくてもいいのではないかという方向に流れるのは、やはり適切ではなかったのではないか。その点に、社外取締役が介入することはあり得るだろうと思います。

先ほどの齊藤先生のご指摘にもつながるかもしれませんが、科学的に本当にこれが原因なのか、地震の話もどこまで科学的に立証できるのかという問題がありますが、これはあくまで科学の話であって、経営者、取締役としては、可能性が否定できないのだったら何かしなければということを経営の問題として考える必要があると思います。取締役会や社外取締役に上げる上げないという話もそうですが、機序がわからない以上、何もしてないというのは判断自体としてどうなのか、そこを問題視する可能性はあるかと思います。

○小出委員 個別の役員の認識に帰すべき問題ではないような気がします。やるべきことは、気づくべきだったという話ではなくて、一定のリスクアセスメントが自動的に行われて、必要なものに関しては情報が共有される

体制をつくっていく、そのような情報共有のインセンティブを与えるような体制を構築することであり、それは社外取締役か一般の取締役かに関係なく求められる義務ではないか。個々の取締役の認識に落とし込むのは、こういう領域では少し違うのではないかという感想を持ちました。

○尾崎委員 不祥事の公表に関する話で、隠したり遅らせたりすることがありがちなので、行為規範としてそういうことがないような方向で議論すること自体はすごく妥当だろうと思いましたが、ダスキンの事件に限らず、こういう代表訴訟では、結局、最後は会社の損害という話になって、損害は結構小さくはかられてしまうので、それが果たして十分だろうかという問題があると思います。

公表を促す方向、裁量を否定する方向の議論として、生命・身体ということにかなり強く注目して、それは公益的な観点からも説明ができるという話だったのですが、ダスキンの事件は別に直接生命・身体に影響を及ぼすような話ではなくて、食品衛生法に違反しているから、そういうニュアンスは当然出てきますが、そういうものについて隠しているとなると、風評被害というか、信頼の低下が大きいというところをすごく問題にしていって、生命・身体に関するというのはとても重要なファクターですが、企業に対する消費者等のイメージとか風評のほうはかなり大きなイメージを持つような気がします。そうすると、生命・身体で切る、あるいは公益という観点で説明するのは少し難しいのではないかという印象を持ちました。

どういう観点でやればいいのか、よくわかっているわけではないですが、事件になっているのがたまたま生命・身体で説明しやすい部分が多いだけであって、公表しないということ自体が持つ性質が問題で、生命・身体という観点ではなかなかうまく説明ができないのではないのでしょうか。何かもうちょっと別の基準でうまく切れないか、最終的には、裁量を狭めるという話の中で社会的にどう見られるかということがとても重要ではないでしょうか。それをすごく言ってしまうと、今は何かのきっかけですぐ炎上して、思わぬ形でどんどん損害が拡大していくという話になるので、すごく難しいと

と思いますが、具体的な質問というよりは印象として、ダスキンの事件を生命・身体の問題だからという形で説明することがどれくらいうまくいくのかと疑問に思ったので、もう少し教えていただければと思いました。

○後藤報告者 私も舌足らずのところがあったかもしれませんが。私が変に法令遵守義務に引きつけた説明をしてしまったのが多分混乱を招いたのかなと思って反省しているところですが、生命・身体が一番わかりやすい公益であり、かつそれが何で問題になるかという、ダスキンの事件も、鈴木弁護士も、結局それが周りからどれだけたたかれるかという話、評判がどれだけ毀損するかという話に結びつけて議論されているのです。

特に生命・身体は、ダスキンの場合は、そのもの自体を食べても別におなか痛くなるわけではないけれども、そういうものを隠したということは、ほかでもやるかもしれないということで評判の毀損が大きい。それは公益の話そのものではなくて、公益や消費者の安全を無視しがちな企業だというイメージの話ではないか。そういう意味では、先ほど公益はどこで線を引くのかというお話もあったと思いますが、公益でも消費者のイメージで企業の評判がどれだけ傷つくのか。特に食品企業にとって消費者の安全が一番大きなものだと思います。地球環境や気候変動にどれだけ優しいかということが同じレベルで評判に影響するかという、多分そこまでではないかもしれない。もちろん地域の環境を直接害する話と、二酸化炭素を排出する話は違うと思いますが、そこでも差は出てくる。

逆に言うと、労働者の労働環境はそこで働く人にとってはものすごく大きな話で、ブラック企業とか、従業員の人権を無視しているという評判が立つと、人材が流出したり、いい人が採れない可能性があって、それが響いてくる、そういうところを見ていくのはあるのではないか。ただ、それを言い出すと線引きがなかなか難しい。どこまで入るのか悩ましい。それだけで説明できるものではなくて、いろいろな観点からという話に結局はなってしまうのかなと思います。イスラエルのライヒマン大学の Roy Shapira 先生が Caremark 義務の研究を特によくされていて、彼自身も見解が少しずつ変

わっているところがないではないですが、最初ミッション・クリティカルということと言われたときには、「企業の評判にとってクリティカルな話」とされていたので、今の尾崎先生のご説明とそんなに違和感なく理解できるのかなと思いました。

○尾崎委員 不祥事の公表に関する問題は個人的にもいろいろモヤッとしていた部分があったので、ご説明を聞いて、すごくクリアになった部分と、クリアになった結果、余計疑問に思う部分と両方あったので、今の話を伺って、また考えてみたいと思います。ありがとうございました。

○大崎委員 第三者委員会については、独立性や、特に弁護士が入ったりするので、ある種の専門性、調査になれているということがよく言われる一方で、社内の状況がよくわからないので、隔靴搔痒というか、特に会社側が本音ではあまり真相を解明してほしくないと思っている場合は、社内委員会以上にお茶を濁すということになりやすいと言う人もいます。大事なことは真相の究明なり再発防止なので、真相に迫りやすいものを選ぶのがいい。その場合、社外取締役がリードする形で社内のスタッフが動くほうが効率的な場合もあるのではないかなと思ったのですが、社内調査委員会はこの問題については不適切だとお考えですか。

○後藤報告者 私は決して第三者委員会を信奉しているわけではなく、第三者委員会がこれだけ普及してしまっていて、置かないと批判されるのは、全部が後手後手に回っていて、そこまで行かないと、およそ会社の中でやったことは信じられないという状況になった会社があるからだと思います。

逆に言うと、もっと早い段階から社外取締役を含めて社内で問題を見つけて手を打って、説得力のあるものが出てくる場合には、「問題があったので、このように是正しました」とでやれば、本来それで十分ではないかと思います。別に第三者委員会をビジネスとして普及させたいわけでは決してないので、それがあある意味、理想であるとも思います。この場合は、それこそ公表しなくても、個別の被害があったのであれば、それを補償して、再発防止の手当てをすれば、一番コストも少なく、誰も不幸せにはなっていないと思

ます。

しかし、結局それができなかったからこそ、ずるずると追い込まれて批判される。後知恵ではありますが、もうちょっと早めの段階で強めの対応をしていれば、そこまで追い込まれなくても済んだのではないか。行き切ってしまったら、それはもうしようがないのかなと思います。

○神作会長 7ページの得津先生のご議論とも関係しますが、社外取締役を含む取締役会の役割は攻めと守りの両面があって、区別して議論することが適切なのではないかと思います。日本の場合、社外取締役には攻めの役割が重視されており、特に本年のコーポレートガバナンス・コードの改訂ではその点が強調されておりますが、コーポレートガバナンス・コードにおいても、もちろん守りの重要性を軽視しているわけではありません。何か不祥事が起こって、それが取締役に報告されたときに、びっくりするようなことがないような体制を築いておいたり、その点について監督することが、取締役会や社外取締役の役割ではないかと思います。

その意味では、森本さんや小出さんのご発言とも関係すると思いますが、公表というのはリスク管理体制のごく一部です。大切なのは、何かリスクが発現したときに何をするか、そしてどこで公表するか、情報を迅速に伝達し、適切な判断を行ってリスクをコントロールすることができるような、何らかのルールや態勢を構築していることが重要だと思います。そうしたリスク管理体制の中で、どのタイミングでどこまでを公表するかが判断されることになるのだと思います。

本日取り上げていただいた事例においても、適切なリスク管理体制が構築されて運用されていれば、第三者委員会などをつくるまでもなく、社内の調査で原因を究明することができ、より迅速かつ適切な対応ができたケースが少なくなかったのではないかと思います。社内の管理態勢が適切に構築されていれば、社内だけで迅速に対応できたのではないかというのは、後知恵と言われれば、そうかもしれません。しかし、そのような仕組みをつくるのが大事だという意味では、公表だけを取り上げて議論するのはすごく難しいと

いいですか、もうちょっと事例あるいはリスクへの対応のあり方全般に即して議論したほうが良いのではないかという感想を持ちました。

○後藤報告者 公表よりもリスク管理体制のほうが重要だというのはおっしゃるとおりだと思います。公表と第三者委員会がある意味セットで、追込まれた挙句に公表して謝罪会見を開くとともに、第三者委員会を設置するという形が多いかと思いますが、そこまで行かずに済むのであればそれがベストだと思います。そもそも問題が起きないようにすればいいし、どうしても起きてしまうものがあるとしても、起きたものはちゃんとコントロールして大事にならないうちに抑える、継続させないということができれば、一番いいと思います。

2つ申し上げると、1つは、今回の報告の順番をどうしようかというときに、公表が一番明確な議論がされていて、判例もある一方で、リスク管理体制をつくるのが大事だというのは誰も否定しないと思われるため、公表のところから手をつけてしまいました。

もう一つは、先ほどの大崎先生のご指摘もそうですが、どうしても対応がだめだった事案ばかり見ているという点に気をつける必要があると思います。対応をうまくやって大事にならずに済んだ結果、我々が気づいていない、不祥事とは言われなまでの事案も、いっぱいあるはずです。そうすると、だめな事案の集まりを見て「こんなにひどいものがあるから、こうしましょう」と言ったものを全ての会社に当てはめると、それは過剰になっている可能性があります。

倉橋さんが言われているように、一番ひどい話からも意識しておくべき一般的な行為規範は抽出できる一方で、それを義務違反による責任という評価規範に持っていくとなると、全ての場合でそこまで言うのはためらいもあるということですが、今日、ご質問をお話しさせて頂きながら何となく思ったのは、一律の行為規範を要求されると、かえって過剰になることがある一方で、評価規範のほうが厳しかったとしても、それによって問題なく処理できていれば、それで済むところもあるのではないかという逆の観点もあるのか

もしれないということです。行為規範だから厳しくというのもそれはそれで行き過ぎというか、一律の対応ということで実務がどうしても形式的な対応になってしまう。不祥事が起きるたびに書かなければいけない書類がふえて苦勞する目は味わったことがないわけではないので、その辺はニュアンスというか、メッセージには少し気をつけなければと改めて感じた次第です。

○**神作会長** 大変よくわかりました。1点、追加のコメントですが、製薬会社にとって生命・身体というのは、取締役会の中で特定の役員だけが専門的知識を持って責任を持てば良いという話ではなくて、その会社の全ての取締役が十分に意識して問題にすべき当該会社にとって本質的なリスクに関する問題だと思います。その会社にとって取締役全員で共有すべきリスク、小出さんが言われたのは多分そういうことだったのではないかと思います。本日ご報告で取り上げられたリスクは、そのようなリスクであったのだろうと思いました。それに対して、たとえば財務会計など、分野や専門性については、特定の担当取締役を信頼して任せることがあっても然るべきであって、リスクの種類や性質、当該会社の行っている事業などに即して類型化して考える必要があるのではないかと思います。

○**後藤報告者** それぞれの取締役に担当のようなものがあって、財務リスクや会計不正はそれを主に見ている人がやる。製品の安全も多分担当の人はいれると思いますが、それがうまくいかなかったときに会社に与えるインパクトは、会計不正も規模によってはそうかもしれませんが、全員が共有しているべきだというのはご指摘のとおりかと思いました。

ただ、それは1、0ではなくて、どれもグラデーションがある。そこをどう見ていくかは難しい話かなと思いました。労務リスクも、個別の案件という目で見たら担当がしっかりやっていたらいい話でしょうが、それが会社全体で何か問題が起きているように受けとめられると、会社全体に響くところがある。結局、実務にはそんなに明確な規範を与えることはできないかもしれませんが、どこまで射程を絞るかという話のときに1つ役に立つ考え方かなと思いました。

○**武井委員** 時間がありませんので一点だけ、先ほど後藤先生が触れられた点について追加で申し上げます。マネジメントにおける不祥事対応でボード機能を吹っ飛ばしていきなり外に頼ろうとする、その理由としてボードが機能していないという議論が日本ではありますが、ボヤは起きても、ボヤのうちにうまく消火して処理されれば表からは見えないのです。不祥事案は公表されますが、未然防止がきちんと機能した事例は表に出ていない、なのでボードが機能してきちんと防止できている事案で外に出ていないものは現実には山ほどあって、ボード機能にはちゃんと機能しているということは外から見えにくい性格・構造があります。ボード機能とは監査役会、監査担当役員も含めたボード機能ですが、業務執行の現場からある程度独立性を持って、相当ちゃんといろいろなことを処理できている事例は表に出ていないだけで多々あります。「こんなボヤがありましたけれども、安全になりました」などと公表することは必要ないというか、逆に不安をもたらすだけなので公表されていないものが山ほどあります。どこかの企業で不祥事があっただけで「すべからく日本ではボードが機能していない」と演繹してボードをすっ飛ばしていきなり外の人に頼るのではなく、その前に、法的義務を負ったボードに頼るほうが実効性が高い面があります。そのことを1つのコメントとして改めて申し上げておきたいと思います。

