

CIRJE-J-271

改正会社法、コーポレートガバナンス・コードと
「社外取締役」

大阪学院大学経済学部・東京大学
三輪芳朗

Harvard Law School
J. Mark Ramseyer

2015年10月

CIRJE ディスカッションペーパーの多くは
以下のサイトから無料で入手可能です。
http://www.cirje.e.u-tokyo.ac.jp/research/03research02dp_j.html

このディスカッション・ペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿である。著者の承諾なしに引用・複写することは差し控えられるたい。

改正会社法、コーポレートガバナンス・コードと「社外取締役」
**2014 Amendments to the Corporate Code, “Corporate Governance Code”,
and “Outside Directors”**

三輪芳朗・J. Mark Ramseyer¹

『大阪学院大学 経済論集』第28巻第2号掲載予定

¹ 大阪学院大学経済学部教授・東京大学名誉教授および Mitsubishi Professor of Japanese Legal Studies, Harvard Law School である。Contact e-mail address: miwa@ogu.ac.jp。長年にわたる研究・意見表明と一連の現象の観察に基づく。2015年夏の江頭[2014]、福井[2015]、神谷[2015]、神田[2015b]との遭遇が本論文執筆の直接の契機となった。記して感謝する。本論文およびその基礎となった研究は、江頭憲治郎、藤田友敬、福井義高、神谷高保、神田秀樹、倉澤資成、林正義、大橋弘、太田亘、田中亘、内田貴、柳川範之の各氏をはじめとする多様かつ多数の方々の意見・コメント・助言に多くを負っている。さらに、金本良嗣、落合誠一、大日方隆、Roberta Romano 各氏の長年にわたる *encouragement and scholarly inspiration* に深謝する。横書きである点を重視して、本論文では数字の表記はアラビア数字で統一する。引用部分についても、元号表記は西暦に変換し漢数字はアラビア数字に変換している。

[要旨]

2015年6月1日から「コーポレートガバナンス・コード」が適用された。金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」が上場会社向けに策定した（2015年3月5日）「コーポレートガバナンス・コード原案」を、東京証券取引所が上場規則として規範化し適用するに至ったものである。上場規則違反は上場廃止につながる。2014年6月に一部改正が成立した会社法（2015年5月1日施行）で実質スタートした「社外取締役の事実上の設置強制」の現実化である。

アメリカなどの諸外国の動向として紹介されてきたコーポレート・ガバナンス論議とその象徴としての社外取締役の機能・役割については日本においても長い歴史と関心の浮沈がある。2005年の会社法制定前後から顕在化した「社外取締役の事実上の設置強制」の動きが、会社法の改正と「コーポレートガバナンス・コード」の策定・施行に結果した。民主党政権下で法務大臣から提起された会社法の見直し、アベノミクスの成長戦略の中心に位置する『日本再興戦略』への明記など、政治の積極的関与・主導的役割が今次の「事実上の設置強制」に至るプロセスの顕著な特徴である。

「事実上の設置強制」が実現したという現実の認知度が低いこと、今後この規制の「強化」が大きく進展すると予想されることに鑑み、本論文は次の4点に検討の焦点を置く「現場からのレポート」である。(1)「コーポレートガバナンス・コード」を中心にした社外取締役をめぐる「制度」の現状の紹介、(2)誰が内容を実質的に決めているか（ルールの解釈・適用）：ルールの決まり方、ルールの実質的内容はどこまで決まっているか、(3)とりわけ決定プロセスの中心に位置しこれを象徴する研究会等における検討プロセスとその報告書に見る論拠と証拠の内容と位置づけ、(4)以上の3点と経済学者、法と経済学研究者の世界における研究の蓄積・現状との関係。当然、他の経済政策・規制と同様に、「多くの国民が納得する説得的な論拠と証拠が示され、その妥当性をめぐる周到な検討が実施され、その成果が明示されているか？」とする政策決定過程の透明性と説明責任(accountability)も重大な関心事である。

標準的な経済学の研究成果に照らせば、株主利益の実現に向けた選択の一環として社外取締役を含む最適な取締役会メンバーが現実を選択されている。このため、社外取締役の設置強制は株主利益に反する。設置強制論の論拠や証拠に焦点を合わせて一連の関連報告書等について検討しても、企業の「稼ぐ力」「活力」を増進し日本経済の「活性化」に資するとする類の表現が躍るのみであり、政策決定過程の透明性と説明責任に関する配慮は乏しい。このような表現が想定する目的の実現に設置強制が資する可能性は乏しいと予想される。このため、「実質化」「強化」を名目とした規制強化が予想されるが、その帰結も明るいものではない。

[abstract]

As of June 1, 2015, the Tokyo Stock Exchange mandated a "corporate governance code" on firms that would list their stock on its exchange. In effective, the code required most listed firms to appoint outside directors to their boards. The code itself was the output of a study committee organized under the auspices of the Financial Service Agency and the Exchange. And it had as its formal impetus the 2014 amendments to the Corporate Code that increased pressure on firms to appoint outside directors.

The mandates trace their origins to debates within other countries over corporate governance, and to the on-going political disputes over reviving Japanese economic growth. In this article, we explore four questions relating to the mandate: (a) what do the outside director mandates actually require, (b) who actually decides the substance of the mandate, (c) what process resulted in the mandate, and (4) what relation does the mandate bear to economic theory and empirical research?

By standard economic theory, market pressure will push shareholders to select those directors (whether insiders or outsiders) who most effectively increase stockholder wealth. To mandate the appointment of anyone else (again, whether insiders or outsiders) will necessarily cause stockholder welfare to fall. The proponents of the new mandate argued aggressively that that it would stimulate the Japanese economy. We suspect they will soon adopt other measures that require outside directors even more rigidly. Nothing in economic theory or research, however, provides any support for their claims.

[目次]

- [I]. はじめに
- [II]. コーポレートガバナンス・コードの策定に至るプロセスの概要
- [III]. 株式保有構造と株主利益：Berle and Means [1932]の今日的評価
- [IV]. 社外取締役と株主利益
- [V]. 社外取締役設置強制の「弊害」(コスト)
- [VI]. 改正商法と「社外取締役の事実上の設置強制」
- [VII]. コーポレートガバナンス・コードと政府の成長戦略（「日本再興戦略」）
- [VIII]. 有識者会議メンバーとしての富山和彦
- [IX]. 伊藤レポート等と経済産業省
- [X]. 結語
 - [引用文献]

[I]. はじめに

2015年6月1日から「コーポレートガバナンス・コード」が適用された。金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」が上場会社向けに策定した（2015年3月5日）「コーポレートガバナンス・コード原案」を、東京証券取引所が上場規則として規範化し適用するに至ったものである。上場規則違反は上場廃止につながる。2014年6月に一部改正が成立した会社法（2015年5月1日施行）で実質スタートした「社外取締役の事実上の設置強制」（江頭、2013、60頁）の現実化である。²

アメリカなどの諸外国の動向として紹介されてきたコーポレート・ガバナンス論議とその象徴としての社外取締役³の機能・役割については日本においても長い歴史と関心の浮沈がある。1994年8月1-15日号の『ジュリスト』の「コーポレート・ガバナンス」大特集⁴が「バブル」経済とその崩壊後の関心の高まりを象徴する。その後も一部の熱心な「社外取締役」導入推進派の人たちの努力は継続していたようである。2005年の会社法制定前後から顕在化した「社外取締役の事実上の設置強制」の動きが、会社法の改正と「コーポレートガバナンス・コード」の策定・施行に結果した。民主党政権下で法務大臣から提起された会社法の見直し、アベノミクスの成長戦略の中心に位置する『日本再興戦略』への明記など、政治の積極的関与・主導的役割が今次の「事実上の設置強制」に至るプロセスの顕著な特徴である。

「そんなどうでもいいことに関心はない。まだそんなことで盛り上がっていた連中がいたのか・・・」とほとんど関心がない多くの読者の他にも、「社外取締役なんてお飾り・お札の類であって、役にも立たないし、大した迷惑にもならない。何を考えているのか知らないが、企業経営の現場を知らず理解できない暇で物好きな連中が盛り上がっているだけ

² 以下に見る如く、その制定・変更等に限定しても、関連制度の理解は容易ではない。てっとり早く概要を知りたい読者は神田[2015b]を参照。会社法という新しい法律が2005年7月に公布され翌年の5月1日に施行された。神田[2015b]の初版は2006年4月に刊行された。施行後初めての一部改正の成立・施行と東京証券取引所の「コーポレートガバナンス・コード」の施行という動向を盛り込んでこの改訂版が7月に刊行された。

³ 社外取締役、外部取締役、社外役員、外部役員、独立社外取締役、独立役員などの多様な表現が様々な定義とともに主張者により場合により意識的あるいは無意識に使い分けられる。特に明確な定義を示して用いられておりその点に留意することが重要だと判断するケースを除き、本論文では「社外取締役」を用いる。特異例を用いるケースではその旨明記する。

⁴ この特集を構成する本論文の筆者の一人による三輪[1994]は次の表現で始まる。「特定の言葉に関する言説が大流行し早急な解決が叫ばれる時には、慎重に構えるのが賢明である。コーポレート・ガバナンスも例外ではない。エイズのように話題の対象が一応明確なケースはともかく、コーポレート・ガバナンスのように、対象に対する共通の理解を欠いたまま言説が流行し、対応策を叫ぶことが一つの運動の観を呈すると、熱が冷めるまで昼寝をし、その後に冷静に考える方がよい」（94頁）。この部分の続きを含めた関連事項の内容については三輪・ラムザイヤー[2007、199-202頁]を参照。

だ」と考え、「設置強制になったとしても、設置すればいいのだから、大騒ぎすることはない。面倒だけど・・・」と考える企業経営関係者を含む読者が多いかもしれない。しかし、「ようやく長年の努力が結実してここまで到達した。社外取締役の機能・役割を実質化し、目的実現に貢献できるようにするのはこれからだ・・・」と張り切る推進派の人たちも少なくないだろう。『社外取締役の設置強制』も形式を整えるだけでは実質的影響・効果はほとんどない」ことは推進派の多くも十分に理解しているはずである。

「コーポレートガバナンス・コードは、企業統治におけるベストプラクティスの採用とその開示の統一化等に関し、『遵守せよ、さもなくば、従わない理由を説明せよ(comply or explain)』ルールの下で企業に促すための、企業統治の具体的姿を示すものであり、社外取締役の設置を一律に強制しているのではない」とする主張がとりわけ推進派の人たちによって強調され、これを素直に受け入れる人たちが少なくない。しかし、現実の上場企業の反応に照らしても「事実上の設置強制」とみる必要がある。「誰に何を『説明』するのか」、「説明の妥当性を誰が判断するか」、「株主総会で説明したものを後に否認されたらどうなるか」などの設問について思案し、「基準を作成し適用するのは上場基準を定めた東証である」、「その基礎となった提言は東証とその所管庁である金融庁を共同事務局とする有識者会議が作成した」、「有識者会議の設置と提言の内容は、政府の成長戦略の一環である『日本再興戦略』改訂 2014 に基づくものであり、それはさらに自民党・日本経済再生本部の『日本再生ビジョン』に基づく」、さらに「企業に促す」ものである点を重視する必要がある。

次の点がさらに重要である。「社外取締役の事実上の設置強制」は政府の「成長戦略」の一環として強力に推進されている。日本企業と経済の活性化と「稼ぐ力」の増進を促し、その成長を促進するための戦略・政策の一環として注目され推進されている。目覚ましい成果が現実化しない場合の推進派と政治家、主張を受け入れた「世論」の反応は容易に予想できる。これまでの「設置強制」の内容が不十分・中途半端だったとして、「独立性」「素養」「バックグラウンド」など社外取締役の満たすべき条件や取締役会が満たすべき構成要件などの見直しの必要性が叫ばれ、「設置強制」の内容のさらなる実質化と社外取締役の機能と役割の充実に向けた政策の推進が政治課題として注目されるだろう。成長戦略の重要な一環であり、目覚ましい成果の早急な現実化が期待される政策項目の一つと位置づけられているはずである。本論文の前半で紹介するこれまでの研究成果に照らせば、社外取締役の設置強制は有害無益であるから、関連政策のさらなる充実も「活性化」等の成果に結実しない。2015年6月の設置強制は、いわば壮大なドラマの幕開けにすぎず、演じられるドラマの影響（とりわけ、コスト・弊害）の方向と深刻さは、今後の展開内容に決定的に依存する。⁵

⁵ 長いプロセスの一過程にすぎず、いずれ多くの人たちが次のように語る時代の到来を予想する読者も少なくないだろう。「あんなことに大騒ぎし、腹を立てた時代もあった・・・な。『社外取締役』なんて表現も耳にしなくなって久しい。明日にも日本でも社会主義が実現するとばかりに、『資本主義か社会主義か』なんて騒いだ高度成長期がなつかしい。」「昔からの大企業性悪論・脅威論という漠然とした『世論』を背景・基礎として、明確な論拠・

「事実上の設置強制」が実現したという現実の認知度が低いこと、今後この規制の「強化」が大きく進展すると予想されることに鑑み、本論文は次の4点に検討の焦点を置く「現場からのレポート」である。(1)「コーポレートガバナンス・コード」(2015年6月1日施行)を中心とした社外取締役をめぐる「制度」の現状の紹介、(2)誰が内容を実質的に決めているか(ルールの解釈・適用):ルールの決まり方、ルールの実質的内容はどこまで決まっているか?(3)とりわけ決定プロセスの中心に位置しこれを象徴する研究会等における検討プロセスとその報告書に見る論拠と証拠の内容と位置づけ:コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議、法制審会社法制部会、伊藤レポート、さらに、これらと「日本再興戦略」との関係、(4)以上の3点と経済学者、法と経済学研究者の世界における研究の蓄積・現状との関係。当然、他の経済政策・規制と同様に、「多くの国民が納得する説得的な論拠と証拠が示され、その妥当性をめぐる周到な検討が実施され、その成果が明示されているか?」とする政策決定過程の透明性と説明責任(accountability)も重大な関心事である。

本論文前半(III~V)に見る如く、経済学者、法と経済学⁶分野の研究者の世界では長期間にわたる研究の蓄積があり、基本的な論点について実質的に決着がついた状況にある。既存の研究成果に関連して、見直しを迫る論点や論拠・証拠の提示、さらにこれまで研究課題とされてこなかった新たな観察事実や論点の提示などが見られるかもしれないとの期待もあって、今次の「社外取締役の事実上の設置強制」に至る制度改革論議のプロセスに重大な関心を抱いてきた。しかし、今次の「設置強制」の実施に至る議論のプロセスで既存研

証拠のいずれも示すことなく強引かつ粘り強く進められた運動の到達点・帰結だ。実行に移されれば、成果が実質的に問われ、馬脚を現すよ。少し前の政権交代劇を思い出すね。『こんなはずじゃなかった・・・』と盲目的に支持したことを反省・後悔する人も増えるだろう。その頃まで、積極的推進論者の活動が継続してほしい。その頃には、明確な論拠・証拠の重要性を強調した一部の研究者の活動に対する関心も高まり、経済政策論議全体がevidence-basedになってほしいね。そのために必要で有効だとしても、高い授業料・税金だよ。」「(著名)企業の経営者あるいは(元経営者)が単独あるいはグループで推進派に与してきた。社外取締役の導入が有効だというなら、なぜ『強制』される前に導入しなかったのか?『自らの企業には不要だが・・・』と賛同したのか。はた迷惑で軽率な行為だと考えないのか?それこそ、推進派が強調する、『あえて空気を読まない』発言を行う社外取締役の設置強制によって打破すべき『ムラの空気に支配されやすい日本人(特にサラリーマン)の特徴』じゃないか。」「上場会社に限定する理由は明確なのか?社外取締役の『強制』に熱心な、大新聞社や機関投資家、さらに、日本取締役協会や経済同友会などについては、メンバー外のものによる『経営のチェック』は不要なのか?」

⁶「法と経済学(Law and Economics)とは何か、どのようなものか?」という点にまで遡って関心の読者が少なくないかもしれない。Cooter and Ulen [2012]が標準的なテキストである(第2版の翻訳が商事法務から刊行されている)。それ以前に、「どのようなものかという点に関する大雑把なイメージが欲しい」と考える読者にはラムザイヤ[1990](とりわけその「はしがき」と三輪[2000]を勧める。日本の会社法との関連では三輪・神田・柳川編[1998]を参照。具体的な判決を素材とした適用例に関心の読者は、「銀行取締役の善管注意義務違反」関連の損害賠償請求事件東京地裁判決を取り上げた三輪・Ramseyer [2004、2005]を参照。

究の成果が参照されることはなかった。関係審議会や有識者会議への関係分野の研究者の積極的参加はほとんど見られなかった。政府・自民党、さらに各関係政府機関の研究会・会議等の報告書等を見ても、既存研究の成果に対抗する（反対する）論拠・証拠は見られず、新たな観察事実や論点の提示などもほとんど見あたらない。⁷

政府の「日本再興戦略」、自民党・日本経済再生本部の「日本再生ビジョン」、金融庁や経済産業省等の各研究会等の報告書等の文書の内容は、「政治的なもの」であり、想定し重視する読者の期待・希望・素養等を反映する。一部の研究者が期待する論拠や証拠が不足し欠落するとしても不思議ではない。「説明責任」という視点を棚上げすれば、これが欠陥だということもない。また、研究者の世界で標準とされている条件を満たさず、研究者や大学院生が公表すれば厳しい批判にさらされるような内容であっても、不思議ではない。当然、本論文でもこのような観点に立つ欠陥等の指摘に関心はない。⁸

本論文の後半部分でこれらの文書の内容とその作成プロセスを検討の俎上に載せる。そこでの関心の中心は、「社外取締役の事実上の設置強制」などという政策が強力に推進されたこと、およびこれに結果した世論と政治の動向、さらにこれを可能にした要因とメカニズムである。さらに、その実質を解明して提示し、関連制度の機能・帰結の評価と見直し論議の展開に寄与することである。⁹

[III]~[IX]が本論部分である。本論部分は前半（[III]~[V]）と後半（[VI]~[IX]）に分かれ、前半で、論拠・証拠に重点を置いて、基本的論点と関連研究の現状およびこれまでの研究の進展経緯を紹介し、さらに「社外取締役設置強制」の「弊害」について見る。後半では、具体的な論拠・証拠を示すことなくプロセスが進行している点に重点を置きつつ、昨今の社外取締役関連制度に関わる議論、制度改革の進行プロセスとその到達点である現状を紹介する。

⁷ これらの文書は研究者も読者の重要な一環を構成するとは想定していないかもしれない。しかし、納税者・消費者・国民を読者と想定しているとしても、導く結論について読者を説得する意欲と努力、その面での十分な成果が見られるとは思われない。「説明責任は何処へ・・・？」と困惑し呆れる国民が多いはずだと考える読者が少なくないだろう。

⁸ 日本の政府統計の多岐にわたる深刻な欠陥とそれが放置される原因について検討した5つの **discussion papers** で、三輪[2014]は、政府統計に対する政策の策定・実施部門の統計軽視（あるいは無視）に起因する正確な統計に対する需要の実質的欠如が深刻な欠陥が放置されている基本的な原因だとし、論拠も証拠もほとんど示すことなく展開されてきた日本の経済政策の過去と現状を「スローガン行政」「キャッチコピー行政」と呼び、その実施主体である日本政府を「裸の王様」と評した。三輪[2014]は、世界中で進行しつつある **evidence-based policies** への移行を推進すべきだと主張したが、本論文も、この主張に沿ったものである。統計の現状が一向に改善しない理由とメカニズムについては三輪[2015]を参照。

⁹ 政治家や官庁内部の意思決定責任者に声を届けやすいという意味を含めた声の大きな人たち（霞が関や永田町では「情報発信力」が大きいと表現するようである）の「粘り強い」活動・努力が結果に反映されたという昔ながらのおなじみの解説・常識がここでも有用なようである。当然、証拠として有効な観察事実の提示は容易ではない。

市場への政府の介入・規制（「社外取締役の設置強制」も規制の一形態である）は、譬えていえば、病気に対する治療・措置のようなものである。患者（あるいはその集団）に治療が必要な病気が存在すること、用意されている手段が病気の治癒に有効に機能すること、手段の採用に伴う副作用等を含むコストを上回る便益をもたらすものであり他の手段に比してより望ましいものである（効率性）こと（処方）の3つの条件を満たす必要がある。病気でもない患者に手術・入院・投薬などの措置は不要であるから、病気の特定化と具体的内容の深刻さ・緊急性などの評価が不可欠である（診断）。病気の治療に有効でない措置は不要である。さらに有効ではあるが患者の身体に与える負担や副作用が大きすぎ、あるいは他の手段の方がより有効・効率的な措置も望ましくない。本論の後半で詳細に見る如く、「社外取締役の設置強制」に至る昨今の制度の設計・改革論議には、これら3つの条件に関わる実質的検討の形跡がほとんど見られず、「設置強制」を是とし推進する主張の論拠と証拠のいずれもが示されていない。このため、診断と処方のいずれについてもその正当性・妥当性の検討をはなはだしく困難にしている。¹⁰

日本に限ったことではないが、社外取締役設置（「強制」）の推進を支持する人たちの考え方の基礎として共通して重視されているのが Berle and Means [1932]（以下、BM1932）であり、ここから導かれた（とされる）「砂のごとき大衆投資家」が支配的な株式市場では投資家（株主）利益を軽視した会社経営が支配的となっているとする図式的理解である。ところが、BM1932 がそのような主張を明確な論拠と証拠に基づいて示したわけではない。広く受け入れられるようになった分析方法に基づく検討に照らせば、図式的理解に基づく主張は支持されない。この意味で、経済学者および法と経済学研究者の世界で広く受け入れられている社外取締役の設置強制に関連する研究の成果の現状に照らせば、長期間にわたって深刻な影響を与え続けていると広く信じられてきた病気は、錯覚であり、治療を要する病気は存在しなかったことになる。この意味でも、研究成果を紹介する前半（特に基本となる[III]）の内容は後半の昨今の動向の検討にも重大な影響を与える。

Roadmap

[III]では、社外取締役の設置強制を推進すべきだとする主張（以下、強制推進説）の支持者の多くが（意識的あるいは無意識に）基本的根拠・背景として重視する BM1932 の主張（「経営者支配」という表現に象徴される）に関わる研究の展開と現状を紹介する。実質的内容・その根拠・分析手法のいずれについても必ずしも明確ではないこともあって、BM1932 由来の主張の妥当性が本格的な検討の俎上に載せられるまでに 50 年以上の時間を要した。

¹⁰ 論拠・証拠を示していないというのはわれわれの判定である（標準的な経済学者、法と経済学研究者に共通だろう）。後半部分の関連文書等の検討・解剖に見るかぎり、推進派およびその主張の支持者が検討の手法と内容に関するわれわれの考え方を理解し共有しているようには見えない。このため、「論拠も証拠も示していないというのは手前勝手な言いがかりだ」という反論があっても不思議ではない。「周到な検討を示したが、多くの読者の便宜を考えて公開していないだけだ」という反論はありそうにない。

Demsetz and Lehn [1985]は、各企業の株式の分布構造（保有構造）は各株主の合理的な選択の結果であり、株式保有構造が各企業によって大きく異なるとしても（少なからぬ企業で小株主の保有分が圧倒的な比重を占めるとしても）、保有構造の相違が株主利益に違いをもたらす状態が市場で現実化し長期間にわたって存続することはないはずとする仮説を理論的に導き、データがこれを支持する結果を得た。つまり、BM1932 が指摘する（とされる）ような観察結果が得られたとしても、それが「経営者支配」による株主利益の軽視を意味するわけではない。Miwa and Ramseyer [2003]は、この結論を日本に適用し、拡張・強化した。

[IV]では社外取締役の選任状況と株主利益の関係の研究成果の現状を紹介する。[III]で紹介する結論は、社外取締役の設置強制などによるコーポレート・ガバナンス関連の規制（治療）を必要とする病気が存在しないこと示す（診断）。株主が合理的選択による最適株式保有構造を通じて株主利益を実現するための主要な手段が取締役会メンバーの選任だから、株主利益の実現に最適なメンバーが選任されているはずである。社外取締役の選任に制約はないから、最適なメンバーの選択肢には社外取締役も含まれる。選任されている社外取締役の数・タイプ・比率などの相違が株主利益に違いをもたらす状態が市場で現実化し長期間にわたって存続することはないはずである。Miwa and Ramseyer [2005]は、[III]の結論から導かれる以上の仮説が、日本企業のデータによって支持される結果を得た。この結果は、社外取締役の設置強制を含めた取締役会構成メンバーの選択に関する規制は、最適な選択からの乖離を生み出し望ましくないことを示唆する。[III]の検討結果が[IV]で紹介する検討結果の基盤となっている（親亀と子亀の関係）から、[III]の内容がより基本的である。

読みやすい解説文である三輪・ラムザイヤー[2007]の「Part III. 『経営者支配』と株主利益の軽視」の参照を乞うとして、本論文の[III]と[IV]の記述は要点のみとする。

[V]では社外取締役設置強制の「弊害」（コスト）に焦点を合わせる。[III]と[IV]で紹介する研究蓄積の現状は、社外取締役の設置状況と株主利益の間に有意な関係は観察されず、株主が社外取締役を含む取締役会の最適構成を実現しているという主張と整合的な結果となっている。このためもあって、最適状態からの乖離に結果するおそれがある社外取締役設置強制の可否やこれに伴って発生する弊害の態様・規模は、研究課題のみならず研究者間の話題にもならなかった。社外取締役設置強制に積極的な文書等を中心に昨今の社外取締役論議を見ても、その態様や規模以前に設置強制の「弊害」（コスト）が話題として注目されることはほとんどなかった。加えて、「弊害」の態様と規模は、「設置強制」の今後の「実質化」・「強化」に向けた動きの内容と強ささらに継続期間の長さによって決定的に依存するだろう。「実質化」・「強化」の展開と対応する「弊害」の推移についても、予想される簡単なシナリオを例示して検討する。以上の理由により、[V]の内容は、今後顕在化する「弊害」（コスト）の態様と規模について考えるための素材の提示という **suggestive** なものである。しかし、これまで注目されず、研究者の話題にならなかったから、前半部分の中では[V]がとりわけ新規性の点でこれまでの研究成果に精通した読者にも最も興味深いはずである

後半部分 ([VI]~[IX]) では、具体的な論拠・証拠を示すことなくプロセスが進行した点に重点を置きつつ、昨今の社外取締役関連制度に関わる議論と制度改革の進行プロセスとその到達点である現状を紹介する。中心は、「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」に焦点を合わせる [VII] と [VIII] である。[VI] の「改正商法と『社外取締役の事実上の設置強制』」では、「コーポレートガバナンス・コード」の策定に先行して開始され進行した 2014 年会社法改正について、「コーポレートガバナンス・コード」策定プロセスとの関係に焦点を合わせて検討する。

[IIV] の「コーポレートガバナンス・コードと政府の成長戦略（『日本再興戦略』）」では、2013 年 6 月の「日本再興戦略」にコーポレート・ガバナンス「強化」関連施策が盛り込まれて政府の成長戦略の一環として位置づけられ、2014 年 6 月の『『日本再興戦略』改訂 2014』で具体的内容と実現方法まで具体化された指示に従って設立され報告書を作成した有識者会議について検討する。[VII] の概要に関する検討を踏まえ、[VIII] の「有識者会議メンバーとしての富山和彦」では、社外取締役設置規制の「具体化」「強化」などを名目とする今後の展開を予想する上でも有用な情報を含むと判断して、13 名の有識者会議メンバーの中で、提出意見書の数、volume、主張の強さなどの点で積極姿勢が際立った富山和彦の意見書の内容に注目する。さらにメンバー中ただ一人の経済学者である池尾座長の意見書についても簡単に見る。

[IX] の「伊藤レポート等と経済産業省」では、経済産業省経済産業政策局企業会計室を事務局とする研究会の報告書（伊藤レポート）を中心に、経済産業省経済産業政策局の社外取締役設置強制に向けた政策に関連するいくつかの研究会について見る。伊藤レポートが検討の中心である。伊藤レポートは、[VII] に見る有識者会議の設立の前提となり基礎的な環境条件でもあった「日本版スチュワードシップ・コード」の策定を象徴とする機関投資家を中心とする投資家と企業の関係に関する政策に密接に関わっている。

関連現象・関連論点のいずれについても複雑多岐にわたることに鑑み、[II] ではこの双方について議論の前提となる情報の概略を提示し、取り上げる論点を整理し位置づける。「設置強制の実施に至るプロセスの要点」で終わる。

[X] は結語である。昨今の制度改革の到達点である制度の現状のみならずこの論文で提示し言及する多岐にわたる多様な論点について、概略に関するおおよその知識を有し理解する読者・関係者も多くはないと考える観点からの implications の簡単な解説を含む。

留意すべき 2 つのポイント

「はじめに」を終わるに際して、以下の 2 点について注意を促しておく。

第 1 点は、Who monitors the monitor? Who regulates the regulator? という 20 世紀後半以降の先進各国で苦い経験の上に強く意識されることになった永遠不易の政策課題についてである。本論文で焦点を合わせる「社外取締役の設置強制」という大きな政策的決断（その実質は今後さらに強化されるだろう）について、「この課題を担うべき monitor(s) は

誰か？期待される役割を適切に果たしているか？」という設問を読者には念頭に置いて欲しい。東証¹¹の上場基準の妥当性・適切さをmonitorする役割を第一に期待されるのはおそらく金融庁だろう。しかし、長期間にわたって、最も熱心に推進したのが金融庁であり、上場基準の内容も金融庁の要請に基づいている。では、金融庁をmonitorするのは誰か？¹²

第2点は、さらに重大である。前半部分の経済学者や法と経済学研究者の世界で標準的となっている分析手法と研究蓄積を前提としこれに沿った検討の視点・手法・内容（以下、経済分析の手法）に照らすと、後半部分の昨今の「社外取締役の事実上の設置強制」に向けた動きとこれに沿った議論や関連文書と経済分析の手法の間には関連性がほとんど見られないと判定してよいほどの距離がある。この点を無視して、われわれの世界で標準となっている視点・手法に照らして関連文書等を評価し批判することが有意義だと考えないし、そのような作業に関心はない。本論文後半部分は、この点の明確な認識に基づく観察と解剖に基づく調査報告である。頻出する、論拠も証拠もほとんど提示されていないとする判定は、「われわれの世界で標準となっている条件を満たす内容と水準という点で」という条件を付さない、いわば「一般世界の常識に照らしてみても」という基準に照らした判定である。¹³

¹¹ 証券取引所は、戦後ずっと証券会社を会員とする「会員組織」という特別の法人であった。現在では、全国に4つある証券取引所（金融商品取引法上の名称は金融商品取引所）のうちで、東京証券取引所（持株会社は日本取引所グループ）と名古屋証券取引所は株式会社形態である。日本証券取引所グループは東京証券取引所の一部市場に上場している。大阪証券取引所はその株式を同取引所の市場に上場してきたが、大阪証券取引所は東京証券取引所と統合されて日本取引所グループの傘下に入り（その後大阪証券取引所はデリバティブ取引中心の大阪取引所と名称を変更）、日本取引所グループがその株式東京証券取引所に上場することになって今日に至っている（神田、2015b、2-3頁）。

