

## 変貌する米国取締役会

～モニタリング・モデルの確立と直面する課題～

みずほ証券経営調査部上級研究員  
一橋大学大学院商学研究科客員教授  
田村 俊夫<sup>1</sup>

Summary

### 要約

- 1970年代頃までの米国上場会社では、所有と経営の分離により実質的権力を掌握した CEO が制約のない経営権を行使し、取締役会の存在は有名無実であった。そのような時代にアイゼンバーグ教授が提唱した取締役会の監督機能を重視する「モニタリング・モデル」は、その後、米国実務で完全に確立するに至り、さらに国境を越えてグローバル・スタンダードとして各国で受容されている。
- モニタリング・モデルが機能するために最も重要なのは、取締役会の判断が CEO から独立したものであることである。そのために、独立取締役が過半数を占める取締役会、独立取締役のみで構成される指名・報酬・監査委員会、筆頭取締役（ないし独立取締役会長）の設置、エグゼクティブ・セッションといった舞台装置が発展し、さらには証券取引所規則等によりそのほとんどが義務付けられた。
- それにも関わらず、多くの米国企業の実効性は十分な役割を果たしていないと批判される。エンロン、ワールドコム事件に象徴されるように、形式的に取締役会のベストプラクティスを整えるだけでは、経営陣の監督を真に行うことはできない。実証研究でも、独立取締役の比率を高めるだけでは、企業価値が高まらないことが示されている。
- モニタリング・モデル確立後の米国における議論と実務の主たる関心は、どうすれば取締役会が実効的に機能するようになるかという問題に移っている。取締役会の実効性を担保するために特に重要と考えられているのが、取締役の実質的独立性の確保、取締役会の人材ポートフォリオの見直し、率直な議論を促進する取締役会のダイナミズム、経営陣から独立した情報へのアクセスといった問題である。
- しかしどれだけ実効性のある取締役会の構成・運営を心掛けても、経営陣の経営判断に対する取締役会の行動は謙抑的かつ遅れがちになる。それに対してアクティビスト・ヘッジファンドや機関投資家が不満を抱き、経営陣ではなく独立取締役との直接対話を求める圧力が増大している。実効性のある取締役会と株主エンゲージメントは車の両輪であり、取締役会はその要に位置する。米国におけるガバナンスの最大の焦点が株主と取締役会の関係に移行しているのは、この文脈から理解することができるだろう。

<sup>1</sup> 本稿中、意見にわたる部分は筆者の私見である。

## I. はじめに

2014年6月24日に閣議決定された日本再興戦略・改訂 2014<sup>2</sup>は、持続的成長に向けた企業の自律的な取組を促すために「コーポレートガバナンス・コード」を策定することを定め、同コード策定に際しては、「OECD コーポレートガバナンス原則」<sup>3</sup>等を踏まえるものとした。OECD コーポレートガバナンス原則の内容は多岐にわたるが、そこに示された取締役会のあり方は、取締役会による業務執行者（経営陣）の監督機能を重視する「モニタリング・モデル」と整合的である<sup>4</sup>。

モニタリング・モデルは、経営者支配による取締役会の形骸化に対してアメリカがとった解決策であり、米国実務として定着するとともに、1990年代以降、グローバル・スタンダードとして各国で受容されていった。これに対して日本法はなんとか取締役会の業務執行の実質化を図ろうと苦闘して、国際的な潮流から乖離していった。21世紀に入り、委員会等設置会社の導入などモニタリング・モデルを意識した動きが出始めたものの、実務の大勢はほとんど変わらなかった<sup>5</sup>。

しかし、アベノミクス第三の矢の核心であるコーポレートガバナンス改革は、OECD 原則を踏まえることにより、モニタリング・モデルへの志向性を明らかにしている。これに呼応するかのように、日本取締役協会は、2014年3月7日付で「社外取締役・取締役会に期待される役割について」と題する提言を公表し、モニタリング・モデルを推奨した<sup>6</sup>。同提言解説編では、以下のように述べている。

「モニタリング・モデル」は、社外取締役を含む取締役会に期待できる基本的な役割が、業務執行の決定ではなく、役員を選解任を中心とした業務執行の監督とする取締役会の仕組みである。1970年代に米国で誕生して以降、米国の上場企業の多くで採用され、米国以外にも広く浸透しつつある。

### CEO と取締役会の主従逆転

1970年代頃までの米国上場会社の取締役会は、外部取締役<sup>7</sup>の存在にも関わらず、経営陣を監督する機能を果たしていなかった。CEO は実質的になんら制約のない経営権を掌握し、絶対権力者（“Imperial CEO”）として君臨していた。外部取締役の現実の機能はCEO への助言にとどまり、CEO は実質的に取締役の「ボス」（任免権者）であった。ところが現在では、米国上場会社の取締役会は株主価値の擁護者として、CEO の「ボス」としての地位を確立し、さらにその実質的独立性を強化しつつある。他方で、そのように地位の強化された取締役会が、実体的にいかにか経営陣を監督し株主価値の向上に寄与できるのかが、株主と取締役会のあるべき関係と相関しつつ、最重要の問題として浮上してきている。

### 本稿の問題意識

本稿の問題意識は、以下の2点である。

<sup>2</sup> 「日本再興戦略」改訂 2014 - 未来への挑戦 - (2014年6月24日)

<sup>3</sup> OECD, “OECD Principles of Corporate Governance 2004”

<sup>4</sup> 藤田[2014], 注 20。モニタリング・モデルについては、藤田[2014], 大杉[2013]参照。

<sup>5</sup> 以上の記述は、主に藤田[2014], 5-7 頁による。

<sup>6</sup> 同提言を含む解説編：日本取締役協会 HP、[http://www.jacd.jp/news/odid/140307\\_02report.pdf](http://www.jacd.jp/news/odid/140307_02report.pdf) さらに2014年10月6日には、モニタリング・モデルを念頭に置いたコーポレートガバナンス・コード案（「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」に向けて」）を公表している：日本取締役協会 HP、[http://www.jacd.jp/news/gov/141006\\_01report.pdf](http://www.jacd.jp/news/gov/141006_01report.pdf)

<sup>7</sup> 本稿で「外部取締役」とは“outside director”の訳語であり、業務執行に従事する会社の従業員（CEO、経営幹部を含む）を兼務していない取締役を指す。英国では「非業務執行取締役」（NED: Non-Executive Director）と言う。外部取締役のうち、会社と特定の利害関係のない取締役が「独立取締役」（Independent Director）であり、利害関係のある外部取締役が「非独立外部取締役」（Affiliated Outside Director）である。なお、日本法における「社外取締役」は、外部取締役と独立取締役の中間的な概念であり、一定の欠格事由を設けているものの、一般的な独立取締役よりは独立要件が緩く形式的である。

- (1) 現在の日本同様に経営者が取締役会をコントロールしていた米国で、なぜ取締役会が経営者をコントロールするモニタリング・モデルが確立されたのか。モニタリング・モデルの理論的正統性とそれが実務で受容された歴史的過程はどのようなものであったか。
- (2) モニタリング・モデルは、持続的成長や企業価値創造を促進するか。独立取締役主体の経営監督という形式面のガバナンス改革だけでは、内部統制面はともかく、取締役会が企業価値創造の推進力として付加価値を有するには不十分ではないか。

#### 本稿の構成

以上の問題意識を念頭に、本稿では、まず第Ⅱ章で、米国における取締役会と CEO の関係の歴史的变化とその要因を振り返り、取締役会が CEO を監督する「モニタリング・モデル」がなぜ定着したのかを分析する。続いて第Ⅲ章では、確立された「モニタリング・モデル」の成果としての、米国取締役会の現状を概観する。その姿はおおむね OECD 原則に適合的なものと言える。

しかし、形式的な取締役会のベストプラクティスを整えても、それだけではエンロン、ワールドコム事件や金融危機時のような経営者の暴走を止めることはできなかった。また、経営陣の価値向上的な経営判断の後押しや、価値破壊的な経営判断の抑制の面でも、必ずしも取締役会は十分には貢献できていない。それは取締役会が実効的に機能していないからである。ではどうすれば取締役会が実効的に機能するようになるのか。第Ⅳ章では、取締役会の監督機能に真の実効性を持たせるための米国における現在進行形の取り組みを紹介する。

そのようにどれだけ実効性のある取締役会の構成・運営を心掛けても、経営陣の経営判断に対する取締役会の行動は謙抑的かつ遅れがちになる。それに対してアクティビスト・ヘッジファンドを先兵とする機関投資家が不満を抱き、経営陣ではなく独立取締役との対話を求めるケースが増加している。第Ⅴ章では、取締役会による株主とのエンゲージメントについて米国の流動的な現状を紹介する。

最後に第Ⅵ章では、OECD 原則も踏まえつつ、本稿で論じたモニタリング・モデルにおける取締役会のあり方と今後の展開の方向性を振り返り、日本のコーポレートガバナンス改革へのインプリケーションについて付言する。

## Ⅱ. 米国取締役会の歴史の変遷

### 1. インペリアル CEO とアドバイザー・ボード

1975 年 3 月、後にアメリカ会社法の第一人者となるカリフォルニア大学バークレー校のアイゼンバーグ教授は、コーポレートガバナンスに関する記念碑的な論文「現代企業における経営構造の法的モデル」<sup>8</sup>で、取締役会の「モニタリング・モデル」を提唱した。米国会社法の建前では、取締役会は CEO を含む業務執行役員を選任し、経営方針を定め、会社事業の経営全般を管掌するものとされていた<sup>9</sup>。

<sup>8</sup> Eisenberg [1975]. 同論文は、翌年に出版された同教授の著書 Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Little, Brown and Company (1976) の骨格をなす 4 論文の一つである。

<sup>9</sup> 米国模範事業会社法 (Model Business Corporation Act) はもともと「会社の事業は取締役会によって運営されなければならない」 (“the business and affairs of a corporation shall be managed by a board of directors”) (旧 33 条) と規定していたが、1974 年の改正で、「会社の事業は取締役会によってもしくは取締役会の指示に基づいて運営されなければならない」 (“the business and affairs of a corporation shall be

アイゼンバーグ教授 1975  
年論文

しかし、現実には、特に株主の分散した上場大企業では、CEO が実質的な経営権を掌握し、取締役会はほとんど機能していなかった。アイゼンバーグ教授の問題意識は、このような会社法の建前と現実のギャップを踏まえて、取締役会の果たすべき機能を再検討しようというものであった。

#### 当時の取締役会の実態

当時の取締役会の実態はどのようなものだったのだろうか。長らくプロクター&ギャンブルの会長兼 CEO を務めたジョン・スメールは、以下のように回顧する<sup>10</sup>。

当時の取締役の地位は重要な任務というよりも名誉職にすぎなかった。取締役会は、・・・おおかた短時間ですみ、昼近くに始まって、昼食をはさんでから一、二時間くらいで終わったものだ。会議の雰囲気は馴れあいに近かった。CEO や経営幹部にはっきりと反対意見を述べたり、厳しい質問を突きつけることはほとんどない。実際、大半の社外取締役は、CEO の意見になんら疑問をはさまずに受け入れる傾向が強かった。

当時の取締役会の構成を見ると、1970 年代前半においてもすでにニューヨーク証券取引所上場会社のほとんどは 1 名ないし 2 名の外部取締役を有しており、7 名以上の外部取締役を有する会社がほぼ半分に達していた<sup>11</sup>。それにもかかわらず、取締役会が監督機能を発揮していなかったのはなぜだろうか。

#### CEO による取締役会支配

その最大の原因は、取締役の独立性の欠如、特に取締役の人事権が実質的に CEO に握られていたことにある。会社法上は、株主総会が取締役を選任し、取締役会が CEO を選任することになっているが、所有と経営の分離が進行した多くの上場会社では、取締役候補の指名権を掌握した CEO に権力が集中した<sup>12</sup>。会社側取締役候補はほぼ確実に株主総会で選任されたため、取締役候補の指名権は取締役の任命権に等しかった。しかも指名権を有するということは、改選期に再任候補としての指名を行わないという形で、解任権を有することも意味した<sup>13</sup>。

#### 紳士クラブ的カルチャー

CEO は、取締役の「人事権」を背景に、自らがコントロールする取締役会を作り上げた。取締役会には、CEO の部下である内部取締役が多数含まれていたのに加え、外部取締役の中にも、会社や CEO と関係の深い投資銀行家、商業銀行家や顧問弁護士など、実質的な独立性を欠く者が多かった<sup>14</sup>。他社の CEO 等、独立性のある外部取締役も存在したが、多くは CEO の友人、同窓生や会社関係の知人等で占められていた。長らく人事コンサルティング会社のトップを務めたデーヴィッド・ナドラーは、当時の取締役会のカルチャーを、以下のように描写する<sup>15</sup>。

従来、取締役会の一員であるということには「ステータス」や「社会的な認知」がつきまといっていたため尊ばれていた。・・・大企業の取締役会に入ると

---

managed by or under the direction of a board of directors”)と改められた(強調筆者、以下同様)。これは、特に上場会社の現実を踏まえて、取締役会が日々の経営を直接行う責務はないことを明確化したものである。Olson & Briggs [2011], 32-33 頁。石田[1978], 118-119 頁も参照。なお、デラウェア州会社法(Delaware General Corporation Law)でも、会社の事業は原則として「取締役会によってもしくは取締役会の指示に基づいて運営されなければならない」(“The business and affairs of every corporation ... shall be managed by or under the direction of a board of directors, ...”) (141 条)と規定されている。

<sup>10</sup> ケアリー=ヴァイクス[2004], 131 頁。スメールは、1981 年から 1990 年までプロクター&ギャンブルの CEO (会長を兼務) を務め、1992 年にガバナンス危機に陥った GM の独立取締役会長に就任した。

<sup>11</sup> Eisenberg [1975], 406 頁。

<sup>12</sup> 取締役候補は形式的には取締役会により決定されるが、CEO は、自らの部下である内部取締役や自分と親密な外部取締役で取締役会を構成することにより、取締役候補の指名権を事実上掌握した。

<sup>13</sup> Eisenberg [1975], 383 頁参照。

<sup>14</sup> 同上, 381-382 頁参照。

<sup>15</sup> ナドラー他[2007], 165-166 頁。

いうことは、「会員制クラブ」に入会を許されたようなものであ[った]。

取締役会議室のインテリアから「会員」達の均質性・年齢、性別、人種や学歴など一さらには礼節や形式といったことが黙々と忠実に守られている点にいたるまで、多くの点で「紳士クラブ」と取締役会は共通したところがあったのだ。ここで求められる「マナー」の中には、そもそもあなたを取締役として指名してくれた上に、法律や財務の顧問としてあなただけでなくあなたの会社を使ってきて、あなたが目下一番熱心に取り組んでいる慈善活動にも貢献することを決める権限を持っている CEO その人に適切な忠誠心を持って仕えなければならないということも含まれていた。

取締役会は形式的なセレモニーと化し、実質的な議論を行う場ではなかった。多くの会社で取締役は取締役会の議題を事前に知らされず、取締役会資料も事前に送付されなかった。外部取締役はしばしば、会議の場で初めて重要な問題を聞かされたので、経営戦略に異議を唱えたり、考え抜いた代替案を示すことは困難であった。しかも、取締役会で経営陣にチャレンジングな質問を行うことは不適切でマナーに反する(“just plain bad manners”)と考えられていた<sup>16</sup>。

#### アドバイザー・モデル

当時の外部取締役のメンタリティーについて、スメールは以下のように総括する<sup>17</sup>。

当時の取締役は CEO と経営陣に助言するアドバイザーが自らの役割だと認識していた。自分たちの仕える相手は株主ではなく経営者だと考え、そのように行動した。だから彼らの活動は、本来の任務である経営者の監督という意味合いとは違っていました。

このような取締役会のあり方を「アドバイザー・モデル」と呼ぶことがある。これは、米国会社法上の取締役が経営監督の任にあたるという建前から乖離した実態を表す呼び名であり、助言の採否は CEO の一存で決まるという意味で、CEO 絶対権力モデルの別名と言え。確かに CEO への助言機能は重要ではあるが、助言だけであれば取締役である必要はない<sup>18</sup>。それでは取締役会の果たすべき機能とは何であろうか。その問題に正面から取り組んだのが、前述のアイゼンバーグ教授による 1975 年論文である。

## 2. モニタリング・モデルの提唱

#### モニタリング・モデル

アイゼンバーグ教授は、まず取締役会に関する法と実態のギャップを認識した上で、特に大企業においては、時間や情報、取締役会構成等の制約から、取締役会が直接、事業を経営することは事実上不可能であることを直視する。そして形骸化した取締役会が本来果たすべき機能を再検討し、取締役会の役割の軸を、実際に事業経営の任にあたる経営陣、特に CEO の「監督」におくよう提唱したのである。このような取締役会のあり方をアイゼンバーグ教授は「モニタリング・モデル」と名付けた<sup>19</sup>。

<sup>16</sup> Eisenberg [1975], 380 頁 (1971 年の Heidrick & Struggles アンケート調査によれば、事前に議題を通知する会社はわずか 5.7% であり、取締役会資料を事前に送付する企業も 11% にしかすぎなかった。)。同 380 頁。ケアリー=ヴァイクス[2004], 132 頁。

<sup>17</sup> ケアリー=ヴァイクス[2004], 131 頁。

<sup>18</sup> Eisenberg [1975], 392 頁。

<sup>19</sup> 同上, 376 頁以下, 398 頁。

アイゼンバーグ教授の考えによれば、モニタリング・モデルにおける取締役会の核心的機能は、経営陣の選任、監督および解任（“selecting, monitoring, and removing”）であり、取締役会がその機能を果たす上で特に重要なのは、(1)監督される側である経営陣からの取締役会の独立性（「独立性」）と、(2)取締役会が監督責任を果たすための客観的な情報への十分なアクセス（「情報」）である<sup>20</sup>。

#### 取締役会の独立性

しかし、当時の取締役会の実態は、独立性や情報へのアクセスの面で、モニタリング・モデルで期待される監督機能を発揮するには、きわめて不適切な状態にあった。そこで、アイゼンバーグ教授は、独立取締役が過半数を占める取締役会構成と、取締役会が客観的な財務情報を得られるための監査機能の経営陣からの独立性を重視した。取締役会が監督機能を発揮するためには、独立取締役は厳格な独立性要件を満たすのみならず、実質的にも経営陣から独立している必要がある。そのような独立性を担保するには、取締役会が取締役候補の選任プロセスを実質的にコントロールすることが必須条件であると教授は考えた<sup>21</sup>。

アイゼンバーグ教授の1975年論文から約40年が経過した現在、独立取締役が多数を占める取締役会が、実際の経営の任にあたるCEOの選任、評価、解任権を握り、経営遂行を監督するというモニタリング・モデルは、米国の確立された制度となり、国際的にも標準化しつつある。なぜそのような変化が起こったのだろうか。次節では、米国におけるモニタリング・モデル確立の歴史を振り返る。

### 3. モニタリング・モデルの確立

#### 経営者の自由裁量権

株主分散による「所有と経営の分離」に乗じて確立された経営者支配は、1950年代の米国経済黄金期に絶頂を迎えた。他方で、経済の繁栄と社会主義陣営とのイデオロギー競争の中、労働組合の力は強大であり、企業経営の理念としてステークホルダー主義が広く受け入れられていた。もっとも、ステークホルダーの利益バランスを決定する上では、経営者の自由裁量権が前提とされていた。

しかし、株主によって選任される取締役会／経営陣が株主以外のステークホルダーの利益を代表する正統性には、疑わしいところがある。後に1970年代の「企業の社会的責任」運動の中で、株主のみならず他のステークホルダーの利益代表取締役（“constituency directors”）も含めた取締役会構成が提唱されたが、経営者は冷淡であった。なぜなら、経営者は各種ステークホルダー取締役に掣肘されない完全な自由裁量権を欲したからである<sup>22</sup>。すなわち、ステークホルダー主義の現実の機能は、株主の影響力から経営者の裁量権を守ることにあったと言える<sup>23</sup>。

このように、米国企業の経営者の行動原理は、常に自由裁量権の極大化であった。経営者支配からモニタリング・モデルへの移行は、CEOから取締役会への権力の移行、すなわちCEOがいったん手にした絶対的自由裁量権の縮小を意味する。したがって、経営者や経営者団体はそのような動きに基本的には抵抗感が強かったが、それにもかかわらず取締役会が強化されたのはなぜだろうか。そこには、(1)経営者の不祥事を契機とする連邦規制強化の動き、(2)敵対的買収の脅威、(3)機関

<sup>20</sup> 同上, 396-403 頁。

<sup>21</sup> 同上, 406-409 頁, 416 頁以下。

<sup>22</sup> Gordon [2007], 1511-1512 頁, 1517-1518 頁。

<sup>23</sup> 後に1980年代の敵対的買収ブームに対抗して多くの州で立法された Constituency Statutes（買収防衛に際して取締役が株主以外のステークホルダーの利益も考慮することを認める条項）についても、ステークホルダーに何ら直接の（訴訟等の根拠になる）権利を与えるものではなく、株主のプレッシャーに抗する取締役会の自由裁量権拡張を意味するものであった。

投資家の影響力増大、に対して可能な限り経営者の自由裁量権を防衛する、「次善の策」、「戦術的譲歩」(tactical concession)としての側面が色濃く見られる<sup>24</sup>。

#### ペンセントラル鉄道事件

まず、1970年代にペンセントラル鉄道の突然の破綻(1970年)<sup>25</sup>や、海外企業への贈賄疑惑など、企業不祥事が相次ぎ、取締役会の監督機能がまったく働いていないことが浮き彫りになった。このような状況下で、1975年にアイゼンバーグ教授がモニタリング・モデルを提唱し、経営者団体のビジネス・ラウンドテーブルも、それを哲学としては基本的に受け入れるに至った<sup>26</sup>。