○**後藤報告者** 先ほども申し上げましたが、うまくいっている会社は認識されなくて、どうしても目につくものに引っ張られてしまう。そういうバイアスがあるのが問題だとは思います。他方で、いざ問題が起きたときに「うちのボードはうまくいっていました」と言っても、誰も信じなくなってしまう状況があるのが難しいところかなという気がします。

○**神作会長** それでは、時間になりましたので、本日の研究会を終了させていただきます。後藤先生には大変興味深いご報告をいただき、誠にありがとうございました。

本日の後藤先生のご報告をもって現在の金融商品取引法のセッションは終了となります。委員の皆様には、これまでにご報告いただきました内容をも

とにご論考をご執筆いただき、今セッションから新たに創刊いたしました新しいジャーナル「JSRI 金融商品取引法研究」に順次掲載させていただいております。まだご論考を掲載されていない先生方におかれましては、ご多忙のところ誠に恐縮とは存じますけれども、事務局より追ってご連絡をさせていただきますので、ご執筆いただきますよう何とぞよろしくお願いいたします。

現在のセッションは、2023年9月に始まって以来、3年弱にわたる大変長い期間、皆様方に研究会に参加いただき、ご報告のみならず大変活発なご議論をいただきました。私自身も本当に勉強させていただきましたし、毎回刊行しております研究記録もさまざまな方にお読みいただいて、好評をいただいております。皆様方のご協力に心から厚く御礼を申し上げます。どうもありがとうございました。

なお、研究会の次のセッションにつきましては、しかるべく検討した後に事務局からまた改めてご連絡をさせていただきます。

最後に、本日ご報告の労をおとりいただいた後藤先生、またこれまで活発にご参加いただきました委員の皆様、オブザーバーの皆様に重ねて厚く御礼を申し上げます。本当にありがとうございました。

本日はこれにて散会といたします。

不祥事対応と取締役の役割

東京大学 後藤 元

I. はじめに

- Luh Luh Lan, Ernest Lim, and Joon Hyug Chung (eds.), *Corporate Scandals in Asia: Legal and Policy Implications* (Cambridge University Press, forthcoming)
- 日本の企業不祥事の特徴
 - 類型・原因
 - ✧ 贈賄や支配株主・経営者による搾取も存在するが、品質不正などに焦点が当たりがち
 - ✧ 「会社のため」の不正？
 - ✧ 伝統的日本型コーポレートガバナンス（同質性の高い会社共同体、労働市場の流動性の低さなど）の影響
 - 対応
 - ✧ 不祥事の隠蔽・公表をめぐる判例
 - ✧ 第三者委員会の普及
 - ✧ アクティビストの介入
- 不祥事対応の流れ
 - 情報の入手
 - ✧ 内部統制システム、会社内の公益通報、外部への（からの）告発
 - ✧ 法令違反・不正行為等を検知できなかった場合の話は、今回は省略
 - ✓ 取締役の監視義務と信頼の原則、内部統制システムの限界
 - ✓ 公益通報者保護制度の十分さ
 - 入手した情報の検討
 - ✧ 情報の内容は様々（法令違反・不正行為、事業上の損失・事故、役職員の個人的なトラブルなど）
 - ✓ 日本の内部統制システムは、損失の危険の管理体制を含むため（会社法施行規則 100 条 1 項 2 号）ため、そこから上がってくる情報は法令違反・不正行為に関するものに限られない（サイバー攻撃の被害による個人情報漏出のリスクなども含むうる）。
 - デラウェア州の Caremark 法理については、対象が法令違反リスクに限られるか、事業リスクも含むかについて議論あり。
 - ✓ 検討・対応を要するのは「不祥事」に関する情報に限られない
 - ✧ 情報の深刻度（違反・損失・事故の発生、兆候、リスク、程度）も様々

- 入手した情報を踏まえた対処
 - ✧ 公表、第三者委員会の設置、関係者の処分、再発防止
- 東京証券取引所「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」(2016)
 - 根本的な原因の解明、第三者委員会の独立性・中立性・専門性の確保、実効性の高い再発防止策の策定と迅速な実行、迅速かつ的確な情報開示 ⅲ

II. 不祥事の公表と取締役の義務

- 大阪高判平成 18 年 6 月 9 日判例タイムズ 1214 号 115 頁（ダスキン）
 - 食品会社の社会的責任と消費者の信用
 - ✧ 食品の安全性の確保は、食品会社に課せられた最も重要で基本的な社会的な責任である。したがって、食品会社は、安全性に問題のある食品が製造、販売されないように予め万全の体制を整えると共に、万一安全性に疑問のある食品を販売したことが判明した場合には、直ちにこれを回収するなどの措置を講じて、消費者の健康に障害が生じないようにあらゆる手だてを尽くす責任があることはいうまでもない。…したがって、これの混入が判明した時点で、ダスキンは直ちにその販売を中止し在庫を廃棄すると共に、その事実を消費者に公表するなどして販売済みの商品の回収に努めるべき社会的な責任があったことも明らかである。これを怠るならば、厳しい社会的な非難を受けると共に消費者の信用を失い、経営上の困難を招来する結果となるおそれが強い。(153-154 頁)
 - 公表についての裁量の否定 (156 頁)
 - ✧ 以上のとおり、一審被告らは、本件混入や本件販売継続の事実がN側からマスコミに流される危険を十分認識しながら、それには目をつぶって、あえて、「自ら積極的に公表しない」というあいまいな対応を決めたのである。そして、これを経営判断の問題であると主張する。
 - ✧ しかしながら、それは、本件混入や販売継続及び隠ぺいのような重大な問題を起こしてしまった食品販売会社の消費者及びマスコミへの危機対応として、到底合理的なものとはいえない。
 - ✧ すなわち、現代の風潮として、消費者は食品の安全性については極めて敏感であり、企業に対して厳しい安全性確保の措置を求めている。未認可添加物が混入した違法な食品を、それと知りながら継続して販売したなどということになると、その食品添加物が実際に健康被害をもたらすおそれがあるのかどうかにかかわらず、違法性を知りながら販売を継続したという事実だけで、当該食品販売会社の信頼性は大きく損なわれることになる。ましてや、その事実を隠ぺいしたなどということになると、その点について

更に厳しい非難を受けることになるのは目に見えている。それに対応するには、過去になされた隠ぺいとはまさに正反対に、自ら進んで事実を公表して、既に安全対策が取られ問題が解消していることを明らかにする共に、隠ぺいが既に過去の問題であり克服されていることを印象づけることによって、積極的に消費者の信頼を取り戻すために行動し、新たな信頼関係を構築していく途をとるしかないと考えられる。また、マスコミの姿勢や世論が、企業の不祥事や隠ぺい体質について敏感であり、少しでも不祥事を隠ぺいするとみられるようなことがあると、しばしばそのこと自体が大々的に取り上げられ、追及がエスカレートし、それにより企業の信頼が大きく傷つく結果になることが過去の事例に照らしても明らかである。ましてや、本件のように 6300 万円もの不明朗な資金の提供があり、それが積極的な隠ぺい工作であると疑われているのに、さらに消極的な隠ぺいとみられる方策を重ねることは、ことが食品の安全性にかかわるだけに、企業にとっては存亡の危機をもたらす結果につながる危険性があることが、十分に予測可能であったといわなければならない。

☆ したがって、そのような事態を回避するために、そして現に行われてしまった重大な違法行為によってダスキンが受ける企業としての信頼喪失の損害を最小限度に止める方策を積極的に検討することこそが、このとき経営者に求められていたことは明らかである。ところが、前記のように、一審被告らはそのための方策を取締役会で明示的に議論することもなく、「自ら積極的に公表しない」などというあいまいで、成り行き任せの方針を、手続き的にもあいまいなままに黙示的に事実上承認したのである。それは、到底、「経営判断」というに値しないものというしかない。

➤ 不公表による損害

☆ もっとも、本件混入を知りながらそれを隠して「大肉まん」の販売を継続し、N に対して 6300 万円を口止め料の趣旨を含めて支払い、尋ねられるまで本件混入や販売継続の事実を一審被告 Y1 に報告しなかったのは S 及び K である。その誤りが本件損害をもたらした根本的で最大の要因である。仮に如何に早期に事実を公表したとしても、このような食品衛生法を無視した重大な違法行為と悪質な隠ぺい工作が、フードサービス事業グループ及び MD F C 事業本部の各最高責任者たる取締役らによって行われたという事実がある以上、そのこと自体によって消費者のダスキン全体に対する信頼は著しく失墜してしまうことは避けられない。一審被告らにできたことは、その損害の拡大を防止し信頼を回復するという 2 次的な対応にとどまる。…以上のような諸点及び本件証拠上認められる諸般の事情を総合して検討するならば、本件証拠上、一審被告らの善管注意義務違反と相

当因果関係にある損害は、上記出捐額との関係ではかなり控えめにこれを算定するのが相当である。(159 頁)

- 大阪地判令和 6 年 1 月 26 日金融商事判例 1697 号 21 頁 (TOYO TIRE)
 - 安全性基準を満たさない商品の出荷停止
 - ☆ 企業がその生産した製品を市場に出荷するに際しての取締役による製品出荷の可否の判断は、一般的には、経営判断の問題であり、当該製品に関わる事情や当該製品の出荷により当該会社に生じる利害得失等の種々の事情に基づき判断されるべきものではあるが、他方で、本件出荷品のように、当該製品について、法令や法令に係る技術的基準に適合するものとする大臣認定によって、備えるべき品質や性能等についての一定の基準が定められ、かかる基準に適合していることを前提に当該製品が販売されている場合には、そのような法令等に反する製品を販売することは許されず、当該製品が前記の基準を備えていないときは、取締役には、出荷停止によって当該会社に生じる直接的な損失の存在を考慮しても、当該製品の出荷の停止を判断することが求められているというべきである。(47 頁)
 - ☆ また、前記の備えるべき品質や性能等に係る基準が、当該製品や当該製品をその要素とする完成品の安全性に関わるものである場合には、このような製品等が供給されると、その使用者等の生命、身体又は財産を危険にさらすおそれのあるものであり、また、当該会社としても、その信頼を大きく損ない多額の賠償責任を負う可能性もあるものであるから、前記の基準が当該製品等の安全性に関わるものである場合には、取締役としては、前記の基準に適合するとの認識ないし評価に至る過程が合理的なものであるのか、すなわち、下部組織から提供された事実関係やその分析及び検討の結果に依拠して判断することに躊躇を覚えさせるような特段の事情があるか否かについて、より慎重に検討することが求められるというべきである。(48 頁)
 - ☆ さらに、被告 P 1 は、平成 26 年 5 月から免震積層ゴムに係る問題への対応に当たるようになって以降、度々、補正係数の技術的根拠に疑問があるなど G 0. 39 が大臣評価基準に適合していないことを示唆する報告を受けるなどし、P 8 報告を受ける直前には、それまでの検討を踏まえて決定した方針によっても本件出荷品を含む G 0. 39 は大臣評価基準に適合しないものがあることを認識し、相談した弁護士からも本件出荷を停止した方がよい旨の助言も受けていたものでもある。(49 頁)
 - ☆ このような、被告 P 1 の地位及び担当職務、その有する知識及び経験・大臣評価基準との適合性に係る問題との関わりの程度や同問題に関して認識

していた事情等を踏まえて考慮すると、建物の安全性に関わる本件出荷品の出荷について、被告 P 1 には、P 8 報告等に依拠して判断することに躊躇を覚えさせるような特段の事情があったということができ、したがって、被告 P 1 の本件出荷品が大臣評価基準に適合するとの認識ないし評価に至る過程は合理的なものであるということとはできない。(49 頁)

- 安全基準不適合の製品出荷についての報告・公表義務
 - ☆ 免震積層ゴムである本件出荷品を含む G 0. 3 9 は、建築基準法に係る技術的基準に適合するものとする国土交通大臣による大臣認定によって、備えるべき品質や性能等についての一定の基準が定められ、かかる基準に適合していることを前提に販売されているものであるほか、建物に作用する地震力を低減する機能を有する指定建築材料として建物の耐震性能の維持に直結する機能を有するものであって、G 0. 3 9 を用いる建物の安全性に関わるものであるから、かかる製品を販売する企業の取締役としては、出荷済みの製品が大臣評価基準に適合しないものであった場合には、可及的速やかに国交省に報告するとともに、一般に向けてかかる事実を公表することが求められるというべきである。
 - ☆ そして、大臣評価基準に係る基準違反の内容、それによる影響の程度、改修の方法及び可否等の事情が明らかでないまま不正確ないし不確実な報告・公表をした場合、かえって不必要な混乱を招くなど当該製品や当該製品を用いる建物の安全性に対する信頼を損ねるおそれもあるものの、そのような調査に要するとして長期にわたって報告・公表をしないことは通常は相当ではなく、また、基準違反の内容やそれによる影響の程度等によっては、調査の途中においても速やかに何らかの報告・公表をすべき場合もあると考えられる。(53 頁)
- 不公表による損害
 - ☆ 国交省への報告及び一般への公表に係る任務懈怠によって本件会社の信用が毀損され、これによって本件会社には信用毀損による損害として 2000 万円の損害が生じたと認めることができる。

● 実務からの批判

- 鈴木悠介「危機管理広報（3）不祥事の公表」ジュリスト 1619 号 108 頁(2026)
 - ☆ 「本来は②のリスク（将来、公表遅れが露見した場合に生じるリスク（隠蔽批判、信頼崩壊、制裁・訴訟の惹起等）の方が構造的に大きいことが多いにもかかわらず、意思決定はしばしば①のリスク（今すぐ公表することで確実に現実化するリスク（批判報道、株価低迷、取引先・顧客のネガティブ反応、経営責任追及等）を過大評価・悲観視し、②のリスクを過小評価・

楽観視する方向に歪む」(108 頁)