¹² 社外取締役の設置強制に対する反対意見を繰り返し表明してきた江頭[2014]は、「2014年2月に金融庁の検討会が責任ある機関投資家の諸原則（日本版ステewardシップ・コード）を公表する等、ようやく問題にメスが入り始めた。金融庁は、社外取締役設置問題に介入する前に、まず自己の管轄下にある機関投資家等の在り方を問題にすべきだったのである」（65頁）とする。もっとも、われわれが江頭の「責任ある機関投資家の諸原則」について先に問題にすべきだったとする主張の部分に同意しているわけではない。関連して後掲注82を参照。

¹³ 「本殿の神棚を覗いて見たら大事そうに鯛の頭が置かれていたなどということではないだろうな・・・」とする不安を抱く読者には、「信じる」か「拒絶する」か以外の選択肢はなさそうである。前半部分の内容が理解可能あるいは内容の基礎となる分析手法に親近感を覚える読者には、後半部分で検討素材とする報告書等の文書に「持続的な・・・」「活力」「稼ぐ力」「コーポレートガバナンス（企業統治）」「ベストプラクティス」「モニタリング」「（独立）社外取締役」「・・・エンゲージメント」「機関投資家の超短期的視点からの行動の規制」などの煌びやかで目立つ表現が定義や説明などをほとんど示さずに（しかも、しばしば異なる意味を込めて）頻出・乱舞することに驚き呆れるはずである。文書等の作成者は、「それが何を意味するか？」「その表現を用いた主張の内容は明確で妥当か？」などという設問に関心を抱くタイプの国民は圧倒的少数派だし、「論拠・証拠は？」などと問うのは変わり者だと考えているのかもしれない。（そういう国民を創り出したのかもしれない。）後半部分では関連文書をそのようなものとして取り扱う。その前提として標準的な

標準的な経済分析の手法の普及・受け入れは霞が関や永田町の周辺（新聞・TV等の主要メディアでもほとんど変わらない）でさえもはなはだしく低調である。具体的な課題に向けた急展開中の政策に関わる議論にもほとんど生かされていないという厳しい（寂しい？）現実を、研究者を含めた多くの読者に実例とともに知らせることも本論文の狙いの一つである。標準的な分析手法を（理解し）受け入れていないのみならず、受け入れていないことを（さらにそういうものの存在すら）明確には認識していない人たちによって政策が決定・実施されている。事前・事後の政策評価が実施されるとしても、その評価主体についても同様のことがあてはまる。¹⁴もちろん、このような点について文句・注文をつけ、あるいは批判することが本論文の目的ではない。

【III】. コーポレートガバナンス・コードの策定に至るプロセスの概要

「コーポレートガバナンス・コード」に検討の焦点を合わせる

以下では、「社外取締役の事実上の設置強制」を中心に「コーポレートガバナンス・コード」の内容とその策定プロセスに検討の焦点を合わせる。

本論文の検討の焦点は、「社外取締役の事実上の設置強制」の現状（と今後）、ここに至るプロセスの経緯とメカニズム等である。しかし、この「設置強制」だけが独立して進行したのではない。単一の「舞台」で単線的に進行したのでもない。進行プロセスには多くのジグザグと（多くの関係者にとって想定外の飛躍とも映る）いくつかの劇的変化が含まれる。さらに、社外取締役設置強制を含むコーポレート・ガバナンス論議については既に

検討の結果を紹介するのが前半である。核となる表現（キーワード）の定義が明確でなければ、それを含む主張（文章）は意味をなさないとして、三輪・ラムザイヤー[2007]第1章には次の注を置いた（9頁注5）。「どこかの国の王女が鏡に向かって『世界で一番美しいのは誰？』と問い、鏡が『それはあなたです』と答えたとしても、笑って放置すればよい。『美しい』というキーワードに定義がなければ、この問答には意味がない。その是非の判断も不可能である。」鏡は、「私に一番似ているのは誰？」と問われたと理解したのかもしれない。

¹⁴ われわれは、重要でおそらくは中心に位置すると多くの研究者が考えるはずの論点について広く読まれる研究論文を公表し、求めに応じて、その内容を紹介する文章をほぼ10年前に公表している（三輪・ラムザイヤー、2007、Part III）。「おそらくは」と記すのは、「標準的な経済学研究者ならば・・・」という意味である。「求めに応じて」というのは、専門化が進行している経済学者の世界での異なる専門分野の経済学者の求めに応じてであり、同時に、関連分野の学生・大学院生・さらに関心を持つ実務家を念頭に置いたものである。論文およびそれに基づく文章のいずれについても、かなり広く読まれたうえに、今日に至るまで、ほとんど異論・反論等を目にしない。もちろん、対立する見解を明快に表明する研究成果は登場していない。その意味で、現時点では、研究者の世界では、決着がついた過去の論点だと考えている。当然、「官僚・政治家・メディア関係者を含む多くの国民が、このような研究者が到達した結論を受け入れるべきだ」とまで主張するものではない。この論文も、「このような研究者の目から見ると・・・」という評価を示し、疑問を提示するものである。

1980年代後半から1990年代前半に大きな関心の高まりがあったし、基盤となり背景となっている「経営者支配」をキーワードとする大企業観の大流行については数十年の歴史がある。以上の如き状況の帰結として、今回の「設置強制」の施行に直接・間接に関連する現象や論点は多岐にわたる。「コーポレートガバナンス・コード」に検討の焦点を合わせるの、このような事情に配慮した選択である。もちろん、「コーポレートガバナンス・コード」が空から舞い降りた天女の羽衣や隕石・天災のようなものと考えているのではない。¹⁵

2015年3月5日に、金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」（前年8月に設置された。詳しくは[VII]で見える）が上場会社向けに「コーポレートガバナンス・コード原案」を策定した。このコードが、東京証券取引所において上場規則として規範化され、2015年6月1日から適用されるに至った。このコードは、5つの基本原則・30の原則・38の補充原則から構成され、いずれの規範も、原則主義（プリンシプルベース）とされているが、コードで指示される規範は「コンプライ・オア・エクスプレイン」規範とされる（規範を実施しない場合に実施しない理由を説明しないと上場規則違反となる）。規範を実施しない場合における理由の説明はコーポレートガバナンス報告書（取引所が上場会社に毎年報告を求める書類の一つ）で行うが、制度改正後の同報告書の最初の提出時期については6か月の猶予期間が設けられている（以上、神田、2015b、214-15頁）。

本論文で焦点合わせるの、本則市場（一部市場と二部市場）に独立社外取締役2人以上の設置をコンプライ・オア・エクスプレイン規範として求めるコードの原則4-8である。ちなみに、会社法の2014年改正は、上場会社を含む有価証券取引所提出会社について、社外取締役1人以上の設置を強く推奨している（同上、215-16頁）。¹⁶

2014改正会社法

2014年6月に成立・公布された会社法改正（2015年5月1日施行）の1年後により厳しい「社外取締役の事実上の設置強制」が東証の上場規則として施行された理由等は明らかでない。さらにコードで「独立」が「社外取締役」の前に追加されたことの実質的意味についても同様である。

「社外取締役の事実上の設置強制」と題する江頭[2014、61-62頁]の以下の解説が参考になる。

¹⁵（超）短期志向の投資家（とりわけ「ヘッジファンド」を含む機関投資家）の行動の監視・規制を求める「世論」を背景にする一連の政策（論議）が、少なくとも間接的には社外取締役設置強制の実現に大きく貢献したように見える。この点に関しては[IX]で触れる。

¹⁶「上場会社の『企業行動規範』（東京証券取引所）」の一部である。この「規範」の「順守すべき事項」17項目の第7項目が「独立役員の確保義務」であり、第8項目が「コーポレートガバナンス・コードを実施するか、実施しない場合の理由の説明」である（神田、2015b、211頁の表5-1による）。

今回の改正において、もっとも意見の対立が激しかった争点は、金商法適用会社に社外取締役の設置を義務づけることの当否である。金融庁報告に代表される意見と、ガバナンス体制は各企業の規模・業種・業態に適したものであるべきで、一律・形式的なルールによって規制すべきではないとする日本経済団体連合会に代表される意見¹⁷が対立した。

法制審議会の要綱から自由民主党の審議を経て決着した結論は、①金商法適用会社が事業年度の末日において社外取締役を置いていない場合には、当該事業年度に関する定時株主総会において、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならないこと（会社法 327 条の 2）、および、②政府は、改正法の施行後 2 年を経過した場合において、社外取締役の選任状況その他の社会経済情勢の変化等を勘案し、企業統治に係る制度の在り方について検討を加え、必要があると認めるときは、その結果に基づいて、社外取締役を置くことの義務付け等所要の措置を講ずるものとする（2014 年法 90 号改正附則 25 条）というものである。①の説明の困難さ、または、株主総会で説明することの煩わしさから、従来、社外取締役の設置を拒んできた超有名会社（拒む理由は、「この会社に生活の全部をささげている人間の経営への介入は、有害・無益である」との信念からであったと記憶する）も、2014 年の定時株主総会では続々と社外取締役の設置に踏み切り、今回の改正は、「社外取締役の事実上の設置強制である」と称されている。法改正の動きを受け、東京証券取引所は、2014 年 2 月の有価証券上場規定の改正によって、上場会社は、「取締役である独立役員を少なくとも 1 名以上確保するよう努めなければならない」旨を定めた（有価証券上場規定 445 条の 4）。

改正会社法との関連性については[VI]で見ると。

東証上場規則による規範化が手段として選択された

会社法改正ではなく、東証の上場規則の改正によること理由や是非については評価がわかれるだろう。ここでは、経緯に関する観察事実を述べるにとどめる。

「コーポレートガバナンス・コード」は金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」の「コーポレートガバナンス・コード原案」に基づく金融庁の要請に応じて東証が上場規則として規範化したものである。このコードの策定に至るプロセスは、2014 年 6 月 24 日の閣議決定『『日本再興戦略』改訂 2014』の次の記述を受けたものである。

「コードの策定に当たっては、東京証券取引所の既存のルール・ガイダンス等や『OECD コーポレートガバナンス原則』を踏まえ、我が国企業の実状等にも沿い、国際的にも評価

¹⁷ 阿部泰久・和田照子[2010、75 頁]。関連して、後掲注 89 を参照。江頭[2014、63 頁]は、金商法適用運用会社に対し社外取締役の設置を法令上義務づけることには、反対を唱えてきた（江頭「上場会社の株主」[2013、23 頁]、江頭・中村[2012、8 頁]を参照）。「その理由は、第 1 に、社外取締役（または独立取締役）が存する若しくはその数が増えることによって、会社の業績が向上する、または会社の違法行為が減少するという実証的データはないからである。・・・」

が得られるものとする。このため、東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議において、秋頃までを目途に基本的な考え方をとりまとめ、東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合うように新たに『コーポレートガバナンス・コード』を策定することを支援する。新コードについては、東京証券取引所の上場規則により、上場企業に対して“Comply or Explain”（原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するか）を求めるものとする。」¹⁸

この閣議決定の前日（5月23日）に公表された自民党・日本経済再生本部「日本再生ビジョン」は、次の如く記す。

「多様な関係者による有識者会議が東京証券取引所と金融庁による共同事務局としてのサポートを受け、ベストプラクティスの内容や OECD 原則を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方を今秋までにまとめ、それを受けて東京証券取引所がコーポレートガバナンス・コードを来年の株主総会のシーズンに間に合うように制定するとともに、当該コードに対する **comply or explain** ルールを東証上場規則に明記するように、東証に対し金融庁より要請する」（17頁）。

両者の間にほとんど相違はないが、後者が明記する「多様な関係者による有識者会議」が前者では「有識者会議」となっている点、後者の「今秋までに」が前者の「秋頃までを目途に」となった点、さらに後者の「東証に対し金融庁により要請する」が前者では削除されている点が目を引く。理由は定かではないが、受け手である実施主体（ここでは金融庁）の意向を反映すると見るのが標準的だろう。[VII]に見る如く、有識者会議の構成が「多様な関係者による」ものだとする見方に違和感を覚える読者が少なくないだろう。報告書が取りまとめられたのは翌年3月である。¹⁹

『再興戦略』改訂2014は、2013年6月に日本経済の再生に向けた「三本の矢」のうち三本目の矢である成長戦略に関して閣議決定した「日本再興戦略 - Japan is Back -」

18 「II. 改訂戦略における鍵となる政策 1.日本の「稼ぐ力」を取り戻す (1) 企業が変わる (コーポレートガバナンスの強化)」として登場し、「IV. 改訂戦略の主要施策例 1. 日本の『稼ぐ力』を取り戻す (1) 企業が変わる ①企業統治 (コーポレートガバナンスの強化) ○『コーポレートガバナンス・コード』の策定」で、「持続的成長に向けた企業の自律的な取り組みを促すため、東京証券取引所が、新たに『コーポレートガバナンス・コード』を策定する。上場企業に対して、当該コードにある原則を実施するか、実施しない場合は、その理由の説明を求める」とする。たとえば、「稼ぐ力」という表現について定義の提示や解説は見当たらない。

19 「再生ビジョン」では、「独立社外取締役」あるいは「独立取締役」をいう表現が用いられているのに対し、「再興戦略」には対応箇所「社外取締役」の表現も登場しない。前者では、コーポレートガバナンス・コードの文案として、「独立社外取締役：例えば、東証上場企業における独立社外取締役選任の努力義務を、ベストプラクティス（あるべき企業統治の具体的姿）を表すコードにおいて義務化し、義務を果たさない企業には相当でない理由の開示義務を課すことが考えられる」とする。ベストプラクティスに関するこれ以上の情報は見当たらない。続いて、「上場株券の発行者は、取締役である独立役員を2名以上確保することとする」と記すが、この部分も「再興戦略」には見当たらない。

の改訂版である。「日本再興戦略」の「日本産業再生プラン」の1項目として「コーポレートガバナンスの強化」が書き込まれ(28頁)、以下の如く記された(4点)。数多くの項目が列記されるもののうちの1つであり、記された場所もさほど目立たない。

「攻めの経営を後押しすべく、社外取締役の機能を積極活用することとする。このため、会社法改正案を早期に国会に提出し、独立性の高い社外取締役の導入を促進するための措置を講じるなど、少なくとも一人以上の社外取締役の確保に向けた取組を強化する」(第1点)。

「国内の証券取引所に対し、上場基準における社外取締役の位置付けや、収益性や経営面での評価が高い銘柄のインデックスの設定など、コーポレートガバナンスの強化につながる取組を働きかける」(第4点)。

『再興戦略』改訂2014で内容を具体化しつつ注目度の高い項目に変貌した理由とメカニズムは定かではない。新旧の「再興戦略」や「日本経済再生ビジョン」にも有力な参考情報は見当たらない。「具体的内容に乏しい」とか「具体化作業が遅い」「第三の矢が目に見えるようになるのは何時のことか」などの批判・期待に直面する政府・与党の需要と、「社外取締役の設置強制」を強力に推進し「コーポレート・ガバナンスの強化」に向けて前進し現実化する絶好の機会だとする推進派の人たちの利害の一致が基本的理由だというのがわれわれを含む大方の理解だろう。「経営者支配」下に置かれている大企業の社会的監視の強化が必要だとする年来有力な「世論」の存在、設置強制の影響には即効性があるが経済活性化などに向けた効果の現実化までにはかなりの時間を要することなど、戦略の重要項目として掲げるための好条件を満たしている。会社法改正による強制の実現は容易ではなく、直近の改正でも実現に成功しなかった。その点で、長年にわたって設置強制の実現に向けた努力を重ねてきた金融庁およびその監督下の東京証券取引所が選択してきた、東証の上場規則による規範化は、実現に至るプロセスの迅速性と手段としての有効性の両面で、成長戦略にとっても理想的である。

会社法改正作業開始に先行した金融庁と経済産業省の活動

会社法の制定から改正に至るプロセスまで含めた会社法(旧商法)と社外取締役の関係については[VI]で見る。会社法制定に至るプロセスあるいはそれ以前から社外取締役の位置づけ等をめぐる激しい意見対立が存在した。2002年改正で導入された「指名委員会等設置会社」制度などをめぐっても議論は激しく対立し、「社外取締役であれば誰でもよいのですか?たとえば社長の愛人でもよいのですか?適否は誰が判断するのですか?」という経済界代表の発言が法制審議会で飛び出したといわれるのもこの頃のことである。²⁰

²⁰ この類の発言に腹を立てる読者が多いかもしれない。しかし、「社外取締役」という表現のみが飛び交ってその実質的内容について推進派もほとんど語らない状況が長期間にわたって継続してきた(今日も基本的な状況の好転は見られない)ことに鑑みれば、的確・適切で問題提起的(provocative)な発言だとわれわれは考えている。関連して、三輪・ラムザイヤー[2007、189-91頁]を参照。

2014年改正会社法につながる会社法改正作業は2009年8月の総選挙の結果を受けて9月16日に発足した鳩山内閣の法務大臣の諮問を受けて開始された。この改正作業開始前、「金融庁、経済産業省等には、日本企業または日本の資本市場の衰退の原因を、経営者に対する監督体制の不備に求める見解があり、²¹金融庁の監督下にある東京証券取引所は、2009年から2010年にかけて、上場会社に『独立役員』の選任を義務づける等、その金融庁の意向に沿った上場規則等の改正を行った。今回の会社法改正論議における社外取締役設置強制論が、そうした見解の延長線にあったことは明らかである」(江頭、2014、59頁)。

「金融審議会のスタディグループの報告書は、コーポレートガバナンス強化のためにいくつかの方策を提言し、他方、経済産業省の企業統治研究会は、ガバナンスについて焦点を絞った提言をした」(神田、2015b、209頁)。「金融審議会のスタディグループの報告書と経済産業省の企業統治研究会の報告書では、そこでの提言を実現するために、法制度の改正ではなく、主として取引所の規則で対応することを提言した。これを受けて、東京証券取引所は、上場規則の改正という形で、ファイナンス関係について第三者割当てに関する規制の導入を2009年8月に、ガバナンス関係について独立役員制度の導入などを同年12月に行った」。既にこの時の上場規則の改正により、「上場企業は独立役員を少なくとも一人置く」ことと、「社外取締役を置くか、または置かない場合はそれに代わるコーポレートガバナンスの体制を開示する」ことになっていた(同、209-10頁)。

会社法改正作業の開始以前に、今次の「社外取締役の設置強制」の実現につながる実質的なバイパスの創設が完了していたことになる。さらに遡る2005年4月16日『日本経済新聞』朝刊1面トップの前日の金融審議会です示された基本的考え方に関わる「上場企業 社外取締役義務付け 金融庁 東証などへ要請へ」と題する記事は、すでに10年前から今日の事態に向けてバイパスを活用する作業が開始されていたことを示唆する。²²

さらにこれに先行する社外取締役論議を含むコーポレートガバナンス論議の盛り上がりについてはすでに[I]に見た。²³基盤であり背景として実質的に大きな役割を果たしてきたBerle and Means [1932]由来の「経営者支配」論については[III]に見る。

²¹ 金融審議会金融分科会・我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」商事法務1870号(2009)45頁、経済産業省「企業統治研究会報告書」同55頁。いずれも公表は2009年6月17日である。

²² この記事の内容に関わる論点については三輪・ラムザイヤー[2007、187-89頁]を参照。

²³ ちなみに、同特集の巻頭の「(座談会)日本の会社のコーポレート・ガバナンス…現状と未来」の参加者は河村貢・河本一郎(司会)・近藤光男・中村稔・若杉敬明の5名である。社外取締役に関連する議論は、会社法(旧商法)との関連で見ても長い歴史がある(「会社経営のチェック」システムとなれば、旧商法の制定以前からの話題である。戦後の取締役会制度の導入や監査役に関わるものもその一環である)。今回の社外取締役の設置強制は、そのプロセスの現時点でのいわば「到達点」であり、これまでの長い歴史を反映している。とはいえ、本論文でその全貌等に立ち入ることは無理だし適切でもない。制度等の詳細については、たとえば、神田[2015a]を参照。

なぜ、今、コーポレートガバナンス論議か？

次に、「なぜ、コーポレートガバナンス論議、とりわけ社外取締役論議なのか」という根本的な設問について見ておこう。「金融庁や経済産業省の関連部署を含む設置強制推進派の人たちや多くの読者は、数十年にわたる絶えざる努力の結果として苦難の末にようやく到達したというのに・・・」と腹を立てる読者も、「どうせ役立たずで邪魔な窓際族を押しつけられるだけで、迷惑な話だ」と苦笑してきた周囲の会社関係者の顔を思い出して、肩をすくめる読者も多いことにも目を向ける（逆についても同様である）のが健全な政策論議には必要である。今日の状況に至るまでに、大きな話題になり始めてからでも数十年の月日を要したという簡明な観察事実は、一貫して強力な反対が存在したことを示唆する。今日の状況の実現も、特殊な要因の登場による偶発的事象かもしれない。

長年にわたって社外取締役論議を含むコーポレートガバナンス論議の多くの局面・場面の中心に位置し状況を観察してきた神田秀樹教授の解説を見てみよう（神田、2015b、25-26頁）。

「1990年代に入り世界的なレベルでコーポレートガバナンスという議論が盛んに行われるようになった。コーポレートガバナンスというのは、一言でいえば、主として大企業において、その経営をチェックする仕組みをどのように企業の中に築き上げるかという議論である。・・・アメリカであれ、イギリスであれ、ドイツであれ、その内容は違うものの、いくつかの大企業が不祥事を起こし、その再発を防止するために、経営をチェックする仕組みをきちんと構築する必要があるという議論として」盛り上がった。

「1990年代後半から、『コーポレートガバナンスのあり方が実は企業のパフォーマンス（業績）に影響を与える。したがって、国の経済にも影響を与える』という議論が世界中に勢力をもつようになった。その考え方に立つならよい会社法はよいコーポレートガバナンスをもたらし、よいコーポレートガバナンスは、企業のパフォーマンスを引き上げ、その結果として国の経済にも資する。もしこれらの二つの因果関係があるということになると、これは大変なことになる。なぜなら、もしそうであるのであれば、ぜひ会社法を変えなければならないということになるからである。つまり会社法を変えるだけで、コーポレートガバナンスがよくなり、国の経済がよくなるのだから。要するに、日本ではあまり語られることはないが、会社法というものの役割についての認識の変化という目に見えない背景があり、世界の会社法改正はこれを背景に行われている。日本も間接的にせよ、その影響を受けていると言わざるをえない。」

「なるほど」と全面的に納得する読者が多いだろう。しかし、「新書という限られたスペースでの観察事実の紹介だからといっても・・・」と不満な読者も少なくない。批判・非難の目がわれわれに向けられるかもしれない。

「コーポレートガバナンスのあり方が実は企業のパフォーマンス（業績）に影響を与える。したがって、国の経済にも影響を与える」という議論が世界中に勢力をもつようになったというが、「コーポレートガバナンスの定義は何か？」「その在り方が企業のパフォー

マンス（業績）に影響を与える。したがって、国の経済にも影響を与えるというが、なぜか？本当か？確たる証拠はあるのか？」「そういう見方の支持者が世界中にいても、反対者や、何のことを言っているのかわからないと受け入れに消極的な人たちも多いだろう。『世界中に勢力が・・・』と言うが、その実質的意味はどのようなものか？やたら声の大きい連中が世界中にいる、というのではないよね？」などの設問が続出するだろう。

「その考え方に立つならよい会社法はよいコーポレートガバナンスをもたらし、よいコーポレートガバナンスは、企業のパフォーマンスを引き上げ、その結果をとして国の経済にも資する。もしこれらの二つの因果関係があるということになると、これは大変なことになる。」というが、「立たなかったら。どうなるのか？」「立つと考える論拠を証拠は示されているか？」「二つの因果関係がある、と考える人の数は多いのか？」「あるということになるとは、仮定か、判定か？」²⁴

『日本も間接的にせよ、その影響を受けていると言わざるをえない』という記述は、その是非・妥当性はともかく、設置強制の実現につながる動きは『その影響を受けている』という程度のことか？」「神田教授の理解と評価はいかなるものか？」「もちろん、『欧米でも盛んに行われているから・・・』という姿勢で推奨する『ではの-かみ(出羽の守)』ではありませんよね？」

「アメリカであれ、イギリスであれ、ドイツであれ、その内容は違うものの、いくつかの大企業が不祥事を起こし、その再発を防止するために、経営をチェックする仕組みをきちんと構築する必要があるという議論として盛り上がった」という。2001年のエンロンのケースが象徴であるが、日本でも、2011年のオリンパスや2015年の東芝にかぎらず「不祥事」は後を絶たない。その都度、「怪しからん。こんな事態の発生を防止できず、その拡大を放置した取締役会のメンバー構成と機能の仕方に欠陥がある」とする声が盛り上がる。

『今後繰り返すことはない』という謝罪を目にする。しかし、絶えることはない。放置すべきでない。根本的な見直しを急げ」という声もおなじみである。²⁵しかし、そのような状況下でも、冷静かつ周到な診断と処方が不可欠である。洋の東西を問わず、そのような緊急事態に急遽導入した強力な規制の後遺症に長期間にわたって悩まされる事例に事欠かない。²⁶

²⁴ 「二つの因果関係」の有無や関係の強さの程度に関する本格的な検討が可能なほど「因果関係」は具体的・実質的ではなさそうである。検討課題の具体化はほとんど試みられず、以下に見る如く、実質的な検討はほとんど試みられなかったようである。研究会等における討議の場に参加した「有識者」等が、強くこの点に留意を促したということもなさそうである。（当然、そういううるさ型は当初からメンバーに含まれていないだろう。）

²⁵ 「浜の真砂は尽きるとも・・・さ」と冷静・冷淡な読者も多いだろう。

²⁶ アメリカはもちろん、これらの欧州諸国でも、このような動向に批判的な有力研究者が少なくない。たとえば、Hopt et al eds. [1998]、Hopt et al eds. [2005]は有力な法学者が中心となった国際コンファレンスの議事録である。

明確な根拠や証拠を示すことなく政策が開始・推進され、有効性・効率性に疑問を呈する有力な論拠や証拠が提示され広く受け入れられるようになって、政策の見直しが話題

審議会・研究会・有識者会議等とその「報告書」等

本論文後半部分で具体例に即して見るが、具体的な政策の決定・変更などに先行して審議会・研究会・有識者会議などの名称でよばれる会議が組織される。会議は会合を開催して、組織主体（たとえば、大臣）から諮問を受けた事項について討議し、結論を報告書等に取りまとめて組織主体に報告する。今日では、報告書のみならず、毎回の会合の議事次第・参考資料・議事録なども公開されるケースが多い。

組織主体の性質と運営方針、目的、時間を含めた各種制約などを反映し、参加メンバーの構成や質、議論と報告書の内容等は千差万別であり、一般論は容易ではない。とはいえ、記者クラブ制度下に活動する新聞・TV等の主要メディアが各官庁等が公表する報告書等について発表用に作成される「要旨」に忠実に「報道」することもあり、研究者・メディア関係者を含めた多くの国民が、最良・最適な専門家による慎重周到な検討の結果として導かれた結論として疑うことなくほとんど無批判に受け入れる傾向が強い。これが本論文（とりわけ後半部分）を冷静に読み進むための障害になるおそれを念頭に置いて、簡単な一般的コメントを示しておく。

まずは代表的専門家による周到な検討の結果を代表するというイメージが強い法制審議会（・会社法制部会）を念頭に置く江頭憲治郎教授のコメントである（江頭、2014、59頁の注1）。

「法制審議会の会社法関係の部会の審議は、表面的には、経済界と学者との主張の対立によって進んで行くように見えるが、経済界と対峙する真のプレーヤーは、法務省事務局である。事務局は、学者の主張のうち事務局の立場に沿うものは検討案に取り入れ、そうでないものは衆寡にかかわらず無視する形で、実質的に自己と経済界との間で意見を闘わせるのである。」²⁷

にもならないケースは珍しくない。その意味で、このケースが特異・特別だと主張するものではない。金融機関の自己資本比率規制の強化を求める BIS の対応に強い疑問を提示する見方に対する支持が国際的広がりを見せるが、これも最近の一例である。この点に関しては、「裸の王様」だとする Admati and Hellwig [2013] を参照。

当然、三輪・ラムザイヤー[2007]Part III の内容（その基本は、Miwa and Ramseyer [2003, 2005]）が参照されることはない。論拠・証拠の両面で強い疑問を提示したわれわれの文献が広く読まれているにもかかわらず現実の政策（およびその評価）にほとんど影響が見られない具体例については、殖産興業政策（三輪・Ramseyer, 2000）、傾斜生産政策（同、2004a）や「民主化」を含む占領下の経済政策（Miwa and Ramseyer, 2005）、信用保証政策（同、2010）、中小企業金融（三輪、2011a）、不良債権処理（同、2011b）などを参照。より一般的には、三輪[1997, 1998, 2008]、Miwa[2015]などを参照。さらに、メインバンクや系列をキーワードとする日本経済論と産業政策についてはそれぞれ三輪・ラムザイヤー[2001, 2002]さらに Miwa and Ramseyer [2006]を参照。

²⁷ 「issues により事務局と対峙する相手は異なるとしても、基本的な構図はその通りです。学者の意見は適当につまみ食いされるというのもその通りです」とのコメントを複数の著名な法学者からいただいた。「法学者の発言の現実の影響力は、多くの法学者の認識とかな

このケースは、メンバー構成も安定した専門家による周到な検討を内容とする会議の代表の 1 つである。そうではないケースでは、状況はさらに異なる。短期間で予定通りの結論を出すことを想定して設置される政府の審議会や研究会・有識者会議等はほとんど例外なく、予定された内容・方向性に沿って議論を進めて予定された結果に到達する。この点を了解し、これに異論を唱えない「協力的」なメンバーを選任し、これに沿って議事を運営し進行させる役割を果たす「委員長（座長）」を予定通りに選任し、この点に関しても異論を唱えないメンバーを選定する（これらの点は、メンバー構成と初回の事務局の問題提起を見れば容易に確認できる）。このような研究会等では、設置目的、議題、議事運営の方法とスケジュール、メンバー構成と座長、結論、報告書の内容とスタイルなどを事務局があらかじめ決定している。事務局（役所）の主張を研究会報告という形式をとって公表するためのものである（当然、上記江頭の見方の如く、学者の意見は適当につまみ食いされている）。結論（とそのタイミング）が最も重要であり、結論に至るプロセスに関わる情報等の内容とスタイルでも、想定する読者の関心（とりわけ、利害関係者の説得）が最優先される。²⁸

設置強制の実施に至るプロセスの要点

以上の内容を参照しながら、2015年6月1日施行の「コーポレートガバナンス・コード」による社外取締役設置強制の実施に至るプロセスに焦点を合わせる以下の検討内容の要点を列挙しておく。本論文は、多岐にわたる複雑で錯綜した一連の現象を検討対象とする。(1)~(11)は、読者の便宜のためのガイド・メモである。読者には、[VI]~[IX]の後半部分を読み始める前に一度立ち戻ってこのガイド・メモを確認することを望みたい。

