

## I はじめに

2015年（平成27年）に、企業統治に関する2つの重要な制度改革が実施された。その一つは、平成26年改正会社法（平成26年法律第 ）の施行（2015年5月1日）であり、もう一つは、東京証券取引所によるコーポレートガバナンス・コード（東京証券取引所（2015a））の制定・実施（2015年6月1日）である<sup>1</sup>。

本章は、この2つの制度改革を検討の対象にするが、紙幅の関係もあり、上記の制度改革のうち、特に取締役会に関するものに絞って、分析、検討を行う。経営上の意思決定をする包括的権限を持つとともに経営者の監督を職務とする取締役会は、企業統治の要の一つであり、それが有効に機能するかどうかは、会社の収益性・収益性を大きく左右すると考えられる<sup>2</sup>。また、今回の制度改革において、上場会社に対して独立社外取締役を2名以上選任することがコーポレートガバナンス・コードで求められるなど、モニタリング・モデルを志向する重要な改正が行われており、詳しい検討に値すると考えられるためである。

本稿では、まず、米国で提唱され世界各国に広まった、いわゆるモニタリング・モデル、すなわち、独立社外取締役を主要な構成員とする取締役会が、経営陣を監督することを柱とする企業統治のモデルについて説明する（II）。次に、今回の制度改革の特徴として、①上場会社に対してモニタリング・モデルを志向した企業統治改革を求めるという方向性をかなり明確に打ち出したこと、ただし、②そうした企業統治改革は、強行法規によってでなく、主として、原則を実施しない会社に対してその理由の説明を求めるというコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールによって行うという方向性を打ち出したことを明らかにする（III）。そのうえで、コーポレートガバナンス・コード（および、社外取締役の選任に関する今回の会社法改正）が採用している、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールという規制方法にどのような意義がありうるかについて、理論的に検討する。とりわけ、企業統治は、多くの会社が同じものを採用するほど価値が高まるというネットワーク外部性を有していることから、規制担当者が会社の行動をコーディネートすることで、望ましい企業統治の採用を誘導することができるという可能性を指摘する。ただし、実際にそのような望ましい結果が実現できるかは、望ましい企業統治の構造を特定し各会

<sup>1</sup> CGコード策定の経緯については、III 3で説明する。

<sup>2</sup> 取締役会研究に関するレビュー論文として、Hermalin and Weisbach (2003) 参照。日本に関して、齋藤 (2011)も参照。

社の行動をそこへ誘導する能力を規制担当者が有しているかに強く依存し、優れて実証的な問題であることも指摘したうえで、コーポレートガバナンス・コードが企業行動ないし業績に与えた影響についての諸外国の先行研究を紹介する（IV）。最後に、上場会社の（独立）社外取締役の選任が、制度改正の前後でどの程度、変化したか、および、各会社がCGコードをどれだけ実施しているかについての実証結果を報告する（V）。

## II モニタリング・モデル

モニタリング・モデルとは、会社の業務執行を行わず、かつ経営陣から独立した立場にいる取締役（独立取締役 independent directors ないし社外取締役 outside directors）<sup>3</sup>が構成員の相当割合を占める取締役会が、経営の基本方針を定め、その方針のもとでの企業経営は、最高経営責任者（CEO。日本では「社長」の名で呼ばれることが通常。以下、単に「経営者」という）を頂点とする経営陣に基本的に委ねることとし、取締役会は、経営者・経営陣の選定・解職や報酬決定を初めとする経営の監督（monitoring）を主要な任務とするという、企業統治のモデルのことである（図表 1）<sup>4</sup>。

### 図表 1 モニタリング・モデルと伝統的な日本の取締役会像

モニタリング・モデルに基づく企業統治は、1970年頃の企業不祥事を契機として、米国で提唱され（Eisenberg (1976)）、その後、今日までに世界的に広まった。米国の上場会社では、取締役の大半が独立取締役で占められていることはよく知られている<sup>5</sup>。英国でも、1992年のキャドベリー報告書（Cadbury (1992)）が、上場会社に対して少なくとも3名の独立取締役を置くことを勧告したことを契機として、独立取締役の任用が増加した<sup>6</sup>。今日では、欧米先進諸国においては、少なくとも大規模な上場会社では、取締役の過半数が独立