- ☆ 「あらゆる不祥事について、速やかな公表が最善の策とは限らないはずであり、実務家の立場からすると、『何でも直ちに公表すべき』という（特にメディアや SNS 上の）風潮・論調に安易に追随することには、個人的には違和感を覚える。経営者としては、公表することが企業にとって、そして社会にとってプラスになるかどうか、個別具体的な事情を踏まえて、冷静に判断する必要がある。」(111 頁)
 - ☆ 「不祥事を把握した役員らが、『とにかく不祥事はすべからく公表すべし』と安易に考えて、十分な議論・検討をしないまま、ただ自己保身から不祥事を公表した場合であっても、役員の善管注意義務違反が問われ得る」(111 頁)
 - ☆ 「当時の役員らが、一定の合理的な根拠に基づいて、かつ、外部の専門家の意見を聴取するなどの適切なプロセスを経た上で、当該不祥事が露見するリスクは限定的であると判断したのであれば、『結果として露見してしまった』という結果論を以て、直ちに法的責任を肯定することには慎重であるべきであると考える。もっとも、近侍、多くの企業において内部通報窓口が整備され、役職員個人が SNS や雑誌メディアへの情報提供を通じて不祥事を告発することが容易になったことを考えると、不祥事を最後まで隠し通すことは困難であり、その意味では、『不祥事が外部に露見するリスクが限定的と考えられる』という状況が想定し難いかもしれない。」(112 頁)
 - ☆ 「『人の生命・身体の安全に関わる不祥事であるが、露見リスクが皆無なので公表しなかった』という判断が正当化されることは考えにくいだろう。」(112 頁注 15)
- 不祥事公表の是非について経営判断原則を適用するか、取締役の裁量を限定するか
 - ダスキン判決・TOYO TIRE 判決は、いずれも商品の安全性に関わる法令違反の発覚後の対応について、裁量を限定
 - ☆ 鈴木も、一般論としては経営判断原則の適用を主張しつつ、最後まで隠し通すことの困難性、将来の露見可能性の過小評価などを指摘。
 - 裁量を限定するとしたら、その根拠は？
 - ☆ Cf. 法令違反行為には経営判断原則は適用されない
 - ☆ 人の生命・身体の安全に関わるから？
 - ☆ 不祥事は速やかに公表すべきという行為規範の明確性？
 - Cf. 東京電力福島第一原発事件：地震・津波リスクの情報を受けてどのような対策を取るべきか

III.不祥事対応における取締役会と社外取締役の役割

- 経営陣・担当取締役のみによる対応と、取締役会・社外取締役への情報提供の遅れ
 - Ex. オリンパス、フジテレビ、小林製薬？
- 得津晶「紅麹健康被害問題におけるコーポレート・ガバナンスの冤罪」信託フォーラム 22 号 97 頁(2024)
 - 「仮に 1 月の医師からの報告時点、あるいは 2 月の調査実施時点で社外取締役に報告したとしても、事の重大性がまだ認識できていない以上、何らかのアクションが採られたとは期待できない。そればかりか、このような発現するかわからない多数の様々なリスクについて取締役会の審議時間あるいは社外取締役の職務時間を奪うことは、その他の重要案件に割く時間を奪うものであって、妥当でもない。」(101 頁)
 - 「社外取締役ないし取締役会が担うべき機能は、コーポレートガバナンス・コード改定の審議の中でも多様な議論が展開され、コンセンサスは成立していない。だが、本稿筆者の観点からすれば、狭義の『監督』であるところの人事を通じた経営者の業績評価はマストである。」(102 頁)
- 不祥事(の可能性)に関する情報はどのタイミングで取締役会・社外取締役に提供されるべきか？
 - 取締役会の役割がマネジメントボードからモニタリングボードに移行したとしても、リスクコントロールは取締役会の重要な役割なのでは？
 - ☆ デラウェア州の Caremark 義務は、法令違反リスクに関する情報を取締役会で議論することを要求
 - ここで社外取締役に期待されているのは、調査・対応の主導ではなく、経営陣・社内取締役の対応や「事の重大性」の認識が集団浅慮によって歪められていないかの確認
 - ☆ 社外監査役でも果たしうる可能性
 - どの程度詳細な情報を提供するのかという問題はあるが、細部を議論しなくても、リスクへの感度を高く持つべきであるという指示は可能か。また、情報の精度・インパクトが確定しておらず、調査により次第に判明していくような場合、情報提供が遅すぎたと後知恵で判断してしまう恐れもあるが、対象となるリスクの内容(例えば人の生命・身体の安全に関わるもの)によっては、詳細の判明を待たずにリスク回避策を取るべきという指示もあり得る。
 - ☆ 小林製薬：最初の事例把握から 2 ヶ月間公表しなかったことによって、健康被害がどれだけ拡大したか、また評判がどれだけ毀損したか
 - 取締役会・社外取締役が過度に慎重になり、過剰抑止となる可能性もある

- 倉橋雄作「経営判断原則と信頼の原則を『よき意思決定』に活かす（下）」商事法務 2370 号 54 頁（2024）の提案
 - 「実務上の行為規範としては、『他の者の違法・不当な行為やその嫌疑を認識した場合は、速やかに調査・是正を図るべき』という警告ルールを強調したい。有事対応の重要性は常識である。しかし、実際上は正常性バイアスなどのさまざまなバイアスによって、本来あるべき意思決定が困難となることがある。そうした場合にスイッチを即座に入れられるように、明瞭な行動準則を型として持っておきたい。…米国の判例法でのテクニカルタームを参照して、『Yellow Flag ルール』と呼んでもよい。」（58 頁）
 - 「情報を知れば知るほど、義務違反になる可能性が高まるので、Bad News は知らずにおきたいという発想である。しかしそれは誤解である。取締役が知らうとしなければ、別の任務懈怠責任を生じさせる。…取締役は普段から Bad News Fast/First を徹底し、そのための内部統制システムを構築・運用し、実際に Bad News を探知するよう努め、いざ Bad News を知れば調査・是正等の適切な対応をすべきということである。」（58 頁）
 - 取締役の法的責任論に関する判断枠組みから「実践的な行為規範の抽出を試みる」（上・25 頁）という形の提案。逆に、取締役の任務懈怠責任に関する評価規範としてどうか？
 - ◇ デラウェア州の判例法理は red flag であることを要求する。ただし、何が red flag に該当するかは、それほど明確ではない
 - なお、デラウェア州の判例法は、注意義務違反による責任の定款による免責を認める DGCL102(b)(7)を前提に、例外的に免責が否定される状況（bad faith）にあったかを問題とするもの。
 - ◇ 日本の場合は、デラウェアと同じ限定は必須ではない。他方で、取締役の裁量を限定することになるところ、対象となる場合を限定すべきか？
 - Cf. mission critical risk への Caremark 義務の拡大

IV. 第三者委員会

- 問題点
 - 独立性の欠如、会社の筋書き通り
 - 退任した経営陣等のスケープゴート化、認定に対する反論・検証機会の欠如
- 倉橋雄作＝浅岡義之＝門寛子「第三者委員会をめぐる論点」ジュリスト 1612 号 ii 頁（2025）
 - 取締役会の独立性・監督機能が強化された現在では、取締役会が調査・検証・再

発防止を主導すべきではないか

- 第三者委員会に対する世の中の過度の信頼、全文公表を原則とすべきか
- 第三者委員会委員（主に外部の弁護士・会計士）のアカウンタビリティと能力、会社経営の観点から真に有効な再発防止策を作れるのか

● 若干の疑問

- 独立取締役は増えたが、本当に機能しているとは限らない（ニデックなど）
- 機能していなかった取締役会が第三者委員会の報告書・提言に事実上拘束されるのはやむを得ないのでは？
- 取締役会が調査したとしても、反論機会がない状態でのスケープゴート化への懸念は変わらないのでは？
- 世の中が第三者委員会に期待するのは、他に情報を獲得する手段がないから？
☆ アメリカであればディスカバリーが存在

Corporate Scandals in Japan: For the Sake of the Corporation?

Gen Goto*

*An edited version of this paper is to be published as a chapter in Luh Luh Lan, Ernest Lim, and Joon Hyug Chung (eds.), *Corporate Scandals in Asia: Legal and Policy Implications* (Cambridge University Press, forthcoming)

Abstract

Japan is not free from corporate scandals, ranging from accounting fraud and bid-rigging to bribery and insider trading. However, the types of scandals might differ from those in other Asian jurisdictions. Cases of tunneling by CEOs or controlling shareholders remain relatively uncommon, and recent focus in Japanese discourse is on quality manipulation, as numerous leading manufacturers have confessed to selling products that did not meet regulatory standards. Some may argue that this exemplifies an oft-raised claim that many scandals in Japan result from actions taken “for the sake of the corporation” rather than for the wrongdoer’s personal benefit, at least subjectively — for example, employees manipulating inspection processes to cut costs, or management concealing product defects or personal wrongdoing to protect corporate reputation.

This chapter examines the characteristics of Japanese corporate scandals through three recent case studies: accounting fraud at Olympus (2011), product quality manipulation within the Toyota Group (2022–2024), and the concealment of a sexual assault at Fuji Television (2024). The analysis suggests that the “for the sake of the corporation” justification deserves skepticism, since the cases examined reveal the personal interests of those involved — whether in avoiding accountability to a superior, preserving one’s position, or managing pressure from a parent company.

The Olympus and Fuji TV scandals expose vulnerabilities inherent in traditional Japanese corporate governance — insider-dominated boards, lifetime employment, and illiquid labor markets — which foster homogeneity, groupthink, and excessive deference to authority. Although recent governance reforms increasing board independence were designed primarily to

* Professor, Graduate Schools for Law and Politics, The University of Tokyo. The author would like to thank the participants of the 20th SNU-UT Corporate Law Workshop (February 28, 2026), the Commercial Law Workshop (March 9, 2026), and the Symposium: Corporate Scandals in Asia and Beyond: Legal and Policy Implications (June 11, 2026) for their valuable feedback and comments on earlier drafts of this article. Financial support from JSPS Grant-in-Aid for Scientific Research Numbers 23H00033 is also gratefully acknowledged. The websites cited were last accessed on April 30, 2026.

promote shareholder-oriented management rather than to prevent wrongdoing, genuinely independent directors can help interrupt groupthink and resist pressure to conceal problems. The cases further underscore the importance of prompt and transparent responses to red flags, robust internal control systems across corporate groups, and stronger whistleblower protections.

Responses to corporate scandals are also unique. Since the Olympus scandal, it has become customary in Japan for a scandal-affected corporation to voluntarily establish an independent “third-party committee” to investigate alleged wrongdoing. This phenomenon reflects the historical absence of truly independent directors, public demand for information, and the reputational benefits of demonstrating self-cleansing capacity — though their growing routinization raises concerns about independence, rigor, and scapegoating. The chapter also reports a more recent phenomenon of interventions by activist hedge funds against scandal-affected corporations. Whether such scandal-induced activism will become a systematic feature of Japanese corporate governance, and whether it will improve long-term governance quality, remains an open question.

Corporate scandals and responses in Japan continue to evolve.

I. Introduction

Just like other economies, Japan is not free from corporate scandals. Various types of corporate scandals, ranging from accounting fraud¹ to bid-rigging and cartels², and from bribery³ to insider trading and market manipulation,⁴ frequently make the front page of newspapers.

One characteristic of discussions in Japan is its recent focus on quality manipulations of corporate products.⁵ Since the mid-2010s, numerous top Japanese manufacturers have confessed that they have sold products that did not meet regulatory standards, for example, by manipulating the data or methods used in the quality inspection process.⁶ As Japan has taken pride in the high quality of its products, it is no wonder that such manipulations are severely criticized as a betrayal of society's trust.

It is also said that many scandals in Japan are a result of actions taken for the sake of the corporation, rather than for the wrongdoer's personal benefit, at least subjectively.⁷ For example, employees may manipulate the quality inspection process to cut costs for the corporation. Also, management may decide not to disclose product defects or personal wrongdoings, such as sexual misconduct, to protect the corporation's reputation⁸. This statement deserves careful analysis, however, as wrongdoers might merely be justifying actions that benefit themselves by

¹ Notable cases of accounting fraud since 2000 include, among others, Kanebo (2005), Livedoor (2006), Olympus (2011), Toshiba (2015), and most recently, Nidec (2025). The years in the parentheses in this and the following footnotes show the year in which the scandal at the named corporation or industry came to light.

² Notable cases of bid-rigging and cartels since 2000 include, among others, bridge construction (2005), car wiring harnesses (2010s), and commercial insurance (2024).

³ Notable cases of bribery since 2000 include, among others, Nishimatsu Construction (2009), AOKI Holdings (2022), and KADOKAWA (2022).

⁴ Notable cases of insider trading and market manipulation since 2000 include, among others, M&A Consulting (2006), Nomura Securities (2012), SMBC Nikko Securities (2022), and Mita Securities (2026).

⁵ While there have been cases of quality manipulation in other countries as well, such as Volkswagen's "Dieselgate" (2015) in Germany, recent discussions in Japan consider quality manipulations as representative corporate scandals together with accounting frauds. See, for example, Shigeru Morimoto, 'Jyoron [Introduction]', in Chuo Sogo Legal Professional Corporation (ed.), *Kigyo fushoji no kesu sutadi [Case Studies of Corporate Scandals]* (Shojihomu, 2018), p.1, at p.2.

⁶ Notable cases of quality manipulation since 2000 include, among others, Yukijirushi Foods (2002), Toyo Rubber (2015), Mitsubishi Motors (2016), Toray (2017), Kobe Steel (2017), Mitsubishi Material (2017), Toyota Group (2022-2024), and IHI/Hitachi Zosen/Kawasaki Heavy Industries (2024).

⁷ Shigeru Morimoto, 'Jyoron [Introduction]', in Chuo Sogo Legal Professional Corporation (ed.), *Kigyo fushoji no kesu sutadi [Case Studies of Corporate Scandals]* (Shojihomu, 2018), p.1, at p.2.