#### 敵対的買収の脅威

そして、取締役会の権力強化に大きな影響を与えたのが、1980年代半ば頃からの敵対的買収の脅威と機関投資家アクティビズムである<sup>27</sup>。敵対的買収に対して経営陣はポイズンピル等の買収防衛策で対抗したが、買収防衛策の有効性をめぐる訴訟で、米国裁判所は(買収が成功すると職を失う)経営陣の利益相反に鑑み、独立取締役による判断をきわめて重視した。そこで経営陣は、敵対的買収という株主からの脅威を防ぐための盾として、独立取締役を中心とする取締役会に権限を委譲したのである<sup>28</sup>。

#### ヴァン・ゴルコム事件判決

しかし、取締役会の権力が強化されても、独立取締役がそれを熱心に行使しなければ実効性に乏しい。その面で独立取締役のあり方を決定的に変えたのが、1985年のヴァン・ゴルコム事件判決<sup>29</sup>である。同事件はトランス・ユニオン社のCEOヴァン・ゴルコムが、取締役会に相談なく会社売却案件をまとめ、臨時取締役会で承認を求めたものである。取締役は事前に議題を知らされず、CEOによる口頭説明後、約2時間の検討を経て会社売却を承認した。会社売却はその後、株主総会で承認されたが、一部株主は受託者責任違反による取締役の責任を問う訴訟を提起し、独立取締役を含む取締役が注意義務違反(“informed business judgment”の欠如)で敗訴した。同事件は、全米の独立取締役を震撼させ、その後、少なくとも大型M&A等の重要案件については、取締役会で十分な検討と実質的な討議を行ったプロセスの証跡を残すことが一般化した。

#### 機関投資家アクティビズム

1990年代に入ると、カルパース(カリフォルニア州職員退職年金基金)に代表される機関投資家アクティビズムが勢いを増し、取締役会の株主に対するアカウンタビリティを強く求めるようになった。カルパース等の株主は経営不振のGMに圧力をかけ、1992年、GM取締役会はステンペルCEOを解任し、後任CEOにジョン・スミスを任命するとともに、会長職をCEOと分離して独立取締役のスマールを会長に任命した。1994年3月、GMは筆頭取締役の設置などを含む28の原則からなるコーポレートガバナンス・ガイドラインを採択し、カルパースは米国大企業200社に書簡を送ってGMガバナンスモデルを採用するように圧力をか

<sup>24</sup> Gordon [2007], 1520 頁参照。

<sup>25</sup> 同事件に関するSEC報告書は、「同社の取締役会が(1)積極的責任を行使しない取締役会の地位を名誉会長的なものとする傾向にあったこと(2)限られた情報しか蒐集せずまたこれを受領[し]ないこと(3)取締役会は取締役相互の唯一の接点になるのみで(4)今会社で何が起っているかを取締役会に知らせる手続を確立していないことを指摘した」石田[1978], 119 頁。

<sup>26</sup> Gordon [2007], 1515-1520 頁。もっとも、ビジネス・ラウンドテーブルは、従来からの助言機能や内部取締役の役割の重要性も強調している。さらに、その後、企業批判が収まると、ビジネス・ラウンドテーブルは、米国法律協会(ALI)によるモニタリング・モデルの定式化(コーポレートガバナンス原則の制定)に激しく反対した。Gordon [2007], 1520 頁。

<sup>27</sup> ケアリー=ヴァイクス[2004], 132-133 頁。

<sup>28</sup> Gordon [2007], 1520-1526 頁。この場合の「独立性」は、単に形式的な独立性ではなく、CEOから独立した判断を下せる実質的独立性である。

<sup>29</sup> Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985)

けた<sup>30</sup>。さらに、ISS等の議決権行使助言会社が、取締役候補の独立性等、独自の厳しいガバナンス基準を定め、議決権行使の助言に反映させ始めたことも、モニタリング・モデルの普及に貢献した。

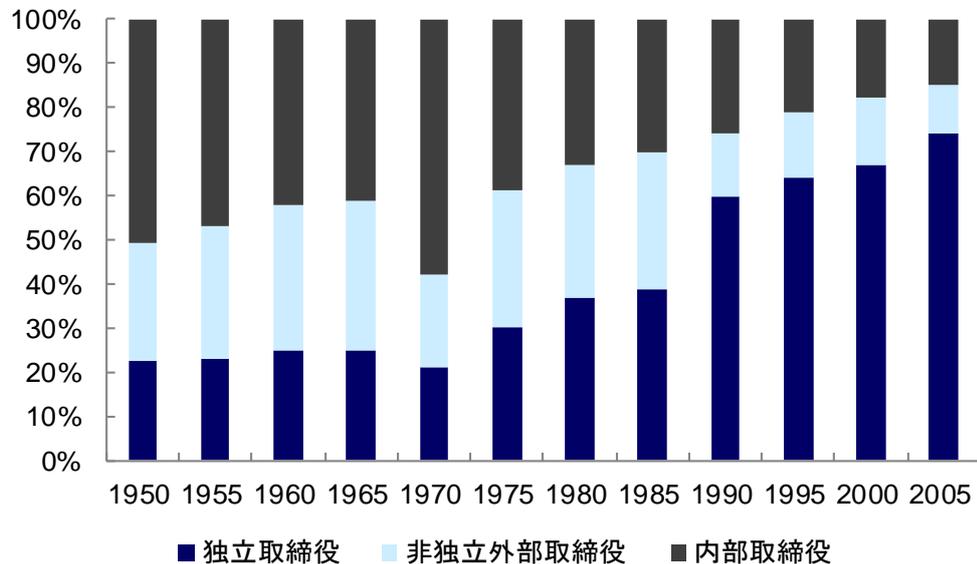
ALI コーポレートガバナンス原則

このようなモニタリング・モデルの定式化として重要なのが、1992年に全米法律協会（American Law Institute: ALI）が公表した「コーポレートガバナンス原則」（Principles of Corporate Governance）である。同原則は、取締役会の過半数が経営陣と重要な関係のない独立取締役によって占められるべきとするなど、モニタリング・モデルを前提としたベスト・プラクティスを推奨した<sup>31</sup>。

独立取締役比率の増大

こうして1990年代後半には、独立取締役主導のモニタリング・モデルは正統性を確立した。取締役会における独立取締役の比率は、1980年代から1990年代にかけて大幅に増大し、取締役会の約70%を占めるに至った<sup>32</sup>。

図表 1. 米国取締役会の構成推移



（出所）Gordon, Jeffrey [2007], "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices," よりみずほ証券経営調査部作成

アイゼンバーグ教授 1997年論文

アイゼンバーグ教授は1997年の論文で、「いまや取締役会のモニタリング・モデルはほぼ全般的に受け入れられている。・・・過半数の独立取締役からなり、監査、指名、報酬委員会を有する取締役会といったモニタリング・モデルのいくつかの重要な構造的特徴は、すでに十分に確立されている」と述べた上で、さらなる構造的改良の試みとして、独立取締役会長ないし筆頭取締役の設置やエグゼクティブ・セッションの定例化に注目している。これらの構造的改良は2000年代に急速に進展することになる。さらに教授は、これらモニタリング・モデルの「構造」（形式）面に加え、取締役会が監督責任を果たすための「実質」面の必須条件として、取締役会に内部統制の責務と権限を与えることを主張する。後のエンロン、ワー

<sup>30</sup> 田村[2014], 144-145頁。

<sup>31</sup> Gordon [2007], 1481頁。

<sup>32</sup> 同上, 1473頁以下。

ビジネスウィーク誌による  
ガバナンスランキング

ルドコム事件を予見するかのようなアイゼンバーグ教授の慧眼である<sup>33</sup>。

実務の動向を見ると、ビジネスウィーク誌による1997年版ガバナンスランキングでは、キャンベルスープやGE、IBM等の企業が上位を占め、最下位がディズニーであった。ガバナンス先進企業のキャンベルスープは、1997年にはCEOの選任権を完全に独立取締役委ねるに至った。他方で、ディズニーのアイズナーCEOのように、「業績さえ良ければガバナンスは関係ない」として、自分の意のままに動く人物で取締役会を固めるようなやり方は、「時代錯誤」、「アノマリー」と目されるようになった<sup>34</sup>。

同誌は、「今日では、取締役会の主要な責務は、会社の戦略を厳格に検討し、高い業績基準に照らして経営陣を評価し、後継計画をコントロールすることにある」と述べており、「1990年代に米国企業の取締役会を席卷したガバナンス革命は、従来よりもはるかに能動的な取締役会による監督をもたらした」と宣言した<sup>35</sup>。このような取締役主導のガバナンス体制確立に対する楽観的な雰囲気は、2000年代に入って激しく揺さぶられることになる。

#### 4. 2000年代以降の動向

エンロン、ワールドコム

2000年代初頭には、エンロンの破綻（2001年12月）、ワールドコムの破綻（2002年7月）等の相次ぐ企業スキャンダルが、モニタリング・モデルの再検討と一層の強化につながった。エンロン、ワールドコム事件で衝撃的だったのは、両社の取締役会が当時のコーポレートガバナンスのベストプラクティスを満たしていたことである。たとえば、ワールドコムでは取締役の80%以上は当時の独立取締役の要件を満たし、会長職はCEO職と分離されていたが、実質的には取締役会による監督機能は不在であった<sup>36</sup>。形だけ取締役会のベストプラクティスを整えても経営陣の監督を真に行うことはできないことが、白日の下にさらされたのである。

サーベンス=オクスリー法、  
証券取引所規則、  
ドッド=フランク法

エンロン粉飾会計事件等を受けて制定されたサーベンス=オクスリー法（2002年7月）は、独立取締役によって構成される監査委員会による会計監査機能を格段に強化した。さらに2003年11月、SECの指導のもとに、ニューヨーク証券取引所とナスダックが上場規則を改訂し、独立取締役の機能を制度的に強化・促進するさまざまな重要施策を織り込んだ。その後、金融危機を受けて制定されたドッド=フランク法（2010年7月）は、報酬委員会による報酬統制機能を強化した。これらについては、本稿第III章第1節でさらに詳しく論じる。

株主権限拡張運動と取締役  
会優位論

2000年代にはまた、ハーバードロースクールのベブチャク教授らが推進する株主権限拡張運動に対抗して、UCLAロースクールのペインブリッジ教授らが、取締役会優位論を唱えた<sup>37</sup>。ペインブリッジ教授の立論は、株主権限拡張運動に対抗するには、従来の経営者主義ではもはや正統性を持ちえないという認識のもとに、取締役会を前面に押し出したものである。経営者側も、株主権の拡張を抑止するために、取締役会優位のモニタリング・モデルを全面的に支持するに至った。2002

<sup>33</sup> Eisenberg [1997], 239-240 頁, 244 頁以下。

<sup>34</sup> “The Best and Worst Boards,” BusinessWeek (December 7, 1997); “The Best and Worst Boards,” BusinessWeek (January 23, 2000)。ディズニーの取締役には、CEOの顧問弁護士、CEOの自宅を建てた建築家、CEOが献金を行った大学の学長などが含まれていた。

<sup>35</sup> 同上。

<sup>36</sup> Breeden [2003], 30 頁以下。

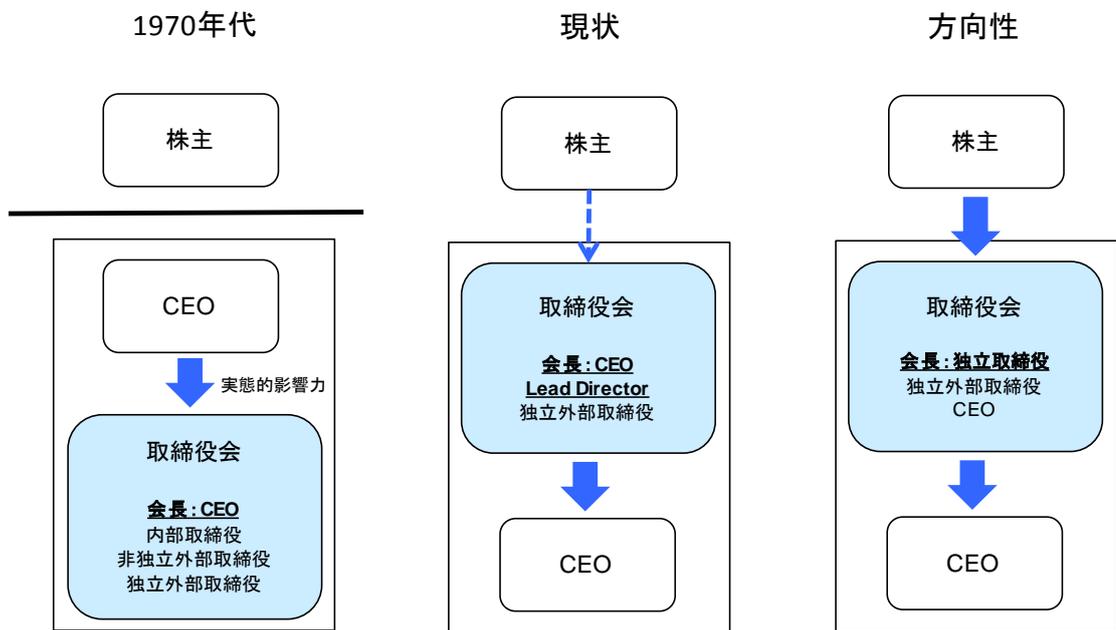
<sup>37</sup> Bainbridge [2002]参照。

年にビジネス・ラウンドテーブルが策定したコーポレートガバナンス原則<sup>38</sup>では、取締役会の機能について「十分な資格と倫理性を備えた CEO の選任、報酬決定および評価を行うことは、取締役会の最も重要な機能である」<sup>39</sup>と述べている。

形式的ベスト・プラクティスの限界

しかし、形式的な取締役会のベスト・プラクティスは実質的な価値創造を必ずしも保証しない。現に、独立取締役の比率と企業の業績や株価パフォーマンスの関係を調べた多くの実証研究では、明確な相関関係が得られていない<sup>40</sup>。2000年代の取締役会に関する制度的改革は、主に取締役会の経営者からの実質的独立性を強化する方向に進んだが、そのように独立性の強化された取締役会が、経営者の価値創造を強力に促進する方向で全力を尽くす保証はないのである。

図表 2. 米国上場会社の典型的な取締役会の位置づけ



(出所) みずほ証券経営調査部作成

アクティビスト・ヘッジファンドの脅威

その弛みを衝いたのが、アクティビスト・ヘッジファンドとそれを支持する機関投資家による株主側の動きである。アクティビスト・ヘッジファンドは、形式的ガバナンスよりも実質的価値創造に関心を有し、ガバナンス上の問題も追及するものの、主戦場は実質的経営判断にある。経営陣のパフォーマンスや経営戦略に不満を持つ株主側は、独立取締役主体の取締役会に経営陣の入れ替えや戦略転換促進の機能を期待し、取締役会がその機能を果たす意思ないし能力に欠ける場合には、委任状争奪戦による取締役入れ替えも辞さない。

このように、近年、アクティビスト・ヘッジファンドの脅威が高まり、また株主エンゲージメントの動きが活発化する中で、いまや経営側の焦点は、株主に対していかに「会社側」(＝取締役会／経営陣)の自由裁量権を保持するかに移っている。その分、経営陣から独立した取締役会が名実ともに CEO のポストとなる体制へ

<sup>38</sup> Business Roundtable, "Principles of Corporate Governance" (May 2002)

<sup>39</sup> 同上, 7 頁。CEO の解任権は明示されていないが、選任・評価権は必ずから解任権を含意する。

<sup>40</sup> Gordon [2007], 1500 頁以下参照。

の抵抗感は薄まっているように思われる。

### Ⅲ. 米国取締役会の現状

#### 1. 法的・制度的フレームワーク

コーポレートガバナンス・コードとの機能的同等性

米国の取締役会のあり方を規定する法的・制度的フレームワークとして特に重要なのは、州法である会社法、証券規制を中心とする連邦法、証券取引所規則および権威ある団体の推奨するルールである<sup>41</sup>。沿革的に複雑な体系となっているものの、総体としてコーポレートガバナンス・コードと同様の機能を果たしている。これに関して、日本版コーポレートガバナンス・コードの導入に関する在日米国商工会議所の意見書では、以下のように説明している（下線筆者、以下同じ）<sup>42</sup>。

米国は単一のコーポレート・ガバナンス・コードを導入しているわけではないが、その代わり、2002年サーベンス・オクスリー法およびドッド＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法等の法律や、証券取引所が定める詳細な上場規則を通じて、コーポレート・ガバナンスについて多数の補完し合う強制的諸規則を設けている。それら規則の多くは、本来は複雑かつ全般的な拘束力を有するが、各企業のガバナンス体制・実務に関する開示に関するものであるため、帰結するところは、「ベストプラクティス」の一般的概念および投資家にとっての透明性の向上という、コーポレート・ガバナンス・コードによりもたらされるものと同じである。・・・

州会社法

米国の会社法は州法であるが、特に重要なのが、多くの上場会社が設立準拠州とするデラウェア州の会社法（Delaware General Corporation Law）と、全米法曹協会（American Bar Association）が起草し24の州法の母体となっている模範事業会社法（Model Business Corporation Act）である。

いずれも、会社の事業は原則として、「取締役会によってもしくは取締役会の指示に基づいて運営されなければならない」ものとしており、モニタリング・モデルを包含しているが、模範事業会社法については、エンロン事件等を受けて2005年にさらに改正され、「会社の事業は取締役会によってもしくは取締役会の指示に基づいて、取締役会の監督の下に運営されなければならない」（“the business and affairs of a corporation shall be managed by or under the direction, and subject to the oversight, of a board of directors”）と改められるとともに（現8.01条(b)）、具体的な取締役の監督責務が列挙された（8.01条(c)を新設）<sup>43</sup>。

しかし、会社法は各州の法人誘致競争もあり、基本的に経営者に甘い傾向があり、経営者の自由裁量権を狭めるコーポレートガバナンス規制には消極的である<sup>44</sup>。その意味では、エンロン事件等を受けた2005年の模範事業会社法の改正は取締役

<sup>41</sup> 米国の会社法規制体系におけるこれらの相互関係については、早稲田大学[2004]、38-41頁に、アイゼンバーグ教授による示唆に富んだ説明がある。

<sup>42</sup> 在日米国商工会議所[2014]、4-5頁。

<sup>43</sup> Olson & Briggs [2011]、33-34頁参照。

<sup>44</sup> 早稲田大学[2004]、39頁（アイゼンバーグ教授の説明）参照。（「したがって、州法でどちらかという株主よりも経営陣に友好的であるという場合は、それだけ企業の誘致ができるわけです。そして、その州で設立したいという会社が増える。これが race to the bottom（底辺へ向かう競争）と呼ばれています。・・・本質的には会社法は規制的ではなくて、事業誘導的な働きをするものです。最も重要な問題、会社法の大事なことにはめったに対応しないのです。それは、裁判所が対応いたします。）」

会の監督責任を明確化した点で重要な変化ではあるが、なお具体的な内容には乏しい。取締役の「行為」に実質的に大きな影響を与えているのは、受託者責任を核とする判例法であるが、取締役会の「構成」を直接規定するものではない。

#### 連邦証券規制と取引所規則

現在の米国上場会社の取締役会の構成に影響を与える最も重要な法源は、証券規制を中心とする連邦法・SEC 規則および（形式的にはソフトローである）証券取引所規則である。連邦法の証券規制（特に 1933 年証券法および 1934 年証券取引所法）はディスクロージャー規制および実体規制を通じて、各州の会社法の枠を超えて米国全土の会社のコーポレートガバナンスに介入し、「連邦会社法」と俗称されることもある。連邦証券法の規定下で、SEC は広範な規則制定権を有しており、さらに監督下の証券取引所規則を通じて、全上場会社に事実上強制適用されるルール形成を促すことができる。

#### サーベンス＝オクスリー法とドッド＝フランク法

エンロン事件等のスキャンダルを受けて 2002 年 7 月に制定されたサーベンス＝オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）は、会計不正に対処するため内部統制を極めて重視し、連邦証券規制の改正により、取締役会、特に監査委員会の独立性と機能・責任を大幅に強化した<sup>45</sup>。その後、金融危機を受けて 2010 年 7 月に制定されたドッド＝フランク法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）は、広範な金融規制改革法であるが、コーポレートガバナンス関連の条項として、報酬委員会の独立性と機能・責任の強化等が含まれている<sup>46</sup>。これらの監査委員会、報酬委員会に関する条項は、SEC 規則を媒介して、以下に述べる証券取引所の改訂上場規則に織り込まれた<sup>47</sup>。

#### 証券取引所規則

取締役会のあり方により広範な影響を及ぼしたのが、ニューヨーク証券取引所（NYSE）およびナスダック（Nasdaq）の改訂上場規則である<sup>48</sup>。両者のガバナンスに関する改訂上場規則の内容は概ね同様であるが、本稿では主に NYSE 規則によって説明する<sup>49</sup>。2001 年 12 月にエンロンが破綻した後まもなく、2002 年 2 月、SEC のハーヴェイ・ピット委員長は、NYSE 上場規則におけるコーポレートガバナンスの規定を全面的に見直すように要請した。これを受けて、ニューヨーク証券取引所は 2003 年 11 月に上場規則（Listed Company Manual）改訂を行い、「コーポレートガバナンス規則」（Corporate Governance Standards）と題する新設の 303A 条を追加した。

<sup>45</sup>エンロン事件後のコーポレートガバナンス改革全般については、Clark [2005]参照。

<sup>46</sup> その他、コーポレートガバナンス関連の重要条項として、経営陣の報酬に関する株主総会の勧告的決議（“Say on Pay”）の義務付け、株主指名取締役候補の会社側書面への記載（“Proxy Access”）に関する SEC 規則制定権の付与、ブローカーによる裁量的議決権行使の制約等がある。Lynn [2011]参照。