- (1) 2009年の会社法改正作業の開始あたりから、政治（家）の実質的関与が積極化し目立つようになった。

り隔たっていると思います」とのコメントもある。法制審議会ではない政府の審議会・研究会等に関するわれわれの認識とも整合的である。

²⁸ 当然のことながら、研究論文（研究書）のようなものではないし、われわれの如き研究者を読者として想定することもない。「伊藤レポート」を念頭に置く福井義高の次のコメントに同意する読者も多いだろう。「お役所が発表する提言の類はつまらないものと相場が決まっている。大きく分けると、まず、所管する業界と一体となって既得権益を死守するため、もっともらしい《理論武装》を施したギョーカイの意見広告のようなもの。相反する利害を持つ関係者全員の機嫌を損ねないように配慮した八方美人タイプ。加えて、官尊民卑の時代は去り、昨今地盤沈下の著しい公務員、特に霞が関の高級官僚が、自分たちの重要性を懸命にアピールする PR というか決意表明のようなものもある。／当然ながら、・・・最近の会計実証研究風といえば《情報価値》の低い、役所の報告書は読まない」（福井、2015、5月号、97頁）。続く、「そんな作文をしている暇があったら、なかなか出ないうえ、かなり適当に作られていることも多い政府統計をもっと整備してほしいものである」とする部分ともども、強く共感する。政府統計の整備に関心の読者は前掲注8および三輪[2014、2015]を参照。

- (2) 設置強制の主要な対象となる大企業（経団連が象徴した）の経営陣を含む経済界、各省庁、政党・政治家・メディア関係者、研究者を含む国民・消費者のいずれについても意見が分かれた。（もともと、大部分は進行し始めた事態と状況の展開についてほとんど無知・無関心であった。）抵抗するか、傍観するか、積極的に活用するか、いずれのグループでも、展開し始めた事態に対する応は分かれた。
- (3) 会社法改正作業の開始に先行して、金融庁（・東京証券取引所）や経済産業省で社外取締役設置強制を含むコーポレート・ガバナンス「強化」論議が盛り上がった。法制度の改正ではなく、主として取引所の規則で対応すること（バイパスの設定とその積極活用）を当初より予定したことがこの動きの特徴の1つであった。
- (4) 法制度の改正を通じるという従来型の手法では、主張・意見の反映、要求の実現が容易でないと考えていた設置強制に積極的な人たち（「推進派」）の意向と金融庁等の目標が大枠として一致した。金融庁等が「政策」として推進し、推進派がその積極活用を企図した。政権交代に向けた「世論」の盛り上がり为背景に設置強制を推進する「時流」が生じつつあった。
- (5) 金融庁等は、中長期的な目的の実現に向けて、この「時流」への乗り方を企図しその積極活用を図った。2008年から2009年の間にあわただしく金融庁や経産省が報告書を作成した。東証は2009年12月に独立役員制度の導入を上場規則の改正という形で実現した。
- (6) 政府の第三の矢である「成長戦略」の一環として「コーポレートガバナンスの強化」が2013年の「日本再興戦略」に盛り込まれた。これが決定的な転機になった。多数の項目の一つであり、第三の矢である成長戦略が目玉となる施策を欲したという状況（潜在需要の存在）に照らせば、短期間に実現が見通せるものであり、「世論」の大きな人気を期待できる「施策」として盛り込みに成功したというところだろう。²⁹
- (7) 1年後の『「再興戦略」改訂2014』で設置強制の実現に向けた指示が具体的内容とともに示された。この1年の間に、自民党・日本経済再生本部や各省庁の研究会等で具体化の内容や方法等について「検討」「研究」が行われた。多様な利害関係団体等（とりわけ「推進派」）が検討に参加した。
- (8) 『「再興戦略」2014改訂』の指示に基づいて創設された有識者会議が指示内容に沿った報告書を作成した。これに基づいて東証が規範化した「コーポレートガバナンス・コード」が2015年6月1日に施行された。
- (9) 「日本再興戦略」への盛り込み実現に至る過程に関する情報は得られない。関連説明等を見るかぎり、慎重かつ周到な検討を経て到達した結論のようには見えない。成長戦略は、三本の矢の実質的な「本丸」だとの高い期待を担わされた。その具体

²⁹ 「日本再興戦略」への盛り込みに成功したことが、いわば「錦の御旗」「印籠」として積極活用されることになった。今後も同様だろう。

化として短期間で作成された「日本再興戦略」への盛り込みが決定的な転機になった。この決定的転機が慎重かつ周到な検討を経て到達したものではないらしいという点は、本論文の以下（とりわけ後半部分）の記述を読むに際して常に念頭に置いて欲しい。³⁰

(10) 動きの実質的中心に位置する人たちの主張・要求の盛り込みに向けた努力・働きかけの成否を決定した要因などについては知る由もない。盛り込みに必要で有効な方法とメカニズムを理解し活用できたということだろう。³¹「説明責任」などという悠長な表現は話題にもならなかった。有識者会議の設置が計画として浮上した時点ではgoalとして作成される報告書の内容が大方の関係者の眼には明瞭に見えていただろう。その前後の時期を含めたいずれの時点でも論拠・証拠を示した国民への説明・説得はほとんど見られない。

(11) 「欧州各国では・・・」「OECDの・・・では」という表現が政府や各省庁の報告書等に頻出する。「欧米先進諸国では・・・」と言えば、「先進国の仲間入りを目指す日本が同様の政策を実施するのは当然だ」と考えこれを十分な論拠だとして国民が受け入れる（はずだ）とする思考パターン・手法が戦後一貫して愛用されてきた。昭和30年代の高度成長期前半でも、このような手法を「相変わらずの『ではの-かみ』（出羽の守）ですな・・・」と苦笑し嘲笑する向きが珍しくなかった。21世紀の日本でも、霞が関周辺ではこのような思考パターンが圧倒的である。それ以外のタイプの根拠（論拠と証拠）が提示されることは極めて珍しい。³²「出羽の守」が圧倒的に支配的な世界では、明確な論拠や証拠を求める声はほとんど無視されるだろう。

³⁰ 平たく言えば、「何が行われたか、誰が何をしたが、誰にもわからないような『ドサクサ』の中で生まれた結果が盛り込まれた、ということろか」というのがわれわれの抱くイメージである。この表現の意味については[X]で改めて取り上げる。

³¹ 前掲注9を参照。

³² 読者にはこの点を注視し、これで十分だと考えているらしい政策決定者の頭の内部構造と思考パターンを想像して、お楽しみいただきたい。イギリス・ドイツ・フランスの3国の「コーポレートガバナンス・コード」を示して、「欧州各国では・・・」とする主張に対しては、「他の欧州各国ではどうなっているのか」「北米をはじめとするその他の地域ではどうか」「その3国ではどのような具体的成果を上げているのか？策定は失敗だったとする評価はないのか？コードの策定には有力な反対があったはずだが、その人たちの意見は紹介しないのか？策定後の実態・実情についてきちんと調査して評価したのか？」「せいぜい、都合の良い国の都合の良い現実について、コード等の導入・実施を担当する官庁の担当者から情報を収集した、という程度のものであろう。Biased samplingの見本だね。そう言われても、意味も解らないかもしれないけど、ははは」「OECDのコードというが、メンバー各国の反応はどうなっているのか？日本ほどこういう国際機関の意見等を重視する国は他にあるのか？」「国際機関に出向している日本の役人がそういうものの策定に大きく貢献したのではないのか？昔から、黒い目の外圧だという声が絶えないし・・・」などと自問して苦笑する読者が多いはずである。

[III]. 株式保有構造と株主利益：Berle and Means [1932]の今日的評価

はじめに

本論部分の前半である[III]~[V]では、論拠・証拠に重点を置いて基本的論点と関連研究の現状およびこれまでの研究の進展経緯を紹介する。前半部分（とりわけ[III]と[IV]）の内容についてはすでに読みやすい解説文として三輪・ラムザイヤー[2007]の「Part III. 『経営者支配』と株主利益」を公表しているから、[III]と[IV]の記述は要点のみとする。

経済学者、法と経済学分野の研究者の世界では長期間にわたる研究の蓄積があり、コーポレート・ガバナンス、社外取締役の機能と役割（さらに、設置強制）に関連する基本的な論点について実質的に決着がついた状況にある。既存の研究成果に関連して、見直しを迫る論点や論拠・証拠の提示、さらにこれまで研究課題とされてこなかった新たな観察事実や論点の提示などが見られるとの期待もあって、近時の「社外取締役の事実上の設置強制」に至る制度改革論議のプロセスに重大な関心を抱いてきた。しかし、今次の「設置強制」の実施に至る議論のプロセスで既存研究の成果が参照されることはなかった。関係審議会や有識者会議への関係分野の研究者の積極的参加はほとんど見られなかった。政府・自民党、さらに各関係政府機関の研究会・会議等の報告書等を見ても、既存研究の成果に対応する（反対する）論拠・証拠は見られず、新たな観察事実や論点の提示などもほとんど見あたらない。

本論文前半部分の経済学者や法と経済学研究者の世界で標準的となっている分析手法と研究蓄積を前提としこれに沿った検討の視点・手法・内容（以下、経済分析の手法）に照らすと、後半部分の今次の「社外取締役の事実上の設置強制」に向けた動きとこれに沿った議論や関連文書との間には関連性が見られないと判定してよいほどの距離がある。後半部分は、この点の明確な認識に基づく観察と解剖の調査報告であって、標準的な経済学の手法に基づく分析結果・評価ではない。

[III]では、社外取締役の設置強制を推進すべきだとする主張（以下、設置強制推進論）の支持者の多くが（意識的あるいは無意識に）基本的根拠・背景として重視する Berle and Means [1932] (BM1932)の主張（「経営者支配」という表現で象徴される）に関わる研究の展開と現状を紹介する。実質的内容・その根拠・分析手法のいずれについても必ずしも明確ではないこともあって、BM1932 由来の主張の妥当性が本格的な検討の俎上に載せられるまでに 50 年以上の時間を要した。Demsetz and Lehn [1985]は、各企業の株式の分布構造は各株主の合理的な選択の結果であり、株式保有構造が各企業によって大きく異なるとしても（少なからぬ企業で小株主の保有分が圧倒的な比重を占めるとしても）、保有構造の相違が株主利益に違いをもたらす状態が市場で現実化し長期間にわたって存続することはないとする仮説を理論的に導き、データがこれを支持する結果を得た。つまり、BM1932 が指摘する（とされる）ような観察結果が得られたとしても、それが「経営者支配」によ

る株主利益の軽視を意味するわけではない。Miwa and Ramseyer [2003]は、この結論を日本に適用し、拡張・強化した。

「コーポレート・ガバナンス」問題？

[III]では、日本企業に焦点を合わせて、「コーポレート・ガバナンス」に関わる諸問題をとりあげる。³³「株式保有の分散化」「所有と経営の分離」「株主総会の形骸化」「経営者支配」「株主利益の軽視・無視」「(経営陣から独立した)外部(あるいは、社外)取締役(による監視)の必要性」などと表現される一連の「現象」である。最近流行の「企業の社会的責任(Corporate Social Responsibility)、略してCSR」論議とも密接に関連する。

「大企業体制」あるいは「資本主義体制」の根本問題だとして 20 世紀前半から登場し、第二次世界大戦後の各国で幅広い支持を獲得した主張の延長線上に位置する。とりわけ 1960 年代から支持が広がり、各種対応策の採用が各国で提唱され、具体的対応策が採用され始めた。ニューヨーク証券取引所 (NYSE) の社外取締役の起用義務づけがその象徴である。

「所有と経営の分離」「経営者支配」「株主利益の軽視・無視」などの表現とともにこれこそが現代経済社会の基本問題だと聞かされ続けた読者の多くは、近時の「社外取締役の設置強制」により長年の懸案に終止符を打つことができると考えるだろう。「実効性を疑問視する声もあり、産業界に波紋を広げそうだ」との冷静な解説にも、「ケンカラン」と怒りを覚えるかもしれない。

しかし、次の 8 つの設問を真摯に受け止める読者の多くは「怒りに駆られて動いては・・・」と慎重になるだろう。

- (1) 「社外取締役」「第三者」とは誰のことか？なぜ「第三者」か？誰でもよいのか？たとえば、「社長の愛人でもよいのか？」という現実に登場した深刻な問題提起に、いかなる回答を用意しているか？
- (2) 「社外取締役の役割」は何か？たとえば、「『何も見ないし、何もしない』ことの確約という選任条件を受け入れた『社外取締役』ではダメでしょうね」という質問に、いかなる回答を用意しているか？
- (3) 誰でもよいというわけではなく、果たすべき役割があるだろう。この点を誰が監視するのか？「社外取締役の起用義務づけが必要だと判断された取締役会メンバーを選任した株主総会に、この監視の役割が有効かつ適切に果たせると考えるのではないでしょうね」という質問に、いかなる回答を用意しているか？
- (4) 起用義務づけの目的は何か？目的実現に起用義務づけが有効だと判断する論拠と証拠は何か？この観点から、(1)～(3)の内容を具体化する必要はないか？「まさか、『社外取締役』であればよいというのではないでしょうね」という質問に、いかなる

³³ [III]は、三輪・ラムザイヤー[2007]の、問題設定と結論に焦点を合わせた要約である。具体的内容を含めたより詳しい内容については同書の第 8 章と第 9 章を参照。

回答を用意しているか？

- (5) 「社外取締役」を含む取締役の選任は株主総会でされる。「社外取締役」起用を義務づけられた株主総会が、これまでの取締役会の意思決定に実質的に影響を与える「社外取締役」を新たに選任するか？YES と回答する根拠は何か？
- (6) 投資家は、自己の目的に照らして最適な投資先を選択し、投資先企業では株主としての権利を自己目的実現のために行使する。株主総会における取締役選任もその一環である。社外取締役の起用義務づけは、そのような株主権利行使の選択肢に制限を加える。そのような制限の賦課の当否を、株主ではない政府（取引所）が判断する論拠は何か？説得的な論拠と証拠に基づかない「規制」は、ヤブ医者診断の強制の如く、国民経済的利益に反し、行政改革・規制緩和の潮流にも反する。
- (7) 「所有と経営が分離し、株主総会が形骸化しており、株主利益が軽視されている。株主総会が形骸化しているから、かかる現状からの脱出を株主自身の手では実現できない」との判断を理由に、株主ではない政府（取引所）が、社外取締役起用義務づけをはじめとする改善策を株主（総会）に強制する必要があるとする説明が有力である。説得的か？
- (8) 「社外取締役」起用義務づけによる株主の選択肢の制限は、どのようなコストをいかなる規模で発生させるか？期待されるベネフィットの規模はどれほどか？ベネフィットはコストを上回るか？論拠と証拠は示されたか？

株主総会は形骸化しているか？

最も基本的な論点は、上記の疑問（7）である。前提となる「所有と経営が分離し、株主総会が形骸化しており、株主利益が軽視されている。株主総会が形骸化しているから、株主自らはかかる現状からの脱出を実現できない」との判断が妥当ではなく、現実に成立していなければ、株主の利益に結果する「社外取締役」は株主が選任するから、「社外取締役」起用義務づけは、無効あるいは有害である。有害なのは、株主の利益に合致しないと株主が考える「社外取締役」の起用を強制するためである。何もしない「社外取締役」の起用を許容しなければ、有害性はさらに高まる。

「形骸化」という刺激的あるいは魅力的な表現は、読者の冷静な思考と検討の妨げになる。読者には、この点に注意しながら、次の4つの設問について自問してほしい。

- (1) 「株主総会の形骸化」と象徴的に表現される状況が常態化し、「株主利益の軽視」が現実化し続けているという。「株主総会の形骸化」「株主利益の軽視」の正確な意味は何か？主張の正確な意味を把握できるか？
- (2) そのような状況が現実化し常態化することは理論的に可能か？「株主利益の軽視」が現実化した企業は投資対象としての魅力に乏しい。魅力に乏しい企業であることを誰が望むか？魅力的な企業との市場競争にさらされながら、魅力に乏しく資金調達難

に陥る企業がなぜ存続できるのか？「株主利益の軽視」が現代企業に共通の特徴であり続けたとしよう。そのような企業群が、なぜかくも目覚しい戦後日本の経済成長を実現できたか？株式会社制度は経済発展を可能にした偉大な発明・工夫だといわれる。この主張と、「株主利益の軽視」が現代企業に共通の特徴だとする見方は整合的か？

(3) 取締役の選任は株主総会が行うと定める会社法の下で、「株主利益の軽視」を実現する取締役会メンバーがなぜ選任され（続け）るのか？すべての株主あるいは平均的な株主の利益を軽視あるいは無視する取締役会メンバーが選任され続けることはあり得るか？「軽視」され続けていると主張されるのは、「軽視」されていると感じる「少数派」の株主の「利益」のことであって、株主全体の「利益」ではないのではないか？

(4) 「株主総会の形骸化」による「株主利益の軽視」が現実化していることを示す説得的な証拠を見たか？主張の実質的根拠は何か？

「社外取締役」の起用義務づけなどの手段の採用は、医療サービスにたとえれば、手術や投薬などの処置・処方に対応する。その正当化は、「株主総会の形骸化」による「株主利益の軽視」などと表現される病気の存在確認が大前提となる。存在確認には適切な診断が必要である。診断に照らして処方の適切さを吟味できる。

診断（の実質的不存在）と処方（の不適切さ）の両面で、「社外取締役」起用義務づけは無益であるばかりでなく有害であるというのが[III]と[IV]に見るわれわれの論文（Miwa and Ramseyer, 2003, 2005）を含む既存研究の結論である。このような処方の前提となっている現代の大企業観や経済社会観の基盤に対する疑問にもつながる。「社外取締役」論議は、氷山の一角にすぎない。

Berle and Means [1932]と Demsetz and Lehn [1985] : Berle and Means [1932]

多くの読者が次のような疑問を抱くだろう。

「所有と経営が分離し、株主総会が形骸化しており、株主利益が軽視されている。株主総会が形骸化しているから、かかる現状からの脱出を株主自身の手では実現できない」との判断は、Berle and Means [1932] (BM1932)の指摘およびその後の長期間にわたる議論・研究を経て確立した「常識」「通説」「通念」である。会社法をはじめとする関連法制度を含む制度設計や「コーポレート・ガバナンス」に関わる政策の議論・検討に際して、この判断を共通の基盤とすることに問題があるというのか？これでは、論拠と証拠、つまり根拠として不足であり不満だというのか？

「なぜ不足・不満でないのか？」がわれわれの回答である。論拠と証拠、つまり根拠について、その有無を含めた検討を読者自らも試みるべきである。

BM1932を含めた既存文献の批判的 review はここでの課題ではない。魅力的な作業でもない。重要な点は、「われわれにとって説得的な回答を導くために必要最小限の検討が行わ

れたか？」という観点から、「常識」「通説」「通念」を咀嚼し直すことである。

観察事実 (observations) と理論的検討の両面で、少なくとも BM1932 には重大な欠陥あるいは根拠としての重大な空白が存在する。「常識」「通説」「通念」を支持する文献はほとんど例外なくこの欠陥あるいは空白に言及していない。Demsetz and Lehn [1985] (DL1985) が、これらの点を指摘し、欠陥・空白を補い、「常識」「通説」「通念」と異なる結論を導いた。

「所有と経営の分離」として強調される図式は次のようなものである。現代の大企業では、例外なく株式が多数の小株主によって分散して保有されている。このため、株主利益実現のために多数の株主が結束することは事実上不可能である。このような事情を反映して、経営者は株主利益を最優先することなく（軽視あるいは無視して）企業経営を行うことができる。「企業の経営者支配」である。

このような図式は、「現代の大企業では、例外なく株式が多数の小株主によって分散して保有されている」ことを前提とする。しかし、株式保有構造は大きくばらついており、観察事実 (observations) は「常識」の前提と必ずしも一致しない。

「多数の小株主によって分散して保有されて」いること、分散の程度が「株主利益の実現のために多数の株主が結束することは事実上不可能」な程度に深刻であることをデータに照らしてテストし確認する作業は、分散の程度の測り方と「深刻さ」を判定する基準の存在を前提とする。「常識」は、このいずれをも明確にしていない。当然、これを用いた確認作業も行われていない。このため、「常識」が用いた手続き（測り方と判的基準）に沿った再吟味作業も、実行不可能である。

DL1985 は、アメリカ大企業 511 社のそれぞれについて、1980 年前後の株式保有比率の上位 5 者の合計保有比率 (A5)、上位 20 者の合計保有比率 (A20) および Herfindahl 指数 (AH) の 3 つの株式保有集中度指数（「株式保有構造」）を求めた。いずれの指標で見ても分布状況は類似する。A5 の値は、1.27 から 87.14 の間に分布し、平均は 24.81 である。大企業の株式保有構造は大きくばらついており (varies widely)、例外なく「多数の小株主によって分散して保有されて」いるという状況にはない。

このような株式保有構造が「株主利益の実現のために多数の株主が結束することは事実上不可能」な程度に深刻か否かを直接テストする手段はない。しかし、以下に見る如く、DL1985 が示した方法を用いることにより、深刻な事態が発生していると見るべき理由がないことがわかる。

BM1932 が指摘したのは「多数の小株主によって分散して保有されて」いるという観察事実である。この観察事実の発生メカニズムについて検討し説明することなく、「株主利益の実現のために多数の株主が結束することは事実上不可能」な程度に深刻な状況だと結論づけた点が重要である。大株主の存在や集中した株主保有構造が禁止あるいは制限されたのではない。現実には、大株主の存在や集中した株主保有構造を実現する大企業も存在した。自然に浮上する（はずの）設問は、「各企業の株式保有構造の決定メカニズムはいかなるも

のか？」である。BM1932 および「常識」の支持者は、例外なく、この設問を無視した。

株主が株式保有構造の決定主体である。各株主は、単独であるいはグループで、与えられた制約条件下での最適化行動を行う。各社の株式保有構造は、誰かによる強制ではなく、株主の合理的な選択の結果として実現していると理解するのが、標準的な経済学の考え方である。「株主利益の実現が不可能」な状況を株主が選択するのは合理的でない。だから、「多数の小株主によって分散して保有されて」いる企業が存在するとしても、「株主利益の実現のために多数の株主が結束することは事実上不可能」な程度に深刻な状況にあるとみなすのも合理的でない。「株主利益の実現のために多数の株主が結束することは事実上不可能」な状況に陥ったとしても、その状況を維持することは合理的ではない。「株主利益の実現」が可能となる株式保有構造に移行するはずだ。それを不可能とする要因（そういうものが存在すればという仮定のうえの話である）が除去不能な企業は、資本を有効に使えず、結果として市場の競争により淘汰されるだろう。そのような企業が大量に存在し、企業社会全体を特徴づけることは理論的に不可能である。

BM1932 以来の「常識」は、株式保有構造が大きくばらついているという観察事実を無視し、さらに、観察事実の解釈・意義づけにおいて決定的・致命的な誤りを冒している。

Demsetz and Lehn [1985]

DL1985 は、株式保有構造に影響を与えるさまざまな力(forces)、メカニズムについて検討し、株式保有構造と企業の performance の関連について実証的に研究した。

DL1985 は、各企業(企業 i)には株主利益を最大化する最適な株式保有構造 A_i^o が存在し、自由な資本市場では株主の合理的な選択を通じて A_i^o が実現していると考ええる。上方に向けて凸の曲線が企業 i に与えられた株式保有構造と株主利益の水準の関係を示す。株主利益を最大化する最適な株式保有構造 A_i^o で株主利益の水準が最高になり、そのいずれの側でも A_i^o からの距離の増加と共に株主利益の水準が低下する。われわれが観察できるのは、最適な株式保有構造 A_i^o である。株式保有構造の変更（たとえば、株式保有集中度の上昇）によるさらなる株主利益の増加余地は残っていない。以上の理由から、「株主利益の実現のために多数の株主が結束することは事実上不可能」なために A_i^o から乖離した状況に甘んじているとする「常識」「通説」の立場を採用すべき根拠はなく、採用していない。

DL1985 の実証研究は 2 段階に分けられる。主要な関心は最適保有構造(A_i^o)の決定要因 (Determinants of Ownership Structure)を実証的に検討する第 1 段階に向けられている。

本章でわれわれが目にするのは、第 2 段階の検討である。DL1985 は次のように主張する。各投資家は、最も有利な投資先を選択する。結果として、最適保有構造が各企業で実現すると同時に、各企業における株主利益の水準（利益率）が均等化する。各企業株式間の投資配分の変更による追加利益の実現は不可能となる。以上から、株主が選択する各企業の最適株式保有構造は大きくばらつくが、それぞれの最適株式保有構造の下で実現する各社の収益性は均等化する、という結論が得られる。

自己資本（簿価）に対する税引後利益の比率（1976—80年の平均値）を被説明変数とする、共通の変数（control variables）に株式保有構造を示すLA5、LA20、LAHの3変数を1つずつ加えた3つの回帰分析を実施した。³⁴

理論的検討は、株式保有構造を示す変数と被説明変数である利益率との間には関係がないことを示唆する。3変数の回帰係数のt値の絶対値はいずれも1以下であり、係数はいずれも統計的に有意ではない。つまり、理論的検討に基づく予想の通り、株式保有構造を示す変数と利益率の間には関係が見られない。

以上の結果について、DL1985は、Berle-Means thesisに疑問を提示するものだとしている。

BM1932以来の「常識」の正確な内容は明確ではない。とはいえ、たとえば、株式保有構造がより集中すれば「株主利益の実現」がより容易になるにもかかわらず、いかなる理由によるものであれ、多くの企業で集中が実現せず、「株主利益の実現」が妨げられているというのが「常識」の内容だとしよう。そうであれば、集中実現に成功した企業（集中度の高い企業）の利益率がより高くなるから、利益率の集中度指標に対する回帰係数は正で有意になるはずである。DL1985の結果は、このような「常識」に疑問を提示する。

DL1985の結論の意義と位置付け

「所有と経営が分離し、株主総会が形骸化しており、株主利益が軽視されている。株主総会が形骸化しているから、かかる現状からの脱出を株主自身の手では実現できない」とのするBM1932由来の「常識」「通説」「通念」が、会社法をはじめとする関連法制度を含む制度設計や「コーポレート・ガバナンス」に関わる政策の議論・検討の共通の基盤となっている。「通説」と異なる見方の存在可能性について想像したこともない読者が多いとしても不思議ではない。そのような読者の多くはDL1985の問題設定と結論に驚くだろう。

「株式保有構造の決定主体は誰か？」『株主総会の形骸化』『株主利益の軽視』などの現象を関連意思決定主体がなぜ望むのか？」がもっとも基本的な問いである。DL1985の結論に基づく回答は次のようなものである。

株主が株式保有構造の決定主体である。各株主は、単独であるいはグループで、与えられた制約条件下での最適化行動を行う。各社の株式保有構造は、誰かによる強制ではなく、株主の合理的な選択の結果として実現していると理解するのが、標準的な経済学の考え方である。「株主利益の実現が不可能」な状況を株主が選択するのは合理的でない。だから、「多数の小株主によって分散して保有されて」いる企業が存在するとしても、「株主利益の実現のために多数の株主が結束することが事実上不可能」な程度に深刻な状況にあるとみなすのも合理的でない。「株主利益の実現のために多数の株主が結束することが事実上不可能」な状況に陥ったとしても、その状況を維持することは合理的ではない。「株主利益の実

³⁴ LA5はlogA5の略である。検討結果については三輪・ラムザイヤー[2007]表6-2（198頁）を参照。

現」が可能となる株式保有構造に移行するはずである。それを不可能とする要因（そういうものが存在すればという仮定の話である）が除去不能な企業は、資本を有効にせず、市場の競争により淘汰されるだろう。そのような企業が大量に存在し、企業社会全体を特徴づけることは理論的に不可能である。

日本にかぎらずアメリカでも、「常識」「通説」に対する支持は圧倒的に強力である。われわれの一連の論文（Miwa and Ramseyer, 2003, 2005 など）も、スナリ受け入れられたわけではない。少なくとも日本では、われわれが研究の基礎とししばしば言及する以前には、DL1985 の存在すら広くは知られていなかった（今日でも状況は大きくは変わらないようである）。われわれの論文に対する研究会参加者である専門家たちの反応は、明確に 2 分される。経済学部やbusiness schools（さらに、law schoolsのlaw and economicsの分野）などに所属する経済学者等や大学院生は、分析手法と結論の双方を比較的スムーズに受け入れた。標準的な経済理論に基づく分析と関連証拠の提示に対する標準的な反応である。しかし、関係経済主体の最適化行動として分析対象を説明するという経済学の標準的な考え方を共有しない人々には、ほとんど受け入れられなかった。³⁵

Miwa and Ramseyer [2003] : 「財閥解体」という実験室

同様のことが現代日本でもあてはまると考えて、BM1932 に沿った「常識」「通説」「通念」は日本でもあてはまらず、対応策として唱導されている「社外取締役」起用義務づけ（設置強制）は不適切だと判断する読者が少なくないだろう。しかし、慎重な読者は、基本的にはこの判断に同意しつつも、次の 3 点に関する慎重な検討を経て結論が確認できればより好ましいと考えるだろう。第 3 点がもっとも基本的である。専門家が Miwa and Ramseyer [2003](MR2003)に注目する最大の理由も第 3 点に明快な回答を与えた点にある。

- (1) 日本の資本市場の機能（あるいは、その機能の仕方）はアメリカと異なるかもしれない。だから、日本のデータを用いて同様のメカニズムの機能を確認することが望ましい。
- (2) 日本の資本市場は最近に至るまで機能不全の状況にあったという「常識」「通念」が有力である。だから、たとえば、資本市場の規制緩和が進展したとされる 1980

³⁵ 「観察事実と理論的検討の両面で重大な欠陥あるいは根拠としての重大な空白が存在すると批判されるような BM1932 が、なぜかくも速やかに受け入れられ、80 年後の今日も多くの経済学者を含む専門家たちの強い支持を世界中で受け続けている理由は何か？」、さらに「このような広範な支持の存在は、批判が的外れであることを示唆しないか？」という疑問を払拭できない読者には、BM1932 が受け入れられる過程に焦点を合わせて検討した Stigler and Friedland [1983]の参照を勧める。検討結果は、知的環境にマッチした学説や理論(doctrines and theories)こそが急速かつ広く受け入れられるとする見方を支持するものであった (p.237)。彼等が指摘するように、人々は聞きたいことより耳にしたくないことにより批判的になるものであり、1930 年代は競争的で規制されない経済システムから遠ざかる動きが加速化した時代であった (p.258)。

年代以前の日本のデータを用いて確認することが望ましい。

- (3) DL1985 の実証研究は、市場の競争によって各企業の企業特種的な最適株式保有構造が実現した状態にあることを仮定して行われている。しかし、企業特種的な最適保有構造を決定する環境条件等の要因が時々刻々変化するという意味で、各企業は最適保有構造から乖離させるショックを恒常的に受けている。このようなショックが追加的に加えられなければいずれは新しい最適保有構造が実現するとしても、継続的にショックが加えられ、最適保有構造実現スピードが緩やかであれば（たとえば、実現に 100 年の期間が必要なケースを考えてみればよい）、DL1985 の主張するメカニズムが機能するとしても、つねに最適保有構造が実現しているとする仮定は不適切である。最適保有構造が実現していなければ、DL1985 の回帰分析の結果が Berle-Means thesis に疑問を提示すると結論することには慎重にならざるをえない。だから、ショックが与えられ最適保有構造から乖離したケースでの市場の反応スピード(the equilibrating process)が迅速であり、つねに最適保有構造を実現した状態にあるとする仮定の妥当性を実証的に確認することが望ましい。

以上の 3 つの課題に同時に答える試みに挑戦し成功したと評価されるのが MR2003 である。

最適保有構造からの乖離が生じたとしても、乖離が速やかに解消して（新たな）最適保有構造が短期間に実現することが確認できれば、市場の競争によって各企業が企業特種的な最適株式保有構造を実現した状態にあるとする DL1985 の実証研究上の仮定が支持され、結論の受け入れもいっそう容易になる。検討の焦点は、最適保有構造からの乖離解消のスピードである。

ビーカー内部で追加した化学物質との反応を観察するように、ショックを与えて最適保有構造からの乖離を発生させて、その後の（新たな）最適保有構造の実現processを観察できるのであれば、検討課題の解決は容易だろう。もちろん、検討課題を前にした研究者が、各企業（その株主を含む投資家）にショックを与えて乖離を発生させて、最適保有構造からの乖離解消のスピードを観察するという「実験」は、実施不能である。³⁶

われわれが目にしたのは、戦後占領政策として実施された「財閥解体」の一環として実行された「財閥」保有株式の放出である。（占領下に実施された「政策」であるが、形式的には、日本政府による保有株式の放出強制である。連合国最高司令官（SCAP）から株主に対する放出指令が直接出されたわけではない。）実に多くの企業がこの政策（1946 年～1949

³⁶ このような「実験」が実施不能なことが経済学を含む社会科学に共通の特徴であり、自然科学と決定的に異なる点だとする主張がある。しかし、たとえば、大陸移動説や進化論に関わる学説の妥当性を直接確かめるために、大陸を「移動」させたり、生物を「進化」させる「実験」が実施可能であるわけではない。

年に実施)の影響を受け、株式保有構造が大きく変化した。1952年の占領終了までの期間に「財閥」家族による株式再取得は認められなかったとはいえ、株式の売買は行われたから、今日と比較すれば緩慢であったとしても、(新たな)最適保有構造の実現過程(つまり、the equilibrating process)が観察できるはずである。だから、「財閥」保有株式の放出およびその後の process を検討対象にすることにより、上記課題の(3)に回答を与えることができる。

この process は日本で起きたことであり、また、今日と比較して(はるかに?)資本市場の機能が制約され不十分であった時期のものであるから、上記課題の(1)(2)にも同時に対応できる。

未上場企業を含む700社前後の企業について、放出強制株式の発行済株式に対する比率とともに、占領終了1年後の1953年とその5年後の2時点の状況に関するデータを収集して検討した。保有株式放出を強制され株式保有構造が変化した旧財閥企業の保有構造再構築の動きに象徴される the equilibrating process が急速に進行したこと、その結果として、最適株式保有構造が実現し、企業の収益性が株式保有構造に依存しない状況が速やかに市場で実現したことが検討結果として確認された。

今日でもしばしば市場機能に疑問を提示される日本の資本市場の、1940年代後半から1950年代前半に素材を求めた quasi-experiments の結果である。この結論から、たとえば、1960年代から1970年代半ばにいたる高度成長期の日本でも最適株式保有構造が実現し、「経営者支配」による「株主利益の軽視」などと表現される「社外取締役の設置強制」などの措置を要する「病気」は発生していなかったとの推測を導くことに異論はないはずである。³⁷

エージェンシー問題 (Agency Problems) ?