⁸ Notable cases of concealment of wrongdoings/problems since 2000 include, among others, Mitsubishi Motors (2000), Duskin (2002), Toyo Rubber (2015), Johnny's (2023), Takarazuka Revue (2023), Fuji TV (2024), and Kobayashi Pharmaceutical (2024).

the “for the sake of the corporation” argument. Also, such self-justification of quality manipulation or concealment of wrongdoings could be found in other countries. If this justification is invoked more frequently in Japan than in other countries, the background to this phenomenon needs to be analyzed.

It is also noteworthy that, while there are cases of tunneling by the CEO or controlling shareholder⁹, they are arguably relatively uncommon and not the main concern in discussions regarding corporate scandals in Japan. The infrequency of and the limited focus on tunneling could be attributed to several factors, such as the dispersed ownership structure of Japanese listed corporations, the tendency of founding families to prioritize the longevity of the corporation over the family’s immediate monetary interest, and the limited stint and internal constraint on CEOs of typical traditional Japanese corporations from senior employees.

As Japan experienced large-scale corporate scandals alongside its economic growth and the development of the capital market earlier than other Asian economies, it had already undergone a couple of revisions to corporate law and securities regulation in response to such scandals in the second half of the 20th Century and the 2000s. Partly because of this, recent corporate scandals in Japan tend not to lead to corporate law revisions, although they do prompt reforms in related areas of law or the introduction of soft-law measures.

There are also interesting aspects regarding corporate-level responses to scandals in Japan. First, it is now customary for a corporation that admits the occurrence or the possibility of wrongdoing to voluntarily set up a “third-party committee”, typically composed of attorneys and/or accountants who do not have conflicts of interest with the corporation and its directors, to investigate the details of the scandal. Following the report and proposals of such a committee, corporations often voluntarily modify their governance structure by switching to a monitoring-model-based governance structure (three-committee, audit-plus committee)¹⁰ or appointing more

⁹ Notable cases of tunneling by the CEO or controlling shareholder since 2000 include, among others, Daio Paper (2011), Nissan (2018), and Fujitec (2022). The accused CEO was a member of the founding family in the cases of Daio Paper and Fujitec, whereas the accused CEO of Nissan was not a controlling shareholder.

¹⁰ Japanese listed companies traditionally took a governance structure called a “company with board of statutory auditors” (*kansayaku-kai secchi kaisha*), which has two boards – a board of directors and a board of statutory auditors – but differs sharply from the German vertical two-tier system in that the two boards stand horizontally as their members are appointed directly and separately by the shareholders’ meeting, meaning that the board of statutory auditors does not have the power to appoint directors. In 2002, to strengthen the monitoring function of the board of directors, the Japanese legislature introduced a new alternative governance structure called “company with three committees” (*shimei i’inkai-tō secchi kaisha*), which abolished the board of statutory auditors and instead requires companies to form an audit committee, a nomination committee, and a compensation committee within the board of directors. The majority of each committee – but not of the whole board – must be constituted by outside directors. This second structure turned out to be unpopular among Japanese companies, as management was reluctant

outside/independent directors¹¹, and/or appointing an independent director as the board chairperson. Also, a report of a “third-party committee” often leads to litigation against the directors involved, filed either derivatively or by the corporation itself. Securities litigation is also possible, but it seems to be limited to pure accounting fraud cases, and those alleging governance failures in other scandals (e.g., quality manipulation) remain very rare. More recently, interventions by hedge fund activists have been found in some cases and may increase in the future. The reasons for the popularity (or the unpopularity) of these measures and their effectiveness also require investigation.

The remainder of this chapter begins with an overview of the corporate and securities law reforms and the development of case law in Japan until the 2000s, made in response to major corporate scandals (Part II). Then, it describes three recent scandals that have attracted significant attention in Japanese society and appear to have Japanese characteristics, namely, (a) accounting fraud by Olympus (2011); (b) product quality manipulation at Toyota Group (2022~2024), and (c): concealment of a sexual assault at Fuji Television (Fuji TV)(2024) (Part III). These case studies are followed by analyses of the causes and the responses to corporate scandals in Japan (Part IV).

II. Overview of Earlier Corporate Scandals and Regulatory Responses

As it went through a rapid economic recovery after World War II, the so-called Bubble economy and its burst, Japan experienced several large-scale corporate scandals that led to revisions of corporate law and securities regulations.¹²

to give up its power over director nomination and compensation. In 2014, the third alternative governance structure, “company with audit-plus committee” (*kansa-tō i'inkai secchi kaisha*) was introduced. Companies adopting this new structure are required to form an audit-plus committee within the board of directors, but not nomination and compensation committees. For details on these governance structures, see Gen Goto, ‘Recent Boardroom Reforms in Japan and the Roles of Outside/Independent Directors’, in Hiroshi Oda (ed.), *Comparative Corporate Governance: The Case of Japan*, *Journal of Japanese Law*, Special Issue No.12, p.33 (2018), at p.35, p.37-38, and p.41-43.

¹¹ It is important to distinguish “outside directors” and “independent directors” in the Japanese context. An “outside director” is defined by the Japanese Companies Act as a director who is not an executive director or an employee of the company, its subsidiary, its parent company, or other subsidiary of the parent company, is not a controlling shareholder holding the majority of the company’s shares, has not been an executive director or an employee of the company or its subsidiary for the past 10 years, and is not a spouse or close relative of a director or a senior employee of the company. Companies Act [*Kaisha-ho*] (Law No.86 of 2005), Art.2(xv). An “independent director” is defined by the listing rules of the Tokyo Stock Exchange as an outside director who is unlikely to have conflicts of interest with general shareholders. Tokyo Stock Exchange, Inc., Securities Listing Regulations, Rule 436-2(1).

¹² For the history of corporate law reforms on corporate governance in Japan after World War II, see generally, Masafumi Nakahigashi & Hideyuki Matsui (eds.), *Kaishaho no sentaku* [*The*

In 1965, accounting fraud by Sanyo Special Steel, a listed corporation that had earlier entered a corporate reorganization procedure with the then-largest outstanding debts, was uncovered. The following investigation by the Ministry of Finance revealed more than 100 cases of accounting fraud by other listed corporations, and certified public accountants were involved in many of them. These accounting fraud cases led to a series of law reforms, namely the 1966 revision of the Certified Public Accountants Act (introduced mandatory membership of Japan Institute of Certified Public Accountants, a self-regulatory organization), the 1971 revision of the Securities and Exchange Act (introduced extraordinary reports and provisions on civil liability for financial misrepresentations), and the 1974 revision of the Commercial Code (re-granted statutory auditors (*kansayaku*)¹³ power to audit the legality of the execution of business by directors, and required CPA audit to non-listed corporations with the legal capital of 500 million JPY or more).

In the 1970s, Japanese corporations faced growing criticism from society, denouncing actions such as opportunistic price raise after the oil shocks or bribery. As a response, the 1981 revision of the Commercial Code further empowered statutory auditors by expanding their information rights, requiring remuneration of statutory auditors to be decided by shareholders' meeting separately from that for directors to secure statutory auditors' independence from management, and requiring corporations with legal capital of 500 million JPY or more to appoint two or more statutory auditors, at least one of whom must be full-time. The 1981 revision also tackled the issue of extortion by corporate racketeers (*sokaiya*) by prohibiting, with criminal sanctions, the provision of property benefits at the corporation's expense to anyone in relation to the exercise of its shareholders' rights.¹⁴

The Commercial Code was revised again in 1993, on the one hand in response to various corporate scandals that came to light after the burst of the bubble economy, and on the other hand as a result of the US-Japan Structural Impediments Initiative. This time, the term of statutory auditors was extended from two to three years, and corporations with legal capital of 500 million JPY or more were required to establish a board of statutory auditors, with at least half of its members being "outside statutory auditors", meaning that they have never been an employee or an executive director of the corporation. These reforms regarding statutory auditors were an attempt to dodge pressure from the United States to introduce outside directors to Japanese corporations. The US-Japan Structural Impediments Initiative also called for strengthening the shareholders' rights, which resulted in the lowering of the financial hurdle for filing a derivative

Choices by the Corporate Law] (Shojihomu, 2010), at p.403-499.

¹³ For a brief description of statutory auditors, see Goto, *supra* note 10, at p.35.

¹⁴ For corporate racketeers in Japan, see Mark West, 'Information, Institutions, and Extortion in Japan and the United States: Making Sense of *Sokaiya* Racketeers,' *Northwestern University Law Review*, Vol.93, p.767 (1999).

suit and the share-holding requirement for the right to inspect corporate books.¹⁵

In 1995, a trader at the New York branch of Daiwa Bank confessed to the bank's president that he had incurred losses of 1.1 billion USD over 11 years from unauthorized off-the-books trading in US Treasury bonds, sometimes selling customers' bonds held in custody, which was possible as his institutional position allowed him to falsify trading records and have trade confirmations sent directly to him rather than to Daiwa's New York branch back office. The president responded not by immediately reporting the losses to U.S. authorities but by formulating a plan to disclose only to Japan's Ministry of Finance and to write off the losses quietly, which eventually led to Daiwa Bank being ordered to shut down all U.S. operations and to pay a fine of 340 million USD. A shareholders' derivative suit followed, and in its decision on September 20, 2000, the Osaka District Court held that directors of a corporation owe, as a part of the duty of care and the duty of loyalty, a duty to establish an appropriate risk management system in accordance with the size and the nature of the corporation's business, and that the directors of Daiwa Bank who were in charge of the inspection department or the New York branch breached this duty.¹⁶ Five years later, the legislature followed case law and recognized the duty to establish an effective internal control system by enacting the Companies Act of 2005, which required the board of directors of a corporation meeting certain thresholds to decide on its internal control system.¹⁷

In 2004, the Securities and Exchange Act was revised to improve its effectiveness in deterring accounting fraud by strengthening issuers' civil liability and introducing an administrative monetary penalty.¹⁸ Also, in 2006, the Financial Instruments and Exchange Act required listed corporations to submit a confirmation letter from their CEO and CFO on the

¹⁵ For shareholders' derivative suits and inspections rights in Japan, see Dan W. Puchniak and Masafumi Nakahigashi, 'Japan's Love for Derivative Actions: Irrational Behavior and Non-Economic Motives as Rational Explanations for Shareholder Litigation', *Vanderbilt Law Review* Vol.45, p.1 (2021), and Gen Goto, 'Shareholder inspection rights in Japan: a segmented multiple-track approach', in Randall S. Thomas, Paolo Giudici, and Umakanth Varottil (eds.), *Research Handbook on Shareholder Inspection Rights: A Comparative Perspective* (Edward Elgar, 2023), p.396.

¹⁶ For the details and the impact of the Daiwa Bank case, see Bruce E. Aronson, 'Reconsidering the Importance of Law in Japanese Corporate Governance: Evidence from the Daiwa Bank Shareholder Derivative Case', *Cornell International Law Journal*, Vol.36, No.1, p.11 (2003) and A. Reid Monroe-Sheridan, 'Substance Overload: A Comparative Examination of Japanese Corporate Governance Law through the Lens of the Daiwa Bank Case', *Washington International Law Journal*, Vol.24, No.2, p.315 (2015).

¹⁷ Companies Act [*Kaisha-ho*] (Law No.86 of 2005), Art.362(4)(vi) & (5), Art.399-13(1)(i)(ha) & (2), and Art.416(1)(i)(ho) & (2).

¹⁸ For the 2004 revision and its effect, see Gen Goto, 'Growing Securities Litigation against Issuers in Japan: Its Background and Reality', in Robin Hui Huang & Nicholas Calcina Howson (eds.), *Enforcement of Corporate and Securities Law: China and the World* (Cambridge University Press, 2017), p.416.

appropriateness of their periodical disclosure documents, as well as an internal control report on the evaluation of their internal control system regarding financial reporting,¹⁹ taking the U.S. Sarbanes-Oxley Act as the model.

Against this backdrop, the next part turns to three corporate scandals in Japan since 2010.

III. Case Studies

1. Olympus: accounting fraud

(1) The facts

The scandal at Olympus,²⁰ a world-leading Japanese manufacturer of optical devices, involved a large-scale accounting fraud that started in 1998 with an off-balancing of 95 billion JPY unrealized loss from failed financial investments during the bubble economy to avoid the realization of the loss under the mark-to-market rule to be applied from 2001. The off-balancing was executed under the permission of the then-president and was shared only among succeeding presidents and directors in charge of finance. In 2008, with the help of an external advisor, Olympus attempted to resolve the off-balancing scheme via excessively overpriced acquisitions of four corporations, paying 135 billion JPY. The acquisitions were decided by Olympus's board of directors, although the true objective was not disclosed to uninvolved directors.

In the summer of 2011, an economic journal reported suspicions about these acquisitions, which eventually caught the attention of Michael Woodford, who was appointed as Olympus's first non-Japanese president in April of that year. When Woodford confronted Tsuyoshi Kikukawa, the chairman and former president, with the suspicion and requested his resignation, Kikukawa quickly had the board remove Woodford from the position of president on October 14th, 2011, alleging that Woodford had disrupted harmony at Olympus by acting arbitrarily and on his own authority. As Woodford fought back with public accusations in the Financial Times, Olympus's stock price plummeted, and the investors, especially those overseas, criticized Olympus's management and called for the truth. Eventually, Kikukawa resigned as chairman on October 26th, taking responsibility for the turmoil.

On October 27th, it was reported that the Securities and Exchange Surveillance Committee (SESC) was investigating Olympus for alleged misrepresentations in its mandatory disclosure documents, which, if true, could have led to Olympus's delisting from the Tokyo Stock

¹⁹ Financial Instruments and Exchange Act [*Kinyushohin-torihiki-ho*] (Law No.25 of 1948), Art.24-4-2 and Art.24-4-4.