<sup>47</sup> サーベンス＝オクスリー法を例に取って説明する。サーベンス＝オクスリー法は、ドッド＝フランク法等と同様に、特定の目的に従って関連する各種法規定を一括して改正するタイプの法律である。同法 301 条は、1934 年証券取引所法 10A 条に(m)項を加え、監査委員会の責務および独立性に関する規定を定めるとともに、SEC が規則制定により、証券取引所に対して当該規定を遵守していない会社の上場を禁じるように命じている。これを受けて、SEC は規則 10A-3 を制定し、同規則に規定する監査委員会の要件を満たさない会社の上場を禁止するよう、各証券取引所に命じた。SEC, Release No. 33-8220, “Standards Relating to Listed Company Audit Committees” (April 9, 2003) ニューヨーク証券取引所は、2003 年 11 月に上場規則を改訂し、規則 10A-3 を満たすより詳細な監査委員会に関する規定を設けた。SEC, Release No. 34-48745, “NASD and NYSE Rulemaking: Relating to Corporate Governance” (November 4, 2003)参照。

<sup>48</sup> 取引所規則改訂の経緯および内容については、SEC, Release No. 34-47672, “Self-Regulatory Organizations; Notice of Filing of Proposed Rule Change and Amendment No. 1 Thereto by the New York Stock Exchange, Inc. Relating to Corporate Governance” (April 11, 2003)、および SEC, Release No. 34-48745, “NASD and NYSE Rulemaking: Relating to Corporate Governance” (November 4, 2003)参照。

<sup>49</sup> 現行の NYSE 規則については、NYSE Listed Company Manual Section 303A (Corporate Governance Standards)、Nasdaq 規則については、Nasdaq Listing Rule 5600 Series (Corporate Governance Requirements) を参照。

## NYSE コーポレートガバナンス規則

NYSE コーポレートガバナンス規則は、以下の条項を含む包括的かつ画期的なものである。

- 取締役の過半数を独立取締役とすることを義務付け、独立性要件を強化
- 外部取締役のみによる会議 (“Executive Session”) 開催を義務付け
- 全て独立取締役のみで構成される指名、報酬、監査委員会の設置を義務付け、その責務を規定
- コーポレートガバナンス・ガイドラインと倫理規範の採択を義務付け

このうち監査委員会については、サーベンス=オクスリー法により要請された厳格な加重独立性要件と強力な権限・責務を反映しており、報酬委員会についても、後のドッド=フランク法の規定を受けた 2013 年 1 月の改訂<sup>50</sup>で、独立性要件と権限・責務が強化されている。(現行 NYSE 規則については Appendix 1 参照。)

以上の条項は、証券取引所規則という形態を取っているため、形式的にはソフトローである。しかし、規則を遵守しない場合には上場廃止も含めたサンクションがあることから、実質的には上場会社に関するハードロー的性格を有している。これに対して、非常に重要かつ興味深いのは、コーポレートガバナンス・ガイドラインの制定義務付けである。

## コーポレートガバナンス・ガイドライン

コーポレートガバナンス・ガイドライン(図表 3)は、基本的には開示規制であり、取締役の資格要件・責務・報酬や、経営陣の後継等の事項を含むガイドラインの作成・開示は義務であるが、その内容はほとんどが会社の判断に委ねられている。

<sup>50</sup> SEC, Release No. 34-68639, “Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Notice of Filing of Amendment No. 3, and Order Granting Accelerated Approval for Proposed Rule Change, as Modified by Amendment Nos. 1 and 3, to Amend the Listing Rules for Compensation Committees to Comply with Securities Exchange Act Rule 10C-1 and Make Other Related Changes” (January 11, 2013)参照。

図表 3. ニューヨーク証券取引所上場規則の要求するコーポレートガバナンス・ガイドラインの内容

NYSE 上場規則303A (コーポレートガバナンス規則)より

「9. 上場企業はコーポレートガバナンス・ガイドラインを採択し公表しなければならない。」

必須記載事項	備考
取締役の資格要件に関する事項	資格要件は最低限、NYSE上場規則303A.01および02に規定する独立性要件を満たさなければならない。それに加え、他社の取締役の兼任数制限、取締役の任期、退任、後継に関する方針等の他の実質的な資格要件を定めることができる。
取締役の責務に関する事項	取締役会への出席、取締役会資料の事前の査読に関する基本的な義務および責任を含め、取締役に何が求められているかを明確に記載しなければならない。
取締役による、経営陣および(必要かつ適切な場合の)独立したアドバイザーへのアクセスに関する事項	－
取締役の報酬に関する事項	取締役報酬に関するガイドラインは、取締役報酬の形態と金額に関する一般原則(および必要に応じての原則見直し)を含まなければならない。取締役会は、取締役報酬が一般的なレベルを超過すると、取締役の独立性に関する問題を引き起こす可能性があることに留意すべきである。同様な懸念は、上場企業が取締役の関係する慈善団体に多額の寄付を行う場合や、取締役とコンサルティング契約を締結したり、他の間接的な形で報酬を提供したりする場合にも提起されうる。取締役会は取締役報酬の形態・金額、および取締役の独立性を決定するに際して、これらの事項を批判的に検討しなければならない。
取締役のオリエンテーションおよび継続教育に関する事項	
経営陣の後継に関する事項	後継計画は、CEO選任および業績評価に関する方針と原則、ならびにCEOに関する緊急事態や退任の場合の後継に関する方針を規定しなければならない。
取締役会の年次業績評価	取締役会は、最低限年に1回、取締役会および傘下の委員会が実効的に機能しているかに関する自己評価を行わなければならない。

(出所) NYSE, Listed Company Manual, Section 303A (Corporate Governance Standards)よりみずほ証券経営調査部作成

しかし、たとえば「取締役による経営陣へのアクセス、および必要かつ適切な場合の経営陣から独立したアドバイザーへのアクセス」についての記載が必須な場合、「アクセスを認めない」と規定するのは極めて困難である。また、ベストプラクティスからかけ離れた方針がガイドラインで定められた場合には、開示を通じて、議決権行使助言会社や機関投資家の否定的な反応を招くことになる。

#### 開示による誘導

このように、SEC規則ないしSECが監督する証券取引所の上場規則における「開示」規制により、実質的に望ましい行動に誘導する手法は米国でしばしば見られる。米国では英国のComply or Explainアプローチのような規制はあまりないと言われることもあるが、実際にはこうした「開示による誘導」という機能的に類似したアプローチが多用されているのである<sup>51</sup>。

#### 議決権行使基準等

これらの法的・制度的フレームワークに加えて、ビジネス・ラウンドテーブル等の権威ある民間団体によるコーポレートガバナンス原則<sup>52</sup>、ISS等の議決権行使助言会社や大手機関投資家の議決権行使基準、機関投資家による株主アクティビズムの圧力等が、米国取締役会のあり方に大きな影響を与えている。

<sup>51</sup> SEC規則が開示を通じた誘導を多用する大きな要因は、州法と連邦法の権限配分問題である。米国では会社内部の規制は伝統的には州法の領域と考えられており、連邦法である証券法がディスクロージャーを超えて会社内部の問題に介入することは問題を引き起こしかねない。これに対し証券取引所規則は、あくまで「上場させるか否か」だけの問題なので、上場会社内部の問題にまで踏み込むことができる。その意味で、サーベンス＝オクスリー法やドッド＝フランク法が監査委員会、報酬委員会等、上場会社内部の規制に事実上踏み込むに際し、SEC規則を通じた証券取引所の上場規則改訂というルートを活用したのは、立法的テクニックと言える。

<sup>52</sup> Business Roundtable, “Principles of Corporate Governance - 2012”など。

## 2. 取締役会の役割

### 2-1. 概説

#### 取締役会の責務

現代の米国企業自身による一般的な理解としては、取締役会の責務は、全ての株主の代理人として、経営陣を監督し、会社および株主の長期的利益を増進させることである。たとえばボーイング社のコーポレートガバナンス原則は、取締役会の責務を以下のように規定する<sup>53</sup>。

ボーイングの事業は、取締役会の監督の下に、CEO が率いる従業員および経営陣によって遂行される。取締役の基本的責務は、経営判断を行使して、会社および株主の最善の利益にかなうと合理的に信じる道に従って行動することである。取締役会は CEO を選任し、CEO と協力して他の役員を選任し、会社と株主の長期的利益が確実に守られるようにする。取締役会と経営陣は、会社および株主の長期的利益は、従業員、顧客、サプライヤーや地域社会の利害を考慮に入れることによって増進されることを認識する。

#### 模範事業会社法

2005 年に改訂された模範事業会社法は、取締役会の監督責任を明示（8.01(b)条）するとともに、上場会社の場合における具体的な監督責任の対象につき、新設された 8.01(c)条で 8 項目を列挙した。その内容は以下の通りである。

1. 事業の業績と計画
2. 主要なリスク
3. 上級経営陣の業績と報酬
4. 法令遵守と倫理的行動を促進する会社方針および慣行
5. 財務諸表の作成
6. 内部管理の実効性
7. 取締役に対する適時適切な情報提供の仕組み
8. 取締役会および委員会の構成（独立取締役の重要性を考慮）

このように会社および株主の長期的利益を増進させるための取締役会の監督責任は、価値創造のための事業面での（攻めの）監督責任（「パフォーマンス・モニタリング」）と、リスクを管理し価値破壊を防ぐための内部統制面での（守りの）監督責任（「コントロール・モニタリング」）に大別できる<sup>54</sup>。

### 2-2. パフォーマンス・モニタリング

#### 経営方針・業績の監督

取締役会は、経営陣を選任し、経営方針を議論・承認し、その方針に照らして経営陣をモニターする。モニタリングの結果を踏まえて経営陣の業績を評価し、報酬を決定し、必要に応じて経営陣を交代させる。経営陣の後継計画も取締役会の重要な責務である。また、合併、増資等、法令ないし定款で規定されている取締役会承認事項につき議論し決定する<sup>55</sup>。

個々の取締役はまた、経験等を活かして経営陣への助言機能を発揮する。かつての取締役会は、CEO への助言者としての機能が強調されていた（アドバイザー・

<sup>53</sup> Boeing, “Corporate Governance Principles” (April 16, 2013)より（筆者訳）

<sup>54</sup> Gordon [2007], 1540 頁。

<sup>55</sup> 取締役会の重要経営事項決定権については、現実にはほとんど経営陣の提案を承認することが多いため、儀礼的な権限にすぎないと批判も強いが、経営陣が取締役に説得力のある説明をしなければならぬという圧力が、取締役会前の「事前の」経営陣の行動に影響を与え、重要経営事項をより深く検討させるという効用も指摘されている。Clark [2005], 20 頁。

## 内部統制の監督

モデル) が、それはあくまで実質的人事権を有する CEO への参考情報としてのインプット(「上司への提言」)である。モニタリング・モデルでは、CEO への助言も監督機能の一環と考えられ、特にエグゼクティブ・セッション等で共通認識が成立した独立取締役全体による助言は、「上司からの助言」の色合いを帯びる。

### 2-3. コントロール・モニタリング

取締役会は、また、法令遵守、財務報告、リスク管理等の内部統制に関する責任を有している。大規模な会計不正により破綻したエンロン事件を契機に制定されたサーベンス=オクスリー法は、財務諸表の廉潔性確保を最大の目的とし、その責務を独立取締役による監査委員会に委ね、強力な権限を与えた。その結果、内部統制面での取締役会の責務と仕事量は大幅に増大している。

コントロール・モニタリングは、基本的の方針を定めプロセスを監視する責任であり、結果責任を問うものではない<sup>56</sup>。しかし、取締役の監督責任が厳しく問われる可能性が高まる中で、やや形式的な(check-the-box 式の)コンプライアンス関連の仕事や報告が取締役会のかんりのリソースを消費し、価値創造のためのパフォーマンス・モニタリングがおろそかになる危険性が指摘されている<sup>57</sup>。

取締役会が内部統制の責任と権限を有することは、パフォーマンス・モニタリングの実効性を担保するうえでも極めて重要である。経営陣と取締役会の間には情報格差(情報の非対称性)があり、経営陣には業績、リスク等に関する情報をコントロールする誘因が存在する。したがって、取締役会が信頼できる独立の情報ルートを確保するうえで、内部統制の掌握には重要な意味があるのである<sup>58</sup>。

## 3. 取締役会の構成

### 3-1. 規模、構成メンバー

## 取締役会の規模

取締役会の規模が大きすぎると実質的な議論が行いにくくなり、小さすぎると取締役会が多様なスキルセットを備えることが難しくなる。現在の米国上場会社の取締役会の規模は、おおむね 10 人強程度が標準的である。たとえば S&P500 社の取締役会の平均サイズは 10.7 人であり、取締役数 12 人以下の企業が 84% を占める<sup>59</sup>。支配株主の存在しない最大手クラスの米国上場会社 100 社(以下、大手 100 社)という)でも、平均サイズは 12 人であり、10 人から 13 人までの企業が 76% を占める<sup>60</sup>。

<sup>56</sup> American Bar Association [2003], 10 頁参照。

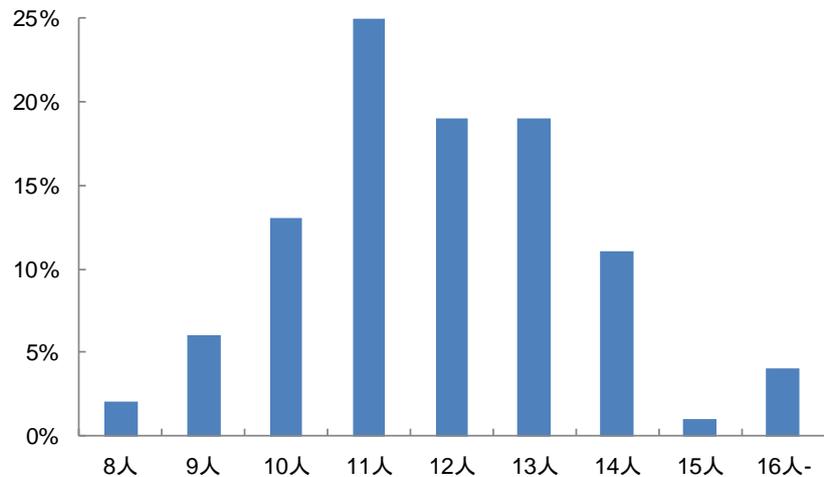
<sup>57</sup> たとえば、現デラウェア州最高裁長官のストライン判事は、危機の度に取締役会の内部統制責務を形式的に加重するやり方を批判し、内部統制責任を真に会社の健全性に肝要な領域に集中させ、取締役会が重要な戦略的問題等を検討する時間を確保すべきだと提言している。Strine [2010], 11-12 頁。

<sup>58</sup> Eisenberg [1997], 244-247 頁, 264 頁。

<sup>59</sup> Spencer Stuart [2013] (S&P500 社の調査)。以下「S&P500 社」と言う場合は、他の調査によるとの明示がない限り、本調査による 2013 年の数字による。

<sup>60</sup> Shearman & Sterling [2013] (支配株主の存在しない最大手クラスの米国上場会社 100 社の調査。以下「大手 100 社」と言う場合は、本調査による 2013 年の数字による。

図表 4. 取締役会の規模



(出所) Shearman & Sterling, "Corporate Governance 2013: 11th Annual Survey of the Largest US Public Companies" (米国大手上場会社 100 社の調査) よりみずほ証券経営調査部作成

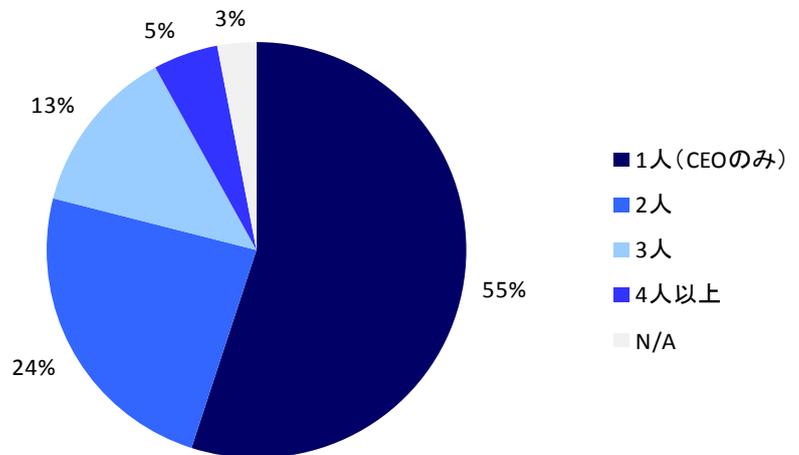
独立取締役

NYSE 規則は、上場会社に取り締役の過半数を独立取締役とすることを要求している。独立取締役の要件についても、形式的な欠格要件を定めるのみならず、当該取締役が会社と重要な利害関係を有していないことを取締役会が実質的に査定することを求めており、どの取締役を独立取締役とみなしたか、およびその根拠について年次株主総会に係る委任状勧誘書面で開示する義務を課している。独立取締役の比率は S&P500 社で 85% に達する。CEO 以外の全ての取締役が独立取締役である企業は、S&P500 社の 60%、大手 100 社の 55% を占める。

独立取締役の出自で最も多いのが、他社の現職ないし元職の CEO 等最高経営幹部 (CEO、COO、会長、社長、副会長) であり、S&P500 社の 2013 年新任取締役の 46% を占める。従来は現職が最も多かったが激務による減少傾向から、2013 年に初めて元職が現職を上回った。その他企業幹部を含めると、他社の事業経営経験者が全体の 3 分の 2 を占める。

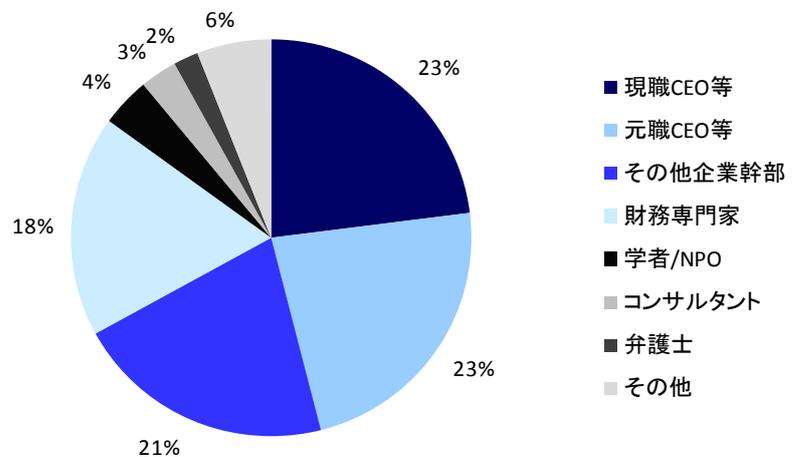
監査委員会で非常に重要な役割を果たす財務専門家も 18% を占めるが、その内訳を見ると、CFO、トレジャーなどの企業財務幹部が 6%、銀行家・投資銀行家が 2%、ファンドマネージャー／投資家が 8%、会計士が 2% である。学者や非営利法人出身者はわずか 4% にすぎず、コンサルタントや弁護士出身者も少ない。

図表 5. 非独立取締役の人数（2013）



(出所) Shearman & Sterling, "Corporate Governance 2013: 11th Annual Survey of the Largest US Public Companies" (米国大手上市会社 100 社の調査) よりみずほ証券経営調査部作成

図表 6. 新任独立取締役の出自（2013）



(出所) SpencerStuart Board Index 2013 (S&P500 社の調査) よりみずほ証券経営調査部作成

### 3-2. 取締役会長、筆頭取締役

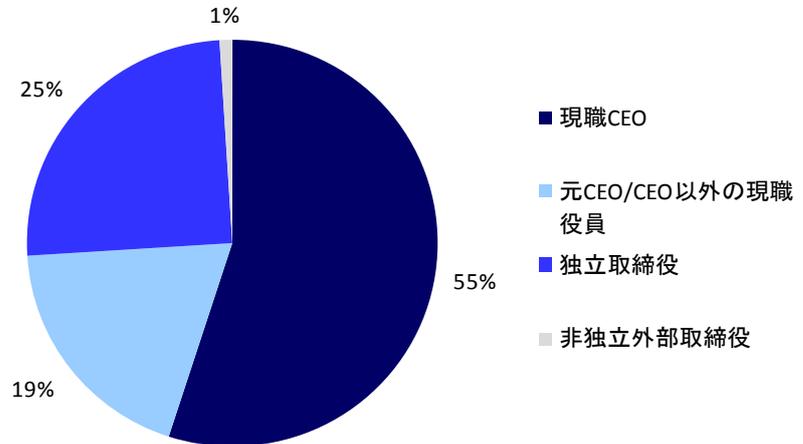
#### CEO が会長を兼務する傾向

英国では CEO と会長（取締役会議長）の分離が一般的であるが、米国では現在でも引き続き、CEO が会長を兼務する傾向が強い。S&P500 社では、55%の企業で CEO が会長を兼務している。残り 45%の企業でも、前職の CEO が会長を務めるケースも多く、独立取締役が会長となっている企業は 25%にすぎない。

もともと、2003 年時点では、S&P500 社で CEO が会長を兼務する企業は 79%、前

CEO が会長を務める企業とあわせると 94% を占めていたことに鑑みると<sup>61</sup>、独立取締役が会長を務める企業は過去 10 年間で大幅に増加していると言える。

図表 7. 取締役会長の属性



(出所) Spencer Stuart, “SpencerStuart Board Index 2013” (S&P500 社の調査) よりみずほ証券経営調査部作成