エージェンシー問題という表現を想起するかもしれない。Adam Smith が『国富論』で重要性を指摘して以来おなじみの、出資者が経営者に会社経営を任せることによって発生する諸問題に対する言及がないことを不審に思うかもしれない。Agency cost(s)をキーワードとする主張である。「Agency problems は株式会社制度に不可避であり、この『問題』への対応策の検討は永遠の課題だ」というのだ。この言葉が登場しない「コーポレート・ガバナンス」論議は、不誠実・不謹慎だという批判があるかもしれない。Berle-Means thesis は、株式保有構造が分散化したことにより agency problems がさらに深刻化した主張と位置づけられる。

³⁷ 三輪・神田・柳川編[2000]刊行後に、2000年代初頭の同じく「株式会社の法と経済学に関する研究会」で、われわれの報告を聞いた法学者の一人は、「困りましたね。日本の会社法学は、株主利益、とりわけ少数株主の利益が軽視されていることを前提に、いかにしてそれを実現させるかを基本課題として成立してきました。これが否定されると・・・」と、笑顔で困惑した。この発言に、研究会出席者の法学者の多くが笑顔で反応したように記憶する。もっとも、経済学者の多くにとって、この発言の真意は理解し難かったようである。

「誰が経営者に会社の経営を任せるといふ選択を採用するのか？」という問いが最も基本的である。Berle-Means thesis に対して、「誰が株式保有構造を決めるのか？」と問い、「社外取締役の設置を法律で強制すべきだ」とする主張に対して、「誰が社外取締役を含む取締役を選任しているのか？」と問うことが基本的であるのと同じだ。

専門家である経営者に会社の経営を委任する(delegate)ことによって期待できる gain と、他人である経営者に経営上の意思決定を委任する(経営者を agent とする)ことによって(principal である株主の思う通りにはならないために)発生する(gain の減少)という costs との間には、trade-off がある。

Principal である株主は、この gain と costs の trade-off を制約条件にして、自らの利益に照らして最適な選択をしているはずだ。この costs を 0 にするためには、専門家に任せることによって期待できる gain のすべてを断念しなければならない。現実には、今日でも、多くの企業で株主自らが経営の任にあっている。

Agency costs は、principal と agent の利益を一致させた場合に実現できる状況と比較した乖離分だとされる。しかし、「委任しない」ことにより一致させる選択肢が選択可能であるにもかかわらず、「委任する」選択肢を採用している企業が数多く存在する。一致させることが可能であるとしても、そのための costs が高いために選択されていないのだ。実現(入手)不可能な gain を costs (つまり、失われた gain) と呼ぶ agency problem 論は、不適切であり、議論を混乱させる。もちろん、principal である株主にとって最適な選択の結果よりも株主にとって望ましい状態が、社外取締役の設置規制という政府の介入(規制)によって実現できるということはない。³⁸

[IV]. 社外取締役と株主利益

[IV]³⁹では社外取締役の選任状況と株主利益の関係に関する研究成果の現状を紹介する。[III]で紹介した研究の結論は、社外取締役の設置強制などによるコーポレート・ガバナンス関連の規制(治療)を必要とする病気が存在しないこと示す(診断)。株主が合理的選択による最適株式保有構造を通じて株主利益を実現するための主要な手段が取締役会メンバーの選任だから、株主利益の実現に最適なメンバーが選任されているはずである。社外取締役の選任に制約はないから、最適なメンバーに社外取締役も含まれる。選任されている社外取締役の数・タイプ・比率などの相違が株主利益に違いをもたらす状態が市場で実現し長期間にわたって存続することはない。Miwa and Ramseyer [2005] (MR2005) は、[III]の結論から導かれる以上の仮説が、日本のデータによって支持されるという結果を得た。

³⁸ 三輪・ラムザイヤー[2007]第12章のcolumn 4 (274-75頁)の一部である。より詳しくは同column、さらにその基礎となったMiwa[1996、pp.209-10]を参照。Smithの主張に関心の読者は、Smith [1776、p.283]を参照。

³⁹ [IV]は、問題設定と結論に焦点を合わせた三輪・ラムザイヤー[2007]の要約である。より詳しくは、同書第10章と第11章を参照。

この結果は、社外取締役の設置強制を含めた取締役会構成メンバーの選択に関する規制は、最適な選択からの乖離を生み出し望ましくないことを示唆する。

[III]の検討結果が[IV]で紹介する検討結果の基盤となっている（親亀と子亀の関係）から、[III]の内容がより基本的である。

社外取締役設置強制論の内容と根拠は明確か？

「日本とギリシャは株主軽視で世界首位の座を競い合っている。今年、米英の調査会社が相次いで発表した企業統治（コーポレートガバナンス）番付で、こんな構図が浮き彫りになった。・・・／低評価の主因は、独立性の高い社外取締役の導入が遅れていることだ。独立性が欠けていれば、社外取締役は株主よりも経営者の利益を重視しかねない。・・・／ICGN のロンドン大会でも、どうやって取締役会の独立性を高めて経営者をチェックし、株主の利益を守ったらいいのか議論の中心になった。クレディ・スイス・ファースト・ボストン証券の幹部で、ICGN で唯一の日本人理事を務める大楠泰治氏は、ロンドン大会出席後に『日本は「会社は誰のものか」で議論が止まっており、取締役会の独立性向上など建設的な議論ができない』と嘆いていた。」

2005年9月6日『日経』「一目均衡」欄掲載の「企業統治で最後尾争い」と題する牧野洋編集委員による文章の一部である。ICGN は国際コーポレートガバナンス・ネットワークのことであり、「統治する側」である機関投資家を主要メンバーとし、彼等の運用資産を合計すると1,300兆円前後に達すると解説されている。

本格的検討に進む前に、とりわけ『日経』でおなじみの上掲文章のような主張の、実質的意味、妥当性、賛否などについて自問し、読者自身の理解・判断を明確化・整理してほしい。「主張の内容は明確か？」「根拠は何か？」から始まって、以下の11点について検討するのも参考になろう。(6)（及び(4)）が最も基本的である。

- (1) 「独立性」の定義は何か？「独立性の高さ」をどのように測るか？
- (2) 「独立」でない社外取締役は株主の利益よりも経営者の利益を重視すると考える理由は何か？株主の利益を軽視する経営者をなぜ株主総会が選任するのか？
- (3) (株主利益を軽視する)「経営者」を選任する株主総会に、「独立性の高い社外取締役」の選任を期待するのか？株主総会以外の選任機関の設置、あるいは、誰かが選任した「独立性の高い社外取締役」の受入を各株式会社に強要するのか？有効な要求実現手段は何か？
- (4) 「独立性の高い社外取締役」が株主利益増進に貢献することを誰が保証するのか？選任後の社外取締役の活動を誰が monitor するのか？取締役会の基本的役割は会社の経営であり、会社の経営を通じて株主利益を実現することである。「独立性の高い

社外取締役」の活動が経営に関わる意思決定の質を低下させ（あるいは混乱させ）て株主利益を低下させないことを誰が保証するのか？

- (5) 「最後尾争い」の日本に先行する各国で、「独立性の高い社外取締役」が株主の利益を有効に実現していることを、誰が確認したのか？確認の方法はいかなるものか？「最後尾」に位置することが株主の利益に反することを誰がどのようにして確認したか？前後のいずれにゴールを設定するにせよ、レースに見立てることは適切か？
- (6) なぜ株主は自らの利益を増進する取締役会メンバーを選任しないのか？[III]に見たように、市場（株主の合理的選択）が最適株式保有構造を実現する。なぜ市場（株主の合理的選択）が最適取締役会構成を実現しないのか？「独立性の高い社外取締役」の選任を含め、最適取締役会構成の実現を阻害する障害が存在するのか？ほとんどの上場企業でそのような障害は長期的にも克服不能か？克服不能とする判断の論拠と証拠は何か？
- (7) 巨額の資金を運用する機関投資家たちは、なぜ「独立性の高い社外取締役」の選任のために自ら積極的に行動しないのか？株式を取得し取締役選任権を獲得すれば大きな「株主利益」を実現できると知りながら、年次総会での議論に時間を空費したのか？「独立性の高い社外取締役」が株主利益の実現に有効だとする主張に確信がないのか？「独立性の高い社外取締役」の具体的イメージや実質的内容に関して合意が成立しないのではないか？⁴⁰
- (8) 株主利益の増進に有効だと確信する行動を採用しないこと（あるいは、自らが妥当性を確信しない行動を唱道する団体の総会に参画すること）は、機関投資家の出資者（年金基金であれば、年金加入者）の利益を軽視することにならないか？ICGNに参加する機関投資家には「独立性の高い社外取締役」は不要か？
- (9) 『『統治する側』である機関投資家』という表現は妥当か？機関投資家は、特別の存在か？特異・特別な特殊株主か？
- (10) ICGNの会合は、機関投資家の「業界団体」あるいはその従業員（および経営者？）の団体の年次総会であり、主張は業界の利害を反映するにすぎないのではないか？なぜ、彼等の評価、「番付」を重視するのか？
- (11) 「建設的な議論」とは何か？主張の内容と主張者（および応援団）の声・雰囲気騒々しさこそが「議論」の低調さの主因ではないか？低調さは投資家・消費者の健全な反応の反映ではないか？⁴¹

⁴⁰ 機関投資家といっても多様である。このような主張に関連して登場する著名な機関投資家でも、CalPersがCalifornia州の公務員によって運営されるのに対し、Vanguard, Fidelity, TIAA-Crefは市場で競争する投資信託である。また、労働者の組織率や会社経営への影響力を重視する労働組合の年金基金も多い。これらの機関投資家が株主利益の増進への貢献を共通の目的とし、具体的実現方法についてまで合意できると読者は考えるか？

⁴¹ われわれは、「会社は誰のものか」という問題提起は、意味不明であり不適切と考えている。また、この問題提起に対する関心が繰り返し高まるのはBerle and Means (1932)が受

「所有と経営が分離し、株主総会が形骸化しており、株主利益が軽視されている。株主総会が形骸化しているから、かかる現状からの脱出を株主自身の手では実現できない」とする BM1932 を象徴的起源とする「常識」「通説」「通念」がおなじみである。しかし、この「常識」「通念」には根拠がなく、経済学の標準的な手法に基づく検討によれば誤りであることを[III]で見た。われわれには、上の文章が、誤った「常識」「通念」の熱烈な支持者による、支持者の集会に関するレポートにしか見えない。

検討課題は、「各企業は社外取締役を何人選任しているか?」「どのような企業がいかなるタイプの社外取締役を選任しているか?」「社外取締役の選任は株主利益の増進に貢献しているか?」などである。「社外取締役」の選任が株主利益の増進に貢献していなければ、「社外取締役」選任を奨励し、さらに義務づける主張は、株主利益に反する。

アメリカの研究⁴²

「社外取締役設置強制論」が最も早くから広範な支持を獲得したのは、BM1932 の研究対象でもあったアメリカである。ニューヨーク証券取引所の社外取締役設置強制は最近のことであるが、支持は 1960 年代から顕著に広がり始めた。CalPers(カリフォルニア州年金基金)などのアメリカの公的年金団体が、早くから「外部取締役(outside directors)義務づけ論」の熱心な提唱者であった。

取締役会メンバーの過半数を社外取締役が占める製造業企業の比率は、1938 年の 50%から、1961 年の 61%、1972 年の 71%、1976 年の 83%へと上昇した。1973 年には平均的製造業大企業における内部取締役 (inside directors) の比率は 40%にすぎなかったし、1988 年にはこの比率が 25%に落ち込んだ。

少なくとも 1990 年代初頭までの時期には、アメリカ企業の corporate governance が深刻な問題を抱えており、「外部取締役」が圧倒的に少ないとされる日本企業の経営を礼賛する議論が世界中で流行した(「日本的経営」礼賛論)ことも記憶に値する。

実証研究の観点からは次の 3 点が重要である。第 1 に、ここまで社外取締役の比率が高まると、社外取締役比率のバラツキが小さくなり、さらに比率が高まった 1990 年代については、(好調なアメリカ企業・アメリカ経済と外部取締役の関連に焦点を合わせた)

cross-section data を用いた実証研究がしにくくなった。第 2 に、社外取締役の存在が株主訴訟に対する防壁として機能する状況を一連の判決(法改正や新法制定によるのではない)

け入れ続けられている理由と基本的に同じであり、日本における議論がここで止まっているという批判も、同じレースに参加しているはずの「仲間」に対する不満・愚痴にすぎないと考えている。2000 年代前半のアメリカの有力基金(TIAA-Cref)メンバーの三輪に対する interview 冒頭の「日本企業のコーポレート・ガバナンスのどこに問題があると思うか?」という問いに始まるやり取りについて関心の読者は、三輪・ラムザイヤー[2007、200-201 頁]を参照。

⁴² この項の内容の参照文献等については三輪・ラムザイヤー[2007、232-33 頁]を参照。

が創出したことを反映して、corporate governance への実質的貢献以外の要因が、社外取締役の選任および、それと企業の収益性の関係に大きな影響を与えるようになった。このため、適切な実証研究がいつそう困難になった。第3に、これまでに報告された実証研究のほとんどは、取締役会構成と企業の収益性の間に関係がないとする結論を得ている。

Miwa and Ramseyer [2005] (MR2005) : (1) 社外取締役の選任状況

アメリカ等の資本市場とは異なり日本の資本市場は正常に機能していない（のではない）などと考え、アメリカ等を対象とした実証研究の結論をそのまま日本に適用することを躊躇する慎重な読者も少なくないだろう。MR2005 は、日本を対象にする実証研究である。

検討対象期間は1980年代後半の「バブル期」と、1990年代前半のバブル崩壊後の混乱期である。たとえば、「社外取締役」の数・タイプ・構成（比）と企業の収益性の関係を2つの異なった時期についてテストすることができる。アメリカにおける「社外取締役」の比重増大傾向は1980年代以前から進行していたし、「株主利益軽視」是正のために「社外取締役」を任用すべきだとする主張は早くから日本でもおなじみであった。「バブル期」の経験は続く「混乱期」に「社外取締役」を増加させたかという観点からの吟味も可能である。

「株主利益軽視」是正への貢献以外の要因をも反映しながら「社外取締役」の比重が高くなったアメリカとは異なり、この時期の日本では、投資家の合理的な選択の結果としての「社外取締役」選任と企業の収益性との関連をより望ましい環境下で実証的に検討できる。「最後尾」に位置することが、理想的状況下での冷静な検討を可能にする。

東京証券取引所第1部上場の非金融企業（1,000社強）が検討対象企業である。これらの企業の1986年から1994年の財務データ、および1985年、1990年、1995年の役員構成に関するデータを用いた。「役員」とは取締役および監査役の合計のことである。役員の圧倒的に大きな比重を取締役が占める。⁴³

「社外取締役」の data source は東洋経済新報社から毎年刊行されていた『企業系列総覧』である。「役員系列」と題して、各社ごとに、役員数およびその内訳、役員の主な前歴、役員の主な兼務先が収録されている。各社の有価証券報告書の情報を整理したものである。ここに収められた情報を加工して分析データとして用いた。「役員の主な前歴」「役員の主な兼務先」に掲載された「役員」を「社外取締役」とした。「役員の主な前歴」に記載されるのは、「他社または官公庁の幹部であった（または、ある）者が当該企業に入社して原則4年程度以内に役員に就任した場合」である。したがって、たとえば入社10年目に役員に

⁴³ 「取締役全員が同格ではない。平取締役とたとえば常務以上の取締役では取締役会での実質的な発言力が異なる」などとする見方を想定して、常務取締役以上の地位を占める取締役に限定して同様の検討を行い、ほとんど同じ結論が得られることを確認した。MR2005では割愛したが、関心の読者は、Miwa and Ramseyer [2002]の‘Executive Directors’に関する部分を参照されたい。その一部については三輪・ラムザイヤー[2007、11-3]で触れた。

就任した場合は、「社外取締役」には含まれない。

「社外取締役」を5つのカテゴリーに分類してデータを作成した。「前歴」に注目した、元金融機関関係者、元非金融機関関係者、元官僚と、「兼務先」に注目した金融機関関係者の兼任と非金融機関関係者の兼任である。金融機関には銀行以外の金融機関も含まれる。また、官僚の民間企業役員の兼務は禁止されている。

「日本の大企業は社外取締役をほとんど任用していない」とする「通念」「常識」は正確ではない。1985年、1990年、1995年の各時点で見ると、役員総数と社外取締役（役員）数のmedianは、(18, 4), (19, 4), (19, 4)であり、数、比率のいずれで見てもほとんど変化しない。外部役員比率は一貫して20%強である。各時点での社外取締役数が0の企業の比率は、10.11%, 9.08%, 6.10%であり、1985年の比率を産業別にみてもバラつきは小さく、軽工業の19.85%が最も高い。社外取締役数の期間別の変化を各タイプ別にみても、大きなばらつきはなく、また前半期と後半期で目立った変化は見られない。

Miwa and Ramseyer [2005] : (2) 社外取締役の選任と株主利益

[III]に紹介した研究成果に沿った理論的推論から、「社外取締役」をどのように定義しても、「社外取締役」の数・タイプ・比率と企業の収益性（株主利益）との間に明瞭な関係は観察されないとする実証的に検討可能な仮説が導かれる。

MR2005では、この仮説をテストするための検討対象期間として1980年代後半の「バブル期」と1990年代前半のバブル崩壊後の混乱期を選択した。株主利益を「企業の収益性」で見るという点については広範な合意があるだろう。⁴⁴とはいえ、「企業の収益性」の測り方についてまで広範な合意が存在するとは思われない。われわれが選択した方法は、提案（あるいは言及）されたこと（あるいはその可能性）がある複数の指標を用いて検討し、そのいずれを選択しても同じ結果が得られることに注目するものである。「企業の収益性」を示す被説明変数として用いたのは、Q（製造業企業に限定したTobinのQ）、ROI（株式投

44 資本市場に多様な株主が参加するとはいえ、競争市場では需要価格が高い株主が株式を取得する。株主総会で「企業の収益性」を最優先しない株主が「多数派」として取締役の選任権を掌握し、企業経営に実質的影響力を行使するケースは、存在するとしてもきわめて稀だろう。

45 「株主利益の軽視」ではなく、大企業の巨大さに注目した「社会的監視」の必要性を強調し、その手段として「社外取締役」起用を義務づけるべきだとの主張があるが、ここでは取り上げない。この主張とも密接に関連する「企業の社会的責任」論議に関しても、ここでは取り上げない。「大企業の巨大さに注目した『社会的監視』」を重視する主張には戦後一貫して強い支持がある。関心の読者は、「大企業の監視？——『コーポレート・ガバナンス』論——」と題する三輪[1997、第7章]を参照。後者については、Miwa[1999]を参照。とりわけこの主張の支持者には、「なぜ上場企業に限定するのか？未上場であれば『監視』は不要か？たとえば、巨大新聞社のような企業にも『社外取締役』の起用を義務づけるべきではないのか？」という不満が浮上するだろう。さらに、「株式会社でなければ、巨額年金基金のような影響力の大きな存在にも『社会的監視』は不要か？」という疑問も浮上するだろう。

資収益率)、総資産営業利益率、自己資本経常利益率、Growth (総資産の平均成長率) の 5 つである。標準的なものとしてわれわれがとくに重視したのはQ、総資産営業利益率、自己資本経常利益率の 3 指標である。ROIとGrowthはしばしば言及されるものとして加えたが、全体の結論には影響しない。

企業の収益性を 5 種類の被説明変数とし、「社外取締役」関連各指標を含む変数群を説明変数とする回帰分析を、1986-1990 年の時期(「バブル期」と 1990-1994 年のバブル崩壊後の混乱期の 1990 年を境にする 2 つの時期にわけて実施した。

「社外取締役」関連各指標として次の 5 類型を設定した。(1) 各カテゴリー別の「社外取締役」数を説明変数とする(社外取締役数)。(2) 各カテゴリー別の「社外取締役」数の総役員数に対する比率を説明変数とする(社外取締役比率)。(3) 各カテゴリー別の「社外取締役」の有無(1 人でも任用していれば 1、そうでなければ 0)を示すダミー変数を説明変数とする(社外取締役ダミー)。(4) 「社外取締役」総数を説明変数とする(社外取締役総数)。(5) 「社外取締役」が総役員数の過半数を占めるか否かを示すダミー変数(過半数以上であれば 1、そうでなければ 0)を説明変数とする(社外取締役過半数ダミー)。

回帰結果は、市場競争の帰結として予想される結論を基本的に支持する。1985 年時点の取締役会構成は 1986-1990 年の期間の企業収益に目立った影響を与えない。同じく、1990 年時点の取締役会構成は 1990-1994 年の期間の企業収益に目立った影響を与えない。統計的に有意な結果が得られる稀なケースでも、他の企業収益指標に対しては同様の結果は成立せず、結果は robust ではない。

以上の結論は、検討対象を常務取締役以上の地位を占める取締役に限定しても同様に成立する。

まとめと結語

日本企業の「社外(外部)取締役」任用を制限する特別の制約は存在しない。株主の合理的選択の結果として株式保有構造や取締役会の構成が決定される。「社外取締役」任用もその一環である。日本企業が稀にしか「社外取締役」を任用しないわけではない。1980 年代後半の「バブル期」と 1990 年代前半のバブル崩壊後の混乱期の双方について行った回帰分析は、株主の合理的選択の結果として、最適な数・タイプ・比率の「社外取締役」が任用されているとする主張と整合的であり、多くの「社外取締役義務づけ(設置強制)論」者の説明・主張がデータによって支持されないことを示す。経済環境が激変した 2 つの検討期間のいずれについても成立する robust な結論である。⁴⁶

⁴⁶ 「銀行のモニタリング能力の低下は、日本企業の外部的コントロールの真空化をもたらし、それがバブルとその後始末の悪さとして露呈しているともいえるからである」(青木、1995、159 頁)。「バブル経済の時期のコーポレート・ガバナンスは・・・メインバンクによるモニタリングの顕著な(conspicuous)な低下によって特徴づけられた。・・・アメリカなどに見られるような control の a market-based system が存在せず、日本は大企業の経営陣を monitor し規律づける有効なシステムが存在しない状況に放置された」(Miyajima, 1998, p.57)。

[III]に紹介した現時点までの研究成果の支配的結論が[IV]の検討内容の基盤である。両者は親亀と子亀の関係にあり、[III]の内容がより基本的である。[IV]の以上の結論は[III]の結論と完全に整合的である。

「所有と経営が分離し、株主総会が形骸化しており、株主利益が軽視されている。株主総会が形骸化しているから、かかる現状からの脱出を株主自身の手では実現できない」とするBM1932 由来の基本認識が社外取締役設置強制論の基盤である。[III]に立ち戻ってこの基本認識の意味と妥当性について再吟味することも意義深いはずである。⁴⁷

「日本では『社外取締役義務づけ論』しか目につかないじゃないか・・・」と不満な読者には、その理由、かかる現状を生み出すメカニズムが見え始めたはずである。アメリカにおける議論の状況に関する周到かつバランスのとれたreviewに関心の読者は、Romano [2001]を参照されたい。⁴⁸

以上の見方に象徴される如く、銀行は（日本の）コーポレート・ガバナンス(CG)論議で特別の地位を与えられ続けている。銀行に関わる CG 論議に関心の読者は三輪・ラムザイヤー [2007、第 11 章；2001、第 6 章]を参照。銀行による融資先企業の CG への関与と、銀行の CG と「外部取締役」の両面である。一世を風靡したが現時点では昔懐かしい存在となった「メインバンク論」に関心の読者は、三輪・ラムザイヤー[2007、第 7 章]、Miwa and Ramseyer [2006, Chapter 4]、さらに三輪・ラムザイヤー[2001、第 1 章と第 5 章]を参照。とはいえ、自由民主党・日本経済再生本部の「日本再生ビジョン」(2014)には、「独立取締役の導入促進」との関連で「特に、銀行に関して」として「メインバンク論」が昔の姿のままで登場している。「そもそも、①金融機関は借り手企業の『指南役』として、コーポレートガバナンスの模範たるべき存在であること、また、②銀行は預金者保護のために税金投入をも想定した預金保険制度により守られている社会的存在であり、さらに③反社会的勢力との対峙など、単なる株式会社の場合に比べ、上乘せして社会的責任を負う存在であること、など金融機関の社会性を合わせ十分考慮すべきと思われる」(18 頁)。

⁴⁷ 「特別の理由もなく、なんとなく、そんなものか・・・」と共鳴していた読者や支持団体等のメンバーは、「赤信号、皆で渡れば恐くない」という台詞には、渡る途上あるいは渡った先に待っているモノ・イベントに関する情報が含まれない点に注意し、騒々しくて迷惑な無責任な人たちの集団として迷惑がられるおそれおよび人々の憎しみとあざけりの入り混じった厳しい目が向けられるおそれにも配慮する必要がある。次のケースでは、主張者および報告者が赤信号の存在にすら気づいていない可能性がある。2005 年 12 月 1 日の『日経』は 1 面で、与党税制協議会が来年度税制改正で業績連動型の役員賞与や報酬の損金算入を認めることになったと報じ、具体的な算定基準の透明性を担保するための適用条件として、「2 人以上の社外関係者が参加する報酬委員会で決定し、算定式を有価証券報告書に開示するなどの要件を設けている」米国の例などを参考に対象範囲を詰める」と解説した。アメリカでは、社外取締役の存在が株主代表訴訟に対する防壁として機能する状況を一連の判決が創出したことが社外取締役増大傾向を決定的にした。この点については[V]でふれる。

⁴⁸ Romano[2001, p.176]によれば、CalPers などの 5 つの機関投資家を代表とする機関投資家の activism がとりわけ目立ったのは 1986 年から 1990 年代の初頭である。1970 年代末からの先行する時期には宗教団体や少数の個人の活動が目立ち、1994 年以降は、労働組合の活動が目立つようになった。5 つの機関投資家に関する詳細な情報に関心の読者は、Del Guercio and Hawkins [1999]の Table 3 (p.302)を参照。

注目すべき3つの事実（「不都合な真実」？）

以下の3点にも注目する必要がある。第1に、1980年代から1990年代前半にかけての時期には、アメリカではすでに多くの大企業で社外取締役が取締役会の過半数を占めていた。しかし、*Japan as Number One* (Vogel, 1979)や *The Age of Diminished Expectations* (Krugman, 1990) がアメリカや日本で広く読まれ、アメリカ企業の経営にこそ問題が多く、経済活性化の手段を求めて、日本企業・日本経済・日本の「産業政策」などに対する関心が高かった。日本の「失われた10年」などと言われ出した時期に、日本でも「社外取締役」に対する関心が高まり、アメリカ経済の「復活」「活性化」が注目され出した1990年代後半から、コーポレート・ガバナンスという表現に対する関心が再度高まり始め、アメリカの社外取締役重視論者の言動が日本でも注目を集めるようになった。

第2に、日本でコーポレート・ガバナンスや社外取締役設置強制に関する主張が広く関心を集めるようになった時期に社外取締役の任用が減少したのではない。長らく世界中の羨望的であり続けた、明治維新以来の日本の経済発展、それを可能にした日本企業の活力等は、社外取締役設置強制による対応（外科手術？）を要するとされる環境下で実現し維持され続けた。戦後の混乱からの日本経済の回復と急速な経済成長に限定しても同様である。

第3に、「株主利益が軽視・無視され続けてきたとされる日本では、軽視・無視にもかかわらず株主が増大する資金（資本）需要に対応し続けて、明治維新以来の経済発展を支え続けてきた。このような軽視・無視にもめげない愚かで忍耐強い膨大な数の投資家に恵まれ続ける不可思議・奇跡なくしては、日本の経済発展は実現しなかった」とでも考えなければ説明がつかない見方⁴⁹を、多くの読者が今後も受け入れ続けるのだろうか？

[V]. 社外取締役設置強制の「弊害」（コスト）

[V]では社外取締役設置強制の「弊害」（コスト）に焦点を合わせる。[III]と[IV]に紹介した研究蓄積の現状は、社外取締役の選任（設置）状況と株主利益の間に有意な関係は観察されず、株主が社外取締役を含む取締役会の最適構成を実現しているという主張と整合的な結果となっている。このためもあって、最適状態からの乖離に結果するおそれがある社外取締役設置強制の当否やこれに伴って発生する弊害の態様・規模は、研究課題のみならず研究者間の話題にもならなかった。社外取締役設置強制に積極的な文書等を中心に昨今の社外取締役論議を見ても、その態様や規模以前に設置強制の「弊害」（コスト）が話題