²⁰ For the details of the Olympus scandal, see Bruce E. Aronson, 'The Olympus Scandal and Corporate Governance Reform: Can Japan Find a Middle Ground between the Board Monitoring Model and Management Model?', *UCLA Pacific Basin Law Journal*, Vol.30, No.1, p.93 (2012), at p.106-114. See also Michael Woodford, *Exposure – Inside the Olympus Scandal: How I Went from CEO to Whistleblower* (Portfolio Penguin, 2012).

Exchange (TSE).²¹ Both SESC and TSE urged Olympus to establish a third-party committee to investigate the details of the acquisitions in question,²² which Olympus did, appointing five lawyers and an accountant without conflicts of interest.

The third-party committee published its report on December 6th, revealing the details of the accounting fraud.²³ This committee was followed by two other committees, which, in their reports on January 10th and 17th, 2012, analyzed the liabilities of Olympus's directors and other involved parties and recommended that Olympus take legal actions as appropriate.²⁴ On January 20th, 2012, the self-regulatory division of the TSE decided not to delist Olympus, based on an understanding that the misrepresentations were committed by a limited number of directors and officers and did not involve the core businesses of Olympus.²⁵

Later, Olympus did file a lawsuit against Kikukawa and other directors, asking for payment of 3.6 billion JPY, which was combined with a shareholders' derivative suit that asked for around 90 billion JPY. In 2019, the Tokyo High Court ordered Kikukawa and two others to pay Olympus 58.6 billion JPY in damages.²⁶ At the same time, multiple investors filed lawsuits as securities litigation against Olympus, which settled or was ordered to pay at least 38 billion JPY in total.²⁷ Also, in the criminal prosecution, Kikukawa and two others were found guilty and sentenced to suspended imprisonment, while Olympus itself was ordered to pay a fine of 700 million JPY.²⁸

²¹ 'Kanshii, Orinpasu kako no M&A wo chosa [SECS investigating past M&As of Olympus]', *Nihon Keizai Shimbun*, October 27, 2011, 15:30 JST (https://www.nikkei.com/article/DGXDASDG2701B_X21C11A0EB2000/).

²² 'Orinpasu M&A, kyogikisai no umu chosa, kanshii [SECS Investigating Whether There Were Misrepresentations Regarding Olympus's M&A]', *Nihon Keizai Shimbun*, October 28, 2011, 0:31 JST (<https://www.nikkei.com/article/DGXNZO35960500X21C11A0TJ1000/>); 'Tosho shacho, Orinpasu daisanshai "Tosho ga teian" [Tokyo Stock Exchange's President Says "TSE Has Proposed a Third-party Committee to Olympus"]', *Nihon Keizai Shimbun*, October 28, 2011, 15:10 JST (https://www.nikkei.com/article/DGXNASFL280EE_Y1A021C1000000/).

²³ Olympus Corporation, Third Party Committee, *Investigation Report* (December 6, 2011), available at https://www.olympus-global.com/ir/data/announcement/pdf/if111206corpe_2.pdf.

²⁴ Olympus Corporation, Director Liability Investigation Committee, *Investigation Report* (January 7, 2012), available at https://www.olympus-global.com/ir/data/announcement/pdf/nr120110e_02.pdf; Olympus Corporation, Non-director Management Liability Investigation Committee, *Investigation Report* (January 16, 2012), available at https://www.olympus-global.com/ir/data/announcement/pdf/nr120117e_05.pdf.

²⁵ 'Tosho, Orinpasu jojo wo iji, keiei no kaizen jyokyo kanshi [Tokyo Stock Exchange Maintains Olympus's Listing, Keeps Monitoring Management Reforms]', *Nihon Keizai Shimbun*, January 20, 2012, 19:53 JST (https://www.nikkei.com/article/DGXNASGC2001V_Q2A120C1MM8001/).

²⁶ Tokyo High Court, May 16, 2019, *Hanrei Jiho*, No.2459, p.17.

²⁷ 'Orinpasu, shintakugin 6-ko to gokei 190-oku-en shiharai de wakai [Olympus Settled with 6 Trust Banks to Pay 19 billion JPY in Total]', *Nihon Keizai Shimbun*, July 31, 2018, 17:26 JST (<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ033622870R30C18A7X12000/>).

²⁸ 'Orinpasu, kikantoshika to wakai seiritsu baishokin 43-oku-en de [Olympus Settled with

(2) Analysis

Aside from the dramatic way in which the accounting fraud unfolded, the Olympus scandal has several interesting aspects. First, while the concealment of the loss may have been subjectively committed to preserve the reputation of Olympus,²⁹ it arguably has served the personal benefit of the past presidents who would not have welcomed disclosing the loss or its concealment during their tenure, as it could have led to their resignation. In the same vein, the manipulation of earnings from 2008 to 2014 by the nuclear power plant and personal computer divisions of Toshiba,³⁰ another renowned Japanese manufacturer, could be attributed to the self-interest of these divisions' managers to protect their positions, who subjectively sought to protect their divisions as they faced extreme pressure from Toshiba's presidents to meet profit targets.³¹ The more recent case of Nidec's accounting fraud that came to light in 2025 seems to have similar facts.³²

Second, the fact that Olympus's board supported Woodford's ouster by Kikukawa, which looks totally irrational in hindsight, suggests that Olympus was trapped in groupthink and over-deference to a powerful president. Such groupthink could be prevalent when a board of

Institutional Investors for 4.3 billion JPY]', *Nihon Keizai Shimbun*, December 26, 2014, 15:52 JST (https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL26HH3_W4A221C1000000/); 'Orinpasu, kaigaino kikantoshikara to wakai, saidai 110-oku-en baisho, kyogikisai mondai [Olympus Settled with Overseas Institutional Shareholders for Misrepresentations to Pay Maximum of 11 billion JPY]', *Nihon Keizai Shimbun*, March 27, 2015, 16:48 JST (https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL27HRG_X20C15A3000000/); 'Orinpasu, kaigaitoshika to wakai songai baisho seikyū soshō [Olympus Settled with Overseas Institutional Investors]', *Nihon Keizai Shimbun*, December 26, 2016, 19:35 JST (https://www.nikkei.com/article/DGXLASDZ26HV2_W6A221C1TJC000/); 'Orinpasu funshoku, moto shachō-ra yuzai, Tokyo chisai yūyō tsuki hanketsu [In Olympus's Window Dressing, Tokyo District Court Found Ex-president and Other Directors Guilty and Sentenced Them to Suspended Imprisonment]', *Nihon Keizai Shimbun*, July 3, 2013, 13:38 JST (https://www.nikkei.com/article/DGXNASDG0301Z_T00C13A7000000/).

²⁹ See, for example, Theo Renou, Rene Carraz, and Thierry Burger-Helmchen, 'Japan's Corporate Governance Transformation: Convergence or Reconfiguration?', *Administrative Sciences* 13:141 (2023), p.1, at p.7.

³⁰ The presidents were criticized as the root cause, but evaded criminal prosecution due to insufficient evidence. For details of Toshiba's accounting fraud, which was brought to light in 2015 by a whistleblower to the SESC, and a series of subsequent events that ultimately led to Toshiba's delisting from the Tokyo Stock Exchange in December 2023, see Bruce Aronson, 'Lessons from the Toshiba Scandal: A Corporate Governance Perspective', *Journal of Japanese Law*, No.54, p.91 (2022).

³¹ See Sho Nakahara, *Soshiki fusei ha itsumo tadashii [Organizational Wrongdoings Are Always Righteous]* (Kobunsha, 2024), at p.97-98.

³² For Nidec's accounting fraud, see Nidec Corporation, Third-Party Committee, *Summary of Investigation Report* (April 17, 2026), available at <https://www.nidec.com/files/user/www-nidec-com/corporate/news/2026/0417-01/260417-01en.pdf>.

directors consists only of those who have been employees of that corporation throughout their careers, which was often the case in Japan in 2011.³³ Ironically, Olympus had appointed three outside directors, which was well above the average at the time, but they were not particularly effective in this regard, likely due to their lack of independence. This also applies to Toshiba, which took the form of a company with nomination, remuneration, and audit committees, and to Nidec, which had a majority-independent board of directors.

Third, it is worth noting that, while the Olympus scandal raised political salience of corporate governance, the corporate governance reforms in the Abenomics era, in particular the 2014 revision of the Companies Act and the adoption of the 2015 Corporate Governance Code that promoted the appointment of outside/independent directors, were rather attempts to encourage shareholder/profit-oriented management than attempts to prevent and detect corporate wrongdoings.³⁴

And fourth, the Olympus case demonstrated the “cleansing power” of a third-party committee, as SESC and TSE suggested its establishment, and as Olympus avoided delisting following the reports of the third-party committees.³⁵ While third-party committees had been used previously, this case gave rise to their popularity today.³⁶

2. Toyota Group: product quality manipulation

(1) Facts

As mentioned earlier, numerous cases of product quality manipulation by top Japanese manufacturers have made headlines since the mid-2010s. Among others, manipulations in the testing process for vehicle model certification by Toyota Motors and its group companies have sent a shock wave through Japan,³⁷ as the name Toyota has been almost synonymous with the

³³ In 2010, the majority of companies listed in the First Section of the Tokyo Stock Exchange did not have any outside directors on their boards. See Goto, *supra* note 10, at p.44.

³⁴ Goto, *supra* note 13 at p.45-46. See also Manabu Matsunaka, ‘Politics of Japanese Corporate Governance Reform: Politicians Do Matter’, *Berkeley Business Law Journal*, Vol.15, No.1, p.154 (2018), at p.172-174. In other words, it is misleading to analyze these subsequent reforms as a direct response to the Olympus scandal, as suggested in Aronson, *supra* note 20.

³⁵ Shinji Hatta, *Daisansha-iinnkai no giman* [*The Deception of Third-party Committees*] (Chuokoron-shinsha, 2020), p.217-219. Hatta also suggests that the Japanese government has sought to maintain Olympus’s listing to avoid the corporation being forced to sell its businesses to foreign capital.

³⁶ Hatta, *supra* note 35 at p.9, p.219.

³⁷ For the product quality manipulation by Toyota and its group companies, see River Akira Davis & Kiuko Notoya, ‘Toyota and Other Japanese Carmakers Say They Mishandled Safety Tests’, *New York Times*, June 3, 2024 (<https://www.nytimes.com/2024/06/03/business/japan-toyota-testing-investigation.html?smid=url-share>). For a more detailed description in Japanese, see Yutaka Chikaoka, *Kensho Toyota Gurupu Fusei Mondai* [*Examining Toyota Group’s Quality Manipulation*] (Nikkei BP, 2024).

high quality of Japanese products.

The scandal started with an announcement in March 2022 from Hino Motors, a truck manufacturer that had been Toyota's subsidiary since 2001 until its integration with Mitsubishi Fuso in 2026, that it had detected through internal investigation that there had been intentional data manipulation and deviations from testing protocols regarding the emissions and fuel efficiency of its engines. Hino Motors established a third-party committee, which in August 2022 reported that the manipulation had continued for at least 19 years since 2003. In the meantime, Hino's chairman of the board resigned.

Then, in April 2023, Daihatsu Motor, a small-sized vehicle manufacturer that has been Toyota's 100% subsidiary since 2016, announced that it had been notified by an external organization that received information from a whistleblower that there had been intentional manipulation of testing vehicles, equipment, and data on collision impact testing, a testing that involves vehicles' safety. Daihatsu's third-party committee reported that the manipulation dated back to 1989, continuing for 34 years, and had increased since 2014. The committee's report also condemned Daihatsu's whistleblower protection system as inadequate, noting that there had been cases in which information from whistleblowers to Daihatsu's internal audit office was forwarded to the accused division, leading to a search for the informant that would discourage future whistleblowers. After receiving the report, Daihatsu's president and chairman of the board stepped down.

Finally, in June 2024, Toyota Motors itself announced that, through an internal investigation ordered by the ministry in charge of the automotive industry after Daihatsu's case, it had detected deviations from testing protocols in collision-impact testing and intentional data manipulations in engine-output testing, mostly occurring in 2014-2015. Unlike Hino or Daihatsu, Toyota did not establish a third-party committee for this investigation.

These manipulations affected the corporations involved in several ways. First, the revocation of model certifications for relevant vehicles led to lower profits, as production and sales of those vehicles had to be suspended until certification was reobtained.³⁸ Second, Hino Motors paid 1.6 million USD as regulatory fines to the U.S. Government and faced class actions in the U.S., Canada, Australia, and New Zealand.³⁹ And third, a derivative suit against Toyota's directors was filed in Nagoya District Court and remains pending as of April 2026, alleging that they breached their duty of care by overlooking quality manipulations at Daihatsu, not at Toyota

³⁸ Associated Press, 'Hit by scandal, Japan's top automaker Toyota reports lower profits', *Asahi Shimbun*, November 6, 2024, 15:50 JST (<https://www.asahi.com/ajw/articles/15496976>).

³⁹ See, 'Hino Motors Ltd.', *U.S. Department of Justice, Environment and Natural Resources Division* (<https://www.justice.gov/enrd/case/hino-motors-ltd>), and *Hino Emissions Class Action Settlement*, <https://www.hinousedtlement.com/>.

itself.⁴⁰

(2) Analysis

While shocking, the quality manipulations at Hino, Daihatsu, and Toyota itself differ from the Olympus scandal in that the top management of these corporations has not been directly involved in the wrongdoing and has responded relatively swiftly upon detecting the manipulations without concealing them. Rather, the problem in these corporations was the inadequacy of the internal control system to prevent and detect manipulations, particularly those occurring in subsidiaries. For example, manipulations at Hino and Daihatsu were made easier because testing was conducted within the development division.⁴¹ Also, Daihatsu's implementation of the whistle-blower protection system was inadequate, as noted earlier. In addition, as pointed out by a journalist, Yutaka Chikaoka, the lack of open communication between the top management of Hino and Daihatsu, who had been dispatched from Toyota Motors, and the middle management and employees of the two subsidiaries could have contributed to the continuation of manipulations over a long period.⁴²

Turning to the question of why such manipulations were carried out, Hino and Daihatsu attributed them to pressure to meet the timeline for developing a new model.⁴³ It is not so difficult to imagine the middle management and employees of Hino and Daihatsu choosing manipulation rather than delaying under implicit pressure from Toyota.⁴⁴ They might have been subjectively trying to protect their corporations or divisions, but at the same time were protecting themselves. Here, one can find a situation similar to the earnings manipulation at Toshiba and Nidec.