筆頭取締役

CEO が会長を兼務する企業では、独立取締役の中から筆頭取締役 (Lead Director, Presiding Director) を選ぶのが一般化している。筆頭取締役は 2000 年代に入って急速に普及した制度であり、2009 年には S&P500 社の 95% が筆頭取締役を設置するに至った<sup>62</sup>。

独立取締役会長ないし筆頭取締役の設置は法的には必須ではないが、2003 年の NYSE 上場規則改訂でエグゼクティブ・セッションの開催が規定された際に、その議長 (すなわち独立取締役の筆頭格) の名前ないし選任方法の開示があわせて義務付けられている<sup>63</sup>。さらにドッド=フランク法 (972 条) に基づく SEC 規則改訂により、CEO が会長を兼務している場合、なぜそれを適切と考えたか、また筆頭取締役を設置しているかを開示しなければならなくなった (Regulation S-K, Item407(h))<sup>64</sup>。これらの一連の開示規則により、事実上、独立取締役会長ないし筆頭取締役の設置が強く要請されるようになっている。

3-3. 指名、報酬、監査委員会

指名、報酬、監査委員会の歴史

米国企業の取締役会には以前からさまざまな常設委員会が設置されていたが、その中でとりわけ重要なのが指名委員会、報酬委員会および監査委員会の 3 委員会である。この中で、最初に定着したのが監査委員会である。経営陣には会計数字を操作する誘惑がつきまとう以上、監査の責任は独立取締役が中心となって担うのが合理的である。1967 年の調査では監査委員会を設置する企業は 2 割程度であ

<sup>61</sup> ナドラー他[2007], 101-102 頁。  
<sup>62</sup> Oleksiuk & Zivnaska [2011]。この調査での「筆頭取締役」には独立取締役会長も含まれているものと考えられる。  
<sup>63</sup> NYSE Listed Company Manual, Section 303A.03  
<sup>64</sup> SEC Release 33-9089, “Proxy Disclosure Enhancements” (December 16, 2009)

ったが<sup>65</sup>、1970年のペンセントラル鉄道の突然の破綻で取締役会の監督機能が全く機能していなかったことが露呈したこともあり、1972年、SECは全ての上場会社が外部取締役のみからなる監査委員会を設置することを推奨した。その後、1977年にニューヨーク証券取引所は上場規則を改訂し、全ての上場会社が独立取締役のみからなる監査委員会を設置するよう義務付けた<sup>66</sup>。

CEOの業績評価と報酬決定を自ら、ないし自らの部下である内部取締役が中心になって行うのは理屈に合わない。しかし、米国では実質的にCEOの報酬を自ら決定する状況が長らく続いていた。機関投資家アクティビズムの影響もあり、1992年に至ってようやく、SECは報酬委員会の設置の有無と委員会の構成についての開示を義務付けた<sup>67</sup>。この段階では、未だ開示規制にとどまっている。

また、CEOが取締役の人事に影響を持つと、取締役会がCEOを監督することは困難になる。そこで、独立取締役が主役を演じる指名委員会の機能が重要になる。1979年のSEC調査によれば、指名委員会を設置する企業は19%にすぎなかったが、1989年のコーン/フェリー調査では57%に増加した。さらに1992年、米国法律協会(ALI)は、取締役候補の選任を独立取締役から構成される指名委員会に委ねることをベストプラクティスとして推奨した<sup>68</sup>。

1990年代を通じた機関投資家アクティビズムの成果もあり、2000年頃までには、独立取締役のみからなる3委員会の設置がベストプラクティスとして広く承認されるに至った。たとえば2000年時点で、GEの取締役会には独立取締役のみから構成される3委員会が設置されていた。他方では、Archer Daniels MidlandやAdvanced Micro Devicesのように、3委員会に非独立取締役を含む企業も存在したが、それらは既にバッドプラクティスと目されるようになっていた<sup>69</sup>。

そして、エンロン事件等を経た2003年の取引所規則改訂により、独立取締役のみからなる報酬委員会と指名委員会の設置も義務付けられるに至った結果、現行NYSE規則では、全員が独立取締役からなる指名委員会(Nominating/Corporate Governance Committee<sup>70</sup>)、報酬委員会(Compensation Committee)、監査委員会(Audit Committee)の設置が要求されている<sup>71</sup>。

#### 指名委員会

NYSE規則では、指名委員会は最低限、取締役候補の選定ないし推薦に責任を持つ。後任CEOの推薦は指名委員会や独立取締役に限定されておらず、CEOが後任を推薦することも可能である。実際に、好業績をあげたCEOは後任人事にも事実上大きな発言力を持つことがしばしばある。ただし、CEO人事も最終的には独立取締役が過半数を占める取締役会で承認されなければならない。

#### 監査委員会

監査委員会の機能は、サーベンス=オクスリー法により格段に強化された。監査委員会は3人以上の独立取締役のみによって構成される。メンバーは財務的知見を有する必要がある、特に最低1人は会計ないし財務管理の経験が必要である。監査委員会は、取締役会による会計報告の品質保持の監督を助け、特に監査法人

<sup>65</sup> Conference Boardの調査では、監査委員会を有する企業は、製造業で調査対象企業の19%、非製造業で同21%であった。Eisenberg [1975], 434頁。

<sup>66</sup> 以上の経緯については、Eisenberg [1975], 433-434頁、Gordon [2007], 1491-1492, 1515-1520頁参照。

<sup>67</sup> Gordon [2007], 1492頁。

<sup>68</sup> Gordon [2007], 1498頁。

<sup>69</sup> “The Best and Worst Boards,” BusinessWeek (January 23, 2000)。同誌による取締役会ガバナンスランキングで、GEは第1位、ADMやAMDは最下位層にランクされている。

<sup>70</sup> NYSE規則での呼称。Nasdaq規則では“Nominations Committee”と呼ばれる。

<sup>71</sup> Nasdaq上場会社の場合、指名委員会の設置に代えて独立取締役のみの投票によることもできる。

による会計監査を監督する。サーベンス=オクスリー法により、監査委員会メンバーの取締役の仕事量は劇的に増加した<sup>72</sup>。

報酬委員会

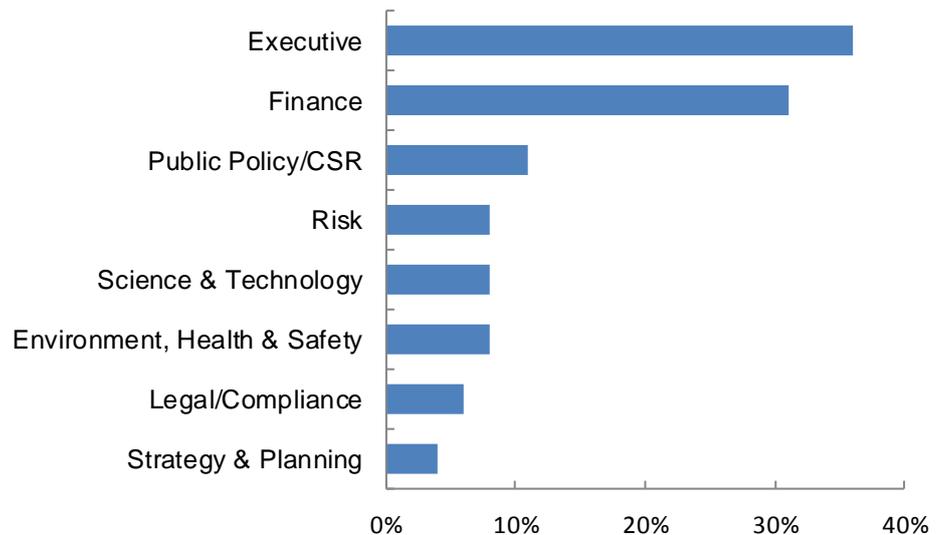
報酬委員会は、CEO の報酬を決定するため、経営目標を検討・承認し、それに基づいて CEO の業績を評価し、委員会単独で、もしくは他の独立取締役と共同して CEO の報酬を決定する。また CEO 以外の他の経営幹部の報酬スキームについても取締役会に提案する。経営陣の報酬決定に関する報酬委員会の機能は、ドッド=フランク法によって強化されている。

3-4. その他の委員会

その他の常設委員会

指名、報酬、監査の 3 委員会以外にも、多くの会社は任意で取締役会の常設委員会を設置している。S&P500 社ベースでは、任意の常設委員会を設置する会社は 72% に達する。最も設置比率が高いのは、経営委員会 (36%)、次いで財務委員会 (31%) である。これらの任意の常設委員会は多くが独立取締役を主とするが、内部取締役もメンバーに含まれることが多い。ただし、経営委員会はほぼ全員が内部取締役からなる<sup>73</sup>。

図表 8. その他取締役会常設委員会の設置比率 (2013)



(出所) Spencer Stuart, "SpencerStuart Board Index 2013" (S&P500 社の調査) よりみずほ証券経営調査部作成

特別委員会

取締役会の特別委員会 (Special Committee) は、臨時に特定の目的のために設置される委員会であるが、とりわけ重要なのは、企業が買収されて経営陣が職を失う可能性がある局面など、経営陣 (内部取締役) の利益相反が疑われる状況で、独立取締役のみによって構成される特別委員会である。特別委員会は 1970 年代頃から広く用いられるようになったが<sup>74</sup>、1980 年代以降の敵対的買収ブームに対する防衛の局面や、プライベートエクイティ・ファンドの勃興に促進された経営陣による MBO の局面などで、極めて重要な役割を担うに至った。

<sup>72</sup> Bowen [2008], 31 頁。

<sup>73</sup> Spencer Stuart [2013]

<sup>74</sup> Gordon [2007], 1493-1494 頁。

### 3-5. エグゼクティブ・セッション

エグゼクティブ・セッション

「エグゼクティブ・セッション」(Executive Session)とは、その名称とは裏腹に、経営陣抜きで外部取締役のみにより開催される会議である。内部取締役、とりわけ CEO が在籍する通常の取締役会の場では、CEO の業績や戦略の評価等、議題によっては率直な議論を行うことが困難である。したがって、CEO 抜きの外部取締役のみの話し合いの場をもつことはきわめて有益である。しかし、そのような会議の開催が CEO の不快感や疑惑を招くというおそれから、外部取締役のみの会議を招集することには心理的な困難が大きかった<sup>75</sup>。

そこで 1994 年に、GM は、当時としてはきわめて先進的なコーポレートガバナンス・ガイドラインを策定し、その中でエグゼクティブ・セッションの開催を制度化した。制度化することによって、CEO に対する遠慮という開催に対する心理的障壁の問題が解消され、そのような会議開催に対する CEO の疑心暗鬼を緩和することができる。この慣行は急速に広まり、1996 年のコーン／フェリー調査では 62% の企業がエグゼクティブ・セッションを開催していた<sup>76</sup>。

さらに、2003 年のニューヨーク証券取引所およびナスダックの上場規則改訂により、エグゼクティブ・セッションの開催は、全上場会社に義務付けられた。この制度は、取締役会のカルチャーを変革し、取締役会の実質的な独立性向上に大きく寄与していると言われている<sup>77</sup>。

## 4. 取締役会の運営

### 4-1. 取締役会の開催

開催頻度と時間

取締役会の開催頻度は、大手 100 社調査で平均約 9 回、S&P500 社調査で平均約 8 回である。以前は取締役会は形式的なものであったため、1 回あたりの所要時間は短く、昼食をはさんで 1-2 時間程度ということが多かった<sup>78</sup>。しかし、現在では、取締役会の実質的重要性が増大し、またサーベンス＝オクスリー法等、法令上の責務も増加しているため、所要時間は伸びている。デロイト調査<sup>79</sup>によると、所要 3-5 時間という会社が最も多く、6-8 時間という会社がこれに次ぐ。

さらに、監査、報酬、指名 3 委員会や特別委員会等の仕事もあり、取締役が当該会社のために費やす時間は大幅に増加している。このため、独立取締役に占める他社 CEO の比率は低下傾向にあり、また独立取締役による他社取締役の兼務に制限を課す会社も増えている。

<sup>75</sup> スメールの回想によれば、昔はそのような会議を設定すること自体が、CEO に対しクーデターを計画しているのではないかと疑いを招きかねなかった。ケアリー＝ヴァイクス[2004], 141 頁。

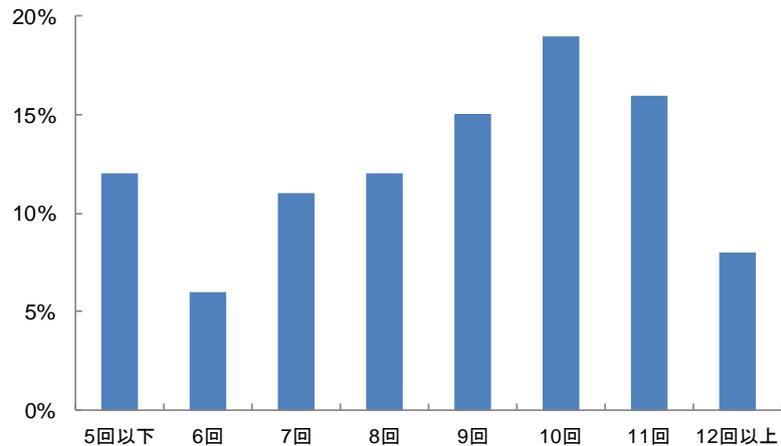
<sup>76</sup> Gordon [2007], 1494-1495 頁。ちなみに、1994 年当時の GM の会長は独立取締役のスマールである。

<sup>77</sup> Millstein & Gregory [2011]

<sup>78</sup> ケアリー＝ヴァイクス[2004], 131 頁 (スマールの回想)。Eisenberg [1975], 378 頁も参照 (“Since board meetings usually last only a few hours, ...”)

<sup>79</sup> Deloitte [2012] (米国上場会社に対するアンケート調査)。

図表 9. 取締役会の開催回数（2012）



（出所）Shearman & Sterling, "Corporate Governance 2013: 11th Annual Survey of the Largest US Public Companies"（米国大手上市会社 100 社の調査）よりみずほ証券経営調査部作成

議題設定と資料送付

4-2. 議題および取締役会資料の送付

取締役会の議題（Agenda）を誰が設定するかはきわめて重要であるが、CEO が会長を兼務している場合には、CEO が単独で、ないしは筆頭取締役と相談して設定することが多いようである。1970 年代頃は、取締役は会議の議題や資料を前もって渡されないことも多かったが<sup>80</sup>、現在では取締役会開催の 1 週間以上前に、議題を含む取締役会資料を送付するのが一般的である<sup>81</sup>。

図表 10. 取締役会の日程および議題の例：Tribune Company（2007 年 2 月）

日程	取締役会アジェンダ (2/13 11:15 a.m.)
2月12日(月)	前回は取締役会の議事録承認 配当について 従業員ベネフィット委員会報告 株価パフォーマンス報告 業績レビュー 2007年事業計画 最近の状況アップデート 年次株主総会について 委任状勧誘書承認 年次株主総会関連取締役会決議 監査委員会報告 指名委員会報告 取締役の独立性および資格要件レビュー 関連当事者間取引にかかる方針について 報酬委員会報告 外部取締役会議 (Executive Session)
特別委員会	
3:00 p.m.	
取締役会ディナーミーティング	
6:00 p.m.	
2月13日(火)	
特別委員会	
7:30 a.m.	
監査委員会	
9:30 a.m.	
報酬委員会	
9:30 a.m.	
指名委員会	
10:30 a.m.	
<b>取締役会</b>	11:15 a.m.

（出所）In re Tribune Company, et al., "Report of Kenneth N. Klee, as Examiner," (July 2010), Exhibit 68 (Board Meeting Materials, February 13, 2007)よりみずほ証券経営調査部作成

<sup>80</sup> ケアリー=ヴァイクス[2004], 132 頁。

<sup>81</sup> Deloitte [2012], 21 頁（67%が 6-10 日前に取締役会資料を提供されていると回答）。

## IV. 取締役会の実効性

### 1. 実効的な取締役会の要件

#### 実効的な取締役会の要件

独立取締役主体のモニタリングボード・モデルが実効的な役割を果たすためには、独立取締役が過半数を占める取締役会、独立取締役のみによる指名・報酬・監査委員会、独立取締役会長ないし筆頭取締役の設置といった形式要件だけでは十分ではない。(1)取締役会が経営陣からの真に独立していること、(2)取締役会の人材ポートフォリオが実効的な監督責任を果たすうえで十分であること、(3)取締役会のダイナミズムが真に生産的な議論を促すものであること、(4)取締役個人が判断を形成するためのバイアスのない十分な情報を得られること、が重要である<sup>82</sup>。以下、各々について敷衍する。

### 2. 独立性

#### 2-1. 独立性要件と実質的独立性

#### 実質的独立性

真の独立性とは、形式的独立要件を満たすことではなく、「心の状態」(state of mind)である<sup>83</sup>。しかしまず、外形的なコンフリクトを避けることが、真の独立性(「心の独立性」)の出発点となる。

エンロンの外部取締役には、エンロンとコンサルティング契約を締結している者や、エンロンやその CEO が多額の寄付を行っている大学機関のトップ、政治献金先の上院議員の妻などが含まれていた<sup>84</sup>。ワールドコム取締役の 8 割以上は、当時の基準で独立取締役であったが、その多くは長年 CEO のエバーズとの関係があり、何人かはエバーズのおかげで富を築いていた。ワールドコムは会長職と CEO 職の分離も行っていたが、会長職を務めるのはワールドコムが 1998 年に買収した時の MCI の CEO であり、エバーズの意のままであった<sup>85</sup>。

現在では、サーベンス＝オクスリー法や NYSE 上場規則等により、取締役の外形的独立性要件は強化されているが、経営陣からの真の独立性を担保するためには、独立取締役が CEO の選任、評価、解任権を完全に掌握し、かつ CEO が取締役の選任、評価、解任に関与できない仕組みが必要である。

#### 2-2. CEO および上級役員を選任・解任

#### CEO の選任パターン

かつては CEO の選任については、現職 CEO が候補者を一人指名し、取締役会がそれを承認するというプロセスが一般的であった<sup>86</sup>。取締役会は形式的には決定権(承認権)を有しているが、実態的には CEO に一任されるケースが多かったと思われる。1990 年代に至っても、CEO が単独で後継者を選定し、既に意思決定を

<sup>82</sup> Conference Board が今年公表したコーポレートガバナンス白書では、取締役会の機能を向上させる様々な制度的改革にも関わらず、「事を荒立てない」ことを尊重する伝統が、外部からの圧力がある場合を除いて必要な変革の実効性を困難にしていることを認識した上で、取締役機能を強化する方策として以下の分野での強化が必要だと指摘する。(1)取締役会の評価、(2)取締役会の構成、(3)取締役による情報収集力の強化、(4)株主とのコミュニケーション。Conference Board [2014a], 27-28 頁。

<sup>83</sup> Gordon [2007], 1499 頁、Bowen [2008], 146 頁。

<sup>84</sup> Louis Lavelle, “Commentary: How Governance Rules Failed at Enron,” BusinessWeek (January 20, 2002)

<sup>85</sup> Breeden [2003], 30-31 頁。Seth Schiesel, “A Downsizing of Dreams for Bert Roberts,” New York Times (April 27, 1998)

<sup>86</sup> ナドラー他[2007], 20 頁参照。

行った後に取締役会に報告して形式的な同意を得るというパターンが多かった<sup>87</sup>。

2000年代に入り CEO 後継に関する取締役会の関与は増大したが、なお多くの場合、CEO の実質的決定権は保持されていた。典型的なパターンとしては、CEO は在任期間の途中で後継者候補を見定め始め、後継者の進歩や育成施策について定期的に取締役会に報告する。最終的に CEO は後継 CEO を選定し、取締役会に知らせる。取締役会はほとんどのケースで CEO の選択を承認する<sup>88</sup>。

#### サクセッション・プランニング

しかし、現代では、取締役会の責務として CEO の後継計画 (Succession Planning) を主導することが非常に重視されてきている<sup>89</sup>。新 CEO の選任に際しては、退任する CEO と (特に内部昇格候補者について) 密接に相談するものの、最終候補者の選定は独立取締役のみによってなされるべきとの考え方が強くなっている<sup>90</sup>。これはモニタリング・モデルと整合的な考え方である。

CEO の任免は、取締役会が価値創造に貢献するうえでの最も重要な責務であり<sup>91</sup>、後継計画は平時から計画的に進める必要がある。デロイト調査<sup>92</sup>によれば、CEO 後継計画プロセスに主に責任を負う主体として、33%の企業は取締役会全体、27%の企業は報酬委員会、25%の企業は指名委員会と答えている。いずれにせよ、独立取締役が主体となり、CEO による内部人材の発掘・育成を監督し、さらに必要に応じて人事コンサルティング会社を起用し、外部候補者を含めた品定めを行う。

#### サーチ・コミティー

業績悪化やスキャンダル等により CEO を解任する必要がある場合には、通常は独立取締役会長ないし筆頭取締役などが中心となり、独立取締役のみで解任を協議する。CEO を解任した場合や CEO が突然退任した場合などには、場合によっては暫定 CEO を選任し、取締役会に臨時委員会として選定委員会 (Search Committee) を設置し、後継 CEO の選定を行うことがしばしば見られる。特に CEO 解任の場合などには、通常、選定委員会は独立取締役のみによって構成される。

CEO 以外の上級経営陣の任免については、CEO の提案をベースに取締役会が CEO と協議のうえ決定することが一般的である。

### 2-3. CEO および上級役員の評価・報酬

#### CEO 業績評価のパターン

CEO の評価は取締役会全体の責務であるが<sup>93</sup>、CEO 自身を含む内部取締役は CEO の評価に関与しない。一次的には、報酬委員会 (例: デュポン<sup>94</sup>)、指名委員会 (例:

<sup>87</sup> 同上, 261 頁 (南カリフォルニア大学とマーサー・デルタの共同調査結果を引用)。

<sup>88</sup> 同上, 260-261 頁。たとえば GE のジャック・ウェルチ CEO の後任人事については、最終的にウェルチがイメルトを推薦し、それを報酬委員会、さらには取締役会が承認した。ウェルチの後継 CEO 選定の経緯については、Welch [2001], 第 26 章 (407 頁以下) にウェルチ自身による詳細な説明がある。

<sup>89</sup> SEC も 2009 年 10 月の法務広報で、後継計画が取締役会の主要機能の一部であることを宣言した。SEC, Staff Legal Bulletin No. 14E (CF), October 27, 2009. (従来の立場を改め、CEO 後継計画は日常経営に関するものではなく経営方針に関する重要な問題であるとして、株主提案の会社側委任状勧誘書面からの除外をできなくした。)

<sup>90</sup> Bowen [2008], 111-112 頁参照。1990 年代後半にキャンベルスープが外部取締役が完全にコントロールする CEO 後継選定を行った時には、極めて革新的なやり方だと思われていた。"The Best and Worst Boards," BusinessWeek (December 7, 1997)

<sup>91</sup> 既に 1990 年代後半にはそのような認識が広がっていた。"The Best and Worst Boards," BusinessWeek (December 7, 1997) ("The two most important events for a board are picking a new chairman or CEO and figuring out what to do when the place is in trouble.")