⁴⁹ 戦後の長期間にわたってマルクス経済学者を象徴とする「進歩的文化人」の考え方の影響力が圧倒的であった。その一環として、「遅れた資本主義」下の日本企業では「経営者支配」による「経営者資本主義」が徹底し株主の権利・利益が軽視あるいは無視されているとする見方が支配的となり、Berle-Means thesis が強く支持された。軽視あるいは無視されたはずの株主が資金を提供し続けて日本の経済発展を可能にし、同時に高い投資収益率を継続的に実現したという現実は無視された。

として注目されることはほとんどなかった。加えて、「弊害」の態様と規模は、「設置強制」の「実質化」・「強化」に向けた今後の展開の方向・動きの内容と強ささらに継続期間の長さによって決定的に依存する。以上の理由により、[V]の内容は、今後顕在化する「弊害」(コスト)の態様と規模について考えるための素材の提示という *suggestive* なものである。しかし、これまで注目されず、研究者の話題にもならなかったから、前半部分の中では[V]がとりわけ新規性の点でこれまでの研究成果に精通した読者にも最も興味深いはずである。2015年6月1日施行のコーポレートガバナンス・コードの一環として社外取締役設置強制が実施開始となった段階である。「弊害」(コスト)の態様と規模の現実化とさらなる展開を予想し評価・見直すための参考資料である。

社外取締役設置強制の「弊害」(コスト)

ともに本論文の前半部分を構成する[V]は、[III]と[IV]の延長線上に位置し、分析手法等も共通である。[III]では、各企業の株式保有構造と株主利益の關係に注目して *Berle-Means thesis* について検討し、株式保有構造は株主の合理的選択の結果であり、株式保有構造の違いが株主利益の差を生み出すことはないとする現時点での標準となっている研究成果について紹介した。この結論から、*Berle-Means thesis* は支持されない。[IV]では、株主利益の実現に向けた最有力手段として取締役会メンバーの選任を活用するから、取締役会の構成は株主利益の実現に向けて最適な構成になっているとする理論仮説が実証的にも支持されるとする研究成果について紹介した。社外取締役の選任を制約する条件は存在しないから、各社の取締役会の最適構成メンバーには、最適な数・タイプ・比率の社外取締役が含まれている。

[V]の社外取締役設置強制の「弊害」(コスト)の検討も、視点・分析手法等の点で、[III][IV]と共通の基盤の上に位置する。「弊害」の評価基準は「株主利益への影響」であり、社外取締役設置強制の「弊害」は、「設置強制」によりそれが存在しなかった場合(設置強制以前)と比較した株主利益の減少(低下)分である。⁵⁰

株主によって選任されている取締役会(構成)が株主利益の実現に向けた最適な選択(取締役会の最適構成)だから、政府の規制が株主の選択に影響してこの状況からの乖離を生み出すとすれば、生み出される乖離分に対応する株主価値の減少分がこの規制の「弊害」である。社外取締役設置強制は政府の規制の一例である。もちろん、追加規制が株主の選

⁵⁰ 「弊害(コスト)」と「弊害」を併用する意図は、われわれは「弊害」・コストのいずれかによいと考えるが、「設置強制に伴う『影響』」は多面的だから、株主利益への貢献分にもプラスとマイナスの両面がある。『弊害』という表現はマイナスしかないという先入観に基づいており、不適切だ」とする批判を予想するためである。しかし「弊害」ではなく「コスト」を用いると、「対応する『ゲイン』」については何処で取り上げるのか?無視するのか?とする非難を予想する必要がある。[IV]で紹介した研究成果に照らせば、株主利益への影響はマイナスだから、「ゲイン」に注目するタイプの非難をあらかじめ排除する意図で本論文では「弊害」を選択する。

損に影響しなければ、この規制の「弊害」はゼロである。たとえば、「設置強制」される社外取締役をすでに選任していれば株主の選任は影響を受けない。また、まったくの形式的な対応だけで「設置強制」として課される条件を満たすことができれば、「弊害」はほとんどゼロである。⁵¹

典型的な反応の一例

【III】と【IV】に紹介した標準的分析手法に基づく研究の確立した成果を理解したうえで受け入れない（さらに、理解できないあるいは理解しようとしな）読者を含む少なからぬ人たちは、「企業の『活力』や『稼ぐ力』を増大させて経済全体を『活性化』させる『日本再興戦略』の戦略なのだから、社外取締役の設置強制が『弊害』しか生み出さないというのはひどい『先入観』であり『偏見』だ」と不満かもしれない。

【III】と【IV】に紹介した研究成果と同様に、【V】の内容も標準的分析手法に基づくものである。また、「設置強制」は2015年6月1日に実施に移されたばかりである。本論文の後半部分で見ると、社外取締役の設置強制が企業の「活力」「稼ぐ力」や日本経済の「活性化」に大きく貢献するとする文書等に見る推進派の主張は、その論拠と証拠のいずれもが決定的に不足している。

とりわけ「設置強制」に向けた動きが顕在化した最近数年間にはほとんど目にする必要がなくなったが、一貫して幅広く存在する次の如き考え方・コメントにも目を向ける必要がある。数多くのビジネス関係者のコメント等を参考にしてわれわれが創作した「典型的反応の一例」である。【III】～【V】を一貫する標準的な考え方・分析手法とも整合的である。

「社外取締役であれ、社長、顧問、コンサルタント、役人や政治家のいずれであれ、1人や2人（さらに数名、取締役会メンバーの過半数）の人間を社内に招き、意見を聞き、意思決定に参加させる（してもら）うことぐらいで、会社の『活力』や『稼ぐ力』を増大さ

⁵¹ 「ほとんど」というのは、実質的な「名義貸し」のようなものであっても形式等を整えるための追加コストが必要かもしれないことによる。われわれの知る範囲でも、「設置強制」といっても、カタチを整えればすむという形式的なものだから……。敢えて反対するほどのことはありませんよ」と考えている会社経営関係者が少なくない。草稿段階の論文を読んだ法学者から次のようなコメントをいただいた。「大企業にとっては微々たるものかもしれないが、相当な金額の報酬が支払われ、社外取締役の教育（仕事の内容を知っていたくこと）のための国内外の工場見学などに結構な費用が投じられています。規制者にとってはコストと観念されないかもしれませんが、関連事務費用も小さくないでしょう。法科大学院の場合、教育の適正化のために外部評価が義務付けられました。企業のガバナンスのために社外取締役を強制するのと似ているかもしれませんが、しかし、大学教授が外部評価に対応するために膨大な事務負担を負い多大な時間を費消することになり、金銭評価は困難とはいえ、莫大な学問的損失を生み出しています。」これから始まる「具体化」「強化」のプロセスで、要請に対応しこれをクリアするための企業側の事務コストがさらに増大し、しかも規制者には規制コストと観念されないおそれがある。「だからさっさと設置要請（強制）に応じることにしたのです。Xxx と xx には勝てません。勝てるとしてもとてもペイしません」という声が聞こえそうである。

せることができるなら、喜んで受け入れます。それが株主の意向に沿うことです。適切な人を推薦してくださいよ……。自分で見つけて『稼ぐ力』を増大させよ、というのは、これまでの努力が不十分あるいは不適切だったということでしょう。社外取締役を増やしても『稼ぐ力』が増大しなければ、お前が悪い……。と言うのでしょうか。そこまで確信があるなら、自分で会社を設立して経営したらいい。大成功するでしょう。さらに、他企業との競争もあるのです。すべての日本企業の『稼ぐ力』を増大させて日本経済を『活性化』させる……。なんて。そんなことが政府・政策主導で実現するなら、計画経済、社会主義、20世紀型行政指令経済（Administrative Command Economy）は失敗しなかった。」⁵²

「コンプライ・オア・エクスプレイン」と「実施強制」

「コンプライ・オア・エクスプレイン」であって、「実施強制」ではないのではないかと考える読者が少なくないかもしれない。詳しくは後半部分で見ることとして、ここでもこの点について簡単に見ておこう。

「コンプライ・オア・エクスプレイン」という表現は今次の社外取締役設置強制に至る各種文書にほとんど例外なく登場するキーワードの一つである。「コーポレートガバナンス・コード原案」（詳しくは[VII]で見ると）では、冒頭の「経緯及び背景」の12項目の9~12を「『プリンシプルベース・アプローチ』及び『コンプライ・オア・エクスプレイン』」の解説に充当し、冒頭の9で次の如く強調する。「本コード（原案）において示される規範は、基本原則、原則、補充原則から構成されているが、それらの履行の態様は、例えば、会社の業績、規模、事業特性、機関設計、会社を取り巻く環境等によって様々に異なり得る。本コード（原案）に定める各原則の適用の仕方は、それぞれの会社が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものである。」続く10で、「本コード（原案）は、会社が取るべき行動について詳細に規定する『ルールベース・アプローチ』（細則主義）ではなく、会社が各々の置かれた状況に応じて、実効的なコーポレートガバナンスを実現することができるよう、いわゆる『プリンシプルベース・アプローチ』（原則主義）を採用している」とし、その意義について次の如く解説する。「一見、抽象的で大掴みな原則（プリンシプル）について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある。このため、本コード（原案）で使用されている用語についても、法令のように厳格な定義

⁵² さらに、次のように続くかもしれない。「そもそもあの連中は、『活力』『稼ぐ力』『活性化』とは何のことであり、どうすればそれらを増大させられるのかなどの根本的な点について真面目に考えたことがあるのか？どこかの受け狙いのコンサル屋の受け売りじゃないのか？社外取締役の設置強制にかぎらず、政府等の権力的関与・強制により日本経済を活性化ができるなどという考え方は、破綻した20世紀の『悪夢』、その残影じゃないの？学習しない迷惑な人たちだね。推進派の人たちもあんな連中の口車に乗せられるなんて……。昔のいい加減な教育というか『流行』『常識』『通念』の影響というか、たたりはしつこいね。」

を置くのではなく、まずは株主等のステークホルダーに対する説明責任等を負うそれぞれの会社が、本コード（原案）の趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定されている。」

そのうえで、11で「コンプライ・オア・エクスプレイン」について解説する。「本コード（原案）は、法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではなく、その実施に当たっては、いわゆる『コンプライ・オア・エクスプレイン』（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明する）の手法を採用している。すなわち、本コード（原案）の各原則（基本原則・原則・補充原則）の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる原則があれば、それを『実施しない理由』を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定している。」

12では、「会社が、全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではないことには十分な留意が必要で」とあるとしたうえで、「一方、会社としては、当然のことながら、『実施しない理由』の説明を行う際には、実施しない原則に係る自らの対応について、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう工夫すべきであり、『ひな型』的な表現により表層的な説明に終始することは『コンプライ・オア・エクスプレイン』の趣旨に反するものである」とする。

この「コーポレートガバナンス・コード（原案）」が東京証券取引所（東証）の上場基準として規範化され実施されたこと、政府の成長戦略の一環として推進され金融庁と東証が共同で事務局を務める有識者会議で「コード（原案）」が作成されたこと、「コード」を規範化した上場基準の内容を実質的に決定して適用する東証を監督する立場にある（規制官庁）である金融庁⁵³は被規制主体である東証と一心同体でむしろ積極推進を強要する関係にあることなどに注目する読者のほとんどは「事実上の設置強制」だとする理解に同意するだろう。会社の「実施しない理由」の説明の当否を判断して上場基準を満たすか否かの判断をするのは、当然、東証である。⁵⁴

読者には、[II]の冒頭に見た「社外取締役の事実上の設置強制」と題する江頭[2014、61-62頁]からの引用を思い出してほしい。「説明の困難さ、または、株主総会で説明することの煩

⁵³ 経済学の“take-or-leave it offer”（この条件でおいやならお引き取りください）という取引方法は売り手・買い手のいずれにとってもおなじみである。しかし、たとえば、電力会社や鉄道会社が、「わが社の提示する条件での取引にご不満ならお引き取りください」と主張すれば、消費者が困惑するケースが頻出するおそれがあり、消費者は政府の監視・規制を望むだろう（政府が規制しないと宣言したとして、その帰結を予想してほしい）。「コンプライ・オア・エクスプレイン」というキャッチコピーを掲げる東証の上場基準については、金融庁さらに政府による実質的な監視・規制は視野に入っていないようである。

⁵⁴ 「法令とは異なり法的拘束力を有する規範では」と強調する「コード（原案）」の文章を見て、大昔（高度成長期）の通産省などの行政指導の違法性に関する論争の中で頻出した、「権力の行使に基づく強制ではなく、行政庁の希望にすぎないから・・・」という反論に苦笑したことを思い出して、「よく言うよ・・・、まったく。発想といい使用言語といい、変わらないものだね役人は」と苦笑する読者が少なくないだろう。

わしさ」から、「この会社に生活の全部を捧げていない人間の経営への介入は、有害・無益である」との信念から社外取締役の設置を拒んできた超有名会社なども2014年の定時株主総会で続々と社外取締役の設置に踏み切っている。

また、「株主の皆様によって選任された現在の取締役会の構成メンバーが、株主利益の実現に最適な選択であることは皆様が十分にご存知のはずです。今後も、これまで同様、この取締役会メンバーで株主利益の実現に邁進いたします。現状以上の社外取締役の受け入れは、株主の皆様の利益の実現にとって、無益であるばかりか有害です」とする「説明」に対する株主総会内外での反応を想像してほしい。⁵⁵

今後の展開：予想されるシナリオ

社外取締役設置強制の「弊害」（コスト）の態様・規模は、「設置強制」の「実質化」・「強化」に向けた今後の展開の方向・動きの内容と強ささらに継続期間の長さによって決定的に依存する。設置強制に向けて加速化した継続的で強力な「世論」をバックにして「実質化」・「強化」の継続的展開が予想されるが、今後の展開の方向・動きの内容と強さや継続期間の長さなどは多種多様な要因に依存する。ここでは、われわれが予想する展開のシナリオを提示し、対応する「弊害」の態様・規模について見る。

[当面の状況]

設置強制される側の多くの企業、強制する側の東証・金融庁等の双方が「強制」の実質的内容をめぐる、当面、様子見の状況になるだろう。

設置強制に向けた動きに関心を抱いてこなかったあるいは実施に移された「コード」・上場基準についてほとんど知らない企業が少なくない。「社外取締役」という形式を満たせばすむとしてほとんど重大視していない企業も多いだろう。さらに、過剰な反応は「弊害」が大きいと考え、東証等の今後の行動を見て設置強制の実質的内容と上場基準の適用の実態を見て、対応についてはそれから考えればよいと考える企業はさらに多いだろう。

上場企業との間のトラブル・緊張の発生は可能ながざり回避したいと考える強制する側も、企業の積極的対応を祈念しつつ、以下の如く考えて、当初は様子見を選択するだろう。上場基準を満たさないからという理由による上場廃止という事態の発生は可能ながざり回避し、発生するとしてもその回数を減らしたいと考える。「コード」で使用される用語の意味や解釈に関する追加的な情報の発信は「プリンシプルベース・アプローチ」の建前に反し望ましくない。追加的な情報の発信は、容易でもないし、強圧的な警告と受け取られ、あるいは過剰規制のおそれがある。適切な情報発信のためにも、企業側の対応の実態とその推移を注意深く観察する必要がある。東証や金融庁などの強制実施担当部署のメンバー

⁵⁵ 「そんな『説明』でわれわれ株主が納得すると思うか」と大声で叫ぶ少数の株主で定時株主総会が騒然となるかもしれないし、「時代錯誤の傲慢な会社」だとしてメディア等で名指しで会社・経営者が非難されるかもしれない。

の中にも、設置強制に向けた近時の動きに戸惑いを感じ、あるいはその趣旨と内容に必ずしも賛成ではなく、設置強制の実質化に向けた具体的行動の採用を可能なかぎり回避したいと考える者も少なくないかもしれない。

様子見の雰囲気支配的となる当面の間には、設置強制は形式的なものとなり、「コード」への対応を強制された企業にとっても「弊害」はほとんどゼロに近いだろう。⁵⁶「社外取締役」であること以上の特段の条件が実質化されなければ、元官僚・弁護士・他企業の経営者・元メディア関係者・研究者・著名人などが拡大する「社外取締役」市場の中心を占めるだろう。

【「実質化」・「強化」に向けた動きの始まり】

様子見が支配的であり、設置強制に対応した企業の「弊害」もほとんどゼロの状況では、社外取締役設置強制を支持し推進した人たちがそれによる実現を期待した（はずの）成果はほとんど実現しない。日本企業の「活力」「稼ぐ力」やそれによる日本経済の「活性化」「再興」「復活」などである。⁵⁷

金融庁や東証のメンバーの一部を含めた積極推進派の人たち、これに賛同したメディア関係者の一部、推進派の主張に賛同して成長戦略の重要な一環とすることに貢献した政治家たち、さらに設置強制を支持し目覚ましい「成果」を期待した広範な「世論」を構成する人たちのいずれもが、「期待を裏切られた」とする不満を募らせ、原因の究明と関係者の積極的対応を期待する。真っ先に期待が向けられるのは東証であり金融庁だろう。「こんなはずではなかった」とする不満と共に『設置強制』の実態に関する報告や「設置強制ル

⁵⁶ アメリカのデラウェア州最高裁判決が、社外取締役主導の報酬委員会承認したものであれば取締役の報酬が高すぎるとする株主訴訟に対抗できるとしたことにより、これが社外取締役の爆発的増加に結果した。「会社株主の利益」に対する実質的影響（効果）がほとんどなかったとしても、ここでは社外取締役の増加は、株主訴訟を **discourage** するという実質的影響を持ったかもしれない。逆に、過剰な株主訴訟に対する有効な対応策であり株主利益の改善に貢献したとする評価もあるだろう。日本でも、このような「副作用」あるいは「副産物」を伴うおそれに注意する必要がある。ちなみに、アメリカ大企業の CEO 報酬の対労働者報酬比率が目立って上昇したのは 1980 年代以降のことである。福井[2015、6 月号、76 頁、図表 1]によれば、この比率は 1978 年の 30 倍から、1989 年の 59 倍、さらに 2000 年の 383 倍に上昇した。（もっとも、この時期には株価も急上昇した。S&P500 (1973 年=100)は 83 から、117、383 へと上昇した。）2014 年 2 月にデラウェア州最高裁長官に就任した Leo E. Strine は、上場企業を中心に位置するのは経営者であると考え、「中央集権的に権限が集中した経営者の決定に基づくより大きな利益を得るため、喜んで失敗を受け入れる」「伝統主義者(traditionalist)」である。「経営者の欠陥のみへの相も変らぬこだわりは、過去四半世紀の機関投資家の影響力増大が必ずしも良いことばかりではなかったという現実を無視している」とする（福井、2015、7 月号、126 頁）。

⁵⁷ さらに、オリンパスや東芝で発生したような「不祥事」の防止、前掲注 45 で触れた大企業の「社会的監視」や「社会的責任」との関連で強制を支持する人たちにとっても、同じく、効果はほとんどゼロである。たとえば、[VIII]に見るような多様な目的の実現を目指す人たちにとっても状況は同じである。

ール違反企業のリスト」等の情報が登場する。政治問題化し、「こんな状況を放置するつもりか？」とする声が各所で目立つようになる。「実質化」「強化」に向けた動きが始まるだろう。⁵⁸

「このような社外取締役で上場基準を満たすとするのか」等の声に応えた東証による「意見」「勧告」「警告」が発せられ、その内容と関係企業の対応などを巡って議論が巻き起こる。さらなる「警告」等が発せられ、上場廃止に至るおそれがある企業のリストが話題として浮上する。成長戦略の重要な柱の一つと位置づける政府と自民党・日本経済再生本部などの政治家は目覚ましい成果の迅速な実現を求めてさらなる「実質化」「強化」を求めらるだろう。⁵⁹

他方、「実質化」「強化」を目指すとしても、推進派（とりわけその強硬派）の主張は具体性に乏しく、「実質化」「強化」の具体的内容とその「有効性」等に関する検討と詳細な関連情報が求められるだろう。「設置強制」が有効に機能しなかった原因とメカニズムの解明と説明を求め、なかには関連説明に明確な論拠と証拠を求める声も登場する。提示される説明とその論拠・証拠は、「設置強制」の具体的内容および「設置強制」自体の当否に関する議論を活発化させるだろう。

「設置強制」の実現に結果した政治的な力と「世論」を背景に、「実質化」「強化」が進展するだろう。しかし、企業の「活力」「稼ぐ力」の増大や日本経済の「活性化」、さらに「日本再興」への貢献はほとんど実現しない。

[「実質化」「強化」をめぐる意見・評価の対立の顕在化]

時間の経過とともに、「社外取締役設置強制」の「実質化」「強化」の内容をめぐる意見・評価の対立が設置強制を支持する人たちの間でも顕在化する。さらなる「実質化」「強化」を求める人たちも、設置強制のスタート時点での支持者の中でも勢いを増す以下の如き疑問・批判・反対の声を無視できなくなるだろう。

⁵⁸ 推進派は、自己弁護を兼ねて、「形式的条件を満たすことにとどまっているからだ。中途半端にしか実行されていないことの当然の結果だ。実質化させなければならない」などと主張する。「適切な選任が行われていない」、「権限付与などの社内環境が整備されていない」、「社外取締役に対する教育や情報提供が不十分だ」、「人数が少なく、取締役会メンバーに占める比率が低すぎる」などと批判は多面的であり、たとえば、「過半数をより適切な『独立』社外取締役に』とする要求が提示されるだろう。もっとも、『適切な選任』とは何か？誰が実行するのか？」という基本的設問に多くの人たちを納得させる回答が提示されることはありそうにない。

⁵⁹ 「各社外取締役の選任理由と活動内容の報告」が要求されるようになり、「政府が指名する人物を社外取締役に」となり、さらに「社外取締役候補の的確性を審査しその選任後の活動を監視する『社外取締役庁』を設置し、その詳細な活動内容を毎年国会に報告する」などとなるかもしれない。そうなれば、軍管理工場に管理主体である陸海軍の将校を軍工場管理官として派遣した「軍需動員」時代のような状況の悲喜劇の再演に近くなるだろう。

(1) 「そのような条件の追加強制で、本当に成果が上がるのか？どこまで条件を強化して『社外取締役』の選択肢を制限したら有効に機能するのか？」条件の「具体化」「実質化」と設置強制の経験の蓄積により、具体策に関する各評価者自らの評価がより具体的になり、推進派の人たちの間の議論・評価も具体的かつ錯綜したものとなる。

(2) 「そんな内容の設置強制策を当初から想定していたのか。話が違うのではないか？」と具体的内容と論拠・証拠のいずれもが乏しかったことに新たな関心が向けられるようになる。

(3) 成長戦略の有力な一環として位置づけ、コーポレートガバナンス・コードの作成と実施に積極的に関与した政治家の間にも(2)と同様の声が強まる。

(4) 社外取締役の人数の増加、取締役会メンバーに占める比率を過半数とすること、メンバーの「ダイバーシティ」の大幅増加、CEOの国籍の多様化などが「実質化」「強化」の内容として浮上すると、「企業の『活力』『稼ぐ力』、日本経済の『活性化』などの増進に貢献するという論拠と証拠を示してくれ。話が違いただろう」とする声が大きくなるだろう。

(5) 時間の経過とともに、「何か誤解していたというか、騙されていたようだ。設置強制論を支持したことは誤りだった」とする声も増加するだろう。

[結末とそこに至るプロセス]

「社外取締役の設置強制」はいずれ形骸化し、株主総会の取締役選択に対する制約としての機能を実質的に失うだろう。東証が上場基準から削除するかもしれない。それに伴って、設置強制の「弊害」は限りなく小さくなるだろう。これがわれわれの描くシナリオの結末である。「弊害」の時間的推移と総額は結末に至るプロセスに依存する。

この結末に至るプロセスの具体的内容と、時間の長さは、様々な要因に依存する。われわれが考える主要な要因の例示的リストは次の通りである。

(1) 政府の成長戦略の重要な項目と位置づけられたことが設置強制実現に向けた動きに勢いを与えた。「実質化」「強化」にもさしたる効果が期待できない点を政府が理解したとしても、高く掲げた旗を降ろすことは政治的に容易でない。位置づけ等の見直しの内容とタイミングは今後の政治状況に大きく依存する。

(2) 「世論」を含めた社外取締役設置強制の支持者たちの期待の大きさの盛衰といずれ顕在化する失望感の大きさとその拡大スピードに大きく依存する。期待が大きいほどブームが盛り上がり、反動も大きくその到来も早いだろう。現時点では、期待はさほど大きくはなく、失望感の拡大までにはかなりの時間を要するというのがわれわれのシナリオである。

(3) 東証や金融庁を中心とする「実質化」「強化」の実施担当部署の行動の具体的内容も大きく影響するだろう。われわれは、早期の強力な「実質化策」「具体策」の実施が結末までの時間の短縮につながると考えている。

付随する論点？

以上は、「株主利益への影響」としての「弊害」に焦点を合わせたわれわれの描くシナリオに沿った見通しである。ここでは議論を見やすくするためにこれまで取り上げなかった付随する論点について見る。

第1に、社外取締役設置強制の実施が各企業の社外取締役（候補）の選択肢に与える影響である。「コード」が社外取締役に求める条件が不透明であり（おそらくは安定性に欠ける）ため、企業の選択肢が実質的に狭まり、企業から選択しても打診を受けた候補者が受け入れを躊躇するケースが増加するだろう。「実質化」「強化」に向けた要求が高まりその現実化が進行すれば、この傾向が加速するだろう。結果として、社外取締役の設置コストは上昇する。⁶⁰

第2に、社外取締役に求められる条件が厳しくなると、ようやく獲得し機能を果たせるようになった社外取締役の社内での立場が著しく強化され、新たなトラブルを発生させるかもしれない。「私が反対したら・・・」「そんなこと言うなら辞めちやいます・・・」「この点について外に向かって公表してもよろしいのですか・・・？」などという台詞を頻繁に振りかざす（暴君化の）おそれである。⁶¹

第3に、日本企業の「活力」「稼ぐ力」や日本経済の「活性化」を通じる「株主利益」増大への貢献が望めないという「厳しい現実」が時間と共に明らかになるにつれて、「株主利益」への好影響を期待した支持者の支持が減退するだろう。⁶²替わって比重を高めるのがそ

⁶⁰ 第1点とは独立であるが、江頭[2014]は「日本の企業・資本市場の衰退の主因が、経営者とりわけ最高経営責任者（社長、CEO）の人材不足にあることは明らかで、監督体制の欠如などは周辺の事情にすぎないことは、誰の目にも明らかであり、「現下の日本の企業・資本市場の衰退の原因を、経営者監視体制に求めるのは、牽強付会というべきであろう」とし、『経営者の養成・選抜システム』は、最強の下部構造（いわば『岩盤』）であり、これが変わらない限り、他の改革の効果には限界がある。たとい社外取締役の過半数を占めるようになっても、当該社外取締役（多くは他社の経営者である）自身の出自がある会社の内部昇格者であれば、内部昇格システム自体は、ビクともしないであろう」（59-60、63頁）と主張する。このような見方が「誰の目にも明らか」だとする主張の登場に驚くわけではないが、われわれは、ここでも「いかなる論拠・証拠に基づくのか？」『日本の企業・資本市場の衰退』『人材不足』とは何のことか？『内部昇格システム』の何が問題か？」などの基本的な疑問群に直面する。

⁶¹ 「替りの選任をどうするか？」とする不安が「株主総会で再任しない」との台詞の活用を躊躇させるだろう。

⁶² 「社外取締役（または独立取締役）の設置強制論は、その論拠を突き詰めると、『社外監査役』制度は外国人投資家に理解・評価され難い、または、会社に何か生じた際に、社外取締役がおれば取締役会において公正な判断が行われたとの世間の評価が得られやすい、といったものにすぎないことが多い。それは、『体裁を取り繕うことが重要である』と主張しているに等しく、その制度を法令で強制する根拠には、到底なり得ない」（江頭、2014、61頁）。このようなタイプの支持者も早々に支持を撤回するだろう。とりわけオリンパスや東芝のケースのような「不祥事」の際に顕在化する「経営者が取締役としての責任をきちんと果たさないからだ・・・。しっかりしろ」とし、取締役を叱咤激励しつつ、その監視役としての役割を社外取締役に期待する支持者の比重が圧倒的に高いとわれわれは考えている。しかし、このような支持者の期待も急速に低下するだろう。

れ以外の目的の実現を期待する社外取締役設置強制の推進者・支持者たちの主張である。ここで両タイプの支持者間で推進者としての主役の交代が発生し、両者間で熱意の対比と意見の交代が顕在化する。⁶³

第4に、株主以外のステークホルダーへの悪影響が顕在化するかもしれない。

「コーポレートガバナンス・コード原案」は「基本原則」の2に「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」と題して次の如く記す。「上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な関係に努めるべきである。取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。」

「適切な協働」および後半部分の内容がはなはだ曖昧であり、社外取締役設置強制とのつながりも不明だが、設置強制の「実質化」「強化」に向けた議論と制度見直しの進展の過程で、「適切な協働」などの曖昧な表現がクローズアップされるかもしれない。

第4点として注目するのは、設置強制の「弊害」である株主利益の低下（減少）が、株主以外のステークホルダーの利益に反し、その消極的対応を引き起こすおそれである。株主利益の低下に結果する企業利益の減少（あるいはその見通し）は、賃金と雇用量の低下として労働者の利益に反するだろう。また、企業活動の委縮・低調化による製品品質の低下などを通じて消費者の利益に反する。部品・原材料の納入業者、製品の販売業者などの取引先についても同様である。税収の減少のみならず、地域経済や国民全体にとっても悪影響を引き起こす。「設置強制」政策の実質的内容および今後の展開の不透明性は、企業の合理的な意思決定を妨げるのみならず、株主以外のステークホルダーの合理的な意思決定を妨げ、多方面にわたって悪影響を及ぼす。

第5に、設置強制は一部の企業の規制回避行動を誘発するだろう。「具体化」「強化」に向けた議論の活発化・現実化によりかかる行動が増加するかもしれない。たとえば、以下のような行動である。(1) 東証に上場しなければ強制されないから、東証以外の国内市場、さらに国外市場に上場市場を移す。(2) 上場を断念し、未上場会社とする。(3) 本社（さらに企業の活動場所）を海外に移転する。(4) 株式会社であることを断念する。(5) 活動を停止し、会社を解散する。⁶⁴

第6に、目的が曖昧で「株主利益」への悪影響という弊害を伴う政策は、市場経済や資

⁶³ 「株主利益」の増大以外の目的については前掲注45を参照。

⁶⁴ そのうちに、上場会社に限定する理由にも関心が集まり、「日本経済全体の活性化のためには、これでは不足だ・・・」と、「未上場会社、中小規模会社、株式会社以外の経済組織（相互会社、機関投資家、ファンド、政府系金融機関など？）についても適用しろ」となり、同様の回避行動を採用する主体の範囲が拡大するかもしれない。さらに、個人、財団、外国機関の子会社等にも拡大するかもしれない。

本主義経済の機能制限につながる（積極推進派の中には市場経済や資本主義経済を否定することに熱心な人たちも少なくない）。このような方向に向けて第一歩を踏み出した政権・政党、それを後押しした官庁やその他の分野の人たちへの日本の内外双方での信頼が大きく低下する。その軌道修正に手間取るようなことがあれば、信頼低下はさらに深刻となる。