It is also worth noting that the third-party committees of Hino and Daihatsu are criticized as rubber-stamping the corporations' story by finger-pointing at the testing department, which lacks an incentive to manipulate on its own, and overlooking the organized involvement of the development department.⁴⁵

3. Fuji TV: concealment of a sexual assault

(1) Facts

On June 2nd, 2023, Masahiro Nakai, a male star affiliated with a powerful talent agency,

⁴⁰ 'Toyota Shareholders Sue Execs over Daihatsu Testing Scandal', *Jiji Press News*, November 29, 2024, 20:12 JST (<https://sp.m.jiji.com/english/show/36989>).

⁴¹ Chikaoka, *supra* note 37 at p.229-235.

⁴² Chikaoka, *supra* note 37 at p.254-263.

⁴³ Chikaoka, *supra* note 37 at p.74, p.84-89, p.116. As the root cause of the inability to meet the timeline, Chikaoka cites the development department's lack of technical capabilities. *Ibid.* at p.212-213.

⁴⁴ Chikaoka, *supra* note 37 at p.253.

⁴⁵ Chikaoka, *supra* note 37 at p.210-211.

allegedly assaulted a female newscaster of Fuji TV, a major Japanese broadcaster. In the following week, the newscaster reported the assault to the head of the newscasters' room and consulted with the occupational physician at Fuji TV. Around July to August, she was hospitalized and diagnosed with PTSD. She was discharged from the hospital in September.

In the meantime, Nakai contacted a director in Fuji TV's programming department and told him that he had trouble with the newscaster. However, the information was not shared with Fuji TV's compliance division. On August 21st, the head of the programming department reported the issue to Koichi Minato, then president of Fuji TV. No action was taken, however, and Fuji TV continued to feature Nakai in its programs.

On January 7th, 2024, the newscaster settled with Nakai and signed a non-disclosure agreement. Later, in August of the same year, she quit Fuji TV.

A few magazines reported in mid-December 2024 that the male star had been in trouble with the newscaster. The media heated up, and on January 9th, 2025, Nakai admitted that he had been in trouble but denied assaulting her. On January 14th, Dalton Investments, an activist hedge fund and a large shareholder of Fuji Media Holdings (FMH), the parent corporation of Fuji TV, requested that FMH establish a third-party committee to investigate the details.

On January 17th, Fuji TV held its 1st press conference, which was heavily criticized for limiting participation to members of the Tokyo Press Club, while other media, including magazines, web media, foreign media, and freelance journalists, were excluded. Although Fuji TV cited the need to protect the alleged victim's privacy as justification for the closed setting, the public took this as a sign of Fuji TV's culture of concealment, leading to a strong backlash. By late January, almost all advertisements on Fuji TV were suspended or withdrawn.⁴⁶

On January 23rd, Fuji TV established a third-party committee, while Nakai announced his retirement. On January 27th, Fuji TV held its 2nd press conference, this time open to all media, and Minato announced his resignation.

The third-party committee published its report on March 31st, 2025, which admitted the sexual assault by the male star and criticized the approach taken by Fuji TV to this issue as well as Fuji TV's corporate governance and culture.⁴⁷ To begin with, when the issue was reported to Fuji TV's president, a small group of senior male officers in the programming department made the decision without informing the compliance department or the independent directors. Such an

⁴⁶ Martin Fackler, Kiuko Notoya, and Hisako Ueno, 'MeToo Outrage Leaves Japanese Broadcaster Without a Single Advertiser', *New York Times*, January 24, 2025 (<https://www.nytimes.com/2025/01/24/world/asia/japan-me-too-sex-scandal.html>).

⁴⁷ Yukana Inoue, 'What the Fuji TV third-party probe uncovered', *Japan Times*, April 1, 2025 (<https://www.japantimes.co.jp/news/2025/04/01/japan/media/fuji-corporate-culture/>). The full report of Fuji TV's Third-party Committee is available in Japanese at https://www.fujitv.co.jp/company/news/250331_3.pdf.

approach is susceptible to groupthink. Also, Fuji TV had a culture that permitted the use of female employees to appease male stars, while it lacked discipline for workplace harassment and effective whistle-blower protection. Additionally, the report criticized the concentration of power in Hisashi Hieda, a former president who had been ruling Fuji TV and FMH since 1988 even after his retirement⁴⁸, as the root cause of ineffective corporate governance, although Hieda was not directly involved in the handling of the sexual assault.

One month later, on April 30, 2025, Fuji TV and FMH announced plans to reform their corporate governance system by prioritizing human rights and compliance, introducing term limits for directors, and increasing board independence and gender diversity across all levels.⁴⁹ Also, Hieda stepped down from all positions at Fuji TV, FMH, and the Fuji-Sankei Group.⁵⁰

Unsatisfied with these reforms, Dalton Investments, which had been requesting that FMH spin off its real estate subsidiary, launched a proxy fight at FMH's annual shareholders' meeting in June 2025, with its own slate of candidates for the board.⁵¹ While Dalton's candidates were voted down,⁵² Dalton and another activist fund continued to demand a spin-off of the real estate subsidiary.⁵³ On February 3, 2026, FMH announced its intention to buy back shares from the two activists and to partially spin off the real estate subsidiary together with several others.⁵⁴

Separately, on March 27, 2025, an individual shareholder of FMH filed a derivative suit against its directors, including Minato and Hieda, arguing that they had breached their duty of care in the mishandling of the sexual assault and the improper implementation of its internal control system that allowed such mishandling, and that Fuji TV suffered a loss of 23.3 billion JPY

⁴⁸ As of March 2025, Hieda held the position of senior advisory director at Fuji TV and FMH, as well as the chairman of the Fuji-Sankei Group, a media conglomerate consisting of FMH, Sankei Shimbun (one of the nationwide newspapers in Japan), and other companies.

⁴⁹ Yukana Inoue, 'After scandal, Fuji Media Holdings marks major net loss for first time', *Japan Times*, May 1, 2025 (<https://www.japantimes.co.jp/business/2025/05/01/companies/fuji-media-president-loss/>).

⁵⁰ Yukana Inoue, 'In the wake of several scandals, Fuji TV 'emperor' Hieda steps down', *Japan Times*, March 27, 2025 (<https://www.japantimes.co.jp/business/2025/03/27/companies/fuji-tv-hieda-resigns/>).

⁵¹ Mayumi Negishi and Yuki Furukawa, 'Dalton connects with activist investor-linked fund to pressure Fuji Media', *Japan Times*, May 28, 2025 (<https://www.japantimes.co.jp/business/2025/05/28/companies/dalton-investments-shakes-up-fuji-media/>).

⁵² Yukana Inoue, 'Fuji TV parent secures approval for new board members at shareholders meeting', *Japan Times*, June 25, 2025 (<https://www.japantimes.co.jp/business/2025/06/25/companies/fuji-tv-shareholders-meeting/>).

⁵³ Mayumi Negishi, 'Fuji Media shares jump on activist Nomura's threat to take 33.3%', *Japan Times*, December 16, 2025 (<https://www.japantimes.co.jp/business/2025/12/16/companies/fuji-media-shares-activist-threat/>).

⁵⁴ Yasuyuki Onaya, 'Murakami fund's side drops plan to drastically boost FMH stake', *Asahi Shimbun*, February 4, 2026 (<https://www.asahi.com/ajw/articles/16330846>).

from losing almost all advertisement contracts for nearly half a year.⁵⁵ Later in August 2025, Fuji TV filed a lawsuit against Minato and another former director for 5 billion JPY in damage, arguing that they had breached their duties in the mishandling of the case.⁵⁶ These lawsuits are still pending at Tokyo District Court as of April 2026.

(2) Analysis

The direct cause of the turmoil at Fuji TV and FMH is the decision made behind closed doors by its president and the head of the programming department, who opted to cover up the alleged assault. They presumably intended to maintain Fuji TV's relationship with the male star and his talent agency, but at the same time, they arguably had not taken the issue seriously enough, as they had been working in and had been promoted to their positions under Fuji TV's culture that permitted the use of female employees to appease male stars. This is another good example of an action taken subjectively for the sake of the corporation that turned out to be highly costly.

The corporate governance issues highlighted by the third-party committee, including susceptibility to groupthink due to a lack of diversity, also overlap with the situation at Olympus.

Unlike the reports by the third-party committees of Hino Motors and Daihatsu Motor, Fuji TV's third-party committee seems to be generally praised for its rigor, to the extent that the alleged male star refuted its findings as one-sided.⁵⁷

Also interesting is the intervention by Dalton Investments, an activist hedge fund, which called for corporate governance reforms but, at the same time, used the scandal as an opportunity to pursue its agenda for the spin-off of FMH's real estate business.

IV. Insights from the three case studies

Being mindful of the risk of overgeneralization, as every scandal is unique, this part aims to gain some insights from the three cases discussed above.

1. For the sake of the corporation?

First and foremost, the above cases call into question the validity of the claim that

⁵⁵ 'Fuji HD kabunushi ga keieijin wo teiso, 2330ku-en baisho seikyu, kokokugen de [A Shareholder of FMH sues the management for 23.3 billion JPY for the loss of advertisements]', *Nihon Keizai Shimbun*, March 27, 2025, 15:24 JST (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUE26ATC0W5A320C2000000/>).

⁵⁶ Yukana Inoue, 'Fuji TV seeks ¥5 billion in lawsuit against former execs over Nakai scandal', *Japan Times*, August 28, 2025 (<https://www.japantimes.co.jp/news/2025/08/28/japan/crime-legal/fuji-tv-sues-former-execs/>).

⁵⁷ Shigeru Nakayama, Takashi Kunimatsu, and Kazumasa Yanai, 'Fujiterebi daisansha iinnkai hokokusho wo yomitoku [Analyzing Fuji TV's Third-Party Committee Report]', *NBL*, No.1295, p.28, at p.30-32 (2025).

scandals in Japan are the result of actions taken for the sake of the corporation, rather than for the wrongdoer's personal benefit. While the wrongdoers might have believed that their actions were in the interests of their corporations, they also benefited themselves indirectly, for example, by managing to dodge pressure from their bosses or parent corporations.

Under the model developed by a criminologist, Donald R. Cressey, individuals commit occupational fraud when the three factors of the "fraud triangle", namely motivation, opportunity, and rationalization, are present.⁵⁸ Saying that a particular wrongdoing has benefited the wrongdoer's corporation is a typical rationalization, suggesting that the wrongdoer has had a separate motivation to commit the wrongdoing.⁵⁹

If the Japanese have a cognitive tendency to make decisions based on intuitive righteousness rather than on logical calculation of pros and cons, as suggested by Professor Tatsuhiko Inatani,⁶⁰ then the Japanese could be more susceptible to the for-the-sake-of-the-corporation justification. While the author lacks the expertise to assess the validity of this point, it seems that the claim that scandals in Japan are the result of actions taken for the sake of the corporation should be treated with caution and not overemphasized.

2. Effects of traditional Japanese corporate governance and of its transformation

Second, the scandals at Olympus and Fuji TV reveal a downside of traditional Japanese corporate governance, characterized by an insider-controlled board of directors, the so-called lifetime employment system, and seniority-based promotion, which leads to an inward-looking, homogeneous, and hierarchical society.⁶¹ It is easy to imagine that management and employees, having no realistic option for mid-career job changes in an illiquid labor market, have had no

⁵⁸ National Whistleblower Center, 'The Fraud Triangle', <https://www.whistleblowers.org/fraud-triangle/>.

⁵⁹ See Atsushi Funaishi, *Why Does Corporate Misconduct Persist in Japan? A Dual-Triangle Model of Corporate Decay and Renewal*, at p.4 (2025, available at <https://ssrn.com/abstract=5378122>).

⁶⁰ Tomoyo Matsui, Tatsuhiko Inatani, Yoshiyuki Nojima, and Masatsugu Umemura, 'Paneru disukassyon: Kigyo ni totte no rigaru maindo [Panel Discussion: Legal Mind for Business Corporations]', *Shoji Homu*, No.2411 (2026), p.16, at p.18 (statement by Inatani). See also Etsuko Hoshino-Browne, Adam Zanna, Steven J. Spencer, Mark P. Zanna, and Shinobu Kitayama, 'On the Cultural Guises of Cognitive Dissonance: The Case of Easterners and Westerners', *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 89, No.3, p.294 (2005).

⁶¹ For a detailed description of the traditional Japanese corporate governance system, see Zenichi Shishido, 'Japanese Corporate Governance: The Hidden Problems of Corporate Law and Their Solutions', *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol.25, p.189, at p.201-214 (2000), and Gregory Jackson and Hideaki Miyajima, 'Introduction: The Diversity and Change of Corporate Governance in Japan' in Masahiko Aoki, Gregory Jackson, and Hideaki Miyajima (eds), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity* (Oxford University Press, 2007) p.1, at p.3-6.

choice but to commit wrongdoings to survive in their corporations,⁶² telling themselves that “this is for the sake of the corporation”.