<sup>92</sup> Deloitte [2012] (米国上場会社に対するアンケート調査)。以下、「デロイト調査」という。

<sup>93</sup> たとえば、ボーイングのコーポレートガバナンス原則 (前掲注 53 参照) では、"The Board is responsible for evaluating the performance of the CEO." と規定されている。

<sup>94</sup> DuPont, "DuPont Board of Directors Corporate Governance Guidelines" (December 5, 2012)

ボーイング<sup>95</sup>) ないしはエグゼクティブ・セッション (例: GM<sup>96</sup>) が評価を行う。デロイト調査によれば、CEO 評価の主たる責任を負うのは、報酬委員会 (49%) が最も多く、取締役会全体 (19%)、指名委員会 (13%)、独立取締役会長ないし筆頭取締役 (11%) がこれに次ぐ。

#### CEO 報酬と Say on Pay

CEO の報酬については、CEO 評価に基づき、報酬委員会が単独で、ないし他の独立取締役と共同して決定する。ドッド=フランク法によって経営陣報酬に関する株主総会の勧告的決議 (“Say on Pay”) が義務付けられた<sup>97</sup> ことにより、報酬委員会による CEO 報酬決定の合理性がますます問われるようになってきている。なお、CEO 以外の他の上級経営陣の評価および報酬決定については、CEO と取締役会 (独立取締役) が協議して決定するケースが多いものと思われる。

#### 2-4. 取締役候補の選任、取締役の評価

#### 取締役選任権の取締役会への移行

元プリンストン大学学長で、長年にわたってアメリカンエクスプレスやメルクなど多くの企業の独立取締役を務めたウィリアム・ボーウェンによれば、近年の取締役会ガバナンスにおけるおそらく最も重要な変化は、取締役候補を選定する主たる責任が CEO ではなく取締役会自体にあることが、次第に認識されてきたことである<sup>98</sup>。取締役の CEO からの独立性は、取締役の実質的選任権が CEO から取締役会自体に移行して初めて可能になる<sup>99</sup>。

現在では、制度的には、指名委員会ないし独立取締役全体が取締役候補 (新任、再任) の選定権を有しているが、企業の実情により、CEO によるインフォーマルな推薦が大きな影響を与えることもあり得る。デロイト調査によれば、59% の企業が取締役候補の選定に際してエグゼクティブ・サーチ・ファームのサービスを活用している。また、Corporate Board Member/CTPartners のアンケート調査<sup>100</sup>によれば、新任取締役候補を見つけた方法 (重複回答) につき、取締役会の推薦 (85.8%)、エグゼクティブ・サーチ・ファームの活用 (42.9%) と並んで、CEO による推薦も 52.7% に上っている。いずれにせよ、取締役会構成の実質的責任が取締役会自身に移った以上、実効的な取締役会を作り上げる独立取締役の主体的な働きが非常に重要になっている。

この意味で重要なのが、取締役候補の選定に関する SEC 開示規則である。現在では、新任の外部取締役候補につき、推薦したのは誰か (株主か、外部取締役か、CEO か、他の経営陣か、外部のサーチファームか、その他の者か) を明確に開示することが義務付けられている<sup>101</sup>。

<sup>95</sup> 前掲注 53 参照。

<sup>96</sup> General Motors, “General Motors Company Board of Directors Corporate Governance Guidelines” (Adopted July 10, 2009, Revised November 19, 2013)

<sup>97</sup> ドッド=フランク法に基づく SEC 規則により、上場会社は最低 3 年に 1 度、上級経営陣の報酬に関し株主総会の勧告的決議に付するよう義務付けられた。Securities and Exchange Commission, “SEC Adopts Rules for Say-on-Pay and Golden Parachute Compensation as Required Under Dodd-Frank Act” (January 25, 2011) 参照。

<sup>98</sup> Bowen [2008], 131 頁。ナドラー他 [2007], 17 頁でも「近年 CEO から取締役会へと権限が移行した大きな変化の中の最たるものが、新しい取締役の採用である」と述べている。

<sup>99</sup> Wilson [2011] 参照 (“Imperial CEOs are a legacy of an era when directors were appointed by the CEO and provided minimal oversight over his leadership.”)。

<sup>100</sup> Corporate Board Member/CTPartners [2013]。以下、「Corporate Board Member/CTPartners 調査」という。同調査は上場会社の取締役に対する電子的アンケートによるものであり、回答者は 226 人である。大手 100 社調査や S&P500 社調査と比較すると比較的小規模な企業も含まれているものと思われる。

<sup>101</sup> Regulation S-K, Item 407(c)(2)(vii)

## 取締役・取締役会の評価

取締役および取締役会全体の評価も CEO ではなく取締役会の責務である。しかし、ほとんどの取締役会は自己評価中心であり、現実問題として独立取締役どうして他の取締役を批判的に評価することには困難が伴う。デロイト調査によれば、取締役評価のやり方について、78%の企業は取締役会全体のパフォーマンス評価アンケートを行っているものの、取締役個々人の同僚による評価を行っている企業は24%（14%は社内調査、10%は外部の第三者による調査）にすぎない。それに関連して、パフォーマンスやチームワークの悪い取締役をやめさせることも非常に微妙で難しい問題である<sup>102</sup>。たとえば Corporate Board Member/CTPartners 調査によれば、パフォーマンスの悪い取締役をやめさせる手続を有している企業はわずか19.8%にすぎない。

## 任期制限と定年制

取締役をやめさせるのが難しい状況で、取締役会の新陳代謝を図る仕掛けとして、取締役定年制と任期制限がある。現実には任期制限を設ける企業は少なく、圧倒的多数の企業は定年制のみを導入している<sup>103</sup>。取締役定年は70歳前後であり、デロイト調査によれば最頻値は72歳（56%）である。

### 3. 取締役会の人材ポートフォリオ

## 取締役の共通要件と取締役会の人材ポートフォリオ

取締役会の人材ポートフォリオとして必要なスキルセットを考える前に、まず全ての個々人の取締役が満たしていなければならない共通要件がある。その中には、廉潔性、健全な判断力、（形式要件ではなく心的特性としての）独立性、そして他の取締役の意見も尊重し建設的なチーム合議体として働くことのできる能力等が含まれる<sup>104</sup>。そのような共通要件を満たしたうえで、当該会社の状況に即してどのようなスキルセットを有する取締役会の人材ポートフォリオが必要であるか、取締役会は判断を下し、自らを作り変えていかなければならない<sup>105</sup>。

## デュポンの事例

たとえばデュポンの取締役会構成に関する考え方を見ると、スキルベースでの自己評価に基づいて、その時々特に必要とされるスキルを有する新任取締役を補充することにより、取締役会の実効能力の強化を図っている。

デュポンが取締役会全体に求めるスキルセットは、事業会社トップとしての経験、イノベーション、人事、財務・IR、環境、新規事業、資本市場、投資運用、対政府関係等の知見を含む多様なものであるが、さらにスキルセットの総体を強化するために、現職 CEO で、国際経験（特に新興市場経験）が豊富で、財務や M&A にも強い人物を求め、今年10月付けで、ドイツに本社を置く国際的なヘルスケア企業フレセニウスの現職 CEO を迎えることになった（取締役数を1名増員）。

<sup>102</sup> ナドラー他[2007]は、その理由を「取締役の効果性という問題を大っぴらに取り上げることに対する抵抗感」であるとし、「取締役会の古い文化の産物の中で最も根強く定着してしまったものの一つ」のため変革への抵抗も大きいと指摘する（同書 68 頁）（「取締役と呼ばれる人々のほとんどは専門的あるいは社会的地位が非常に高いので、そういう人に対してお前はまったくの役立たずだなどと告げることが関係者全員にとってどれほどの苦痛と恥辱をもたらすかは想像にあまりある。」）

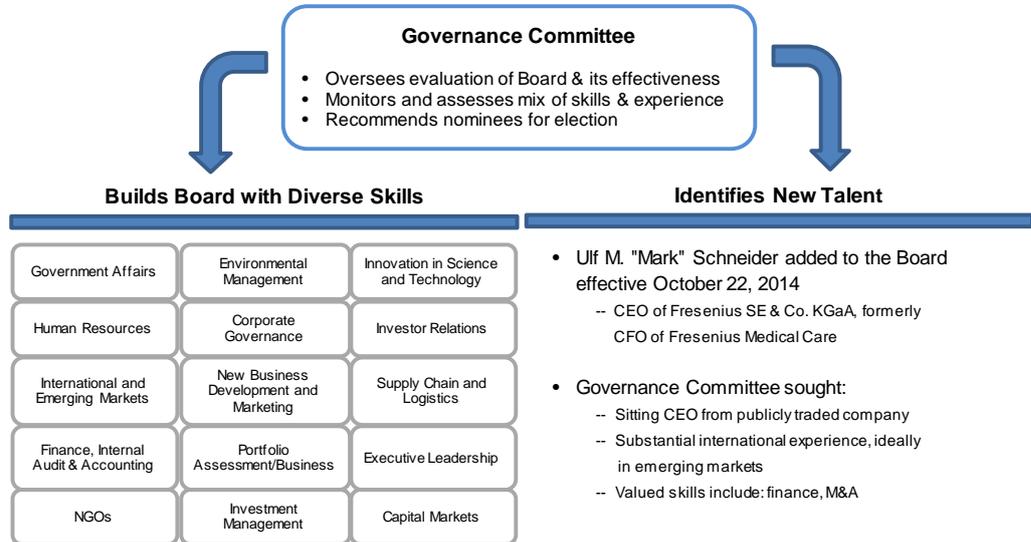
<sup>103</sup> デロイト調査によれば、定年制導入企業 80% に対し、任期制限を設けている企業は 9% にすぎない。

<sup>104</sup> Bowen [2008], 136-137 頁参照。

<sup>105</sup> 必要なスキルセットに関して、取締役会の中に組み込む必要のあるスキルかアウトソースできるスキルかを判別することが必要である。ナドラー他[2007], 45 頁。アロー・エレクトロニクス元会長兼 CEO のカウフマンは、以下のように述べている。「投資銀行家、商業銀行家、弁護士は取締役会に不要だと考える。取締役会に本職のアドバイザーやコンサルタントがいると、議論に目に見えない対立が生じ、肝心なところでいつのまにか客観性が失われてしまう。商業銀行、投資銀行、法律に関する助言が必要ならば、取締役ではなくコンサルタントとしてその道の優秀な専門家を雇い、協力してもらうのがいいだろう。」ケアリー＝ヴァイクス[2004], 163 頁。コンサルタントとしての投資銀行家や弁護士は、合併・買収や買収防衛等、重要な局面でしばしば取締役会に出席し、助言を行っている。

図表 11. デュポンの取締役会構成の考え方

Skills-Based Assessment for DuPont Board Membership



(出所) DuPont, "Leveraging Good Governance and Strategic Vision to Build a Sustainable Future" (September 2014)

図表 12. デュポンの取締役会構成 (2014年10月予定)

	役職	取締役就任 (年齢)	経歴
<b>経営陣</b>			
Ellen Kullman (女性)	Chairman & CEO	2008 (58)	
<b>独立取締役</b>			
Lamberto Andreotti	Audit Science & Tech	2012 (63)	Bristol-Myers Squibb: 現職CEO (大手製薬企業の現職トップ)
Richard Brown	Audit Environment	2001 (66)	Electronic Data Systems: 元会長兼CEO (ITサービス企業の元トップ)
Robert Brown	Audit Science & Tech (Chair)	2007 (62)	Boston University: 現職学長 (元MIT教授: ケミカルエンジニアリングが専門)
Bertrand Collomb	Governance Environment (Chair)	2007 (71)	Lafarge: 元会長兼CEO (大手セメント企業[仏]の元トップ)
Curtis Crawford (マイノリティー)	Governance Environment	1998 (66)	XCEO: 現職社長兼CEO (ガバナンス関連コンサルティング企業の現職トップ)
Alexander Cutler	Lead Director Compensation Governance (Chair)	2008 (62)	Eaton: 現職会長兼CEO (大手自動車部品メーカーの現職トップ)
Eleuthere du Pont	Audit (Chair) Science & Tech	2006 (47)	Longwood Foundation: 現職President (創業者一族出身、慈善財団のトップ)
Marilyn Hewson (女性)	Compensation Governance	2007 (60)	Lockheed Martin: 現職会長・社長兼CEO (大手航空機・防衛企業の現職トップ)
Lois Juliber (女性)	Compensation (Chair) Science & Tech	1995 (65)	Colgate-Palmolive: 元副会長 (大手日用品企業の元COO、副会長)
Lee Thomas	Compensation Environment	2011 (69)	Rayonier: 元会長兼CEO (大手林産品企業の元トップ)
Patrick Ward	Audit Environment	2013 (50)	Cummins: 現職CFO (大手ディーゼルエンジン企業の現職CFO)
[Mark Schneider]		2014/10 就任予定 (48)	Fresenius: 現職社長兼CEO (大手ヘルスケア企業[独]の現職トップ)

(出所) DuPont, "2014 Annual Meeting and Proxy Statement" およびホームページよりみずほ証券経営調査部作成

この結果、デュポンの取締役会は今年 10 月現在で総数 13 人中、CEO を除く 12 人が独立取締役であり、うち現職 CEO が 5 人、元 CEO が 3 人と CEO 経験者が 8 人を占める。他の 4 人は、現職 CFO、元 COO、大学の現職学長、および創業家一族出身の慈善財団トップである。第三章第 3-1 節でも触れたが、このように米国上場会社の独立取締役の最大勢力は、現職および元職の他社 CEO である。

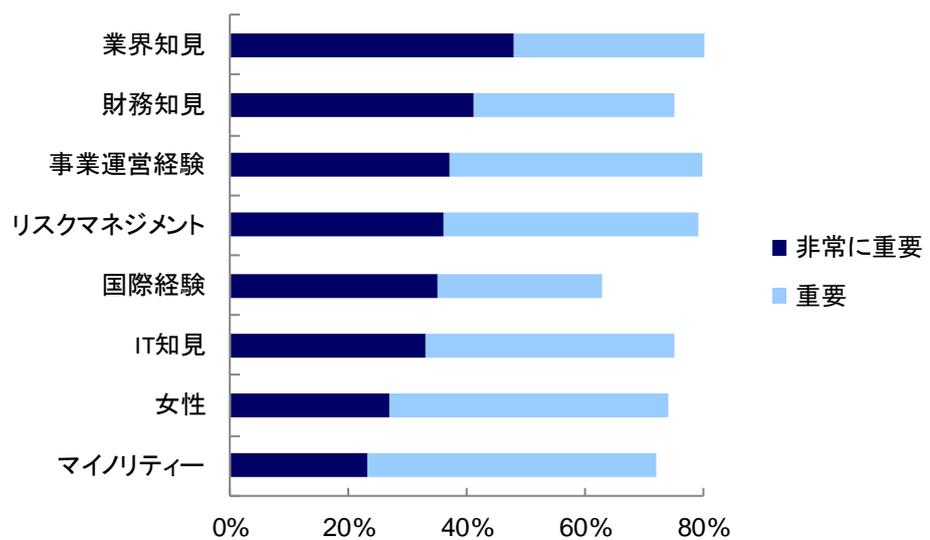
CEO 経験者の重視

このように CEO 経験者が重視されるのは、経営陣を監督するうえでの取締役会の実効性を高めるためには、上場会社という複雑な組織をよく理解するコアとなる人材群が必要とされるためである<sup>106</sup>。CEO 経験者は自らそのような状況を経験しているうえに、CEO として独立取締役主体の取締役会と協働した経験も有するため、監督と経営執行の境界という微妙な問題も熟知している。

集合体としての取締役会のスキルセット

独立取締役は必ずしも当該企業の業界の専門家である必要はない。取締役会で議論されるのは大所高所からの大きな構図に関わるものが中心である。経営者やその他専門家として見識を有していれば、それらの見識ある集団に対して経営陣が戦略等につき説得力のある説明ができない場合、戦略そのものに問題があることが多いであろう。

図表 13. 新任取締役に求められるスキル・属性



(出所) PricewaterhouseCoopers, "Boards confront an evolving landscape: PwC's Annual Corporate Directors Survey 2013" よりみずほ証券経営調査部作成

しかし、テクノロジー企業や製薬企業等に代表されるように、テクニカルな専門知見が欠けていけば監督判断を下すことが難しい業界も少なくない。そこで、最近の傾向としては、新任取締役に求められる属性として、業界知見を重視する企業が多い。もちろんそれは取締役会全体のスキルセットの問題であって、業界知見を有する（できれば複数の）独立取締役がいれば、他の独立取締役は別のスキルセットで貢献すればよいのである。重要なのは、「集合体としての取締役会が〔自社が持つ特有のニーズに即した〕全ての能力や経験を網羅すること」<sup>107</sup>である。

<sup>106</sup> Bowen [2008], 137 頁参照。

<sup>107</sup> ナドラー他[2007], 44 頁。

## 4. 取締役会のダイナミクス

### 4-1. 概説

率直・独立かつ建設的な議論の促進

取締役会が真に経営陣から独立し、かつ必要なスキルセットを備えていたとしても、なお実効的な監督を行うためには、率直かつ独立した議論を促進するような取締役会のダイナミクス（構成、運営等）の確立、および独立取締役の情報へのアクセスの強化が必要である。本節では前者について述べ、後者は次節で触れる。

取締役会の責務は、CEOを猜疑の目で監視することではなく、CEOと建設的に協力して、CEO率いる経営陣が価値創造的な経営を行うのを後押しすることである。したがって、経営の細部に過度に干渉したり、他の取締役の意見に耳を傾けず自説に固執する非建設的な取締役は、最終的には（CEOによってではなく）取締役会自身によって排除されなければならない<sup>108</sup>。

良心的な取締役は、経営を実際に行うのはCEO率いる経営陣であると認識しているので、経営細部への過度の干渉を避けようとする。しかし、しばしば適切な監督と過度の干渉の境界はあいまいであるので、CEOが強い意見を持っているときに、取締役がCEOに遠慮する事態が生じがちである。また、建設的な取締役であろうとすることは重要であるが、往々にして取締役会の議論で「事を荒立てる」と見られることを忌避するあまり、真に行うべき問題提起まで遠慮することになりかねない。そのような状況を打開するには、最終的には個々の取締役の資質・心構えによらざるを得ないが、建設的かつ実効的な監督を促進するうえで取締役会運営の方法も大きな影響を及ぼす。

### 4-2. 時間

実質的な議論のための時間確保

第一に実質的な議論ができる時間・状況を確保することが重要である。かつての取締役会は、昼近くに始まって、昼食をはさんでから1、2時間くらいで終わることも多かったようであるが、現在ではより時間をかける傾向がある（第Ⅲ章第4-1節参照）。たとえばデロイト調査によれば、52%の企業は1回の取締役会に3-5時間をかけ、31%の企業は6-8時間をかけている。しかも、これには近年重要性と責務を増した指名・報酬・監査等の委員会の時間は含まれていない。また、取締役会の前夜にインフォーマルなディナーを設定したり、海外拠点などオフサイトで取締役会を開催することも増えている。

ただし、他方で内部統制やコンプライアンス関係の負担も大幅に増加しており、戦略や後継計画など最も重要な議題について十分な議論ができていないおそれがある。PwCによるアンケート調査<sup>109</sup>によれば、取締役会自身がより時間を費やすべきだと考える議題（重複回答）のトップが戦略計画（79%）であり、後継計画（66%）がそれに続く。

各社の取り組み

そのような重要な議題についての十分な時間を確保するために、各社はさまざま

<sup>108</sup> 非建設的な問題のある取締役の例として、ナドラー他[2007]は以下の6類型を挙げる（75頁以下）：  
①CEO気取りの取締役（CEOと張り合ったり、経営の細部に過度の干渉を行う）、②けんか腰の取締役、③スーパーマン取締役（取締役全体に対して過度の影響力を持ち、反対意見が言いにくくなる）、④経営者の言いなりになる取締役、⑤「上の空」の取締役、⑥麻痺状態の取締役（世間的に有名でも議論に参加する知見、ビジネス感覚に欠ける等）。

<sup>109</sup> PricewaterhouseCoopers [2013]

な試みを行っている。たとえば、各事業部門の業績報告プレゼンテーションで過大な時間が奪われるのを避けるため、事前送付される取締役会資料にプレゼンテーション資料を添付し、各取締役が事前に資料を読んでくることを前提に、取締役会における業績報告をいきなり質疑から始めるという方策などが取られている。