[VI]. 改正商法と「社外取締役の事実上の設置強制」

[VI]~[IX]は本論部分の後半を構成する。前半（[III]~[V]）で、論拠・証拠に重点を置いて、基本的論点と関連研究の現状およびこれまでの研究の進展経緯について紹介し、さらに「設置強制」の「弊害」について見た。後半部分では、社外取締役設置強制の実施に至るプロセスが具体的な論拠・証拠を示すことなく進行した点に重点を置きつつ、昨今の社外取締役関連制度に関わる議論、制度改革の進行プロセスとその到達点である現状を紹介する。

「コーポレートガバナンス・コード原案」等の設置強制の実施に至るプロセスを彩り基礎づけた文書等の内容とその作成プロセスを検討の俎上に載せる。関心の中心は、「社外取締役の事実上の設置強制」などという政策が強力に推進されたこと、およびこれに結果した世論と政治の動向、さらにこれを可能にした要因とメカニズムである。さらに、以上の観察事実の実態・実質を解明して提示し、関連制度の機能・帰結の評価と見直し論議の展開に寄与することである。

[II]に見た如く、本論文では「社外取締役の事実上の設置強制」を中心に「コーポレートガバナンス・コード」の内容とその策定プロセスに検討の焦点を合わせている。設置強制が東京証券取引所の上場基準として規範化されて実施されたことに加えて、会社法改正作業の開始以前に今次の「設置強制」の実現につながる実質的なバイパスの創設が完了しており実現に向けてバイパスを活用する作業が金融庁・東証などを中心として10年前から開始されていた。[VII]と[VIII]で「コーポレートガバナンス・コード」について検討する。その内容との対比を念頭に置きつつ、[VI]では、2014年6月に成立・公布された会社法改正（2015年5月1日施行）の内容と改正の経緯について、「社外取締役の事実上の設置強制」に焦点を合わせて見る。

2014年会社法改正の経緯

「会社法は会社の基本法と言われる」（神田、2015b、i頁）。

2010年2月に、民主党政権のもとで当時の法務大臣から法制審議会に対し、「会社法制について、会社が社会的、経済的に重要な役割を果たしていることに照らして会社を取り巻く幅広い利害関係者からの一層の信頼を確保する観点から、企業統治の在り方や親子会社に関する規律等を見直す必要があると思われるので、その要綱を示されたい」という内

容の諮問が行われた。⁶⁵これを受けて、法制審議会に会社法制部会が設置され、同年4月以降審議が行われた。

2011年に「会社法制の見直しに関する中間試案」を公表し、これに対する意見照会を経て、2012年8月に「会社法制の見直しに関する要綱案」と「付帯決議案」をとりまとめた。これを受けて、法制審議会は、2012年9月7日に「会社法制の見直しに関する要綱」と「付帯決議」を決定し、法務大臣に答申した。その後、政権交代があり、自民党政権のもとで、2013年11月29日に、この要綱に一部修正を加えた会社法改正法案が国会に提出され、2014年6月20日に国会で成立し、2015年5月1日に施行された（同上、36-37頁）。

「主要プレーヤーにとって、改正意欲に欠けた改正」と題して、江頭[2014、59頁]は冒頭に次の如く解説する。「この改正の一つの特色は、従来会社法改正を取り仕切ってきた二大主要プレーヤー、すなわち法務省事務当局と経済界（その中心は日本経済団体連合会）とがともにさほどの改正意欲を持たない中で改正作業がスタートした点である。／というのは、2010年2月の法制審議会会社法制部会の設置は、民主党政権下、法務大臣からの直接の指示によるものだったからである。民主党は、政権を獲得した2009年の衆議院選挙前に『公開会社法（仮称）に向けて』という文書を公表していた。他方、法務省事務当局には、2005年の会社法制定の際に生じたミスを修正したいという点を除けば、現下に会社法の改正を行う意欲が乏しかったと見受けられる。経済界は、当面会社法改正の必要はないというポジションであった。／民主党および連合の目指した改正の重点項目、すなわち『従業員による監査役の選任』の主張は、改正審議の早い段階で挫折した。そこで結局、改正に意欲を燃やす勢力は、1990年代後半以降行われてきた自由化（当事者自治の尊重）の会社法改正の方向を快く思わない規制強化論者（法律学者および法曹関係者の相当部分は、これに属する）だけとなり、その主張に対して経済界が抵抗するというのが、審議の行方となった。」

さらに、次の如く記す（同上）。「今回の改正作業開始前、金融庁、経済産業省等には、日本企業または日本の資本市場の衰退の原因を、経営者に対する監督体制の不備に求める見解があり、金融庁の監督下にある東京証券取引所は、2009年から2010年にかけて、上場会社に『独立役員』の選任を義務づける等、その金融庁の意向に沿った上場規則等の改正を行った。今回の会社法改正論議における社外取締役設置強制論が、そうした見解の延長線にあったことは明らかである。」

争点としての社外取締役設置強制の是非

「今回の改正において、最も意見の対立が激しかった争点は、金商法適用会社に社外取

⁶⁵ 2014年会社法改正の内容は、法務大臣の諮問にあるように「企業統治（コーポレートガバナンス）の在り方」と「親子会社に関する規律」の2つが大きな柱である。うち、前者は「2005年会社法制定後の日本に企業をめぐる内外の投資家からの要望とそれに基づき東京証券取引所が策定してきた上場会社向けルール（の一部）の会社法への格上げ」である（神田、2015b、37頁）。関連して、後掲注89を参照。

締役の設置を義務づけることの当否である」(江頭、2014、60頁)。

2011年12月の法制審の部会の中間試案は、「現行法の規律を見直さないものとする」というC案と、異なる範囲の会社に「一人以上の社外取締役の選任を義務づけるものとする」A案とB案の3案を提示した。この中間試案に対する各界からの意見が分かれたので、その後の部会審議の結果、「2012年9月の法制審議会の要綱では、社外取締役の義務付けまではしないこととし、その代り、有価証券報告書提出会社において、社外取締役を置くことを強く奨励することとし、社外取締役を置いていない場合は、『置くことが相当でない理由』を事業報告で説明すること等とした。そしてさらに、法制審議会は証券取引所に対して上場会社に社外取締役の設置を奨励するルールを定めるよう」付帯決議をした。⁶⁶

その後、社外取締役を置いていない場合は「置くことが相当でない理由」を定時株主総会で説明することが国会に提出された法案に盛り込まれた。この定時株主総会で説明することを求める部分は、法制審議会の要綱にはなかった点であり、与党(自民党)での検討において法案に新たに付け加えられたものである(神田、2015b、41頁)。

改正法案は、2014年に通常国会で審議された。衆議院では、主としてこの社外取締役の設置強制の是非が議論の焦点となった。もともと国会では会社法で社外取締役の設置を強制すべきとの意見が一部で強く、民主党政権時代には自民党の一部にそうした意見が有力に存在し、自民党政権になってからは民主党の一部に設置強制の意見が有力に存在した。そのため、設置強制まではしない改正法案については、対案として、民主党から議員立法の形で設置を強制する法案が提出された。結局、政府提出法案が(ごくわずかな技術的な点を修正したうえで)可決された(同、41-42頁)。

「今回の改正が『事実上』の強制に止まり、法令上の強制にならなかったことは、不幸中の幸いであった」(江頭、2014、61頁)。

法務省を事務局とする法制審議会の部会を舞台とする会社法改正論議であったこと、二大主要プレーヤーである法務省と経済界がいずれも法改正にさほどの意欲を持たない中で作業のスタートであったこと、社外取締役の設置強制については産業界が強く反対していたこと、設置強制に向けた動きが法制審議会の付帯決議や与党での検討において負荷されたものであることなどから、期待するタイプと質の論拠と証拠を求めることは容易でないとわれわれは判断する。

[VII]. コーポレートガバナンス・コードと政府の成長戦略(「日本再興戦略」)

「コーポレートガバナンス・コード」が2015年6月1日に施行された。「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」

⁶⁶ 神田[2015b、39-40頁]。付帯決議については、同40-41頁を参照。商法分野の法制審議会では付帯決議をしたのは初めてである。もっとも、2009年末から東証は「独立役員」制度を運用していた(同、40頁)。

と題し「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方」と銘打った「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」の報告書（2015年3月5日公表）に基づく。「有識者会議」は、政府の『「日本再興戦略」改訂2014』（2014年6月閣議決定）に盛り込まれた施策に基づき金融庁と東京証券取引所を共同事務局として2014年8月に設置された。⁶⁷報告書は「今後、東京証券取引所において、『「日本再興戦略」改訂2014』を踏まえ、関連する上場規制等の改正を行うとともに、本コード（原案）をその内容とする『コーポレートガバナンス・コード』を制定することが期待される」とした。

有識者会議の活動を条件づける重要な環境条件

有識者会議の活動とその成果である報告書は『「再興戦略」改訂2014』に盛り込まれた施策を実施するためのものである。同時に、その施策の内容は金融庁（と東証）の意向に沿ったものである（おそらくは、「改訂再興戦略」への盛り込みとその具体的内容は金融庁の意向を強く反映したものである。⁶⁸）有識者会議の活動と報告書を決定的に条件づけるこの環境条件を見ることから始める。

前節でも見た如く、「今回の改正作業開始前、金融庁、経済産業省等には、日本企業または日本の資本市場の衰退の原因を、経営者に対する監督体制の不備に求める見解があり、金融庁の監督下にある東京証券取引所は、2009年から2010年にかけて、上場会社に『独立役員』の選任を義務づける等、その金融庁の意向に沿った上場規則等の改正を行った。今回の会社法改正論議における社外取締役設置強制論が、そうした見解の延長線にあったことは明らかである」（江頭、2014、59頁）。

東証は、2006年9月に「上場制度整備懇談会」を設置し、それ以来、上場規則に関わる実効性確保手段の整備やコーポレートガバナンスを取り巻く環境の整備など、上場制度に関わるさまざまな課題について審議を行ってきた。これを受けて、2007年以降、上場会社向けに会社法のルールに上乘せするルールを「企業行動規範」として数多く定めてきた（神田、2015b、208頁）。

⁶⁷ [II]でも見た如く、2013年6月に閣議決定した「日本再興戦略」は「日本産業再生プラン」の1項目として「コーポレートガバナンスの強化」を打ち出し、その第1項で「少なくとも一人以上の社外取締役の確保に向けた取り組みを強化する」としていた。翌年の『「再興戦略」改訂2014』では有識者会議による「コーポレートガバナンス・コード」の策定と東証の上場基準による規範化と施行を求め、金融庁と東証を共同事務局とする有識者会議が2014年8月7日を第1回会合として審議を開始した。

⁶⁸ 「成長戦略」の策定に先行して官邸から各省庁に目玉になるものを提示するよう要請があった。これに盛り込まれると予算や人員が付き、役所の評価自体にも影響する。このため、役人はその時点で手持ちのあらゆる項目をもっともらしく化粧して文書化し、内閣官房に送り込む。金融庁や経済産業省が特異・特別だったのではない。社外取締役の設置強制は「戦略」の求める内容（「需要」）に合致した。さらに内閣官房副長官などのパイプ・ルートを積極活用したのでしょう。以上が、複数の事情通の解説に基づくわれわれの推測である。

第三者割当てに関する規則（2009年8月導入）が多岐にわたる東証による上場会社規則を代表する。これらの直接の契機となったのは、金融庁の金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」が上場会社等のコーポレートガバナンスの強化について2008年から約1年間審議し、2009年6月17日に公表した報告書「金融審議会金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告—上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」である。同日に、経済産業省の企業統治研究会も「企業統治研究会報告書」を公表した（同、208-9頁）。

企業統治研究会報告書は、ガバナンスに絞って2つの提言をした。第1点目は、「上場企業は独立役員を少なくとも一人置く」というものである。「独立」概念は、会社法にいう「社外」概念とは異なり、より厳格な概念である。「役員」という概念は、取締役または監査役という意味である。2点目は、「社外取締役を置くか、または、置かない場合はそれに代わるコーポレートガバナンスの体制を開示する」というものである（同、209-10頁）。

金融審議会のスタディグループの報告書と経済産業省の企業投資研究会の報告書では、そこでの提言を実現するために、法制度の改正ではなくて、主として取引所の規則で対応することを提言した。これを受けて、東証は、上場規則の改正という形で、ファイナンス関係について第三者割当てに関する規則の導入を2009年8月に、ガバナンス関係について独立役員制度の導入などを同年12月に行った（同、210頁）。

[VI]に見た法務大臣の指示による法制審議会会社法部会の設置は2010年2月である。

有識者会議

閣議決定（『再興戦略』改訂2014）による指示を受けて共同事務局である金融庁・東京証券取引所は「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」を組織して報告書（「コーポレートガバナンス・コード原案」）を作成した。報告書の内容、報告書作成のタイムリミットの双方が明示された指示に基づく作業であり、共同事務局（その実質的中心は金融庁である）に許された裁量の余地ははなはだ限られた。とはいえ、『再興戦略』改訂2014に盛り込まれた政策の内容は、金融庁が長年にわたってその実現を求めてきたものである。会社法などの法制度の改正ではなく、主として取引所の規則の改正で対応するという手法についても同様である。いわば、渡りに舟として政府の指示を積極的に活用して、すでに一部を実現してきた自らの追求する政策のさらなる展開を企図することとなった。⁶⁹

[II]の終わりにも触れた如く、ほとんど完全に内容が決まっている「報告書」を短期間で作成することを役割とする「有識者会議」である。会議の規模やメンバー構成、各メンバ

⁶⁹ 並行して同方向に向けた政策の実現に邁進してきた経済産業省は、オブザーバーとして有識者会議に参加し、実質的にバックアップすると同時に競合・対抗しただろう。同じくオブザーバーとして参加した法務省は、並行した会社法改正作業に開始当初から意欲的ではなく、法制度の改正によるのではない方法による実態の進行を慎重に見守る姿勢であったはずである。

一と座長の選択、検討課題の設定、議事次第、議論の内容と進め方、報告書の内容（書くことと書かないこと）とスタイルなどの点で、共同事務局として有識者会議の設立・運営・報告書の作成を担う金融庁・東証の選択可能範囲ははなはだ狭く、裁量の余地はほとんどなかった。⁷⁰就任依頼を受託したメンバーや座長は、この点を了解し事務局の期待を理解したうえで、自らの立場を踏まえて姿勢と行動を選択したはずである。予定通りの運営の実現のために（あるいは、委嘱によって余計な迷惑をかけないために）事務局の判断で委嘱を回避したケースや、予想されるトラブルを回避するために委嘱を固辞したケースもあるだろう。⁷¹

有識者会議メンバーは座長を含めて13名である。うち、大学教授は座長の池尾和人慶応義塾大学経済学部教授と神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授の2名のみである。メンバー表の肩書に、経団連・日本商工会議所・経済同友会などはもちろん、たとえば日本取締役協会の名前も見えない。[VIII]で注目する富山和彦の肩書は「(株) 経営共創基盤代表取締役CEO」である。⁷²他にOECD, Corporate Affairs DivisionのHeadの名前がアド

⁷⁰ とはいえ、金融庁が中長期的に実現を目指す目標のすべてが実現されたのではない。それまでの経緯と現状を踏まえ、今後の展開に向けた布石・種まきに向けた各種の仕組み・工夫を企図し実行することが事務局である金融庁の仕事の一環であったはずである。会議メンバーの選択、検討課題の設定、議論の内容の進め方、報告書の内容等の点で、許される範囲内で、この目的の実現に向けた「仕事」が行われただろう。報告書で見ると、各「原則」に続く「補充原則」、さらに「背景説明」「考え方」の部分にこのような企図に基づく努力の跡がより明瞭に観察される。もちろん、驚くべきことではない。

⁷¹ こういう審議会や研究会については設立の際に「しかるべき筋」からメンバー候補のリストが届き、ほとんどのメンバーはその中から選任されるようである。有識者会議のケースでは、金融庁や東証の他の審議会や研究会・懇談会等の「事務局」等からのリストに加えて、『再興戦略』改訂2014に関連施策を盛り込んだ人たちを中心とする日本政府からのリストが届けられたはずである。

⁷² 金融庁と東証を共同事務局とする有識者会議であり、上場基準などのルールへの反映を東証に要望することを予定する。しかるに、経団連などの経済団体の「代表」が見当たらないのみならず、上場企業のメンバーは、東レ(株)常務取締役1名のみである。上場企業およびその意向・利害を代表すると考えられる経済団体の存在感の軽さの理由は不明である。ちなみに、上述[III]の如く、自民党・日本経済再生本部の「日本再生ビジョン」で、「具体的には、まずは多様な関係者による有識者会議が東京証券取引所と金融庁による共同事務局としてのサポートを受け」となっていた記述(17頁)は、『日本再興戦略』改訂2014(30頁)では「東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議」となっている。「社外取締役の事実上の設置強制」(江頭、2014、60頁)という先行する会社法改正の延長線上に位置する有識者会議である。経済界が設置強制に一貫して強く反対してきたという現実を照らせば、経済団体の代表の有識者会議参加は、事務局と経済団体の双方にとって「不都合な事態」であるとの双方の了解に基づき、「多様な関係者による」という表現を「再興戦略」から削除したというのがわれわれの推測である。

もっとも、金融審議会金融分科会・我が国金融資本市場の国際化に関するスタディグループ報告「上場会社等のコーポレートガバナンスの強化に向けて」(2009年6月17日)を出したスタディグループのメンバー表でも、大学の経済学部関係者は座長の池尾教授1名であった。5名の法学部関係者には同じく神田教授が含まれる。今回のもの同様、肩書に経団連等の経済団体の名称がみられるメンバーは見当たらない。金融機関関係者を除くと、

バイザーとして登場し、法務省大臣官房参事官と経産省経済産業政策局産業組織課長の名前が幹事⁷³として登場する。事務局は、金融庁と（株）東京証券取引所である。

有識者会議は9回開催され、最終会合で「原案」が承認された。先行する8回の会合のうち、事務局説明資料の提示・解説を内容とする第1回会合を除く7回の会合のすべてでメンバーの意見書等が提出された。いずれかの会合で意見書を提出したメンバーは13名中6名であり、うち3名が複数回提出している。うち2名は、公認会計士協会会長と日本監査役協会最高顧問であり、それぞれ4回（合計A4で10頁）と2回（合計A4で4頁）の意見書を提出している。残る1名の富山和彦は、合計4回で跳び抜けた volume の意見書（と添付資料）および「提出資料」を提出した。豊富な volume の意見書とその内容に注目して、有識者会議メンバーとしての富山和彦については[VIII]で改めてとりあげる。

第1回と第9回を除く7回のうち、第7回と第8回は事務局から示される報告書の素案と最終案の説明と討議に充てられるのが通例である。第2回会合の主要な内容は、アドバイザーとして参加した OECD Corporate Affairs Division の Head による報告とそれをめぐる討議であった。このように見れば、比較的自由的な意見交換・討議が展開されたとすれば、第3回～第6回の4回分、最大合計8時間にすぎないことになる。また、毎回事務局資料等が提示されて説明が行われたのちに「自由討議」となるから、メンバーの発言時間と想定されているのは、その一部であり、「発言機会の公平」等に配慮して、各メンバーの発言時間が厳しく制限されるのが通例である。事務局も参加メンバーも以上の点を十分に理解し了解していたはずである。とりわけ団体代表として参加したメンバーは、団体（事務局）の意向を受けて行動し、可能な範囲内で意見書を提出し会合の場で発言しただろう。

説明機会が与えられるから、意見書提出は主張の明示・強調と同時に発言の機会と時間の確保のためにも重要であり、各メンバーの会議への参加姿勢を強く反映する。意見書提出の回数・volume・タイミングの点で富山の積極姿勢は際立っている。第3回と第4回の会合に意見書を提出したのは富山のみであり（4回には「提出資料」も提出している）、第5回会合には富山の他に2名（日本監査役協会最高顧問と日本公認会計士協会会長）が提出している。「たたき台」が示された第7回会合には富山および日本公認会計士協会会長の2名から意見書から提出され、「基本的な考え方（案）」が示された第8回には4名から意見書が提出されている。⁷⁴

30名のメンバーのうち上場企業のメンバーは2名（メーカーと商社のメンバー各1名）である。富山和彦は含まれない。「金融庁の監督下にある東京証券取引所は、2009年から2010年にかけて、上場会社に『独立役員』の選任を義務付けるなど、金融庁の意向に沿った上場規則等の改正を行った」（有価証券上場規定436条の2）（江頭、2014、59頁）。

東証の上場制度整備懇談会の現在のメンバー表にも神田座長と池尾教授の名前がある。
⁷³ 多くのケースで「オブザーバー」と表記される立場だと考えられるが、「幹事」と表記される理由は不明である。

⁷⁴ 第8回会合の意見書は、第7回会合の提出者のうち富山を除く1名、および日本監査役協会最高顧問、池尾座長、東レ常務のものである。予定される会合の内容に関する各メンバーに対する事務局による事前の説明（あるいは「説得」）が行われるのが通例である。第

社外取締役設置強制論の論拠と証拠

結論の実質的内容がほぼ完全に決まっている報告書の作成を目的として設立を指示された「有識者会議」ではあるが、金融庁・東証や政府は、多くの国民が読むことになる『報告書』を通じて施策の内容と狙いを論拠・証拠とともに解説し理解を求めるかもしれない。このような期待に基づき、報告書のみならず、会合に提出された「事務局説明資料」やメンバー提出の「意見書」等を見た。結果は、以下および[VIII]に見る如く、ほぼ完全に裏切られた。「想定内の事態」というよりも、予想通りの結果である。

第1回会合（2014年8月7日）の「事務局説明資料」の中心は、「1. 本有識者会議の立ち上げ経緯」「2. 『OECD コーポレート・ガバナンス』の概要、「各国のコーポレート・ガバナンス・コード」であり、「(参考1) 東証『コーポレート・ガバナンス原則』の概要」「(参考2) 『責任ある機関投資家』の諸原則≪日本版ステュワードシップ・コード≫」が加えられている。1.の内容は、「『日本再興戦略』改訂 2014」および自民党・日本経済再生本部「日本再生ビジョン」の関連部分であり、2.の2004年改訂の「原則」は5項目のみの列挙（A5版で1頁分）、3.は英国・ドイツ・フランス3国のコーポレート・ガバナンス・コードの現状および基礎となった報告書等の紹介である。設立に至る経緯や参照を求められるOECDと欧州3か国の現状の紹介であり、有識者会議の位置づけ・役割と期待される報告書の内容を改めて強調し確認するものである。2.と3.にも、現状に至るプロセスでの対立点を含めた論点の詳細や結論に導いた論拠・証拠などの情報は見られない。

第2回会合の主要な内容であったアドバイザーとして参加したOECD Corporate Affairs Division Headによる報告も、プレゼンテーション用資料をみるかぎり、OECDの関連活動の現状および現状に至る経緯の概要の簡単な解説であった。論拠・証拠にまで及ぶものようには見えない。

会合に提出された6名のメンバーの意見書等についても、意見の説明としての簡単な論拠は見られるものの、社外取締役設置強制の是非や予定される内容の当否にまで及ぶものはほとんど見られない（例外は、ともに[VIII]に取り上げる、富山が第5回会合に提出した意見書であり、さらに池尾座長が第8回会合に提出した意見書である）。富山の第5回会合提出意見書の「添付資料」が、富山が第4回会合に提出した2つの「提出資料」を含むメンバー提出の意見書等の中で、ほとんど唯一の数量データを用いた資料（図表）である。

「コーポレートガバナンス・コード」に見る

独立社外取締役の役割・責務とその有効な活用

7回の「たたき台」と第8回の「基本的な考え方(案)」についても各メンバーは事前の「説明」を受けている。この点を反映して、第8回会合に意見書を提出した4名のメンバーのうち、東レ常務のものは「たたき台」に関するものであるが、公認会計士協会会長のものは「基本的な考え方(案)」に関するものである。

「事実上の設置強制」が現実化した社外取締役の「役割・責務」は、「コーポレートガバナンス・コード」では原則 4-7 として次の如く記されている。

「上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・義務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- (i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促進し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと。
- (ii) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと。
- (iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること。
- (iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること。」

「独立社外取締役の有効な活用」は原則 4-8 として次の如く記されている（「背景説明」、および補充原則 4-8①、と 4-8②は省略する）。

「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべきである。

また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にもかかわらず、そのための取り組み方針を開示すべきである。」

[VIII]. 有識者会議メンバーとしての富山和彦

コーポレートガバナンス・コードの策定と「社外取締役の事実上の設置強制」に至る一連の動きのプロセスで、金融庁・東証や経済産業省が長期間にわたって熱心かつ継続的に実現に向けて努力を傾注してきたことが目立つとしても、特定の組織・団体・個人が「社外取締役の設置強制」の実現に決定的役割を果たしたということはない。金融庁等の組織も、実現の見通しもなく、「世論」（およびそれを反映したメディア等）や「政治」の盛り上がりやバックアップを期待することなく実現に邁進し続けたわけではないだろう。どの時点で見ても、「推進派」に共通のバイブルのような文書も見あたらない。⁷⁵

[VIII]では、「設置強制」実施に至るプロセスの内実とメカニズムの一端を覗き、さらに、「設置強制」の今後の展開などについて予想し考えるための参考資料として、有識者会議で際立って積極的かつ華々しい活動を見せた富山和彦の「意見書」等の内容について見

⁷⁵ 強いて挙げれば、Berle and Means [1932]および Berle-Means thesis の解説書のようなものかもしれない。しかし、いずれについても、広く読まれていたわけではない。図式的理解とともに簡明で強力な結論がその実質的内容の当否を吟味することなく広く共有されたにすぎないように見える。

る。もちろん、意見書の内容がすべて有識者会議の報告書に反映され、さらに「コーポレートガバナンス・コード」として実現したわけではない。最後に、メンバー中唯一の経済学部教授である池尾座長の意見書の内容についても見る。

意見書等に見る富山和彦の位置と姿勢

有識者会議メンバー表の富山の肩書は「(株) 経営共創基盤代表取締役CEO」である。他のメンバーと同様に、富山の選任理由に関する情報は得られない。⁷⁶

意見書提出の回数・volume・タイミングの点で富山の積極姿勢は際立っている。富山は、第3回会合(5頁)、第4回会合(6頁)、第5回会合(6頁+11頁の添付資料)、第7回会合(5頁)の意見書(A4版で合計33頁)を提出し、加えて第4回会合では、日本取締役協会の「企業の持続的成長に向けた『攻めのコーポレートガバナンス』にむけて—コーポレートガバナンス・コード(日本取締役協会案)—」(2014年10月)および経済同友会「コーポレートガバナンスコードに関する意見書(含企業経営委員会名簿)」(2014年10月20日)を「提出資料」として提出している(提出資料1、2)。⁷⁷

富山は、報告書の「たたき台」が提示された第7回会合に提出した意見書の冒頭で「経済人、産業人を代表する立場にいる者の一人として」と宣言し、続く「総論」の冒頭で、次の如く記す。

「本意見書でも明らかなように、真に改革的なコーポレートガバナンス・コードの策定が、企業の『稼ぐ力』をエンジンとした持続的経済成長を生み出す、アベノミクスのコア中のコア戦略を構成していることは、多くの経済人に共有されている。

すなわち、先行したステewardシップ・コードの制定、異次元の金融緩和による円高是正、そして同時進行中のGPIF改革や法人税改革と並んで、日本企業の稼ぐ力を押し上げること及び株価を長期安定的に上昇させることを通じて、企業業績の向上⇒資本と労働の生産性向上⇒賃金と家計資産向上⇒投資向上という好循環を生み出すための必須の重要政策課題の一つと認識されている。

裏返して言えば、本日、議論される重要な論点について、本コードの中身が現状維持的なものに墮するとすれば、日本の上場企業を巡る国内外のステークホルダーの期待を裏切

⁷⁶ たとえば経済同友会の代表としての選任であれば経済同友会副代表幹事と記すはずである。ちなみに「日本再生ビジョン」(2014年5月23日公表)を作成した自民党・日本経済再生本部の第34回会合(2014年4月1日)の報告者は富山である。

⁷⁷ 前者は、日本取締役協会(会長:宮内義彦オリックスシニア・チェアマン)のコーポレートガバナンス委員会(委員長:原良也大和証券グループ名誉顧問)が作成したものである。後者は、経済同友会の企業経営委員会(委員長:菅田史朗ウシオ電機取締役相談役)が作成したものである。前者には、富山が協会の9人の副会長の1人であることおよび「コーポレートガバナンス委員会」に2人のオブザーバーの1人として参加したことが記されている。提出資料2については、有識者会議第7回会合に提出した意見書の冒頭で、「主要経済団体の一つである経済同友会の副代表幹事という立場を踏まえ、経済人、産業人を代表する立場にいる者の一人として」(アンダーライン、富山)と記している。

り、アベノミクスの成長戦略の根幹部分に対して冷水を浴びせかけるリスクがあることも、
経済人、産業人の多くが共有していることを意味する。

したがって、本コードにおいては、現在の企業の実態に合わせた妥協の産物ではなく、
日本企業のベストプラクティスを集め、目指すべき理想的なコーポレートガバナンスの形
を提示すべきである」(アンダーライン、富山)。

富山の主張の骨子

報告書の作成が佳境に差し掛かる段階の第5回会合に提出された意見書から富山の主張
の内容を象徴するポイントを列挙しておく(アンダーライン、富山)。実施に移された「設
置強制」の「具体化」「強化」に向けた動きの今後の展開などについて予想し考えるための
参考資料である。われわれの解説、疑問、批判などは付さない。

(1)「英国のコーポレートガバナンス・コードに記載されているとおり、コードは、『優
れたガバナンスに共通する根本原則』、すなわち高い標準たるべきベスト・プラクティスを
示し、企業に対して、それを実施するか、又は実施しない場合には他の手段によってより
優れたガバナンスが達成されること(それによって、持続的な企業価値が向上すること)
の説明を求めるものである(コンプライ・オア・エクスプレイン)。

したがって、そもそもエクスプレインさえ行えば、個社の自由は大前提となっているソ
フトなルールである。だからこそ、我が国のコードを策定するに際しては、コーポレート
ガバナンスの高い標準たるベスト・プラクティスを示すべきである。

(2)「多くの日本企業がマネジメント要素に重点を置く取締役会を採用していた中で、
日本の企業は、超長期にわたり、収益力、成長力、雇用吸収力などを維持することができ
ず、世界的な地位は大きく低下してきた(添付資料参照 78)。このような日本企業の地位低

78 富山の2つの提出資料を含めたすべての提出意見書の中で、この意見書の「添付資料」
がほとんど唯一の数量データを用いた資料(図表)である。とはいえ、「フォーチュングロ
ーバル 500 社の国別構成」「主要な取引所における時価総額の推移」「ROE の国際比較」「日
米欧の資本生産性分析」「日系企業の課題(いくつかの分野における日系企業の市場占有率
の低下を示すもの)」「製造業における ROA と売上高利益率の推移」「資本金 10 億円以上の
企業における就業者・割合の推移」「経営者の内部昇格率」「経営者の国際性」「就任する CEO
の平均年齢」と題する図表と、「添付資料参照」と記す主張の関連性について想像するのは
容易ではない。