If one of the causes of corporate scandals is traditional Japanese corporate governance, a natural question that follows is whether recent transformations to it would change how corporate scandals occur in Japan. The changes for employees may not have been so significant, as mid-career job changes are gradually increasing, but lifetime employment still exists. The largest change has occurred in the boardrooms as a result of the Abenomics corporate governance reforms since the mid-2010s.⁶³

Some may say that increasing board independence would not alleviate the problem, citing the ineffectiveness of outside/independent directors at Olympus, Toshiba, and Nidec, which were thought to have governance structures above average at the time. Also, as mentioned earlier, the recent corporate governance reforms on board independence aim at promoting shareholder- and profit-oriented management rather than at detecting and preventing wrongdoing, an area where outside/independent directors do not have an advantage over insiders or statutory auditors due to limited information.⁶⁴

This, however, does not mean that board independence does not matter at all; if independent directors are truly independent and respected by insiders, outsiders in the boardroom could help prevent groupthink and restrain the concealment of detected wrongdoing or problems. In this regard, it is worth noting that some corporations voluntarily modify their governance structure after experiencing scandals, for example, by adopting a majority-independent board, as Fuji TV and FMH did, or by switching to a three-committee system, as KADOKAWA did in 2023 after the bribery scandal regarding the 2020 Tokyo Olympic Games.⁶⁵ Although this could be just a performance to deflect public criticism by showing that the corporation has a self-cleansing ability, it could be meaningful if the management and independent directors take it seriously.

3. Responding to red flags

Corporate law can play a role in this regard by recognizing the duty of directors to act upon detecting a red flag, or information of wrongdoing or a problem. Although the contours of

⁶² Renou, Carraz, and Burger-Helmchen, *supra* note 29 at p. 6, p.8.

⁶³ Hideaki Miyajima and Takuji Saito, ‘Corporate Governance Reforms under Abenomics: The Economic Consequences of Two Codes’, in Takeo Hoshi and Phillip Y. Lipscy (eds.), *The Political Economy of the Abe Government and Abenomics Reforms* (Cambridge University Press, 2021), p.357, at p.370-373.

⁶⁴ See *supra* note 34 and accompanying texts.

⁶⁵ KADOKAWA Corporation, *Future Initiatives in Response to the Recommendations for Improvement from the Corporate Governance Inspection Committee* (February 2, 2023), https://ssl4.eir-parts.net/doc/9468/ir_material7/200341/00.pdf. KADOKAWA bribed a director of the 2020 Tokyo Olympic Games Organizing Committee to obtain its sponsorship.

such a duty are not yet clear,⁶⁶ its importance cannot be overlooked.⁶⁷

Concealing a detected wrongdoing may be attractive because it enables the corporation to avoid facing immediate criticism, but it could lead to harsher consequences once it comes to light,⁶⁸ as in the case of the Fuji TV scandal. In some derivative suits, lower courts held that the defendant directors breached their duty of care by failing to promptly disclose violations of relevant laws and regulations.⁶⁹

Also problematic are “too little, too slow” responses. For example, the poor initial handling by Fuji TV after the case came to light, namely the delay in setting up a third-party committee and the closed 1st press conference, has exacerbated the public backlash and the damage. In a different context, Tokyo District Court has condemned the directors of Tokyo Electric Power Company for their passive response to information on tsunami risk.⁷⁰

4. How to detect wrongdoings

Another issue that emerges from the Toyota Group’s quality manipulation scandal is the difficulty for a board of directors to obtain information about wrongdoing. While the duty to establish an effective internal control system has been recognized by case law since 2000, as noted earlier, its implementation and enforcement can be challenging, as it is generally understood that boards of directors have discretion in designing such a system.⁷¹ It could be argued, however, that deviations from standard practice should not be freely permitted, provided that such standard practice can be specified.⁷²

⁶⁶ On discussions and the development of case law in the U.S., see Roy Shapira, ‘Conceptualizing *Caremark*’, *Indiana Law Journal*, Vol.100, p.467, at p.495-503 (2025).

⁶⁷ An influential lawyer advocates that directors should, not as a liability standard but as a guiding principle of their conduct, react promptly to a sign of wrongdoing (“yellow-flag rule”) and take a bad-news-first approach. Yusaku Kurahashi, ‘Keiei handan gensoku to shinrai no gensoku wo “yoki ishi kettei” ni ikasu (2) [Putting the Business Judgment Rule and the Principle of Reliance to Use for “Good Decision Making” (2)]’, *Shojihomu*, No.2370, p.54, at p.58 (2024).

⁶⁸ See Yusuke Suzuki, ‘Kiki kanri koho (3): Fushoji no kohyo [Risk Management Public Relations (3): Announcement of Scandals]’, *Jurisuto*, No.1619, p.108 (2026).

⁶⁹ Osaka High Court, June 9, 2006, *Hanrei Taimuzu*, No.1214, p.115 (In re Duskin: use of unapproved additive in food product); Osaka District Court, January 26, 2024, *Kinyu Shoji Hanrei*, No.1697, p.21 (In re Toyo Tires: quality data manipulation of seismic isolation rubber).

⁷⁰ Tokyo District Court, July 13, 2022, *Hanrei Jiho*, No.2580=2581, p.5 (overturned by Tokyo High Court, June 6, 2025, *Kinyu Shoji Hanrei*, No.1730, p.12). For a detailed analysis of the district court decision, see Gen Goto, ‘ESG, Externalities, and the Limits of the Business Judgment Rule: TEPCO Derivative Suit on Fukushima Nuclear Accident and the Expansion of *Caremark*’, *The Chinese Journal of Comparative Law*, Vol.12, p.1 (2024).

⁷¹ Wataru Tanaka, *Kaishaho (Dai 5 han)* [Corporate Law, 5th ed.] (University of Tokyo Press, 2025), at p.294-295.

⁷² While there are some soft-law documents that aim to describe standard practice, they are rather abstract and may need more details, probably based on the specificities of each industry.

Boards can also obtain information about wrongdoing from whistleblowers, and for this to happen, establishing an effective whistleblower protection system that alleviates the chilling effect on employees is essential. This is even more so in the Japanese context, as the third-party committees of Daihatsu and Fuji TV have alluded to, since the threat of retaliation would be more realistic and effective, with workplaces homogeneous and opportunities for mid-career job changes limited in an illiquid labor market.⁷³

The Whistleblower Protection Act,⁷⁴ however, has been criticized as inadequate in several aspects,⁷⁵ particularly for insufficient sanctions. The act initially lacked criminal sanctions against retaliation due to strong opposition from the business sector,⁷⁶ and while the 2020 and 2025 revisions introduced criminal sanctions for revealing the identity of a whistleblower and those for taking disciplinary action or dismissing a whistleblower in retaliation,⁷⁷ the act still lacks criminal sanctions for transfers against the whistleblower's will,⁷⁸ which is arguably the most commonly used form of retaliation.⁷⁹

5. Third-party committees

The popularity of third-party committees might be the most eye-catching aspect of Japanese corporate scandals. It has become a customary practice since the Olympus scandal for a

See Japan Exchange Group, *Principles for Preventing Corporate Scandals* (2018, <https://www.jpx.co.jp/english/regulation/listing/preventive-principles/index.html>), and Ministry of Economy, Trade, and Industry, *Gurupu gabanansu shisutemu ni kansuru jitsumu shishin* [*Practical Guidelines on Group Governance System*] (June 28, 2019), Part 4 (available at https://warp.ndl.go.jp/web/20230203085147/http://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628003/20190628003_01.pdf).

⁷³ Matsui et al., *supra* note 60 at p.28 (statement by Inatani).

⁷⁴ Whistleblower Protection Act [*Koeki tsuhosha hogo ho*], Law No.122 of 2004.

⁷⁵ See, for example, Masaki Iwasaki, 'Whistleblowers as Defenders of Human Rights: The Whistleblower Protection Act in Japan', *Business and Human Rights Journal*, Vol.8, p.108 (2023).

⁷⁶ The original Whistleblower Protection Act stipulated that dismissal in retaliation shall be void (Art.3) and prohibited other retaliatory actions (Art.5), but did not have provisions on criminal sanctions.

⁷⁷ Whistleblower Protection Act (after 2025 revision), Art.12 & Art 22, Art.3, para.2 & Art.21, para.1. Dismissal or disciplinary action is presumed to be done in retaliation if ordered within one year from the whistleblowing. Art.3, para.3.

⁷⁸ See Ryuji Yamamoto, 'Koeki tsuhosha hogo seido no jikkosei kojyo ni muketa kento to 2025-nen hokaisei [Considerations on Improving the Effectiveness of the Whistleblower Protection System and the 2025 Revision]', *Jurisuto*, No.1613, p.14, at p.20-21 (2025).

⁷⁹ In 2007, an employee of Olympus reported wrongdoing of his boss to the corporation's compliance office, but the compliance office disclosed his name to the accused person, and the whistleblower was transferred against his will to an unwanted position, apparently in retaliation. For this case, see Juro Osawa, 'Olympus Faces Setback in Court', *Wall Street Journal*, June 30, 2012, 6:26AM ET

(<https://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303649504577498213432505428>).

corporation announcing that it has detected wrongdoing to establish a third-party committee to investigate the details at the time of, or soon after, the announcement. Tokyo Stock Exchange has also acknowledged its effectiveness in a soft-law document it published in 2016.⁸⁰ Recently, a delay in establishing a third-party committee itself can be a source of criticism, as in the case of Fuji TV.⁸¹

But why do Japanese corporations establish third-party committees voluntarily, and why do the Japanese public and shareholders appreciate them? From the perspective of corporations, their directors, and management, establishing a third-party committee would not protect them from being sued but would instead encourage subsequent lawsuits by providing information. Also, from the perspective of shareholders and the public, it is an informal arrangement without statutory basis, and it would be difficult to hold the members of these committees accountable or liable for unsatisfactory performance.⁸²

Probably because of these reasons, third-party committees are uncommon in the United States. If an investigation into details is necessary, an American corporation would entrust the work to independent directors without conflicts of interest, in some cases in the form of special litigation committees.

This approach had not been taken in Japan, because listed corporations had appointed very few, if any, independent directors until very recently. Even if there were independent directors, as in the case of Olympus, the fact that they could not detect or prevent the wrongdoing in question would undermine their credibility.

Under such circumstances, a third-party committee was the only realistic option a corporation could resort to in order to appeal its self-cleansing ability to the public.⁸³ Looking this way, filing of lawsuits by corporations themselves against resigned presidents and directors after receiving third-party committees' reports, as Olympus and Fuji TV did, can also be

⁸⁰ Japan Exchange Group, *Principles for Responding to Corporate Scandals*, Principle 2 (2016, <https://www.jpx.co.jp/english/regulation/listing/principle/index.html>) ("In cases involving serious doubts about the effectiveness of a company's internal controls or the credibility of a company's management, cases where a company has suffered substantial damage to its corporate value, and cases with a particularly complex nature or considerable social impact, the company concerned can benefit from establishing a third-party investigative committee to ensure sufficient independence, neutrality and expertise.")

⁸¹ Recently, Prudential Life Insurance Japan initially refused to establish a third-party committee to investigate a scandal involving its sales agents, who defrauded customers and solicited funds for fictitious investments, but ended up doing so following mounting criticism. See 'Prudential fraud to cost 54 billion yen; new CEO vows reform', *Asahi Shimbun*, February 10, 2026, 18:22 JST (<https://www.asahi.com/ajw/articles/16345145>).

⁸² See Aronson, *supra* note 20 at p.139.

⁸³ Yusaku Kurahashi, Yoshiyuki Asaoka, and Hiroko Kado, 'Daisansha iinkai wo meguru ronten [Issues on Third-party Committees]', *Jurisuto*, No.1612, p.ii, at p.iv-v (statements by Asaoka and Kado) (2025).

understood as an appeal of their eagerness to self-cleanse. The public has also welcomed the information production by third-party committees as substitutes for the discovery system used in class actions or derivative suits in the United States.⁸⁴

As third-party committees become popular, they are sometimes criticized for lacking independence and expertise, and for rubber-stamping the corporation's story and providing a cleansing effect to the corporation and its management, sometimes by scapegoating someone.⁸⁵ To prevent such rubber-stamping, Japan Federation of Bar Associations, as well as Tokyo Stock Exchange, have published soft-law guidelines to improve the quality of third-party committees,⁸⁶ while a group of lawyers, accountants, and academics has been publishing ratings on the quality of third-party committees since 2014.⁸⁷

At the same time, some practitioners caution against overreliance on third-party committees, noting that their reports do not specify the evidence and that the accused are not given the opportunity to refute, and argue that the committee's findings should not be taken as a given premise.⁸⁸ They also cite the increase in board independence in the past ten years and call for the involvement of boards of directors or independent directors.⁸⁹ While there would be cases in which independent directors cannot be entrusted to conduct the investigation, as they have been involved in or overlooked the wrongdoing in question,⁹⁰ the risk of scapegoating via third-party committees should be kept in mind.

6. Activist hedge funds

⁸⁴ Daisuke Fukamizu, 'Daisansha iinnkai jitsumu no kadai seiri to saikosei [Restructuring the Issues Regarding Third-party Committees' Practice]', *Shojihome*, No.2200, p.34, at p.38 (2019). See also, Kurahashi, Asaoka, and Kado, *supra* note 83 at p.93 (statement by Kado) and Roy Shapira, *Law and Reputation: How the Legal System Shapes Behavior by Producing Information* (Cambridge University Press, 2020), p.38-39.

⁸⁵ Hatta, *supra* note 35, at p.7-8, Chikaoka, *supra* note 37 at p.210-211. See also Tadashi Kunihiro, 'Toshiba jiken wo keiki ni daisansha iinnkai no secchi, iin sennin shisutemu ni tsuite kangaeru [Considerations on the System for Establishing a Third-party Committee and Appointing Its Members upon the Toshiba Scandal]', *NBL*, No.1066, p.10 (2016).