1997年にIBMの独立取締役に就任した三菱商事の榎原社長(当時)によれば、IBMの取締役会は全体で3時間程度だが、あらかじめ用意された議題の決議は15分程度で、残りはIBMの将来戦略を巡って議論を行う<sup>110</sup>。また、2000年にアムジェンの会長兼CEOに就任したケビン・シェアラーの場合、CEOが取締役会冒頭の2時間をかけて会社で起こっている最も重要なことを話す。実質的な議論を促進するため、そのあいだ経営サイドからはCEO以外は誰も出席しない<sup>111</sup>。

GEはよりシステマティックである。GEでは毎年12月の取締役会で、取締役会長(CEOが兼務)と筆頭取締役が、戦略、リスク、インテグリティの主要論点につき今後1年間どのようなスケジュールで議論するかを提案し、取締役会がそれを承認することが、同社のコーポレートガバナンス原則<sup>112</sup>で定められている。

#### 取締役の兼務制限

取締役の責務がますます重くなる中で、各社は他社取締役との兼務を制約する方向にある。たとえばGEの場合は、取締役が他社の現職CEOの場合には他社取締役兼職の上限を2社、それ以外の場合には上限を4社と定めている。デュボンの場合にはフォーマルな数値基準はないが、現実には増員前の12人の取締役中、他に2社の取締役を兼務する者が4人、1社兼務が5人(デュボンのクルマンCEOを含む)、兼務のない者が3人となっている。

#### 4-3. 取締役会のリーダーシップ

#### CEO/会長分離論

1990年代にGEの独立取締役会長を務めたジョン・スモールは、CEO職と会長職の分離について以下のように述べている<sup>113</sup>。

1980年代にP&Gの会長兼CEOだったころなら、私もたしかにその考えに反対しただろう。・・・かつては気の進まない考え方だったが、いまは執行権のない会長をおくことの利点は、その欠点を補って余りあると考えている。取締役会の目的が株主にかわって事業経営を監督することなら、監督される側の経営者が会長職を兼務するよりも、執行権のない会長をおくほうがずっと合理的ではないだろうか。

#### 分離反対論

しかし、米国では現在でも引き続き、CEOが会長を兼務する傾向が強い。アムジェンの会長兼CEOを務めたケビン・シェアラーは、以下のように述べる<sup>114</sup>。

会社からCEO就任を打診され、会長職は与えられないのだとしたら、私なら断わるだろう。・・・CEOと会長を分離した場合、CEOの役割はより複雑になる。・・・CEOが取締役会および会社の管理と同時に、会長の管理にも心を砕かなければならないとすれば、ただでさえ煩雑な仕事ますますこみ入ってしまい、マネジメントの効率が向上することはない。また、どちらがほんとうのボスなのか、部下を混乱させるもとにもなる。

<sup>110</sup> 「米デュボンが通産大物OBを招く理由」日経BPnet(2000年1月11日)

<sup>111</sup> ケアリー=ヴァイクス[2004], 148頁参照。

<sup>112</sup> General Electric Company, "Governance Principles" (2010)

<sup>113</sup> ケアリー=ヴァイクス[2004], 140頁。

<sup>114</sup> ケアリー=ヴァイクス[2004], 152-153頁。

## ステータスシンボルとしての 会長職

多くの米国上場会社で CEO と会長が分離されていない理由について、独立取締役会長の人材難があげられることもあるが、英国では分離が一般化していることに鑑みると、必ずしも説得力がない。むしろ最大の理由は、CEO が自らの権限が縮小することを嫌い、また会長職を兼務しない CEO は「一格下」という社会通念が残存しているためであると考えられる。その結果、会長職のない CEO 職のみでは一流の人材雇用にも障害となる<sup>115</sup>。JP モルガンチェースのダイモン会長兼 CEO が、会長職と CEO 職を分離する株主提案に対し、提案が通ったら辞任すると投資家に伝えたことと報じられたこと<sup>116</sup>、金融危機後、会長職と CEO 職を分離していたバンク・オブ・アメリカが、業績回復後にモイニハン CEO に会長職も与えたこと<sup>117</sup>なども、このような風潮を反映したものと考えられる。

## CEO/会長職分離論の理論 的優越性

このような現実的な困難はあるものの、識者の間では CEO/会長職分離論が勢いを強めている。コーポレートガバナンス分野の第一人者であるミルスタイン弁護士は、以下のように述べる<sup>118</sup>。

取締役会が経営陣の監視に力を入れるにつれて、会長職と CEO 職の分離という問題に注目せざるをえなくなってきた。つまるところ、どうやって自分で自分を監視できるだろうか。・・・仕事分割されていない場合、いつ会長として取締役会を運営し、いつ CEO の仕事をするのか、線引きするのはきわめて難しい。CEO の帽子をさっと脱いでこんなふうには言えるだろうか。「さあ、いまから取締役会の会長だ。誰に私を批判してもらおうかな？誰に私の報酬を決定してもらおうか？業績が悪いときには、誰に苦言を呈してもらおうのいいだろうか？」

すなわち、取締役会の最大の任務が CEO の選任、監督、および（必要に応じて）解雇にあることを前提とした場合、CEO が取締役会長を兼務すると、CEO は自らの評価、報酬設定、解雇の責務を有する取締役会のリーダーとなり、利益相反が不可避的に生じるのである<sup>119</sup>。この理由から、国際的にも、CEO 職と会長職の分離が近年の潮流となっている<sup>120</sup>。

## 筆頭取締役制度

筆頭取締役制度は、CEO 職と会長職の分離を求める声に配慮した妥協の産物として生まれたものである。取締役会が CEO の施策やパフォーマンス等に不満を抱いたときの結節点としてしばしば機能していると言われる<sup>121</sup>。しかし、取締役会のトップとしての「会長」の肩書の有無や、取締役会の議長を務めるか否かは、心理的にも取締役会のダイナミクスを変える<sup>122</sup>。

## 前職 CEO の会長就任

CEO が取締役会長を兼務していない場合でも、前職 CEO が会長を務める事例がし

<sup>115</sup> Bowen [2008], 53-54 頁。Bowen は同書 45 頁以下で、会長・CEO 分離論の原則としての正しさと、実務上の困難につき詳しく分析した上で、実務上の困難は時間とともに克服可能であり、現在主流の筆頭取締役モデルはいずれ独立取締役会長モデルに移行すると予測している。

<sup>116</sup> Dawn Kopecki and Hugh Son, "Victory for Dimon as JPMorgan Shareholders Reject CEO-Chairman Split," Bloomberg (May 22, 2013)

<sup>117</sup> Anthony Currie, "Bank of America's Latest Move Defies Good Governance," New York Times (October 2, 2014)

<sup>118</sup> ケアリー＝ヴァイクス[2004], 200-201 頁。

<sup>119</sup> Wilson [2011]

<sup>120</sup> 現行の OECD コーポレートガバナンス原則では、取締役会の判断の客観性、独立性を強化する手段として、「CEO 職と会長職の分離」もしくは「独立筆頭取締役の設置」をグッドプラクティスとして示しているが（VLE 注釈）、現在進行中の同原則改訂作業においては、筆頭取締役制よりも CEO 職と会長職の分離の方が好ましいと明示すべきかにつき議論が行われている。OECD [2014]

<sup>121</sup> Gordon [2007], 1495 頁参照。

<sup>122</sup> Bowen [2008], 62-63 頁参照。

しばしば見られる。従来の米国企業のリーダーシップ承継は二段階で行われることも多く、その場合、現職の会長兼 CEO がまず CEO 職のみを後継者に渡し、自らは取締役会長として一定期間務めた後、会長職も譲り渡す<sup>123</sup>。

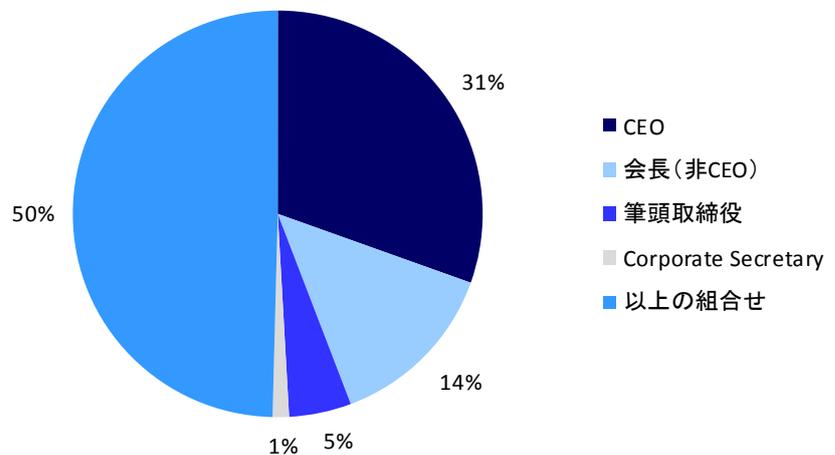
しかし、前職 CEO が（しばしば取締役会長として）取締役にとどまる慣行は徐々に廃れつつある。前任者のいる前で前任者の施策を批判したり転換したりすることは困難だからである。たとえば GE では、今後すべての外部取締役は独立取締役とすると規定している<sup>124</sup>が、これは前職 CEO が非独立外部取締役としてとどまることを禁止するものである。GM のコーポレートガバナンス・ガイドラインでも、前職 CEO や他の前職経営陣は取締役会に残らないことが望ましいと規定している<sup>125</sup>。ボーイングのコーポレートガバナンス原則も、CEO は原則として退任時に取締役を辞任すべきものとしている<sup>126</sup>。

#### 4-4. 議題の設定

##### 議題のコントロール

取締役会の議題を誰が設定するかは、取締役会の監督機能の実効性を左右する極めて重要な問題である。CEO を兼務する取締役会長が完全に議題をコントロールすると、CEO のスタンスによっては実効的な議論が困難になる。現在では、第三章第 4-2 節で述べたように、会長兼務の CEO が単独で、ないしは筆頭取締役と相談して議題を設定することが多いようであるが、独立取締役会長ないし筆頭取締役の事前の承認を要求するのがベストプラクティスとなっている。

図表 14. 取締役会の議題設定者



(出所) Corporate Board Member/CT Partners, "Board Leadership and Culture Survey 2013" (May 6, 2013)よりみずほ証券経営調査部作成

たとえば、GE やデュポンでは、取締役会長（両社とも CEO が兼務）が筆頭取締

<sup>123</sup> ナドラー他[2007], 116 頁。

<sup>124</sup> 前掲注 112 参照。

<sup>125</sup> 前掲注 96 参照。

<sup>126</sup> 前掲注 53 参照。

役の承認を得て議題を設定し、ボーイングでは、取締役会長（現在 CEO が兼務）、筆頭取締役および関連する委員会の委員長が相談して議題を設定するものとされている<sup>127</sup>。また、デュポンやボーイングなど、他の取締役も追加的な議題を提案したり、取締役会の場において事前の議題以外の論点を取り上げることを許容する企業も多いようである<sup>128</sup>。

#### 4-5. 独立取締役による率直な議論の促進

##### 内部取締役の削減

率直かつ独立性のある議論を促進するために、CEO 以外の内部取締役はますます削減される傾向にあり、デュポンのように CEO 以外は全て独立取締役という企業も増えている。前述のスキルセットをそろえる上では内部取締役も必要との考えも一見あり得るが、内部取締役が（特に事前の経営会議等で議論が行われている場合）取締役会の場で CEO に反対意見を述べることは通常は期待できない。しかも、独立取締役は CEO の部下である内部取締役の前では、CEO に厳しい意見を言い難くなる<sup>129</sup>。

内部経営陣は取締役としてではなく、議決権のない参考人として、取締役会の求めに応じて取締役会に出席すべきという考え方が徐々に主流になりつつあるようである<sup>130</sup>。たとえば、CEO 以外の内部取締役が存在しないデュポンでは、上級経営陣が常時取締役会に出席して、取締役会の求めに応じて議論に参加することを奨励している<sup>131</sup>。

##### エグゼクティブ・セッション

外部取締役のみによるエグゼクティブ・セッションの普及と上場規則による義務付けは、取締役会の率直な議論促進に大きな役割を果たしている。ただし、上場規則で義務付けられているのは、「外部取締役」のみによる会議であり、非独立外部取締役である前職 CEO（しばしば会長職にある）も出席が可能である。しかし、それでは実質的に経営陣から独立した議論が困難になる。そのような場合、エグゼクティブ・セッションとは別に独立取締役のみによる会議を設定する企業もあれば、プロクター&ギャンブルのように、エグゼクティブ・セッションに前職 CEO の出席を禁止する企業もある<sup>132</sup>。

#### 4-6. 取締役研修

##### NYSE 上場規則と取締役研修

取締役が実効的な機能を果たすためには、取締役自身の教育も非常に重要である。NYSE 上場規則では、上場会社にコーポレートガバナンス・ガイドラインの制定を義務付け、その中で、取締役会の資格要件、責務、報酬等と並んで、新任取締役のオリエンテーションおよび現職取締役の継続教育について開示するように求めている<sup>133</sup>。これを受けて各社のガイドラインでは、取締役に対するオリエンテーションおよび継続教育についての規定が設けられている。

<sup>127</sup> 前掲注 53、注 94、注 112 参照。

<sup>128</sup> 前掲注 53、注 94 参照。P&G では全ての取締役に必要があれば追加の議題を提案することを義務付けている。Procter & Gamble, “The Procter & Gamble Company Board of Directors Corporate Governance Guidelines”。GE でも全ての取締役に追加議題や追加配布資料を提案することが奨励されている。前掲注 112 参照。

<sup>129</sup> Eisenberg [1975], 380 頁注 22 参照。

<sup>130</sup> Bowen [2008], 145 頁参照。

<sup>131</sup> 前掲注 94 参照。

<sup>132</sup> 前掲注 128 参照。

<sup>133</sup> NYSE, Section 303A: Corporate Governance Rules, As of November 3, 2004

たとえばボーイングの場合、新任取締役には包括的なオリエンテーション・プログラムへの参加を義務付けている<sup>134</sup>。プログラムの内容は、上級経営陣による各事業部門や戦略計画、財務・会計、リスク管理、コンプライアンス、倫理規範等についてのプレゼンテーションが中心であり、本社訪問に加え重要拠点への往訪も含まれている。継続教育は取締役会もしくは各委員会の場合を借りて行われ、さらに最低年に1回、コーポレートガバナンスと取締役の責務に関連するトレーニングを受けなければならない。また、取締役会は、少なくとも年1回は、ボーイング社の事業拠点を訪ね、事業部門のスタッフと交流することにより事業をよりよく理解することが求められる。全ての取締役は、会社の費用で外部の継続教育プログラムを受講することが奨励されている。

## 5. 情報

### NYSE 上場規則と独立情報源へのアクセス

取締役会は十分な情報を持たなければ監督機能を発揮することができない。「情報フローをコントロールする権限は、実質的には決定する権限と等しい」(“Power over information flow is virtually equivalent to power over decision.”)<sup>135</sup>と言われるが、かつては CEO が取締役に与える情報をコントロールしていた。しかし、次第に CEO 以外の幅広い情報源へのアクセスの重要性が認識されるようになってきた。

取締役に提供される最もフォーマルな情報は、取締役会資料である。そこには業績のレビューや各種委員会の報告、取締役会決議の必要な事項など雑多な情報が大量に詰め込まれていることが多い。取締役会資料の内容については、現代では、CEO が筆頭取締役と相談して決定することが一般化している。

独立取締役の情報源として非常に重要なのは CEO 以外の経営幹部との (CEO 抜きでの) 直接の接触である。取締役に情報の流れをコントロールしたい CEO にとって、取締役に自分の部下の経営幹部と直接接触することは好ましいことではない。したがって、エグゼクティブ・セッションと同様の何らかの制度的後押しが必要になる。NYSE 上場規則により制約が義務付けられているコーポレートガバナンス・ガイドラインには、必須記載事項として「取締役の経営陣へのアクセスおよび必要に応じての独立アドバイザーへのアクセス」という項目がある。この開示プレッシャーにより上場会社は取締役にによる経営陣へのアクセスを何らかの形で公認せざるを得なくなっている。

たとえばプロクター&ギャンブルは、外部取締役が、経営幹部のみならず一般の従業員にまで、情報収集目的で経営陣の立会なしにコンタクトすることを奨励している。しかし、そのような場で取締役は個別従業員に特定の指示を与えるべきでないと明記し、一定の警戒感も示している<sup>136</sup>。GE はすでにジャック・ウェルチの時代から、取締役に中堅幹部にまで (ウェルチが同席することなしに) 会うことを奨励していた<sup>137</sup>。現在の同社のガバナンス規則では、外部取締役が上級経営陣の同席なしに中堅幹部とコンタクトすることを推奨するとともに、そのようなコンタクトを促進するため、年に2回、上級経営陣抜きで GE の事業拠点を訪問することを要請している<sup>138</sup>。ボーイングは、各々の取締役に経営陣および従業

<sup>134</sup> 前掲注 53 参照。

<sup>135</sup> Eisenberg [1975], 380 頁。

<sup>136</sup> 前掲注 128 参照。

<sup>137</sup> “The Best and Worst Boards,” BusinessWeek (January 23, 2000)

<sup>138</sup> 前掲注 112 参照。

員への完全なアクセスを提供すると宣言している<sup>139</sup>。

このような上級・中堅幹部との直接のコンタクトは、取締役会やその前夜のディナーにおける上級経営幹部との頻繁な接触と相俟って、独立取締役による後継計画や次期経営幹部層育成への実質的な関与を促進するものである。

## 6. 残された課題：情性的受動性

### 取締役の経営陣に対する遠慮

会社の業績が順調な時に、取締役会が CEO の経営判断に対して謙抑的であるのは健全なことであるが、成功をおさめた CEO が暴走し始めた時に取締役がブレーキをかけられない状況は問題である。特に、会長兼 CEO が事実上独裁的になっている場合には、事態が危機的になるまで取締役会は行動を起こせないことが多い<sup>140</sup>。

より広範な問題は、業績が低迷している企業や明白な問題に直面している企業においても、取締役会はぎりぎりまで CEO の説明や提案を受入れ、CEO の交代も含め必要な断固とした行動を取るのが遅きに失する傾向があることである。その大きな原因は、取締役の経営陣に対する遠慮（deference）である。独立した取締役会が CEO を選任し監督しても、経営を行うのはあくまで経営陣であり、取締役が代わりに経営することはできない。経営陣を選んだ取締役会には、助言は行っても、経営陣を取り替える覚悟（ないし経営陣を失う覚悟）がない限り、経営陣の重要な経営判断を否決することには非常に困難が伴う。しかも、経営陣と取締役の間には、しばしば大きな情報格差が存在する。

1978 年から 12 年間、ジレットの独立取締役を務めたフーバー研究所の女性エコノミスト、リタ・リカルド＝キャンベルは、1980 年代にジレットが相次ぐ買収により焦点の定まらない多角化を図ったことに関して、以下のように述べている<sup>141</sup>。

経営陣による詳細に調査され巧みにプレゼンされた買収提案に対して、取締役会が反対することは稀であった。経営陣が提案内容を説明し、通常、その買収案件を提案した投資銀行家が、提案をサポートする分析を提示した。

このような状況は、最近でも継続している。CEO がスタッフやアドバイザーの詳細なペーパーで武装し、強く自らの施策を主張する場合、独立取締役は疑問を呈したり再検討を要請したりすることはできても、最終的には CEO の判断を尊重せざるを得ないことが多い。たとえば、ヒューレット・パッカーは、2011 年に英国ソフトウェア会社のオートノミーを 110 億ドルで買収したが、本件買収は CEO アポテカーがソフトウェア重視戦略の要として強く主張したものである。極めて異例なことに、同社の CFO が「買収価格があまりに高すぎる」として公然と反対したが、CEO の強硬な支持訴えに折れて、取締役会は全員一致で買収を承認した。買収公表後に株価が急落し取締役会は CEO を解任したが、買収自体は既に後戻りできなかった<sup>142</sup>。翌年、同社は買収関連で 88 億ドルの減損損失を発表している。

### 情性的受動性

アクティビスト・ヘッジファンドのバリュエクトは、マイクロソフトに取締役を送り込んだことで有名であるが、CEO のジェフリー・アッベンは、アクティビ

<sup>139</sup> 前掲注 53 参照。

<sup>140</sup> たとえば、AIG のグリーンバーグ会長兼 CEO の事例につき、ナドラー他[2007], 167 頁参照。

<sup>141</sup> Ricardo-Campbell [1997], 145 頁（筆者訳）。12 年間の間に取締役会が否定的な反応を示し、案件遂行が中止されたのは、わずか 1 件だった模様である。

<sup>142</sup> James Bandler and Doris Burke, “How Hewlett-Packard lost its way,” Fortune (May 8, 2012). なお、買収公表時には、PC 事業の分離とタブレット事業からの撤退もあわせて発表されている。

スト投資が効果を上げる理由を取締役会の惰性的な受動性に求めている<sup>143</sup>。

われわれの投資戦略が付加価値を有するのは、取締役がプリンシパルではなく典型的なエージェントであるからだ。株主が何を望んでいるかについて取締役が得る情報は CEO から来る。どれだけ良心的であっても、取締役はその会社の事業に関する十分な深い知識を欠いているので、事業のパフォーマンスや新しい価値創造戦略について CEO に強く異見を唱えることができない。ほとんどの場合、取締役は会社の株式をあまり保有していないので、大株主としてわれわれが感じるような「切迫感」(sense of urgency)がない。これらの要因から、取締役は惰性的受動性 (inertia) に陥っているのである。