数年前まで三輪が勤務していた東京大学経済学部で演習の素材として配布し、この主張
の内容の説得力と妥当性をめぐるディベートを参加者に求めたと想定しよう。準備段階か
らとりわけ肯定側の参加者からの不満が噴出し、本番では、「主張の具体的内容は我々の理
解を超える。添付資料との関連性、とりわけ因果関係に関する主張が理解できません」で
始まり、「かりに・・・だとすると・・・という不可解なことが発生します」とする否定側
の主張が展開される。これを受けた肯定側の反論の内容はほとんど実質を伴わず、「こんな
素材を与えて・・・」という不満が私に向けられ、最後は、「いやあ・・・良い素材でした。
たまにはこういうものを取り上げるのも・・・。鵜呑みや丸暗記は危険だし、理解できな
いのは自分の力不足のためだ・・・と謙虚なばかりではいけない、ということ学びまし
た」と大笑いになるだろう。

下に鑑みれば、従来のマネジメント要素に重点を置く取締役会を前提とするコーポレートガバナンスが成果を上げられていないことは明らかである。・・・だからこそ、本年の日本再興戦略改訂版で、わざわざ新たに『攻め』のコーポレートガバナンス改革が中心テーマとして明記されたのである。」

(3)「モニタリング要素に重心を置く取締役会（委員会等設置会社だけでなく、監査役会設置会社において業務執行と監督の分離が最大限図られているハイブリッド型のプラクティスを含む）については、投資家やその他のステークホルダーからの評価も高く、かつまた世界の趨勢でもあり、今の日本において目指すべきベスト・プラクティスであることは明らかである。」

(4)「マネジメント要素に重心を置く取締役会の方が適する企業が存在しうることは否定しないが、そのような企業は、コンプライ・オア・エクスプレインのルールの下、合理的な理由を、正々堂々と説明することで対応すべきである。この『エクスプレイン』の困難性を指摘する声もあるが、もし上場企業の経営者ともあろう者が、コーポレートガバナンスに関わる基本方針のような、会社としての根本中の根本方針について、自らのポリシーを世の中に対して『エクスプレイン』する自信がないとしたら、それこそトップとしての資質が根本的に疑われると言わざるを得ない。」

(5)「独立取締役の中心的な役割は、上場企業の公器性と長期的な価値創造の観点から、経営陣の選解任・経営システム全体の評価その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うことである。もちろん、経営効率を向上させるための助言、利益相反の監督、株主等の意見の反映なども独立社外取締役に期待される役割である。」

(6)「独立社外取締役は、当該企業や関連産業に関する深い知識を欠くから、上記の役割は期待しえないとの指摘もある。

しかし、上記の独立取締役に求められる経営の監督は、当該企業の出身者や関連産業に詳しいものでなくても、組織運営・経営の経験を有する者や社会の規範感覚とそのトレンドについて相応の見識を持っているものが、当該企業の適切なサポートを受ければ、十分に可能である。むしろ、当該企業や業界に存際する常識やしがらみにとられることのない『あえて空気を読まない（KY）』発言は独立社外取締役にこそ果たし得る役割である。

なお、独立社外取締役自身も研鑽を積んで当該企業や業界について知識を深めなければならない。」

(7)「日本企業の現状を打破して稼ぐ力を取り戻すべく、取締役会は、性別、年齢、国籍、技能、経歴など、ダイバーシティの確保を進めていくべきである。」

(8)「取締役会の適正規模は10名という基準を掲げるべきである。」

(9)「ムラの空気に支配されやすい日本人（特にサラリーマン）の特長に鑑みれば、独立取締役が『あえて空気を読まない(KY)』発言を行うことができる環境を整備することが必要である。」

したがって、・・・指名諮問委員会・報酬諮問委員会においては、過半数が独立社外取締役によって構成されるべきである。これに加えて、取締役会自体の環境を整備するためには、取締役全体の3分の1以上が独立取締役であるべきである。」

(10) 『攻めのガバナンス』の要諦である人事権の行使の場面では、とくに客観性を担保する必要がある。したがって、監査役会設置会社及び監査等委員会設置会社であっても、過半数が独立社外取締役に構成される指名諮問委員会・報酬諮問委員会を設置すべきである。また、指名諮問委員会・報酬諮問委員会の議長は独立社外取締役が務めるべきである。」

池尾和人座長の意見書

ただ一人の経済学部教授である池尾座長は第8回会合に『本コード（原案）の目的』7. に関する経済学的理解」と題するA4で1頁の意見書を提出した。簡単な経済モデルに基づいて、以下の如く記す（アンダーライン、池尾）。

企業の業績(y)は、経営者の努力 e のみで決まるものではなく、そのコントロールの及ばない外部要因・運不運(s)によっても左右される。すなわち、 $y=f(e, s)$ 。取締役会が内部者だけから成り立っている場合、 e は観察可能(observable)ではあっても、株主等に立証可能(verifiable)ではないから、努力が報われない可能性があり、経営者の行動は保守的になりがちとなる

「独立社外取締役が適切に機能している場合には、 e は株主等に対して立証可能なものとなり、経営者はその努力(e の実現値)によって評価されうることになり、結果責任を過度に恐れることなくリスクテイクを行えることになる。以上の意味では、独立社外取締役の存在は、経営者が適切な努力を行っていたにもかかわらず、不運な事態に陥った場合において過度の結果責任を求められることを免れる『保険』としての側面をもっている。保険なしの場合よりも保険をかけていた方が果敢なリスクテイクが可能になる。上場会社の取締役会は、経営者の努力に関する適切なモニタリングを行い、それを会社外のものにも立証可能なものとする役割を果たすべきである。」

最後の部分が「役割を果たすべきである」となっている点に加えて、多くの点で、論拠・証拠が不明な恣意的な仮定が累積しているように見える。結論に至るプロセスの理解は容易ではない。「保険なし・・・」の文章に即して考えただけでも、「保険の便益が費用を上回るか」「果敢なリスクテイクが可能なるほど有効か」「可能になるとしてその蓋然性の程度はどれほどか」などの重大な疑問が即座に浮上する。『独立外部取締役が適切に機能すれば』という前提は満たされるか? 「適切さを誰が判断するか?」「適切な独立社外取締役を選任したか否かを誰がどのように判断するか?」「事後的に不適切と判断されることを恐れて就任要請を辞退しないか?」「結果として、不適切・無能だとする事後的な批判を恐れない人しか就任しないのではないか?」などと疑問は続く。

疑問はさらに続く。「内部者の言うことを受け入れない株主等も独立社外取締役の言うことなら受け入れるという仮定は妥当か?内部者に同調するのではないかと疑われないか?

決して同調しないと株主等が確信する社外取締役を選任できるか？選任できていると確信できるか？」「内部者のみならず、社外取締役についても、 e は観察可能か？株主等も観察可能だと確信し、適切に行動していると信頼するか？」「各経営者の期待される役割は多面的で複雑である。取締役 i の e は 1 次元ではなく n_i 次元のベクトル e_i で表される。各取締役が分担する役割に応じた各項目の実質的内容は多様でありその適切な内容と水準に応じた的確な評価は、他の内部取締役にとっても容易ではないだろう。内部者に観察可能だとの仮定は成立するか？」「取締役会メンバーとして株主に対して連帯責任を負うから、各取締役は他の取締役の行動に強い関心を抱くはずである。それと同程度あるいはそれ以上の観察成果を社外取締役に期待できると株主等が確信するか？」「結果として社外取締役の活動の実態と的確さの程度(社外取締役の e)は株主等にとって **observable** で **verifiable** か？」

怪しげな仮定を積み重ねてようやくたどり着いた結論のようなものに基づいて「役割を果たすべきである」と断言しているように見える。⁷⁹

[IX]. 伊藤レポート等と経済産業省

2つの伊藤レポート

「伊藤レポート、お読みになりましたか？」2014年秋以降、三輪はファイナンス分野の実務家・研究者を中心とする多くの方々からこの質問を受けた。ほとんど例外なく、積極的な肯定的意見を当然の如く期待されていたようである。「伊藤さんって・・・？」「経産省の研究会の報告書ですか・・・。年金資金の運用の方ではないのですね。何が書いてあるのですか？」という質問とともに表情が変わり、「未見です。面白いのですか？」と進むにつれて表情はさらに複雑になった。

2015年初夏に『企業会計』に「伊藤レポート」を素材にした福井教授の3回の連載がスタートし(福井[2015]。長期連載の5月号～7月号の3回分である)、ようやくおおよその状況を理解できた。伊藤邦雄一橋大学大学院商学研究科教授を座長とする経産省の研究会の報告書のことである。コメントを求めた方々の多くとは三輪もほとんど面識がなかった。耳慣れない表現が頻出する質問・説明の内容もよくは理解できなかった。

2015年夏前に、旧知のファイナンス分野の経済学研究者との間で福井教授の連載が話題になった際に、「役所の報告書を読むことはあまりないのですが、実務家の間であまりに評価が高くて、知らないではすませにくくなって読み始めました。しかし、何が書いてあるかさえ理解できなくて、途中で断念しました。難しいですね・・・。お読みになりました？」と笑顔での質問を受けた。「当然、NOですよ」という顔で同意を求められ、「ええ。役所の報告書ですし・・・」と笑顔で回答した。ところが、こちらは別の伊藤レポートについてであることがすぐに判明した。別の機会に、「ファイナンス分野の実務家の間であまりに

⁷⁹ 「有識者会議の他メンバーの評価能力と疑問提示意欲の乏しさを前提にした大見得ではないか？」と、腕試しを兼ねて、読者自らが意見書の妥当性の吟味を試みられればよい。

評価が高く勧められたこともあって覗いてみた」というファイナンス分野の経済学研究者は、「正直なところ、読み通せず、途中で断念しました。何が書いてあるのかもわからないし、結論らしいものの根拠もわからない」と苦笑した。こちらは経産省の研究会の方の伊藤レポートのことである。

2014年から2015年の時期に2つの「伊藤レポート」がとりわけ株式市場関係者・ファイナンス分野の実務家の間で大きな話題になった。本論文を書くにあたって、改めて双方の伊藤レポートを読んでみた。われわれも前出のファイナンス分野の経済学研究者と同意見である。本節は、報告書の内容に沿った検討とコメントではない。⁸⁰

「伊藤レポート」

本節の検討の中心は経済産業省の研究会の方の「伊藤レポート」である。特段の断りがなければ「伊藤レポート」とはこちらのことである。

経産省は2014年8月6日に「伊藤レポート『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト『最終報告書』」を公表した。⁸¹ 年間にわたる討議を経てまとめた「最終報告書（伊藤レポート）」では、企業が投資家との対話を通じて持続的成長に向けた資金を獲得し、企業価値を高めていくための課題を分析して提言を行ったとし、「資本効率を意識した経営改革、インベストメント・チェーンの全体最適化、双方向の対話促進を主なメッセージとし、その実現に向けて『経営者・投資家フォーラム』（Management-Investor Forum: MIF)の創設を提言している」。

「主要メッセージや提言」として、1) 企業と投資家の「共創」による持続的価値創造を、2) 資本コストを上回るROE（自己資本利益率）を、そして資本効率革命を、3) 全体最適に立ったインベストメント・チェーン変革を、4) 企業と投資家による「高質の対話」を追求する「対話先進国」への4点を掲げ、続いて次の如く記す。「本報告書では、『ステークホルダーシップ・コード』等で求められる対話・エンゲージメントの目的、取り扱うべき事項、方法、企業と投資家に求められる姿勢と実力等を包括的にとりまとめた。」さらに、5) 「経営者・投資家フォーラム（仮）」の創設、とし「そこでは、中長期的な情報開示や統合報告

⁸⁰ 経産省の方の伊藤レポートの内容に関しては、福井[2015]の3回の連載を参照。関連して、前掲注28を参照。

⁸¹ 役所の研究会等の報告書に個人名を付すのは珍しい（他の例をわれわれは知らない。このケースでは座長名を付した「伊藤レポート」を役所の公式発表でも用いている。最終報告書でも表紙に表記し、報告書冒頭に座長の大きな肖像写真を掲載している。[II]の末尾に江頭[2014]からの引用などを交えて解説した如く（さらに注26を参照）、役所の研究会等はほとんど例外なく役所（事務当局）の主張を研究会報告という形式をとって公表するためのものである。たとえば、座長を含む参加メンバーが検討内容や手法・表現まで含めた報告書の内容に具体的に関与しコミットするかという点について、われわれの如く「それはいろいろでしょう」と笑って済まず読者が多いはずである。もっとも、ここまで伊藤座長の存在を強調する報告書についてまでこのことがあてはまるか否かは微妙だろう。

の在り方、建設的な対話促進の方策等を継続的に協議し、実現に向けた制度上・実務上の方策が検討される」とする（以上、公表「要旨」）。

「本プロジェクトについて」と題する解説の要点は以下の通りである。「本プロジェクトは、企業経営者や長期投資家、市場関係者等が集まり、国際的にも大きな議論となっている資本市場や企業のショートターミズム（短期主義）の問題、企業と投資家の対話（エンゲージメント）の課題、企業開示・報告のあり方等を日本の文脈で捉え、客観的な事実を基に問題の所在やインセンティブ構造を明らかにすることを目指し、これらの問題の克服を企業の収益力や持続的な成長につなげるための方策を検討して」きた。2013年7月16日から2014年7月25日までの間に16回の総会を開催し、加えて、企業価値創造の実態分科会、投資コミュニティ分科会、ショートターミズムと開示分科会の3つの分科会を2013年10月10日から2014年1月23日まで開催した。「総会に加え、3つの分科会での集中的な検討と国内外からの情報・エビデンスの提供を受け、本年4月に中間論点整理を発表。内外からの更なるフィードバックを得て、今回の最終報告とりまとめ」に至った。さらに、「金融危機の反省から、欧米諸国を中心に、投資家や企業の短期主義是正やコーポレート・ガバナンスの強化とともに、企業と投資家の対話（エンゲージメント）や企業開示・報告のあり方の見直し等が、国際的な議論となって」いること等を指摘し、「こうした中で、国際的な課題を日本の文脈で検討し、それを日本国内での閉じた議論にとどめることなく、検討の過程を通じて海外の機関投資家を含む世界の関係者に対し、積極的に問いかけ、発信し、対話を行うことによって、日本市場の魅力を適切に発信することが必要となって」いるとする。

事務局は経済産業省経済産業政策局企業会計室室長と一般財団法人企業活力研究所理事長である。プロジェクト参加者は、伊藤座長の他に47名である。うち6名が大学関係者（各3名がそれぞれ青山学院大学と一橋大学のビジネススクール・大学院商学研究科の関係者）であり、経済学部と法学部の関係者は0である。オブザーバーとして金融庁と東証の関係者を含む3名が参加している。「エビデンス・情報・意見の提供者」のリストに掲載されている48団体（うち日本の団体は29）のうち、大学は早稲田大学商学学術院（久保教授）のみである。

報告書の内容は、本節冒頭に登場したファイナンス分野の経済学研究者（さらに福井教授）と同じく、われわれにとっても「何が書いてあるかさえよくわからず、最後まできちんと読み通すことはできなかった」。⁸²この点については、本論文の後半部分([VI]~[IX])に登場する文書・文献にほとんど共通だから、特異・特別ではない。

本節は報告書の内容の検討を直接の目的としないが、核となる考え方に対する読者の関心を喚起するためにも、次の部分に注意を促したい。

⁸² 「資本市場や企業のショートターミズム（短期主義）の問題」に関心の読者は *Bebchuk et al. [2015]* を参照されたい。ちなみに *Bebchuk* 教授とわれわれの意見が一致するのは珍しいことである。関連して、注 93 の最後の部分を参照。

「持続的な企業価値創造が企業と投資家による『共創』によって実現されるとすれば、両者の間に存在する他方に対する先入観や決め付け、懸念を払拭し、相互の信頼関係を構築する必要がある。それを実現するのが、経営者と投資家の間の目的を持った、質の高い『対話・エンゲージメント』である」(7頁)。

(1) 「実現されるとすれば」という表現は、仮定ではなく事実判断だろう。根拠は何か？

(2) 『共創』とは何か？『共創』によって何がどのようにして「実現される」というのか？『共創』はどのようにして実現できるのか？⁸³

(3) 「相互の信頼関係」という表現の実質的意味は何か？「経営者と投資家の間の目的を持った、質の高い『対話・エンゲージメント』」によって何が「実現」されるのか？

(4) ここで想定されている「投資家」とは「機関投資家」のどのようなことである。なぜ機関投資家なのか？機関投資家は特別・特殊な存在か？

(5) この報告書は「機関投資家」の特別扱いを求める文書か？「経営者・投資家フォーラム」を創設して、機関投資家の要求に耳を傾けよというのか？それが企業のコーポレートガバナンスの強化に結果するというのか？

(6) 「機関投資家」の意向・意見が一致するとは限らない。投資家の意向・意見がつねに一致するなら取引市場は不要だろう。どの機関投資家の意向を重視しろというのか？

(7) 機関投資家のガバナンスには問題はないのか？機関投資家の行動は誰が監視するのか？⁸⁴

(8) 読者には、このような主張を理解可能か？説得的かつ妥当だとして受け入れるか？⁸⁵

一貫して注目している、論拠・証拠については、上記の断念の理由から明らかな如くわれわれにフォロー可能なタイプと質の論理は提示されていないし、証拠についても同様である。「国内外からの情報・エビデンスの提供を受け、本年4月に中間論点整理を発表。内外からの更なるフィードバックを得て」作成された最終報告書にも、われわれの求めるタイプと質の証拠の収集と有効活用の成果が反映されているようには見えない。⁸⁶

⁸³このような一連の問いを前にして読者は「まさか『共創』『共創』と毎日100回唱えれば・・・というんじゃないでしょうね。そういえば、20年ほど前に『共生』という表現がやたら流行った。今は誰も覚えていないようだけど」などという奇妙な気分にならないか？関連して、前掲注13を参照。

⁸⁴ 関連して、本論文[IV]冒頭の「社外取締役設置強制論の内容と根拠は明確か？」の部分参照。

⁸⁵ 前掲注56で紹介した如く、2014年2月にデラウェア州最高裁長官に就任したLeo E. Strineは「経営者の欠陥のみへの相も変らぬこだわりは、過去四半世紀の機関投資家の影響力増大が必ずしも良いことばかりではなかったという現実を無視している」としている。

⁸⁶ ファイナンス分野の実務家をはじめとする「伊藤レポート」の熱烈な支持者、さらにビジネスマン・官僚・メディア関係者などの幅広い分野の実務家の多くは次のように考えるかもしれない。「所詮、ビジネスのこともファイナンスのことも実社会のこともほとんど知らない変わり者の学者の考えることさ・・・。」ファイナンス分野の標準的なtextbookの第1章の次の記述にも同様に対応するか？“Since consumption and risk aversion do not change much day to day, we might expect the random walk view to hold pretty well on a

全文 102 頁に及ぶ報告書（伊藤レポート）の本文部分を構成する 12 の項目に、コーポレートガバナンスや（独立）社外取締役の設置強制などに直接関わる項目はない。

伊藤レポートと社外取締役設置強制の実現

【II】の冒頭に明記した如く、本論文では、「社外取締役の事実上の設置強制」を中心に「コーポレートガバナンス・コード」の内容とその作成プロセスに検討の焦点を合わせている。伊藤レポートおよびそこに反映されている考え方や「世論」は、今次の「社外取締役の事実上の設置強制」の実現に向けて少なくとも間接的には重大な役割を果たしている。関連性を象徴するのが伊藤レポートにも登場する「ステewardシップ・コード」である。

「コーポレートガバナンス・コード」の策定に決定的役割を果たした『日本再興戦略』改訂 2014（4-5 頁）は「総論」「改訂戦略におけるカギとなる政策」の「1. 日本の『稼ぐ力』を取り戻す（1）企業が変わる」の冒頭（コーポレートガバナンスの強化）で次の如く記す。

「昨年の成長戦略を受けて、これまで日本版ステewardシップコードの策定、社外取締役を選任しない企業に説明責任を課す会社法改正、さらには公的・準公的資金の運用の在り方の検討を通じて、投資家と企業の間で持続的な収益力・資本効率向上やガバナンス強化に向けた対話を深めるための取組等が緒についたところである。こうした中で、ステewardシップコードへの参加を表明する機関投資家や社外取締役の導入を進める企業が続々と現れているうえ、本年の年初には、収益力が高く投資家にとって魅力の高い会社で構成される新しい株価指数である『JPX 日経インデックス 400』の算出が開始されるなど、

day-to-day basis. This idea contradicts the still popular notion that there are ‘systems’ or ‘technical analysis’ by which one can predict where stock prices are going on any given day. The random walk view has been remarkably successful. Despite decades of dredging the data, and popularity of media reports the purports to explain where markets are going, trading rules that reliably survive transaction costs and do not implicitly expose the investor to risk have not yet been reliably demonstrated” (Cochrane, 2005, p.23). 筆者の一人は三輪[2002]の「まえがき」で次の如く記した（010-11 頁）。「この国では、ビジネスマンや商売人たちが『経済』やビジネスをよく『知っている』『理解している』とする見方が圧倒的に有力です。大学などで研究や教育に従事する経済学者たちは現実の『経済』やビジネスを知らないし、ややこしい理屈ばかりで役に立たないとする見方と一体です。経験と実績、そういうものに裏打ちされた知恵とカンこそが重要だというわけです。 / 『人間としての経験も長いし、患者としての経験も豊富だ。それに私は私だ。だから、私の身体のことには私が一番よく知っているし、理解している。他人で、まだ若くて健康そうなあなたに何がわかるっていうんだ・・・！』と入院患者が担当医にどなりちらす図を想像してください。笑いませんか？なぜ、こういう場面が定番として TV ドラマに登場して笑いを引き出すのでしょうか？問題は、『知っている』『理解している』の意味です。緊急入院した盲腸炎の患者が、たとえば、『祖父母の代から世話になっている祈祷師を呼べ』とどなるのです。 / 『経済学と経済学者を、医者と医学になぞらえるなんて・・・』と驚いたり、笑いだす人がいるでしょう。しかし、最良の医者といえども呪術師が尊敬されている社会では、大変な目にあつたでしょう。『ヨッパライ』ばかりの社会では、よっていない人が奇妙に見えるはずです。」

『稼ぐ力』向上に向けた機運が高まりつつある。／今後は、企業に対するコーポレートガバナンスを発揮させる環境を更に前進させ、企業の『稼ぐ力』の向上を具体的に進める段階にきた。」ここから、「コーポレートガバナンス・コード」の策定と「社外取締役の事実上の設置強制」の指示につながる。

この部分は、有識者会議第1回会合「事務局説明資料」の第1頁に「本有識者会議の立ち上げ経緯①」として紹介され、2015年3月5日公表の「報告書」冒頭で改めて強調される。

また、この報告書（「コーポレートガバナンス・コード原案」）の「原則4-7. 独立社外取締役の役割・責務」や「原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用」を含む「第4章 取締役会の責務」に続く「第5章 株主との対話」は次の[基本原則5]を掲げ、続く[考え方]を付す。

「基本原則5： 上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。／経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスの取れた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。」

考え方：『「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）』の策定を受け、機関投資家には、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）を行うことが求められている。」

「基本原則5は誰のためのものか？」「ここにいう株主とは誰のことか？特別・特異・特殊な株主か？」「『責任ある機関投資家』とは誰のことか？求められる『責任』を果たしている『機関投資家』に限定しろということか？誰が判定・識別するのか？そのように判定されなかった機関投資家はどうするのか？」などの素朴な疑問を抱く読者が多いただろう。しかし、政府の『日本再興戦略』改訂2014の指示に基づいて、この部分を含む「コーポレートガバナンス・コード」が策定され、その一環である社外取締役の設置規制が実行に移されている。本節冒頭に紹介した如く、「基本原則5」などの詳細な内容を展開する伊藤レポートに対する熱烈な支持が広範に存在している。われわれの見るところでは、社外取締役設置強制に対する「世論」の支持以上に、「スチュワードシップ・コード」や伊藤レポートに反映されている考え方に対する「世論」の支持は深く根強いのかもしれない。

もう一つの「伊藤レポート」

2013年11月に「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」（座長：伊藤隆敏東京大学大学院経済学研究科教授）の「報告書」が公表された。有識者会議は、「日本再興戦略」（2013年6月14日閣議決定）に基づいて経済再生担当大臣の下に設置された。⁸⁷有識者会議は7名のメンバー（うち大学教授は伊藤座長の他にファイナン

⁸⁷ 「再興戦略」は、「一. 日本産業再興プラン ～ヒト、モノ、カネを活性化する～ 5. 立

ス研究者1名)で構成され、8回の会合(7月1日~11月20日)を開催して報告書を公表した。

経産省の研究会の「伊藤レポート」との関連で上に見た『日本再興戦略』改訂2014からの次の引用部分がこの「伊藤レポート」と社外取締役設置強制の実現に関わる。「本年の年初には、収益力が高く投資家にとって魅力の高い会社で構成される新しい株価指数である『JPX日経インデックス400』の算出が開始されるなど、『稼ぐ力』向上に向けた機運が高まりつつある。／今後は、企業に対するコーポレートガバナンスを発揮させる環境を更に前進させ、企業の『稼ぐ力』の向上を具体的に進める段階にきた。」

レポートの「II デフレからの脱却を見据えた運用の見直し」の「3 ポートフォリオ(運用対象)」の「③ パッシブ運用のベンチマーク」では「インデックスからのかい離を許容したり、より効率的な運用が可能となる指数(例えば、日本取引所グループと日本経済新聞社が共同で開発し、平成26年初より算出を開始する予定のROE等も考慮した新たな株価指数(JPX日経400)等)を利用したりするなどの改善策についても検討すべきである」とする。さらに「IV. エクイティ資産に係るリターン最大化」の次の記述がこれに対応する。「各資金において、金融庁で行われている日本版スチュワードシップ・コードに係る検討の結果等を踏まえた方針の策定・公表を行い、運用受託機関に対して当該方針にのっとった対応を求めるべきであるが、その一方で、……。必要に応じて、投資先と企業との良好な関係に基づく対話によりそうした観点から、必要に応じて、投資先企業との良好な関係に基づく対話により持続的な企業価値の向上を目指す運用受託機関への委託なども考えられる。」最後の「委託など」には次の注が付されている。「我が国において、企業の経営実態を的確に把握し、適切なガバナンスの下で運営される議決権行使助言会社を利用可能な環境が整った際には、その活用も考えられる。」

とはいえ、表紙・資料等も含めて20ページ弱の簡潔なものである。⁸⁸「稼ぐ力」やコーポレートガバナンスとの関連性や主張の内容およびその論拠や証拠に関する詳細な情報は得られない。⁸⁹

地競争力の更なる強化 ⑥公的・準公的資金の運用等」に次の如く記した。「公的年金、独立行政法人等が保有する金融資産(公的・準公的資金)の運用等の在り方について検討を行う。○公的・準公的資金の運用等の在り方 ・公的・準公的資金について、各資金の規模や性格を踏まえ、運用(分散投資の促進等)、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、本年秋までに提言を得る。」

⁸⁸コーポレートガバナンスや「稼ぐ力」などとの関連性よりも、「GPIFは株式に60兆円配分を、債券は4割以下に—伊藤隆敏教授」と題する2014年2月17日付のBloombergの記事の見出しに象徴されるような側面に注目が集まったことにより、この報告書は大きな話題となった。他方、専門的人材を確保しアクティブ運用の比率を高めて年金財政の長期的な健全性を確保するという、話題となったこの側面の基盤となっている考え方については、「投資のプロによるアクティブ運用がインデックス運用に及ばないことはファイナンス研究のプロのコンセンサスといってよい」(福井、2015、3月号、113頁)のにとする冷めた見方が広範に存在する。この点を反映してか、GPIF運用委員会委員の人選に関心が集まっ

経済産業省の他の研究会等の報告書

経済産業省の HP から「審議会・研究会」について見ると、経済産業政策局に限定しても、伊藤レポートを作成した研究会の他にも多数の研究会が開催されその報告書等が公表されていることがわかる。社外取締役設置強制に関連しそうなものの一部について簡単に見ておく。伊藤レポートだけが経産省の主張を反映するのではない。

まずは、「日本の『稼ぐ力』創出研究会」である。2014年4月25日から2015年6月18日までの間に12回の会合を開催して「とりまとめ」を公表した。メンバーは伊藤元重座長、富山和彦・伊藤邦雄両氏を含む15名であり、産業再生課が事務局を務めた。⁹⁰

ているようである。たとえば、「公的年金の運用委、顔ぶれ刷新」（日本経済新聞、2014年5月17日、朝刊2頁）、「年金運用改革頼みの知恵袋」（同、2014年7月25日、夕刊2頁）を参照。

⁸⁹ 「平成26年会社法改正の検討」と題する会社法研究者の座談会（座談会、2014）で、改正の第1の原動力であった「企業統治に関する改正の背景」として神田秀樹は次の如く指摘する。「金融庁のスタディグループの報告と経済産業省の企業統治研究会の報告が提出され、それに基づいて東京証券取引所が、独立役員制度という、会社法で要求していない、上乘セルールを定めており、そうしたルール策定を進める過程で・・・こういうことは会社法で定めるべきではないかという声がたびたび起こり、やはり会社法できちんと見直して、やるべきことはやる、改正すべきは改正すべきではないかということがあった」（52頁）。関連して田中亘は「社外取締役の選任義務付け・・・が実際に法改正の俎上に上ったのは、投資家なり、あるいは投資家の意向を代表している取引所の関係者の強い要望があった」（54頁）とし、神作裕之は「今回のコーポレート・ガバナンスの強化に関する改正の特徴は、機関投資家が企業価値、株式価値の向上という観点から、積極的な発言をされた点にある・・・これまで機関投資家の側から法制審議会において正面からこのような主張をなされたことは、ほとんどなかった」（55頁）とする。上掲注17に見た日本経済団体連合会を象徴とする「経済界」の意見とは異なる「経済界」の強力な意向が強く作用したということのようである。とはいえ、法制審議会でも正面から「機関投資家が企業価値、株式価値の向上という観点から、積極的な発言をされた」とする事実の紹介を見て、「主張の内容を正確に理解し、法制審議会の役割に照らした適切な対応ができたのか？誰がその役割を担ったのか？それを可能にするメンバーは選任されているのか？事務局は、その点の重要性を理解したうえで準備を整えて機関投資家に発言の機会を与え、議案として受け入れたのか？事務局にそこまでの目配りと見通しは可能だったのか？」などと不安になり、さらに「法制審議会の役割・機能は何か？誰に何をさせるところか？このような積極的発言がなぜ実現したのか？誰にでも実現可能か？機関投資家の発言を取引所の関係者が要望したからか？誰が要望すれば実現可能か？すべては事務局の判断によるのか？」などと考え込む読者が少なくないだろう。また、「投資家なり、あるいは投資家の意向を代表している取引所の関係者」と言うが、本論文の[III]の結論に照らせば、「取引所が意向を代表するのはどの投資家か、特別・特殊な投資家ではないか？」とする疑問を抱く読者がいるかもしれない。

⁹⁰ [II]に見た如く、政府の「日本再興戦略」は「日本産業再生プラン」の1項目として「コーポレートガバナンスの強化」（28頁）を書き込んだ。そこに列挙された3番目の「収益力の低い事業の長期放置を是正するため、企業における経営改善や事業再編を促すための施策について、経済産業省ほか関係省庁における検討を加速する」を受けたものを見られる。誰もが考える企業の収益性改善の特効薬は、カルテルの容認・さらにカルテルへの参加の

「コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会」が2012年3月7日から2015年7月23日の間に17回の会合を開催して報告書を公表した。神田秀樹座長を含む23名をメンバーとし、経団連代表も参加していた。産業組織課が事務局を務めた。本報告書では「検討の範囲を株主と取締役の間、取締役会と業務執行等との間に関する検討に限定して進める」（2頁）と記す。

「企業統治研究会」は2008年12月2日から2009年5月26日の間に5回目の会合を開催した後、6月17日に報告書を公表し、8月19日に第6回会合を開催している。「企業統治研究会報告書」は[VI]でも言及した通称「企業統治白書」である。神田秀樹座長を含む20名をメンバーとし、経団連代表も参加していた。事務局は産業組織課である。⁹¹

「企業価値研究会」は2004年9月16日から2008年の6月11日の間に29回の会合を開催し、報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防止策の在り方」を6月30日に公表した。神田座長を含む29名をメンバーとし、産業組織課が事務局を務めた。もともと、第1回会合の議事録では名称は「経済社会の持続的発展のための企業税制改革に関する研究会」であり、税制改正とりわけ法人所得税が話題の中心であった。

「経済社会の持続的発展のための企業税制改革に関する研究会」が2005年4月28日から2006年5月15日の間に9回の会合を開催し「報告書」を公表した。井堀利宏座長を含む21名をメンバーとし、企業行動課が事務局を務めた。⁹²

1年程度の期間に報告書を取りまとめた「日本の『稼ぐ力』創出研究会」「企業統治研究

強制、カルテルの内容の強化の強要などであろう。笑ってはいけない。「再興戦略」の「コーポレートガバナンスの強化」の直前の「過剰供給構造にある分野での再編の促進」では次の如く記されている。「『産業競争力強化法（仮称）』の策定に併せて、過剰供給・過当競争構造が長年放置されてきた分野について、国が指針を策定し、その是正に向けた取組を促すための枠組みを構築する。この枠組みの下に、思い切った構造改革に取組む企業に対し、失業なき労働移動の円滑化のための措置などに必要な措置を講ずる。」高度成長期の通産省の「勧告操短」などを思い出して、「変わらんものだね……。相も変わらずこういう『政策』を唱導する官庁に『成長戦略』の策定を委ねるなんてマンガですね。あの頃から、しゃしゃり出るためのチャンスをいつも狙っている……。こういう官庁の整理統合・廃止こそが『成長戦略』の一丁目一番地じゃないの……」と考える読者が多いかもしれない。

⁹¹報告書の57頁と58頁に、海外と日本の実証研究への言及がある。選択と評価の妥当性について言及する意欲が湧くものではない。関心のある読者は、その内容と三輪・ラムザイヤー2007の第3部を比較して見られるとよい。たとえば、本論文の[III]と[IV]で紹介したMiwa and Ramseyer[2003, 2005]の公表から数年を経過し、その普及版である三輪・ラムザイヤー[2007]とその基礎となる『経済セミナー』の連載が終了していた。セミナー等でのわれわれの報告を聞いたはずの研究者もメンバー中に少なからず含まれる。この点との関係は不明である。事務局の素養と姿勢、われわれの研究成果について言及することの研究会での作業への予想される影響（有効な対応策が見あらず、事前のシナリオに決定的な打撃を与えるかもしれない）に配慮したのかもしれない。このような研究会では、そのような点の指摘は歓迎されないし、メンバーも報われない。

⁹² 産業組織課を事務局として2004年9月にスタートした（スタート時点では）同名の研究会との関係に関する情報はわれわれの手元にはない。

会」「経済社会の持続的発展のための企業税制改革に関する研究会」とその他の研究会では研究会の設置目的と役割が大きく異なっただけである。

[X]. 結語

Foundational financial legislation is typically adopted in the midst or aftermath of financial crises, when an informed understanding of the causes of the crisis is not yet available. Moreover, financial institutions operate in a dynamic environment of considerable uncertainty, such that legislation enacted even under the best of circumstances can have perverse unintended consequences, and regulatory requirements correct for an initial set of conditions can become inappropriate as economic and technological circumstances change. Furthermore, the stickiness of the status quo in the U.S. political system renders it difficult to revise legislation, even though there may be a consensus to do so. (Romano, 2011, Abstract の前半部分)

本論文では、「社外取締役の事実上の設置強制」を中心に、「コーポレートガバナンス・コード」の内容とその策定プロセスについて検討した。検討の焦点は次の4点である。(1) 「コーポレートガバナンス・コード」(2015年6月1日施行)を中心に社外取締役をめぐる「制度」の現状の紹介、(2) 誰が内容を実質的に決めているか(ルールの解釈・適用): ルールの決め方、ルールの実質的内容はどこまで決まっているか? (3) とりわけ決定プロセスの中心に位置しこれを象徴する研究会等における検討プロセスとその報告書に見る論拠と証拠の内容と位置づけ: コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議、法制審会社法部会、伊藤レポート、さらに、これらと「日本再興戦略」との関係、(4) 以上の3点と経済学者、法と経済学研究者の世界における研究の蓄積・現状との関係。当然、他の経済政策・規制と同様に、「多くの国民が納得する説得的な論拠と証拠が示され、その妥当性をめぐる周到な検討が実施され、その成果が明示されているか?」とする政策決定過程の透明性と説明責任(accountability)も重大な関心事であった。

2000年代後半期から勢いを得だした動きが、2009年夏の政権交代の前後の時期に顕在化し始めた。政権交代に結果した「世情」・「世論」等を背景に、会社法の改正、さらに法令改正を伴わない手法のバイパスとしての活用などが進行した。この動きは、社外取締役設置強制などの一連の施策が政府の成長戦略の一環として2013年の「日本再興戦略」に盛り込まれて一挙に加速化された。社外取締役設置強制は東証上場規則として2015年6月1日に実施に移された。今後、「設置強制」はその内容の「具体化」「強化」としてさらなる展開が予想される状況にある。

社外取締役設置強制だけが独立して進行したわけではない。単一の「舞台」で単線的に進行したのではない。進行プロセスには多くのジグザグといくつかの劇的変化が含まれる。

さらに、社外取締役設置強制を含むコーポレート・ガバナンス論議には複雑で錯綜した長い歴史がある。古くは Berle and Means [1932]由来の「経営者支配」論(さらに Adam Smith)にまで遡る。加えて、今次の設置強制の実施に至るプロセスは一部の省庁の周辺で進行し、法令改正ではなく取引所の上場基準を活用する「バイパス」が選択された。さらに、政府の成長戦略に盛り込まれたことにより一挙に加速化した。プロセスを一貫して、研究者はもちろん国民に向けて目指す「政策」の妥当性を示し訴える論拠・証拠を提示する姿勢にはなはだ乏しかった。メディア等の「報道」もこの点に関してはほとんど関心さえ示さなかった。結果として、設置を強制される上場企業関係者を含む多くの国民は、強制が実施に移された時点でも、この事実を含めて現時点までの展開プロセスと到達点について(つまり、何が起こってきたか)ほとんど知らない。もちろん、スタートした「設置強制」が「具体化」「強化」の名目の下に今後どのように展開すると予想されるかという点には関心すら抱いていない。設置強制に至るプロセスの進行を可能とした「世論」の好意的なイメージと漠然とした期待とともに、今後の展開に関して懸念を抱く国民が急増することはないだろう。設置強制によって実現するはずの日本経済の「活性化」などの成果が現実化せず「具体化」「強化」が急がれるようになっても、「設置強制」の実態と展開を注視する国民はあまり増加しない。

本論文は、以上の点に関する「現場からのレポート」である。ここまで読み進まれた読者、とりわけ本論文の前半部分の理解を踏まえて読み通された読者は、「そんなことになっていたのか。困ったな。どうすればよいのか？」と困惑するだろう。もちろん、そのような読者が多ければ、現状は大きく異なっただけである。

社外取締役設置強制の実現に向けた動きが決定的となった契機は2013年に政府の成長戦略に重要な一環としてこの施策が盛り込まれたことであり、2014年6月に自民党・日本経済再生本部の「日本再生ビジョン」とともに『日本再興戦略』改訂2014に内容・方向性・方法・期限などが明記されたことである。関連情報はほとんど提示されていない。本節冒頭の引用は、Lehman Shock後の「金融危機」の中で成立したDodd-Frank Act of 2010およびその制定過程を念頭に置くRomano [2011] “Regulating in the Dark”からのものである。⁹³目覚ましい成果につながる訴求力と即効性に富んだ施策が成長戦略に強く求められる

⁹³ “the accounting scandals and bankruptcies of several public corporations”への対応として2002年に制定されたSarbanes-Oxley Actが66頁の長さであったのに比して、世界的な「金融危機」の中で制定されたDodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010は848頁の長さであった(これはsingle-spaced page countの数字である。Official bill formatであるdouble-spacedの数字がおなじみの2,319頁である)。これに対し、the Federal Reserve Act and the Glass-Steagall Actはそれぞれ24頁、37頁であった(Romano, 2011, p.1)。Dodd-Frank Actについては、この論文の他に、たとえば、Cochrane[2014]およびこの論文が報告されたconferenceの議事録である*Journal of Legal Studies*, June 2014掲載の諸論文を参照。

機関投資家は最終的な資産保有者への受託者としての義務の一環として、保有株式の議決権を忠実に行使しなければならないと考えられてきた。2003年にSecurities and Exchange Commission (SEC)が採用したnew voting requirementsにより、議決権の行使内容とその決定

という政治状況の下にあるとしても、混乱の中で採用する対策の選択にはよほどの慎重さを要するとする教訓には誰もが留意すべきだろう。「ドサクサの中であわてて跳びついたが、なぜあの時あんなものに・・・」と悔やむことになるかもしれない。今後の展開についても同様である。

『火のない所に煙は立たない』ことをご存知でしょう」というコメント、反論、批判、非難、あるいは忠告がさまざまなトーンで表明され飛び交うかもしれない。「『火のない所に煙は立たない』はずだ」と自らにも言い聞かせつつ、本書の内容を楽しみながら困惑した読者も少なくないだろう。「『一犬影に吠え、百犬声に吠える』という中国伝来の言い方もありますが、ご存知ですか？」というのが定型化されたわれわれの対応である。”If one dog barks at his shadow, a hundred dogs bark at his voice.” がわれわれの英訳である。

しばらく前の Berlin での corporate governance に関する国際コンファレンスの席で、われわれの日本経済特殊論は神話だとする報告に対してイギリス人参加者から、「大変面白い報告だった。しかし、最近も私は日本人ビジネスマンとの会話の中で、あなた方が神話だとする見方を象徴するエピソードを聞きましたよ・・・」というコメントを受けた。「マルコポーロの時代から、東洋、とりわけ日本に関する exotic な話題に対する強い需要がある。需要が供給を喚起するから、あなた向けの話題が提供されたのでしょう。お好みなら、いくつか差し上げましょうか・・・」という反論に対する会場の笑いで議論は終了した。あとから、友人のスイス人研究者が笑顔で、「ヨーロッパ人は、アメリカについても同じことを言うからね・・・」と解説した。

「あなたの主張に説得力があると思います。しかし、あなたが根拠のないドグマ、神話にすぎないとする主張を有名大学の有名な先生が展開されているのです。われわれは困惑し迷惑しています。何とかしてください。管理責任はないのですか・・・」と三輪が笑顔で詰め寄られた。社外取締役に関わる本論文の[III]と[IV]の内容の概略を、大企業経営者・

プロセス・根拠を開示しなければならないことになった。機関投資家は周到な調査・研究に基づいて議決権を行使すると想定したうえでのことである。ところが、結果として広範に活用されることになった（平たく言えば、「丸投げ」である）のが proxy advisory firms（代表が Institutional Shareholders Services (ISS)、Glass, Lewis & Company (GL)）の recommendations（通称 say-or-pay (SOP) voting）である。Dodd-Frank Act により年次総会前に executive compensation に関して機関投資家の意見表明が行われこれに対応してしばしば報酬案が修正されるようになった。このプロセスに注目し、報酬案の修正に対する株式市場の反応を調査した Larcker et al[2015]は、市場の評価はマイナスであったことを確認した。つまり、SEC の requirements に始まる機関投資家の議決権行使に関する規制は、Dodd-Frank Act を経て、結果として株主利益を害することになったというのである。規制の導入・強化は、その帰結・コストに関する周到な事前評価を必要とするという当然のことを改めて教えてくれるように見える。ちなみに、Dodd-Frank Act の say-on-pay rule は日本法の comply-or-explain rule と似ている。株主は the executive compensation plans に投票することができるが、投票結果は企業に binding ではない。しかし、機関投資家の“no” vote が多ければ、fear of negative publicity のために企業は plans を変更することになる。

法務関係者の会合で解説した時のことである。「あなた方の会社は良質の製品を供給しているでしょう。競合企業があなた方の会社の方針に合わない製品を供給して消費者の支持を集めたとしても、『追放』しないし、できませんよね。『管理』したら大変です。競合企業の製品を購入して満足しなかった消費者から、あなた方の会社に『管理責任はないのか』と不満をぶつけられても、苦笑するだけでしょう」というのが回答であった。

次のように考える読者が少なくないかもしれない。「持続的な・・・、稼ぐ力、活力、活性化、企業統治、社外取締役、・・・エンゲージメント、機関投資家の超短期的視点からの行動の規制、共生、さらに『共創』などの印象的かつ魅力的なフレーズが踊るのです。さらに社外取締役設置などの施策もこれらのフレーズ用いて提示され、日本の再興、日本経済の再生、デフレからの脱却などの実現に向けた重要な戦略だとして押し出されるのです。これらのフレーズが何を意味するか、主張の内容は妥当か、施策は有効に機能するかなどという設問に関心を抱くタイプの国民は圧倒的少数派です。主張の論拠・証拠などに関心を抱く国民なんてほとんどいないのです。これまでも、いつでもどこでもそうでした。政府はそういう国民を創り出してきた。この点ではメディアも協力してきた。社外取締役設置強制論だって、蝦蟇の油みたいなものじゃないかと疑問を抱いて、その有効性はと考えるのは・・・、変わり者じゃないの？」

その通りだとの判断に基づいて、本論文の後半部分では「変わり者」ではない読者を想定して関連文書を解剖した。その前提・準備として前半部分で標準的な研究手法と研究成果の現状を紹介した。

設置強制の実現に向けた動きが勢いを増すにつれて経団連を象徴とする反対派の意見表明が影をひそめた。成功の可能性が薄い「無駄な抵抗」は中長期的に見ても報われないとする健全なビジネスセンスの発露かもしれない。ほとんどが個人ベースであるが、設置強制論に積極的に賛成しあるいは賛意を表する文書に名を連ねる大企業関係者およびそのOBが少なくない（たとえば、経済同友会企業経営委員会）。この点に関してわれわれは次の如く理解している。「(著名) 企業の経営者あるいは(元経営者) が単独あるいはグループで推進派に継続的に与してきた。日本取締役協会や経済同友会などの団体の各メンバーは、『日本の企業や日本経済』などに関してではなく、自らの関係する企業の経営に深刻な問題があり、社外取締役の『強制』がその解決・緩和に大きく貢献すると本当に考えて来たのか？導入が有効な対応策だというなら、なぜ『強制』される前に導入しなかったのか？『自らの企業には不要だが・・・』と賛同したとすれば、はた迷惑な軽率な行為だと考えないのか？まさか、ああいう団体への参加は、肩書としても名誉だし（暇つぶしにも勉強にもなる。仲間も増やせるし）という理由によるのではないでしょうね。これこそが『サラリーマン経営者の横並び主義』の象徴ではないのか？」

「言われてみれば、その通りだ・・・という気がする。しかし、どうしてこんなことになってしまうのか？」と考え（始める）読者もいるかもしれない。われわれが神話にすぎないとする伝統的日本経済特殊論や産業政策有効説が長期間にわたって広範な支持を集め

て、「通説」「常識」「通念」としての地位を安定的に確保し続けた理由とほとんど同じだと考えるわれわれの説明は以下の通りである。

基本的な説明は、関係経済主体の合理的意思決定である最適化行動の帰結として経済現象を理解するという、経済学の基本的な方法、経済分析の基盤が広くは受け入れられておらず、日本の内外で日本経済に多少なりとも関心を持つ人たちの多くが、「わかったつもりにさせる大きな見方」を需要し、次々と供給される「見方」の中から選ばれた「通説」「常識」「通念」のうえに安住する強い志向性を有するためだというものである。「きちんと考える」として「証拠に照らして確認する」ことのいずれをも重視しない需要がdominateする市場には、「きちんと考えて、証拠に照らして確認する」タイプの研究や主張はほとんど供給されず、稀に供給されるものも生存できない。結果は、需要に適合した、「わかったつもりにさせる大きな見方」だけが歓迎され、そのような見方を提供する「研究者」や「識者」が舞台上で主役を演じることになる。新聞・雑誌・TVなどのメディアも、市場の需要に適合するものだけが存続し繁栄するから、結果として、適応したメディアが市場をdominateする。⁹⁴⁹⁵

「管理価格」をキーワードとする Means の学説 (Berle-Means thesis の Means である) に関連して表明された Stigler(1988, pp.111-12)の次の見方は、日本経済特殊論や産業政策有効説にもそのままあてはまる。Means の学説は大恐慌の時期から 1960 年代にわたる長い期間を通じてアメリカ国民および専門経済学者に多大の影響を与えた。1960 年代から 70

⁹⁴ 「わかったつもりにさせる大きな見方」を需要しそのうえに安住する「消費者」が圧倒的多数を占める市場（社会？）では、「消費者」が求める言説・見方を提供する供給者（「研究者」？）だけが受け入れられる。結果として、「消費者」は、言ってほしいことしか言ってもらえなくなり、それ以外の言説・見方の存在を想像することすら停止してしまう。「通説」「通念」のうえに安住する「消費者」は「通説」「通念」と整合的でありそれを支持・強化する言説・見方しか受容せず、「消費者」の意向を反映してのみ生存を許される新聞・雑誌・TVには「消費者」が受容する言説・見方しか登場しない。かくして、「通説」「通念」の地位は安泰となる。根拠のないドグマや誤解に「通説」「通念」としての地位を与え続けるのは「消費者」であり、多くの読者も重要な役割を演じている。

⁹⁵ 「失われた 10 年」と表現される事態の到来とともにコーポレート・ガバナンスという表現や「社外取締役」論議が日本でも大きな関心を集めるようになった。発生原因に関する説明と現状からの脱出策、つまり「こうすれば・・・」というもっともらしい「理由」付きの指針・指示・助言（あるいは、お告げ）として何か欲しいと周囲を見回したらこれがあった、ということかもしれない。「理屈は後からトラックに乗ってやってくる」とも言う。受けそうなものを荷台から選択して見せびらかしたら当たったところかもしれない。鯛の頭も信心からともいう。「これはビジネスになる」と考えた人がいたとしても不思議ではない。とはいえ、「そうかもしれない。しかし・・・。それでは『失われた 10 年、20 年、さらに・・・』というこのデフレというか停滞状況の原因は何だというのか」といらいだつ読者が少なくないだろう。「さあ・・・。知りません。わかりません、現時点では」と言えば、いらだちは加速する。「急いで事はし損ずる」という。鯛の頭を崇めて怒りが一時収まったとしても、いずれ復活するだろう。冷静な読者には、1970 年代から 80 年代のアメリカ経済の長期停滞を前にした大研究プロジェクトの成果 (Feldstein ed., 1980) に関連づけた、三輪[2012]の結語の参照を勧める。

年代の日本でも一世を風靡した。

公平に言って、経済学分野で、Means の学説は大恐慌の時期ほど広く支持されていない。しかし根強く生き残ってきたということは、Means の学説が支配的な政治思潮とそりが合ったことを明白に示す。いったん広く容認されると、その考え方はある程度の不滅性を保証される。そうした考え方の人気は衰えるのは、反証によるよりも人々の関心の移り変わりによる。このことは、反証として示された証拠がいかに強力であっても成立する。

「きちんと考えて、証拠に照らして確認する」ことの重要性を理解し、確認できた（された）主張しか受け入れない読者（慎重で賢明な消費者？）の増加が決定的に重要なのである。

本論文の著者の一人（三輪）は 2015 年春に東京上野の国立科学博物館で見入った絵を思い出す。安政の大地震の後に暴れる地下の巨大な鯰とお札を売り歩く者たちの姿を描いた巨大な鯰絵である。1855 年 11 月 7 日の江戸地震を含めた一連の大地震が安政時代に日本全国で発生した。大災害は、天罰として世の乱れを糾すべく天が吉凶をもって警告するのだとする思想が当時根強かった。無責任な流言・風説を描いた瓦版や鯰絵を幕府は厳しく取り締まった。今回のケースでは、幕が開いて進行しつつある舞台の内容がそのようなものである可能性すら話題にもならないし、幕府の役人たちが売り歩く者たちの中心を占めているように見える。ここに至る長い期間をたとえば 30 年と見ると、「失われた xx 年」と嘆き、多くの日本人が後悔する日が遠くない将来に到来するだろうか？到来するとしても 70 年などという長い年月を要するかもしれない。⁹⁶

⁹⁶ 大蔵省を分割して金融庁が設立された頃に財務省側に残った友人が三輪に漏らした感想を思い出す。「余計なものが多かった金融規制を整理する自由化がバブル崩壊後によりやく加速してよかったと思う。しかし、金融庁の分離はどうですかね……。役所の論理というか役人の習性でね、所管というか活動が狭い分野に限定されると、異質の職場への移動や異なる仕事に従事する役人との交流が激減することもあるって、『何か（新しいことを）しないと……』と考え、役所全体が直接の担当者に『新しい仕事』を見つけるように期待する。あなたがずっと批判的に見てきた公取委でもそうでしょ？規制権限を手放し奪われてきた通産省だってねえ。中小企業庁や産業政策局に対する省内の期待は大きいはずだよ。」金融庁設立以前の「金融行政」に関心の読者は三輪[1993]を参照。

[引用文献]

- 阿部泰久・和田照子[2010]「会社法見直しに対する経済界の考え方」『商事法務』1911号
75頁.
- Admati, Anat and Martin Hellwig [2013] *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton University Press.
- 青木昌彦[1995]『経済システムの進化と多元性：比較制度分析序説』東洋経済新報社.
- Bebchuk, A. Lucian, Alon Brav, and Wei Jiang [2015] “The Long-term Effects of Hedge Fund Activism”, *Columbia Law Review*, June.
- Berle, A.A. and G.C. Means [1932] *Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan.
- Cochrane, John H. [2005] *Asset Pricing, revised edition*, Princeton University Press.
- Cochrane, John H. [2014] “Challenges for Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation”, *Journal of Legal Studies*, June.
- Cooter, Robert and Thomas Ulen [2012] *Law & Economics, sixth edition*, Pearson Education Inc.
- Del Guercio, D. and J. Hawkins [1999] "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism," *Journal of Financial Economics*, 52, 293-340.
- Demsetz, Harold and Kenneth Lehn [1985] “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, 93-6, 1155-77.
- 江頭憲治郎[2013]「上場会社の株主」江頭編『株式会社法大系』有斐閣 23頁。
江頭憲治郎＝中村直人「巻頭対談・会社法改正の本質に迫る――中間試案の重要論点を徹底分析」『会社法務 A2Z』2012年4月号 8頁。
- 江頭憲治郎[2014]「会社法改正によって日本の会社は変わらない」『法律時報』86巻 11号
59頁
- Feldstein, Martin [1980] “The American Economy in Transition: Introduction”, in Feldstein ed. *The American Economy in Transition*, The University of Chicago Press.
- 福井義高[2015]「公的年金運用の耐えられない軽さ」「伊藤レポートはMM定理がお嫌い？」
「伊藤レポートは反ピケティ？」「伊藤レポートは誰のために？」『企業会計』3、5
～7連載『ひょっとすると役立つかもしれない会計のはなし』
- Hopt, Klaus J., Hideki Kanda, Mark J. Roe, Eddy Wymeersch, and Stefan Prigge ed. [1998] *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, Clarendon Press: Oxford.
- Hopt, Klaus J., Eddy Wymeersch, Hideki Kanda, and Harald Baum [2005] *Corporate Governance in Context: Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US*, Oxford University Press.

- 自由民主党・日本経済再生本部[2014]「日本再生ビジョン」5月23日
http://jimin.ncss.nifty.com/pdf/news/policy/pdf189_1.pdf
- 神谷高保[2015]「社外取締役の導入促進に反対する」『法学志林』（法政大学法学部）113巻2号.
- 神田秀樹[2015a]『会社法（第十七版）』（法律学叢書）弘文堂.
- 神田秀樹[2015b]『会社法入門：新版』岩波新書1554.
- 経済産業省[2009]「企業統治研究会報告書」『商事法務』1870号55頁
- 経済産業省[2014]「伊藤レポート（『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト『最終報告書』）」
<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002.html>
- 金融庁[2015]「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」（コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議）<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf>
- 金融審議会金融分科会[2009]「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」（我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告）『商事法務』1870号45頁
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf
- 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議「報告書」2013年11月
http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/koutekisikin_unyourisk/
- Krugman, Paul R. [1990] *The Age of Diminished Expectations: The U.S. Economic Policy in the 1990s*, The MIT Press.
- Larcker, David F., Allan L McCall, and Gaizka Ormazabal [2015] “Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms”, *Journal of Law and Economics*, vol.58, February, 173-204.
- 三輪芳朗[1994]「市場における競争の役割」『ジュリスト』8月1-15日号、1050号.
- 三輪芳朗[1997]『規制緩和は悪夢ですか』東洋経済新報社.
- 三輪芳朗[1998]『政府の能力』有斐閣.
- 三輪芳朗[2000]「『法と経済学』への誘い」『社会科学研究』（東京大学社会科学研究所）第51巻第3号.
- 三輪芳朗[2002]『誰にも知られずに大経済オンチが治る』ちくま新書350.
- 三輪芳朗[2003]『金融行政改革：「役所ばなれ」のすすめ』日本経済新聞社.
- 三輪芳朗[2008]『計画的戦争準備・軍需動員・経済統制：続「政府の能力」』有斐閣.
- 三輪芳朗[2010]「『貸し渋り』・『借り渋り』と『信用保証』：1998.10~2001.3の特別信用保証を中心に」『経済学論集』第76巻第2号、第3号.
- 三輪芳朗[2011a]「中小企業の資金調達と金融機関の中小企業向け融資（中小企業金融）」『経済学論集』第77巻第1号.
- 三輪芳朗[2011b]「『不良債権』『不良債権処理の遅れ』『追い貸し』と『失われた20年』：日

- 本の経験からの教訓？」『経済学論集』第77巻第2号、第3号。
- 三輪芳朗[2012]「“Bubble” or “Boom”? : 『法人企業統計年報』個表を通じた、『失われた20年』研究準備のための1980年代後半期日本経済の検討」『経済学論集』第77巻第4号。
- 三輪芳朗[2014]「よりよい政策と研究を実現するための経済統計の改善に向けて：An Invitation あるいは『勸進帳』」CIRJE-J-256.
- 三輪芳朗[2015]「よりよい政策と研究を実現するための経済統計の改善に向けて：(5) 診断と処方——5W1H、the statistical system、半世紀後の鹿鳴館、裸の王様」CIRJE-J-268.
- Miwa, Yoshiro [1996] *Firms and Industrial Organization in Japan*, London: Macmillan.
- Miwa, Yoshiro [1999] “Corporate Social Responsibility: Dangerous and Harmful, Though Maybe Not Irrelevant”, *Cornell Law Review*, 84-5, July, 1227-54.
- Miwa, Yoshiro [2015] *Japan’s Economic Planning and Mobilization in Wartime, 1930s-1940s: The Competence of the State*. New York: Cambridge University Press.
- 三輪芳朗+J・マーク・ラムザイヤー[2001]『日本経済論の誤解——「系列」の呪縛からの解放』東洋経済新報社.
- 三輪芳朗+J.マーク・ラムザイヤー [2002]『産業政策論の誤解——高度成長の真実』東洋経済新報社.
- 三輪芳朗+J.マーク・ラムザイヤー[2007]『経済学の使い方：実証的日本経済論入門』日本評論社.
- 三輪芳朗・J. Mark Ramseyer [2000]「政策金融と経済発展——戦前期日本興業銀行のケース」『経済学論集』第66巻第3号.
- 三輪芳朗・J. Mark Ramseyer [2004a]「経済規制の有効性——『傾斜生産』政策の神話」『経済学論集』第70巻第2号、第3号.
- 三輪芳朗・J. Mark Ramseyer [2004b]「銀行取締役の善管注意義務と『メインバンク』神話——長銀イ・アイ・イ第一次訴訟第一審判決批判 上、下」『判例時報』1871号、1872号.
- 三輪芳朗・J. Mark Ramseyer [2005]「銀行取締役の善管注意義務と『母体行責任』——長銀ノンバンク支援事件第一審判決批判 Part 1, Part2」『判例時報』1878号、1880号、1881号、1883号.
- Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer [2002] “Who Appoints Them, What Do They Do? Evidence on Outside Directors from Japan”, The Harvard John M Olin Discussion Paper Series No.374 (<http://ssrn.com/abstract=326460>).
- Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer [2003] “Does Ownership Matter? Evidence from the Zaibatsu Dissolution Program”, *Journal of Economics and Management*

- Strategy*, 12-1, 67-89.
- Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer [2005a] "Who Appoints Them, What Do They Do? Evidence on Outside Directors from Japan", *Journal of Economics and Management Strategy*, 14-2, 299-337.
- Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer [2005b] 'The Good Occupation', The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series No. 514 (<http://ssrn.com/abstract=729463>).
- Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer [2006] *Fable of the Keiretsu: Urban Legends of the Japanese Economy*, University of the Chicago Press.
- 三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編[1998]『会社法の経済学』東京大学出版会.
- Miyajima, H. [1998] 'The Impact of Deregulation on Corporate Governance and Finance,' in L. E. Carlile and M. C. Tilton eds. *Is Japan Really Changing its Ways? Regulatory Reform and the Japanese Economy*, Washington D.C.: Brookings Institution.
- 日本政府[2013]「日本再興戦略 ―Japan is Back―」6月14日
http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf
- 日本政府[2014]「『日本再興戦略』改訂2014―未来への挑戦」6月24日
<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf>
- ラムザイヤ、マーク[1990]『法と経済学：日本法の経済分析』弘文堂.
- Romano, R.[2001] "Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance," *Yale Journal of Regulation*, 18, 174-251.
- Romano, Roberta [2011] "Regulating in the Dark", John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy Research Paper No. 442
- Smith, Adam [1776] *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (London). Modern Library edition, 1937, New York: Random House.
- Stigler, George J. [1988] *Memoirs of an Unregulated Economist*, New York: Basic Books.
- Stigler, G. J. and C. Friedland [1983] "The Literature of Economics: The Case of Berle and Means," *Journal of Law & Economics*, Volume XXVI, June.
- Vogel, Ezra F. [1979] *Japan as Number One: Lessons for America*, Harvard University Press.
- 座談会[2014]「平成26年会社法改正の検討」(加藤貴仁・唐津恵一・神作裕之・神田秀樹・田中亘・藤田友敬(司会))『ソフトロー研究』(東京大学大学院法学政治学研究科付属ビジネスロー・比較法政研究センター)第24号、12月.