⁸⁶ Japan Federation of Bar Associations, *Kigyo-to fushoji ni okeru daisansha iinkai gaidorain* [Guideline on Third-party Committees for Scandals of Corporations and other institutions] (2010, available at

https://www.nichibenren.or.jp/library/pdf/document/opinion/2010/100715_2.pdf); Japan Exchange Group, *supra* note 80, Principle 2.

⁸⁷ Daisansha iinkai Hokokusho Kakuzuke iinkai [Committee for Rating Third Party Committee Reports], <https://www.rating-tpcr.net/>. See also Hatta, *supra* note 35.

⁸⁸ Kurahashi, Asaoka & Kado, *supra* note 83 at p.86-86, p.88-89 (statements by Kurahashi and Asaoka).

⁸⁹ Kurahashi, Asaoka & Kado, *supra* note 83 at p.94-97 (statements by Asaoka and Kurahashi).

⁹⁰ The continuing use of third-party committees to date could also be attributed to a path-dependence based on the positive image of third-party committees, or to marketing efforts by lawyers as a lucrative business. Hatta, *supra* note 35, at p.11.

Lastly, the intervention by Dalton Investments, an activist hedge fund, in the Fuji TV scandal is worth noting. Dalton, which had been investing in FMH for a long time, requested an investigation by a third-party committee in the initial phase of the scandal, and later proposed its own candidates for directors and launched a proxy fight. Dalton lost this proxy fight, but it continued to put pressure on FMH's management on a different agenda, i.e., a spin-off of the real estate subsidiary. In February 2026, FMH bought back most of its shares Dalton held.

Dalton's intervention against FMH is not the only case of activism related to corporate scandals. In 2023, Oasis Management won a proxy fight at Fujitec by criticizing the president, a member of the corporation's founding family, for alleged tunneling through related-party transactions, resulting in the president's ouster.⁹¹ Also, in July 2024, Oasis acquired shares of Kobayashi Pharmaceuticals after its health supplement contamination scandal came to light in March.⁹² While Oasis's shareholder proposals to appoint new outside directors were rejected in the corporation's annual shareholders' meeting in March 2026,⁹³ Oasis also filed a derivative suit against the directors of Kobayashi Pharmaceuticals, seeking approximately 13.5 billion JPY in damages for their failure to establish an effective system to prevent contamination of its health supplements and to take necessary actions promptly after detecting initial problems.⁹⁴ Similarly, in March 2026, Oasis reported that it had acquired 6.74% of Nidec's shares and called for reforms of Nidec's corporate governance.⁹⁵

While some may argue that these activists are taking advantage of scandals to advance their own agenda, such as a spin-off of a business branch and an increase in payouts, corporations should bear in mind that activists' arguments would be more persuasive to other shareholders and thus more likely to be supported, if a scandal is perceived to indicate a fundamental flaw in the governance of the corporation in question. Further analysis of these scandal-induced interventions

⁹¹ Takako Taniguchi and Min Jeong Lee, 'Elevator-maker showcases growing shareholder activism in Japan', *Japan Times*, June 22, 2023 (<https://www.japantimes.co.jp/news/2023/06/22/business/corporate-business/fujitec-shareholder-activism/>).

⁹² Kenta Ando, 'Activist investor Oasis buys 5% stake in scandal-hit Kobayashi Pharma', *Nikkei Asia*, July 25, 2024, 2:16 JST (<https://asia.nikkei.com/business/pharmaceuticals/activist-investor-oasis-buys-5-stake-in-scandal-hit-kobayashi-pharma>).

⁹³ 'Kobayashi Pharma Rejects Management Reform Proposals', *Jiji Press*, March 27, 2026, 12:36 JST (<https://sp.m.jiji.com/english/show/46679>).

⁹⁴ 'Kobayashi Seiyaku moto-shacho, benikoji mondai no taio "fugori de nai" kabunusi daihyo soshō de shucho [The Ex-president of Kobayashi Pharmaceuticals Argued in the Derivative Suit that His Response for the Red Rice Yeast Problem Was "Not Unreasonable"]', *Nihon Keizai Shimbun*, October 14, 2025, 15:50 JST (<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF09CW70Z01C25A0000000/>).

⁹⁵ Mitsuru Obe, 'Activist investor takes stake in troubled Nidec, urges governance reform', *Nikkei Asia*, March 11, 2026, 20:50 JST (<https://asia.nikkei.com/business/electronics/activist-investor-takes-stake-in-troubled-nidec-urges-governance-reform>).

is beyond the scope of this chapter, as it should be performed within the general context of hedge fund activism in Japan.

V. Conclusion

This chapter has examined corporate scandals in Japan through three recent case studies—accounting fraud at Olympus, product quality manipulation within the Toyota Group, and the concealment of a sexual assault at Fuji TV—against the backdrop of Japan's longer history of scandal-driven legal reform.

Several insights emerge from this analysis. The claim that wrongdoings in Japan are committed "for the sake of the corporation" deserves skepticism: While wrongdoers may invoke this justification sincerely, the cases examined reveal an alignment between the corporation's apparent interest and the personal interests of those involved—whether in avoiding accountability to a superior, preserving one's position, or managing pressure from a parent company.

The scandals at Olympus and Fuji TV highlight the vulnerabilities of traditional Japanese corporate governance — characterized by insider-dominated boards, lifetime employment, and an illiquid labor market — which fosters homogeneity, groupthink, and excessive deference to authority. While recent corporate governance reforms that have increased board independence were designed primarily to promote shareholder-oriented management rather than to detect and prevent wrongdoing, independent directors, if genuinely independent and respected, can help interrupt groupthink and resist the temptation to conceal detected problems.

The cases further highlight the importance of responding promptly and transparently to red flags, establishing effective internal control systems across corporate groups, and strengthening whistleblower protections.

Third-party committees have emerged as a defining institutional feature of how Japanese corporations respond to scandals. Their popularity reflects a combination of factors: the historical absence of truly independent directors, the public appetite for information, and the reputational benefit to corporations of demonstrating a self-cleansing capacity. However, as third-party committees become routine, concerns about their independence, rigor, and potential for scapegoating warrant continued attention.

Finally, the emerging role of activist hedge funds in scandal-affected corporations reflects a broader shift in the landscape of shareholder engagement in Japan. While activists may simultaneously advance their own financial agendas, their interventions can reinforce accountability pressures on management and boards. Whether scandal-induced activism will become a more systematic feature of corporate governance in Japan, and whether it will improve long-term governance quality, remains to be seen.

Corporate scandals and responses in Japan continue to evolve.

金融商品取引法研究会名簿

(令和8年7月28日現在)

会 長	神 作 裕 之	学習院大学法学部教授
委 員	飯 田 秀 総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	大 崎 貞 和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
〃	尾 崎 悠 一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河 村 賢 治	立教大学法学部教授
〃	小 出 篤 篤	早稲田大学法学部教授
〃	後 藤 元 紀	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	齊 藤 真 浩	京都大学法学研究科教授
〃	武 井 一 正	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	松 井 智 予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 井 秀 征	立教大学法学部教授
〃	松 尾 健 一	京都大学法学研究科教授
〃	松 元 暢 子	慶應義塾大学法学部教授
〃	萬 澤 陽 子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃	宮 下 央 央	TMI 総合法律事務所弁護士
〃	行 岡 睦 彦	東京大学大学院法学政治学研究科教授
オブザーバー	三 井 秀 範	預金保険機構理事長
〃	齊 藤 将 彦	金融庁企画市場局市場課長
〃	坂 本 岳 士	野村証券法務部長
〃	大 門 健 健	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	横 田 明 彦	SMB C日興証券法務部長
〃	白 樫 昌 憲	みずほ証券法務部長
〃	窪 久 子	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	石 津 知 則	日本証券業協会 社会連携本部長
		兼 政策本部共同本部長
〃	山 本 悟	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	坪 倉 明 生	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	内 藤 高 史	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研 究 所	森 本 学	日本証券経済研究所理事長
〃	高 木 隆	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本譲治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013 年 10 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014 年 6 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 2014 年 9 月
—「新規な説明義務」を中心として—」
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014 年 10 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015 年 1 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015 年 3 月
報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金 2015 年 5 月
—金融商品取引法と預金保険法の交錯—」
報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015 年 7 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015 年 8 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題 2015 年 10 月
—流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016 年 3 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016 年 5 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016 年 7 月
報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
- 第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016 年 9 月
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

- 第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける
価格決定請求と公正な対価」 2016 年 11 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 59 号「平成 26 年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」 2017 年 1 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 60 号「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」 2017 年 3 月
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 61 号「米国における投資助言業者（investment adviser） 2017 年 5 月
の負う信託義務」
報告者 萬澤陽子 専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
- 第 62 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2018 年 2 月
報告者 小森卓郎 金融庁総務企画局市場課長
- 第 63 号「監査報告書の見直し」 2018 年 3 月
報告者 弥永真生 筑波大学ビジネスサイエンス系
ビジネス科学研究科教授
- 第 64 号「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」 2018 年 6 月
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センターフェロー
- 第 65 号「外国為替証拠金取引のレバレッジ規制」 2018 年 8 月
報告者 飯田秀総 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 66 号「一般的不公正取引規制に関する一考察」 2018 年 12 月
報告者 松井秀征 立教大学法学部教授
- 第 67 号「仮想通貨・ICO に関する法規制・自主規制」 2019 年 3 月
報告者 河村賢治 立教大学大学院法務研究科教授
- 第 68 号「投資信託・投資法人関連法制に関する問題意識について」 2019 年 5 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士
- 第 69 号「「政策保有株式」に関する開示規制の再構築について」 2019 年 7 月
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 70 号「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」 2019 年 11 月
報告者 松井智予 上智大学大学院法学研究科教授
- 第 71 号「会社法・証券法における分散台帳の利用 2020 年 2 月
—デラウェア州会社法改正などを参考として—
報告者 小出 篤 学習院大学法学部教授
- 第 72 号「スチュワードシップコードの目的とその多様性」 2020 年 5 月
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 73 号「インデックスファンドとコーポレートガバナンス」 2020 年 7 月
報告者 松尾健一 大阪大学大学院高等司法研究科教授
- 第 74 号「株対価 M&A/株式交付制度について」 2020 年 8 月
報告者 武井一浩 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
- 第 75 号「取締役の報酬に関する会社法の見直し」 2021 年 2 月
報告者 尾崎悠一 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 76 号「投資助言業に係る規制 ―ドイツ法との比較を中心として―」 2021 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 77 号「インサイダー取引規制について」 2021 年 8 月
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第 78 号「敵対的買収防衛策の新局面」 2021 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 79 号「事前警告型買収防衛策の許容性
―近時の裁判例の提起する問題―」 2021 年 12 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 80 号「金商法の改正案を含む最近の市場行政の動きについて」 2023 年 11 月
報告者 齊藤将彦 金融庁企画市場局市場課長
- 第 81 号「TOB・大量保有報告制度の見直しについて」 2023 年 11 月
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センター主席研究員
- 第 82 号「公開買付けにおける意見表明は必要か？」 2023 年 12 月
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第 83 号「日本証券業協会の社債市場活性化に向けた
制度整備に関する取組み」 2024 年 3 月
報告者 松本昌男 日本証券業協会常務執行役・自主規制本部長
- 第 84 号「資産運用業規制―業務委託に係る規制の見直し―」 2024 年 5 月
報告者 神作裕之 学習院大学法学部教授
- 第 85 号「ドイツにおける公開買付規制のエンフォースメント」 2024 年 6 月
報告者 齊藤真紀 京都大学法学研究科教授
- 第 86 号「米国私募規制の改正と私募市場の現状」 2024 年 7 月
報告者 松尾健一 大阪大学大学院高等司法研究科教授
- 第 87 号「経済成長戦略と上場会社法制」 2024 年 8 月
報告者 武井一浩 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
- 第 88 号「サステナビリティ関連訴訟の近時の動向」 2024 年 12 月
報告者 松井智予 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 89 号「いわゆるソフトダラーの規制について 2025 年 2 月
ーリサーチ・アンバンドリングを巡る米英の近時の議論状況」
報告者 行岡睦彦 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 90 号「株式分割と資本市場 2025 年 2 月
ーなぜ株式分割はインサイダー取引規制における重要事実なのかー」
報告者 飯田秀総 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 91 号「財務報告に係る内部統制基準・実施基準の改訂と今後の課題」2025 年 11 月
報告者 小出 篤 早稲田大学法学部教授
- 第 92 号「米国における開示情報の信頼性確保のための制度 2025 年 12 月
ー内部統制に関する制度のSECによる最近のエンフォースメントー」
報告者 萬澤陽子 筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
- 第 93 号「役員報酬規制についての近時の動向」 2025 年 12 月
報告者 尾崎悠一 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 94 号「上場政策としての支配(的な)株主の規制の意義と課題」2025 年 12 月
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 95 号「炭素市場と金融商品取引法 2026 年 4 月
ーEU 排出量取引制度(EU ETS)における市場阻害行為規制と
改正 GX 推進法に基づく排出量取引制度に焦点を置いてー」
報告者 河村賢治 立教大学法学部教授
- 第 96 号「株式交付制度の改正」 2026 年 6 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 97 号「英国におけるスチュワードシップ・コードの展開」 2026 年 7 月
報告者 松井秀征 立教大学法学部教授

当研究所の出版物の購入を希望される方は、一般書店までお申し込み下さい。
金融商品取引法研究会研究記録については研究所のホームページ <https://www.jsri.or.jp/>
にて全文をご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 98 号

不祥事対応と取締役の役割

令和 8 年 9 月 9 日

定価 550 円（本体 500 円 + 税 10%）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋 2-11-2
〒 103-0027
電話 03（6225）2326 代表
URL: <https://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-717-1 C3032 ¥500E

定価 550 円（本体 500 円 + 税 10%）