つまり取締役による経営陣への「遠慮」の正体は、危機的状況になるまで経営陣にチャレンジしようとしないう取締役の「惰性的受動性」であり、それは典型的エージェントとしての(会社/株主の価値増減を自らの資産増減として痛切に感じる)切迫感の欠如に起因するというのが、アッペンの見立てである。このような状況が、取締役会に(対話や取締役送り込み等により)影響を与え、株主価値向上のための行動を求めようとする株主側の動きを呼び込んでいる。次章では、取締役会と株主の関係に焦点を当てる。

## V. 取締役会による株主エンゲージメント

### 1. 経営側の視点

取締役と株主の接触に対する警戒感

機関投資家によるエンゲージメントやアクティビズムの動きが強まる中で、機関投資家が経営陣のみならず独立取締役との直接の接触を求める事例が増加している。しかし、CEO は経営幹部や従業員との接触よりもはるかに、独立取締役と株主の接触に神経をとがらせる。上場規則で要求されているわけではないが、コーポレートガバナンス・ガイドラインにおいて取締役会と株主の接触について規定している会社もある。しかし、そのトーンは概して警戒的である。

たとえば、ボーイングでは、株主を含むステークホルダーとのコミュニケーションの責務は CEO および他の経営幹部にあり、取締役会の方針として、会社を代表して外部と話すのは経営陣だと規定する。個別の取締役が時折、ステークホルダーと接触することは許容されているが、取締役は原則として事前に経営陣と相談のうえそのような接触を行うものとされている<sup>144</sup>。

コンフェレンスボード

コンフェレンスボードが今年発表した、企業と投資家のエンゲージメントに関するタスクフォース報告書でも、取締役と機関投資家の直接のエンゲージメントは、特別な状況下では有益だが、ほとんどの米国の企業と投資家にとって日常的なエンゲージメントの手法となるべきではないと述べられている<sup>145</sup>。

さらに同報告書を踏まえてコンフェレンスボードが策定した「投資家エンゲージメントのガイドライン」では、米国における取締役会による投資家エンゲージメントへの関与は未だ極めて初期的な段階にあり、現段階では取締役の側から投資

<sup>143</sup> Heins & Tilson [2013], 250 頁(筆者訳)。外部取締役の過度の受動性と過度の経営者依存については、全米法曹協会の 2003 年報告書も警報を鳴らしている。American Bar Association [2003], 9 頁。

<sup>144</sup> 前掲注 53 参照。

<sup>145</sup> Conference Board [2014b], 12 頁。

家に積極的に関与することは比較的稀ながら次第に増加していると述べる。その上で、取締役が投資家と積極的にエンゲージメントを行うべき場合は、以下のような特殊な状況に限定されるとの認識を示す<sup>146</sup>。

- 取締役会もしくは経営陣の不安定期を経た後で、会社の信頼性を回復するため
- 会社の多くの取締役が一時に退任したり、会社が新しい取締役会のスキルセットを必要とするような重要な戦略的変化の時期にある場合など、取締役会の構成ないし後継問題に関する重要な課題を解決するため
- CEOの後継に関する重要な問題に対処するため
- 経営者の報酬に関する重要な政策的問題に対処するため

それ以外の場合にも、会社が取締役の直接のエンゲージメントを認めることはあるが、そのようなケースでは、取締役は事業面や財務面の業績に通常、触れるべきではなく、重要なガバナンス関連の問題のみを扱うべきであると述べる<sup>147</sup>。

## 2. 株主側の視点

### 取締役と株主の戦略面での直接エンゲージメント

しかし、機関投資家が、経営陣の事業面や財務面の戦略・業績に不満を持ち、経営陣とのエンゲージメントだけではらちが明かないと認識する場合などに、独立取締役（特に独立取締役会長ないし筆頭取締役）との直接のエンゲージメントを求めることは十分に考えられることである。コンフェレンスボードのレポートでも触れられているように、英国では取締役がより積極的に投資家とのエンゲージメントに従事する状況が存在し<sup>148</sup>、英国スチュワードシップ・コードでも会社（経営陣）の対応が建設的でない場合には、機関投資家は取締役会長や他の取締役との面談も考慮すべきものとされている<sup>149</sup>。

### SEC ホワイト委員長発言

米国でも機関投資家が取締役との直接の接触を求める動きが高まってきており、またそれが正当なものと次第にみなされつつある。象徴的なのが2013年12月のSEC ホワイト委員長の講演<sup>150</sup>で、その中でホワイト委員長は、「取締役会は株主エンゲージメントの中心的プレイヤーであり、あるいはそうであるべきである」（“... the board of directors is – or ought to be – a central player in shareholder engagement.”）と明言している。

### アクティビスト・ヘッジファンド

特にアクティビスト・ヘッジファンドは、戦略面における筆頭取締役等との対話を求める傾向が強い。デュポンに会社分割を含む大胆な経営変革を求めている大手アクティビスト・ヘッジファンドのトライアン・パートナーズ（ネルソン・ペルツ）も、提案に抵抗する経営陣の頭越しに、デュポンの取締役会に対して、経営陣抜きで株主と面談し、株主の声を直接聞くことを公開書簡で強く求めている<sup>151</sup>。これは、取締役会が経営陣にコントロールされない情報を得て、経営陣か

<sup>146</sup> Conference Board [2014c], 19 頁（筆者訳）。

<sup>147</sup> 同上。独立取締役および機関投資家代表により設立された Shareholder-Director Exchange が発表した「株主と取締役の交流に関するプロトコル」でも、株主と取締役のエンゲージメントのトピックとして適切なものはガバナンス関連であり、経営陣が責任を持つべき事業面、財務面や戦略面の議論は一般に適切でないとしている。Shareholder-Director Exchange [2014], 13 頁。なお、筆頭取締役の観点からの機関投資家との直接エンゲージメントに対する論点については、Lead Director Network [2012]参照。

<sup>148</sup> Conference Board [2014c], 19 頁。

<sup>149</sup> UK Stewardship Code 2012, Principle 4, Guidance

<sup>150</sup> Mary Jo White, “Remarks at the 10th Annual Transatlantic Corporate Governance Dialogue” (December 3, 2013)

<sup>151</sup> Triam Partners, Press Release, “Triam Partners Delivers Letter and White Paper Summary to DuPont Board”

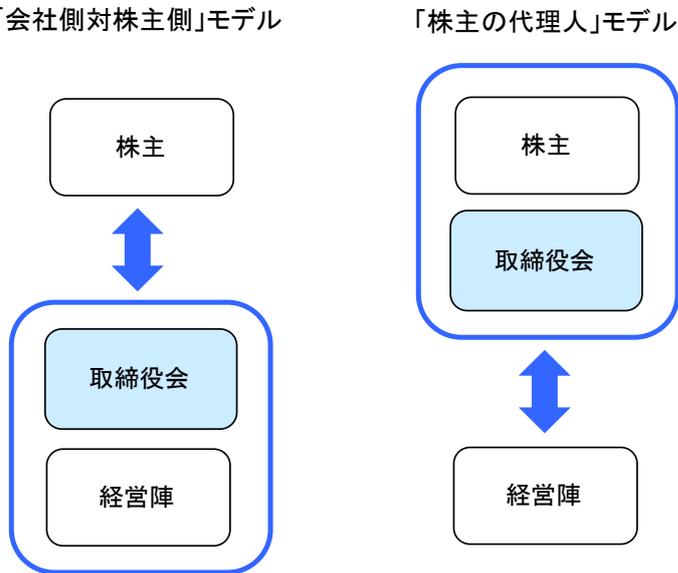
株主、取締役会、経営陣の  
関係

ら独立した判断を下すことを要請するものである。

このような経営側と株主側の取締役による株主エンゲージメントに対する考え方の違いの根底には、取締役会の位置づけをめぐる発想の差があるように思われる。経営側の視点からは、取締役会は会社の一部であり、経営陣と一体になって外部の株主に対峙する（図表 15：「会社側対株主側」モデル）。会社の外部に対するコミュニケーションは「ワン・ボイス」であるべきであり、戦略面については経営陣が会社を代弁する。これに対して株主側の視点からは、取締役会は経営陣を監督する株主のエージェントである（図表 15：「株主の代理人」モデル）。したがって、取締役会は株主と戦略面についても協議し、株主のインプットも踏まえて経営陣の監督に当たる。

モニタリング・モデルにおける取締役会の位置づけは、この両者を包含している。取締役会は株主のエージェントとして経営陣を監督するが、他方で経営陣とワン・チームとして企業価値の向上に努める。取締役会が代弁すべき株主の利益とは、個別特定の株主が主張する株主利益ではなく、株主共同の利益である。したがって、現実の特定株主と対話する際には、経営陣と密接に協議のうえ、何が真に株主共同の利益にかなうかを座標軸とする。他方で、現実のさまざまな株主の声に直接耳を傾けて株主共同の利益を探り、それを経営陣の監督に反映していく。従来の米国企業では、「会社側対株主側」モデルが強固に根付いていたが、株主アクティビズムの主張する「株主の代理人」モデルがアンチテーゼとなって、モニタリング・モデルの理想像に現実が接近しているように思われる。

図表 15. 株主、取締役会、経営陣の関係



(出所) みずほ証券経営調査部作成

(September 17, 2014) (2014年9月16日付デュボン取締役会宛公開書簡を添付)。

## VI. 終わりに

### 取締役会の機能再考

会社法上は、株主によって選任され経営陣を選任・監督する取締役会は、コーポレートガバナンスの中核的位置を占めている。しかし現実には、(大陸欧州に比較的多い) 支配株主の存在する会社や、(英米、日本に比較的多い) 株主の分散した会社では、取締役会が形骸化する傾向があった。前者では取締役会が支配株主にコントロールされ、後者では経営陣にコントロールされていたからである。

これに対して現代的なコーポレートガバナンスの潮流では、そのような会社でこそ、株主共同の利益の守護者としての取締役会の機能が重要になると考えられている。すなわち、支配株主の存在する会社では、取締役会は少数株主の利益を擁護し、株主の分散した会社では、取締役会は経営陣のエージェンシーコストから株主共同の利益を擁護する。このような考え方は OECD コーポレートガバナンス原則にも明確に表れている。

### OECD コーポレートガバナンス原則

OECD 原則は主に上場会社のガバナンスを対象に策定されているが、OECD 原則が特に重視するのは、上場会社における株主の権利が侵害されるリスクの高い 2 つの類型である。第一に、経営者による株主全般の利益の侵害、すなわち「所有と経営の分離」に起因するエージェンシーコストの問題であり、第二に、支配株主による少数株主の利益の侵害の問題である。第一の問題に対処するのは主に第 II 章(株主の権利保護)、第二の問題に対処するのは主に第 III 章(株主の衡平な取扱い)であり、それらを第 VI 章が取締役会の責務として裏打ちしている。

取締役会がそのような機能を果たすため、OECD 原則は、取締役会による判断の客観性、独立性を要請する (VI.E)。経営陣のパフォーマンスをモニタリングし、利益相反を防止し、競合する様々な要求のバランスを取るためには、取締役会が客観的な判断を下せることが重要である (VI.E 注釈、以下同様)。経営陣のモニタリングを行う上では、特に取締役会の独立性と客観性が重要であり、それは取締役会の構成と構造に関連する。取締役会の独立性のためには、通常、十分な数の取締役が経営陣から独立していることが必要である。さらに、取締役会の独立性は、CEO 職と会長(取締役会議長)職の分離、ないしは筆頭独立取締役の任命によって強化できる。この OECD 原則の規定は、本稿で概観したモニタリング・モデルの考え方を忠実に反映している<sup>152</sup>。

### モニタリング・モデルの確立と課題

このようにモニタリング・モデルはコーポレートガバナンスの世界的なスタンダードとして確立されてきている。しかし、独立取締役を主体としたガバナンス体制といったモニタリング・モデルの形式を整えることは、企業価値を高めるガバナンスが機能するための必要条件ではあっても十分条件ではない。形式を整えてもエンロン、ワールドコムや金融危機に至る金融機関のガバナンス機能不全が起こったり、企業価値向上に必ずしも有意な影響を与えていないのは、取締役会が実体的に監督機能を発揮していないからであると考えられる。

米国における取締役会のあり方に関する現在の議論と実務の主たる関心は、(形式面の最後の牙城としての会長・CEO 分離問題を除き) どうすれば取締役会が実効的に機能するようになるのかという問題に移っている<sup>153</sup>。取締役会の実効性を担

<sup>152</sup> モニタリング・モデルは、主に株主分散企業における問題に対処するものである。支配株主に対する一般株主の保護の問題は、米国では主に会社法判例による取締役および支配株主の受託者責任により対処されている。

<sup>153</sup> 実効性のある取締役会を作るための方策について論じた、米国取締役会を熟知する識者による著作として、ナドラー他[2007], Bowen [2008], Charan [2005], Charan et al. [2014]などが挙げられる。

保するために特に重要と考えられているのが、取締役の実質的独立性の確保、取締役会の人材ポートフォリオの見直し、取締役会のダイナミズム、経営陣から独立した情報へのアクセスといった問題である。

#### 取締役会と株主の関係

しかし、これらの問題に関し実務的な前進は見られるものの、なお株主側から見ると、取締役会が株主価値創造のための責務を十分に果たしていないように映る場合がある。その本質的な原因は、取締役の経営陣への遠慮（ないし惰性的受動性）である。そのため、株主から見て不満の高い経営判断であっても、それに対する取締役会の行動はどうしても遅れがちになる。

したがって、経営陣から真に独立した実効性のある取締役会が存在しても、なお、成長を促進し価値創造を促すための株主によるエンゲージメント、さらにはアクティビズムの必要性はなくなる。実効性のある取締役会（コーポレートガバナンス）と株主エンゲージメント（スチュワードシップ）は車の両輪である。米国におけるガバナンスの現時点における最大の焦点が、株主エンゲージメント、特に株主と取締役会の関係に移行しているのは、この文脈から理解することができよう。

#### 日本企業へのインプリケーション

翻って日本でも、日本版スチュワードシップ・コードの制定に続き、OECD原則を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの策定作業が進められている。現在の日本の状況は、経営者が実質的に取締役会をコントロールしているという意味で、かつての米国の状況に類似しているが、OECD原則を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの策定は、モニタリング・モデルの方向性を志向していると理解することができる。他方で、機関投資家は国境を越えて投資を行っており、株主としての取締役会・経営陣への期待と要求は世界的に収斂する傾向にある。それは、独立性の高い強固な取締役会による経営陣の監督というモニタリング・モデルを、取締役会に株主の声を直接伝え影響を与えるという株主エンゲージメントで強化する方向性である。日本企業のコーポレートガバナンスをめぐる状況が激動期を迎える中、米国取締役会の変貌の歴史と現在の課題は、今後、日本企業の取締役会が直面するであろう状況と課題を理解するうえで、示唆に富むものと思われる。

以 上

#### 【参考資料・文献】

1. American Bar Association [2003], “Report of the American Bar Association Task Force on Corporate Responsibility”
2. Bainbridge, Stephen [2002], “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance,” UCLA, School of Law Research Paper No. 02-06.
3. Bowen, William [2008], The Board Book: an insider’s guide for directors and trustees, Norton
4. Breeden, Richard [2003], “Restoring Trust: Report to the Hon. Jed S. Rakoff, the United States District Court for the Southern District of New York on Corporate Governance for the Future of MIC, Inc.” (August 2003)
5. Charan, Ram [2005], Boards that deliver: advancing corporate governance from compliance to competitive advantage, Wiley

6. Charan, Ram, Dennis Carey and Michael Useem [2014], Boards that lead: when to take charge, when to partner, and when to stay out of the way, Harvard Business Review Press
7. Clark, Robert [2005], "Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers too," The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series
8. Conference Board [2014a], "The Conference Board Governance Center White Paper"
9. Conference Board [2014b], "Recommendations of the Task Force on Corporate/Investor Engagement"
10. Conference Board [2014c], "Guidelines for Investor Engagement"
11. Corporate Board Member/CTPartners [2013], "Board Leadership and Culture Survey 2013" (May 6, 2013)
12. Deloitte [2012], "2012 Board Practices Report: Providing insight into the shape of things to come"
13. Eisenberg, Melvin [1975], "Legal Models of Management Structure in the Modern Corporation: Officers, Directors, and Accountants," California Law Review, Volume 63, Issue 2 (March 1975)
14. Eisenberg, Melvin [1997], "The Board of Directors and Internal Control," Cardozo Law Review, Vol. 19:237
15. Gordon, Jeffrey [2007], "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices," Stanford Law Review, Volume 59, Issue 6
16. Heins, John and Whitney Tilson [2013], The Art of Value Investing, Wiley
17. Lead Director Network [2012], "A dialogue with institutional investors," ViewPoints, Issue 14 (August 9, 2012)
18. Lynn, David [2011], "Dodd-Frank One Year Later: The Public Company Executive Compensation, Governance and Disclosure Provisions," Morrison & Foerster, Client Alert (July 21, 2011)
19. Millstein, Ira and Holly Gregory [2011], "The Changes Wrought by Executive Sessions," Institutional Shareholder Services, 25 for 25: Observations on the Past, Present, and Future of Corporate Governance (2011)
20. OECD [2014], "Expert Consultation on the Review of the OECD Principles of Corporate Governance – Issues Note" (March 17, 2014). Available at <http://dif.fi/wp-content/uploads/2014/04/ecoda-eu-alert-11-04-2014-oecd-expert-consultation-oecd-principles-of-cg-17-03-2014.pdf>
21. Oleksiuk, Zach and Robert Zivnuska [2011], "Achieving the Board of the Future, Today," Institutional Shareholder Services, 25 for 25: Observations on the Past, Present, and Future of Corporate Governance (2011)
22. Olson, John and Aaron Briggs [2011], "The Model Business Corporation Act and Corporate Governance: An Enabling Statute Moves toward Normative Standards," Law and Contemporary Problems, Vol.74:31
23. PricewaterhouseCoopers [2013], "Boards confront an evolving landscape: PwC's Annual Corporate Directors Survey 2013"

24. Ricardo-Campbell, Rita [1997], Resisting Hostile Takeovers: The Case of Gillette, Praeger
25. Shareholder-Director Exchange (SDX) [2014], “The Shareholder-Director Exchange: Introduction and Protocol” (February 2014)
26. Shearman & Sterling [2013], “Corporate Governance 2013: 11th Annual Survey of the Largest US Public Companies”
27. Spencer Stuart [2013], “Spencer Stuart Board Index 2013”
28. Strine, Jr., Leo [2010], “One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless their Powerful Electorates also Act and Think Long Term?” *Business Lawyer* (November 2010)
29. Tonello, Matteo and Judit Torok [2011], “The 2011 U.S. Director Compensation and Board Practices Report,” Conference Board, Research Report R-1486-11-RR
30. Welch, Jr., John F. [2001], Jack – Straight from the Gut, Warner Books
31. Wilson, Gary [2011], “The Case for Independent Board Chair,” *Institutional Shareholder Services*, 25 for 25: Observations on the Past, Present, and Future of Corporate Governance (2011)
32. 石田宣孝[1978], 「《紹介》アメリカにおける社外取締役会の実態——ノイエス・E・リーチ、ロバート・H・マンダイン教授（ペンシルバニア大学法学部）著「大会社における社外取締役」（31 *The Business Lawyer* 1799-1838 (Feb. 20. 1976)の要約を中心として——」国士舘大学比較法制研究 3号 115頁以下
33. 大杉謙一[2013], 「コーポレート・ガバナンスと日本経済～モニタリング・モデル、金融危機、日本的経営～」日本銀行金融研究所 IMES Discussion Paper Series 2013-J-6
34. ケアリー＝ヴァイクス（鈴木主税、桃井緑美子訳）[2004], 『CEO アカデミー』日本経済新聞社〔原著：Carey, Dennis [2003], How to Run a Company: Lessons from Top Leaders of the CEO Academy, Crown Business〕
35. 在日米国商工会議所[2014], 「在日米国商工会議所意見書：ベストプラクティスの採用と開示の統一化を日本の上場会社に促すためのコーポレート・ガバナンス・コードの導入」
36. 田村俊夫[2014], 「スチュワードシップは成長を促進するか」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2014年夏季号
37. ナドラー他（斎藤彰悟監訳、池田絵実訳）[2007], 『取締役会の改革：効果的なボードをつくるには』春秋社〔原著：Nadler, David, Beverly Behan and Mark Nadler [2005], Building Better Boards: a Blueprint for Effective Governance, Mercer Delta Consulting〕
38. 藤田友敬[2014], 「「社外取締役・取締役会に期待される役割——日本取締役会の提言」を読んで」商事法務 No.2038（2014年7月15日号）
39. 早稲田大学[2004], 「アイゼンバーグ教授に聞く：アメリカ企業法制と市民社会」早稲田大学 21世紀 COE 《企業法制と法創造》総合研究所『季刊企業と法創造』第1巻第3号（特集シンポジウム）

## Appendix 1. ニューヨーク証券取引所上場会社マニュアル 303A (コーポレートガバナンス規則) 抄訳<sup>154</sup>

### 303A.01 独立取締役

### 303A.02 独立性要件

1. 上場会社は、過半数の独立取締役を有しなければならない。
2. 本基準における「独立取締役」の要件を厳格化するために：
  - (a) (i) いかなる取締役も、取締役会が明示的に、「当該取締役が当該上場会社と（直接的にか、当該会社と関係を有する組織のパートナー、株主ないしは役員としてかに関わらず）重要な関係を有していない」と認定しない限り、「独立」取締役とは認められない。〔Regulation S-K, Item 407(a)により、どの取締役を「独立」と認定したかを開示する義務。〕
  - (ii) 〔報酬委員会メンバーとなる取締役の「独立」性要件加重〕
  - (b) 上記に加えて、以下の場合、その取締役は独立取締役とはみなされない。
    - (i) 当該取締役が当該上場会社の従業員であるか、あるいは過去3年以内に従業員であった場合、もしくは当該取締役の直属の親族が当該上場会社の業務執行役員であるか、あるいは過去3年以内にそうであった場合。
    - (ii) 当該取締役ないしその直属の親族が、過去3年以内の任意の12カ月間の間に、当該上場会社から12万を超える直接の報酬を得ていた場合。ただし、取締役および委員会報酬、および過去のサービス（勤務等）に関する年金等の繰延報酬は、継続的なサービスを条件とするものでない限り、上記の報酬には含まない。
    - (iii) (A)当該取締役が、当該会社の内部ないし外部監査企業の現職パートナーまたは従業員である場合、(B)当該取締役の直属の親族がそのような企業の現職パートナーである場合、(C)当該取締役の直属の親族がそのような監査企業の現職従業員であり、かつ当該会社の監査業務に従事している場合、(D)当該取締役ないしその直属の親族が、過去3年以内にそのような監査企業のパートナーもしくは従業員であり、かつ個人的に当該上場会社の監査に従事していた場合。
    - (iv) 当該取締役ないしその直属の親族が、当該上場会社の現職業務執行役員が報酬委員会メンバーとして取締役に就任している、または過去に就任したことのある他の会社の業務執行役員であるか、あるいは過去3年以内にそうであった場合。
    - (v) 当該取締役が、当該上場会社との間で資産やサービスの対価として支払いを行ったか、あるいは支払いを受けた相手方企業の現職従業員であるか、または直属の親族が現職の業務執行役員である場合。ただし、対価の額が、100万ドルないしは相手方企業の連結売上高の2%の大きい額を超過している場合に限る。

<sup>154</sup> 筆者による仮訳。

- 303A.03 エグゼクティブ・セッション
3. 非業務執行取締役による経営陣の効果的な監督を強化するために、上場会社の非業務執行取締役は、定期的に経営陣の同席しないエグゼクティブ・セッションを開催しなければならない。
- 303A.04 指名委員会
4. (a) 上場会社は、独立取締役のみから構成される指名／コーポレートガバナンス委員会を設置しなければならない。
- (c) 指名／コーポレートガバナンス委員会は、以下の条項を含む委員会規則 (charter) を有しなければならない。
- (i) 委員会の目的と責務。最低限、以下の事項を含まなければならない：
- (A) 取締役会により承認された基準に従って、取締役会メンバーとなり得る有資格者を見つけ出し、次期株主総会における取締役候補を選定、ないしは取締役会に推薦すること。
- (B) 当該企業に適用されるコーポレートガバナンス・ガイドラインを策定し、取締役会に採択を求めること。
- (C) 取締役会および経営陣の評価を監督すること。
- (ii) 指名／コーポレートガバナンス委員会の年次パフォーマンス評価。
- 303A.05 報酬委員会
5. (a) 上場会社は、独立取締役のみから構成される報酬委員会を設置しなければならない。報酬委員会メンバーは 303A.02(a)(ii)の追加的独立性要件を満たさなければならない。
- (b) 報酬委員会は、以下の条項を含む委員会規則を有しなければならない。
- (i) 委員会の目的と責務。最低限、以下の事項を含まなければならない：
- (A) CEO の報酬に関連する企業の目標と目的を検討し承認すること。それらの目標と目的に照らして CEO の業績を評価すること。委員会として、もしくは（取締役会の指示に従い）他の独立取締役と共同して、上記業績評価に基づき CEO の報酬レベルを決定し承認すること。
- (B) 取締役会に対し、CEO 以外の業務執行役員の報酬、および取締役会の承認が必要とされるインセンティブ報酬・株式ベースの報酬に関し勧告を行うこと。
- (C) Regulation S-K, Item 407(e)(5)に定められた開示〔業務執行役員の報酬に関する報酬委員会報告書の作成・開示〕を行うこと。
- (ii) 報酬委員会の年次パフォーマンス評価
- (iii) Section 303A.05(c)で規定された権限および責務
- (c) 〔独立コンサルタントの選任等、報酬委員会の権限・責務の強化〕
- 303A.06 監査委員会
6. 上場会社は、証券取引所法規則 10A-3 の要件を満たす監査委員会を設置しなければならない。
- 303A.07 監査委員会に関する追加的事項
7. (a) 監査委員会は最低 3 人以上のメンバーを有しなければならない。〔注釈：各メンバーは財務的な知見 (financially literate) が必須で、かつ最低一人は会計ないしは関連する財務管理の専門知見 (expertise) が必要。〕

- (b) 監査委員会は、以下の条項を含む委員会規則を有しなければならない。
- (i) 委員会の目的。最低限、以下の事項を含まなければならない：
    - (A) 取締役会による以下の事項に関する監督をサポートすること：(1)財務諸表の廉潔性、(2)法・規制に対するコンプライアンス、(3)独立監査人の資格および独立性、(4)内部監査機能および独立監査人のパフォーマンス。
    - (B) Regulation S-K, Item 407(d)(3)(i)に定められた開示〔監査委員会の監査に関する報告〕を行うこと。
  - (ii) 監査委員会の年次パフォーマンス評価。
  - (iii) 監査委員会の義務および責務。最低限、証券取引所法・規則10A-3(b)(2), (3), (4), (5)に規定されている事項に加え、以下の事項を含まなければならない：
    - (C) 最低限年に1度、以下の事項が記載された独立監査人の報告書を手入れしレビューすること：監査法人の内部品質管理手続き。直近の監査法人による内部品質管理レビュー等や、政府・業界期間等の調査等により過去5年以内に提起された、当該監査法人により実施された独立監査に関する主要な問題点、およびそのような問題点に対処するために取られた措置。(監査人の独立性を査定するための)独立監査人と当該上場会社との全ての関係。
    - (D) 当該会社の監査済み年次財務諸表および四半期財務諸表を経営陣および独立監査人と面談のうえ、レビューし議論すること。「財務状況と事業業績に関する経営陣による議論と分析(MD&A)」における当該会社特有のディスクロージャーにつきレビューすることも含まれる。
    - (E) 上場会社の決算プレスリリース、および株式アナリストや格付け会社に提供される財務情報・利益ガイダンスの内容を議論すること。
    - (F) リスクアセスメントとリスク管理に関する方針につき議論すること。
    - (G) 経営陣、内部監査人(もしくは内部監査機能に責任を持つ他のスタッフ)および独立監査人と、個別に定期的に面談すること。
    - (H) 独立監査人と、監査に関する問題点や困難、およびそれに対する経営陣の対応につきレビューすること。
    - (I) 独立監査人の現従業員ないし元従業員の雇用につき明確な方針を定めること。
    - (J) 取締役会に定期的に報告を行うこと。
- (c) 上場会社は、内部監査機能を有しなければならない。
- 303A.08 株式関連報酬に関する株主の承認
8. 株式関連報酬に関しては、例外的事由を除き、株主に投票の機会を与えなければならない。〔詳細規定略〕
- 303A.09 コーポレートガバナンス・ガイドライン
9. 上場会社は、以下の事項を含むコーポレートガバナンス・ガイドラインを採択し公表しなければならない。

- 取締役の資格要件に関する事項。(資格要件は最低限、規則 303A 第 1 条および第 2 条に規定する独立性要件を満たさなければならない。それに加え、他社の取締役の兼任数制限、取締役の任期、退任、後継に関する方針等の、他の実質的な資格要件を定めることができる。)
- 取締役の責務に関する事項。(取締役会への出席、取締役会資料の事前のレビューに関する基本的な義務および責任を含め、取締役に何が求められているかを明確に記載しなければならない。)
- 取締役による、経営陣および(必要かつ適切な場合の)独立したアドバイザーへのアクセスに関する事項。
- 取締役の報酬に関する事項。(取締役報酬に関するガイドラインは、取締役報酬の形態と金額に関する原則(および必要に応じての原則見直し)を含まなければならない。取締役会は、取締役報酬が一般的なレベルを超過すると、取締役の独立性に関する問題を引き起こす可能性があることに留意すべきである。同様な懸念は、上場会社が取締役の関係する慈善団体に多額の寄付を行う場合や、取締役とコンサルティング契約を締結したり、他の間接的な形で報酬を提供したりする場合にも提起される。取締役会は取締役報酬の形態・金額、および取締役の独立性を決定するに際して、これらの事項を批判的に検討しなければならない。)
- 取締役のオリエンテーションおよび継続教育に関する事項。
- 経営陣の後継に関する事項。(後継計画は、CEO 選任および業績評価に関する方針と原則、ならびに CEO に関する緊急事態や退任の場合の後継に関する方針を規定しなければならない。)
- 取締役会の年次業績評価。(取締役会は、最低限年に 1 回、取締役会および傘下の委員会が実効的に機能しているかに関する自己評価を行わなければならない。)

#### 303A.10 倫理規範

10. 上場会社は、取締役、経営陣および従業員のための事業行動および倫理規範 (code of business conduct and ethics) を採択して公表し、取締役ないし業務執行役員に対し規範の適用を一部免除した場合には直ちに公表しなければならない。〔注釈により、以下の事項を含めることが義務付けられている。〕
- 利益相反。
  - 会社の機会 (Corporate Opportunities) の私的流用禁止。
  - 守秘義務。
  - 顧客、サプライヤー、競合社、従業員に対する公正な振る舞い。
  - 会社資産の保全と適切な使用。
  - 法令、規則 (内部者取引規制を含む) の遵守。
  - 不法ないし非倫理的な行為の通報の奨励。

#### 303A.11 外国会社

11. 上場外国民間会社は、自社と本上場規則に従う米国会社のコーポレートガバナンス慣行の主要な相違点につき開示しなければならない。

#### 303A.12 CEO による宣誓

12. 〔CEO による本コーポレートガバナンス原則遵守に関する宣誓等 (略)〕

#### 303A.13 違反の公表

13. 〔ニューヨーク証券取引所による違反会社の公表等 (略)〕

## Appendix 2. プロクター&ギャンブル取締役会： 「コーポレートガバナンス・ガイドライン」抄訳<sup>155</sup>

項目	概要
I 取締役会の目的および責務	<p>取締役会は会社の全株主の利益を代表して行動し、監督、レビューおよび助言を通じて、事業・組織目的を確立する責務を負うとともに、以下の事項を行う。</p> <p>A. 会社の重要な事業・財務戦略の承認・監視            B. 会社の直面する主要なリスクとその軽減策の評価            C. 主要な会社行為の承認・監視            D. 法令・規則・会社の倫理規定の遵守プログラムの監督            E. 財務諸表の正確性を徹底するプロセスの監督            F. 内部管理体制の実効性の監視            G. CEOの選任、評価および報酬の決定            H. CEO後継計画の監督            I. 主要業務執行役員の選任に関する経営陣の助言のレビューと役員選任の決定            J. 取締役会により選任される主要役員の報酬の監督</p>
II 取締役会の規模、構成および資格要件	
A 規模	10-15名
B 構成	<p>取締役会長が独立取締役の場合は、取締役会の過半数を独立取締役とする。            取締役会長が独立取締役でない場合は、取締役会の2/3以上を独立取締役とする。</p>
C 外部取締役の資格要件	<p>特定利益ではなく株主全体の利益を擁護。廉潔性。探究心。戦略決定経験、複雑な組織における経営経験、ないし複雑な問題対処の経験。チームワーク。取締役業務に十分な時間が割けること。利益相反がないこと。ダイバーシティ。</p>
D 内部取締役の資格要件	事業ないし機能グループの広範な領域における上級経営責任を有すること。
E 全取締役に関する事項	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 同業他社の従業員・取締役、最近まで当社の従業員であった者、当社の内部取締役が社外取締役となっている会社の業務執行役員は欠格とする。</li> <li>2. 対立候補のいない通常の取締役選任の場合、反対票が賛成票を上回った取締役候補は選任されない(辞表を提出)。</li> <li>3. 原則として、取締役定年を72歳とする。</li> <li>4. 原則として、取締役の任期は18年までとする。</li> <li>5. 外部取締役の職務状況に大きな変化があった場合には、当該取締役は辞表を提出し、指名委員会がその処置につき取締役会に助言を行う。当社のCEOが退任する場合には原則として取締役も退任する。但し、取締役会の過半数の議決で最長1年間の移行期間の間、取締役にとどまることができる。</li> <li>6. 取締役は、自己の利害に関する議論・議決には参加してはならない。</li> <li>7. 取締役任期満了時の再指名はその時々取締役会のニーズに基づく。取締役は自動的に再指名されると期待すべきではない。</li> </ol>
III 取締役会のミーティング	
A 定時取締役会	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 原則、年7回開催する。</li> <li>2. 議題には、会社に影響を及ぼす重要問題の定期的な詳細レビューが含まれる。事業部門・機能部門は重要課題に関するプレゼンテーションを行う。質疑には十分な時間を確保する。最低年に1度は、外部取締役は、CEOの業績・後継計画等をレビューする会議を開く。後継計画には、CEO選定および業績評価に関する方針、CEOに関する緊急時や退任時に関する方針を含まなければならない。取締役会によるCEO評価の結果は、CEOにフィードバックする。</li> <li>3. 取締役会の理解ないし議論を促進するために重要な情報ないし資料は、事前に配布される。</li> </ol>
B オフサイト・ミーティング	戦略的重要事項や主要な事業セグメントの詳細なレビューに関連して、適時、本社所在地以外での取締役会を開催する。
C 臨時取締役会	<p>取締役会長ないし筆頭取締役は、重要なし緊急の事項に対処するために、臨時取締役会を招集することができる。各取締役は、取締役会長もしくは筆頭取締役に、臨時取締役会の招集を要請することができる。臨時取締役会は、電話等の双方向的電子コミュニケーション手段をもって開催することもできる。</p>
D 取締役会への出席	<p>取締役会および委員会のミーティングには最初から最後まで出席することが期待される。もし年間を通じての出席率が75%を下回るような特殊な事態が生じた場合には、可能な限り事前に、取締役会長および指名委員会会長と協議する。</p>
E 議決	<p>独立取締役の過半数の議決をもって、非独立取締役の議論・議決への参加を差し止めることができる。利害関係のある取締役が上記 II. 6にも関わらず議論・議決への参加を辞退しない場合には、当該取締役以外の取締役の多数決を持って、議論・議決への参加を差し止めることができる。</p>
IV 取締役会のリーダーシップ	
A 取締役会長	取締役会長は、外部取締役の過半数の議決により選任する。
B 筆頭取締役	<p>CEOが取締役会長を兼務する場合、指名委員会の推薦を踏まえ、外部取締役の過半数の議決により、筆頭取締役を選任する。筆頭取締役の職務は以下の通り。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 取締役会長不在の場合、もしくは取締役会長の要請により、エグゼクティブ・セッションを含む取締役会の議長を務める。</li> <li>2. 取締役会の議題および取締役会に送付される情報を承認する。</li> <li>3. 全ての議題につき十分な討議の時間が取れることに留意し、取締役会のスケジュールを承認する。</li> <li>4. 取締役会長に、取締役会の議題について助言する。</li> <li>5. 外部取締役ないし独立取締役の会議を招集する。</li> <li>6. 指名委員会と取締役会長に、各委員会のメンバーおよび会長の人選につき助言する。</li> <li>7. 取締役会長に、取締役に直接報告を行うアドバイザーやコンサルタントの雇用につき助言する。</li> <li>8. 取締役会長およびCEOに、適宜、エグゼクティブ・セッションで議論された問題につきフィードバックする。</li> <li>9. 報酬委員会の会長と共同して、外部取締役の年次パフォーマンス評価につきCEOとともにレビューする。</li> </ol>

<sup>155</sup> 筆者による仮訳。

項目	概要
IV 取締役会のリーダーシップ(続き)	
B 筆頭取締役(続き)	10. 必要に応じ、外部/独立取締役全体と取締役会長の主要なリエンとなる。 11. CEOと相談のうえ、適宜、取締役会と株主のリエンとなる。 12. 自らが出席できないミーティングにつき、臨時筆頭取締役を選任する。
C エグゼクティブ・セッション	外部取締役のみによるエグゼクティブ・セッションを定期的に開催する。元CEOの取締役は出席できない。取締役会、会長ないし筆頭取締役の要請により、追加的な準エグゼクティブ・セッション(外部取締役+特定の会社従業員等)を開催することができる。
D 議題	取締役会長は、筆頭取締役と相談のうえ、取締役会の議題を決定する。全ての取締役は、取締役会長ないし筆頭取締役に、必要と認める追加議題を提案すべきである。
V 取締役会の委員会	
A 目的	委員会の目的は取締役会の効率的な責務遂行を補助することであり、委員会は取締役全体に主要な活動結果につき報告し、必要に応じて勧告を行う。
B 常設委員会	常設委員会は、以下の4つである。 指名委員会 (Governance & Public Responsibility Committee) 報酬委員会 (Compensation & Leadership Development Committee) 監査委員会 (Audit Committee) イノベーション&テクノロジー委員会 (Innovation & Technology Committee)
C 委員会のメンバー	監査、報酬、指名委員会は各々3名以上の独立取締役のみから構成される。イノベーション&テクノロジー委員会は、3名以上のメンバーから構成され、うち1名以上は独立取締役とする。委員長は独立取締役を任命する。
D 委嘱およびローテーション	指名委員会は、取締役会長と相談のうえ、各委員会のメンバー選任につき取締役会に勧告を行う。指名委員会は、勧告に際して、各委員会の委員長とメンバーのローテーションを検討すべきであるが、他方で状況に応じて経験と継続性の価値も考慮する。
E 議題	各委員会の委員長は、適切な経営陣と相談のうえ、各ミーティングの議題を決定する。取締役会長、筆頭取締役および他の委員会メンバーも、議題を提案することができる。
F 委員会の義務	各委員会は、その義務と責務を定めた委員会規則を有する。
VI 取締役会の報酬	
A 報酬委員会の責務	報酬委員会は、取締役の報酬をレビューし、取締役会に勧告を行う。
B 報酬に関する考え方	報酬委員会は、勧告に際して、以下の事項を考慮しなければならない。 1. 取締役は、同様の規模とスコープの会社の経営陣を監督する仕事に対して適切な報酬を与えられるべきである。 2. 取締役の報酬は、他の同様の規模とスコープの米国企業における取締役報酬と比べて競争力のある水準であるべきである。 3. 取締役の報酬は、取締役の利害を当社株主の長期的な利益と一致させるものであるべきである。
VII 取締役会の経営陣および独立アドバイザーへのアクセス	
A 経営陣へのアクセス	外部取締役は、情報収集のために、上級経営陣の同席なしで会社従業員と接触することを奨励される。会社は定期的に、取締役と従業員の交流のための特別な機会を設定する。但し、取締役はそれらのミーティングにおいて、従業員に指示を与えてはならない。
B 独立アドバイザー	取締役会は、その職務遂行上、必要かつ適切と認めるときには、弁護士、会計士、投資銀行家、その他コンサルタント等の独立アドバイザーを雇用する。
VIII 取締役のオリエンテーションおよび継続教育	
A オリエンテーション	会社のセクレタリーは、新任取締役が会社の戦略、財務諸表および主要な方針・実務慣行を理解できるように、事業部門および機能部門の上級幹部と会う機会を設ける。
B 継続教育	会社は適宜、取締役に対し、会社ないしは第三者専門家による、重要トピックスに関するプレゼンテーションを提供する。さらに、外部の第三者による取締役トレーニングに参加したいと希望する取締役に対し、会社は年に1度、その費用を負担する。
IX 他社の取締役会の兼務	
A 総則	取締役が他社の取締役に就任する場合には、事前に指名委員会の委員長に通知しなければならない。
B 取締役会長	取締役会長は、外部取締役の過半数の議決によらなければ、2社を超える他の上場会社の取締役に就任してはならない。
C 外部取締役	外部取締役は、3社を超える他の上場会社の取締役に就任してはならない。外部取締役が他社の現職CEOの場合には、上限を2社とする。
D 内部取締役	CEOは、外部取締役の過半数の議決によらなければ、2社を超える他の上場会社の取締役に就任してはならない。他の内部取締役については上限を1社とし、外部取締役の過半数の議決およびCEOとの相談が必要である。
E 主要業務執行役員	主要業務執行役員は、重要な競合他社ないし顧客の取締役に就任してはならない。また、重要なサプライヤー、コントラクター、コンサルタントの取締役就任も避けるべきである。就任に際しては事前のCEOとの相談が必要である。
X 株式保有ガイドライン	外部取締役および内部取締役は、各々に適用される当社のガイドラインに従って、当社の普通株式を保有しなければならない。
XI 取締役会の自己評価	毎年、取締役会は、指名委員会の指導のもとに自己評価を行う。指名委員会は、定期的に評価プロセスを促進するために独立したガバナンス専門家を雇用する。取締役会は、取締役会全体および個別取締役に関する指名委員会の報告書を議論し、適切な措置を講じるものとする。
XII 本ガイドラインの改正	取締役会に関するベストプラクティスは時代に応じて変化することに鑑み、取締役会はガバナンス分野における進展を注視し、必要に応じて本ガイドラインを改正する。

## 留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者および両社の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、両社の意見等ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合があります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した者（以下、受領者）ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または通常・特別を問わず、あらゆる損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはなりません。

本資料の日本での配布は、両社が行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。



商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 94 号  
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、  
一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1 丁目 5 番 1 号 大手町ファーストスクエア

市場情報戦略部

〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台 4-6 御茶ノ水ソラシティ

E-Mail: [srd\\_qr@mizuho-sc.com](mailto:srd_qr@mizuho-sc.com)



株式会社日本投資環境研究所  
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

〒103-0027 東京都中央区日本橋 1 丁目 17 番 10 号 新光ビルディング日本橋 1 号館

URL: <http://www.j-iris.com>