<sup>3</sup> どのような要件を満たせば「経営陣から独立した取締役」といえるか、また、そのような取締役がどのような名称で呼ばれているかは、各国の法制度や取引所規則の内容によって異なる。後述のとおり、わが国では、会社法の要件を満たす者を「社外取締役」と呼び、社外取締役のうちで、取引所が定める独立性の要件をも満たす者を「独立社外取締役」と呼んでいる。

<sup>4</sup> モニタリング・モデルを、わが国の伝統的な取締役会像と対比しながら分析するものとして、藤田（2014）参照。

<sup>5</sup> 1991年時点の米国の大規模上場会社934社を対象とした実証研究では、平均して11人の取締役中、7人が独立取締役であった（Bhagat and Black (2002), p.245 tbl.1）。2005年時点の調査では、S&P 500上場会社で、取締役のうち独立取締役の割合は75%を超えていた（Gordon (2007), p.1475）。

<sup>6</sup> Dahya and McConnell (2007)参照。2011年の調査では、英国のFTSE 350に含まれる上場会社のうち79.9%が、同国のコーポレートガバナンス・コード（以下、「英国版コード」という）の原則（FRC (2014), B.1.2）に従って、取締役会議長以外の取締役のうち半数以上を独立取締役としている（Grant-Thornton (2011), p.40）。

取締役で占められることが通常であるし、また、一部の新興国（インドや南アフリカ）においても、独立取締役が過半数を占める上場会社が多くなっている<sup>7</sup>。

これに対し、周知のとおり戦後のわが国の上場会社では、従業員から内部昇進して会社の業務執行を行う者（いわゆる社内取締役）が取締役の大半を占め、取締役会と経営陣とが一体化した企業統治の構造が採用されてきた。1990年代に多くの上場会社で行われた経営改革は、取締役員数のドラスティックな削減をもたらしたが（宮島 and 新田（2007）；田中（2013））、社内取締役が構成員の大半を占め、経営者の監督よりも経営上の意思決定を主な役割とするという日本の取締役会像には、基本的に変更はなかった<sup>8</sup>。

2002年（平成14年）商法改正では、モニタリング・モデルを志向した企業統治の形態として委員会等設置会社が導入された（平成17年の会社法制定に伴い指名委員会設置会社に、平成26年会社法改正に伴い指名委員会等設置会社に、それぞれ名称変更）<sup>9</sup>。しかし、これは、各会社が定款により任意に選択できる会社形態として導入されたにとどまり、上場会社に対して、モニタリング・モデルに基づく企業統治改革を強く促す性質のものではなかった。実際、これまでに委員会等設置会社（今日の指名委員会等設置会社）に移行した会社は、上場会社の中でもごく少数派である<sup>10</sup>。

### III 取締役会に関する制度改革の内容

#### 1 はじめに

2010年2月の法務大臣による法制審議会に対する諮問を受けて始まった会社法改正の審議においては<sup>11</sup>、モニタリング・モデルを志向する規制強化も検討の遡上に載せられた。具体的には、一定の株式会社に対して社外取締役の選任を義務づけることや、社外性の要件の強化が検討された。しかし、モニタリング・モデルに基づく取締役会改革を、強行法

---

<sup>7</sup> 各国における独立（社外）取締役と社内取締役の員数、割合を調査した齋藤（2011）によると、200139-140頁。

<sup>8</sup> 日経500に含まれる上場会社の取締役会構成を研究した齋藤（2011）は、2008年の時点でも、社外取締役の員数（割合）の平均は1.11人（10.78%）にすぎず、また、この年に初めて、中央値が1に達した（2007年以前は、中央値は0、すなわち、半数以上の会社で社外取締役を1人も選任していなかった）ことを示している（185頁表4-1）。

<sup>9</sup> 委員会等設置会社（現行法の指名委員会等設置会社）の企業統治構造については、伊藤, et al. (2015)204-211頁[大杉謙一]。

<sup>10</sup> 東京証券取引所（東証）コーポレート・ガバナンス情報サービスによれば、2016年4月16日現在、東証上場会社3,499社のうち、監査役会設置会社が3112社（88.9%）、指名委員会等設置会社が69社（2.0%）、監査等委員会設置会社が318社（9.1%）である。

\* 本稿は、科学研究費（基盤(C)）の研究成果の一部でもある。

<sup>11</sup> 会社法改正の審議は、法制審議会会社法制部会で行われ、同部会がとりまとめた要綱案に基づき、法制審議会が2012年9月7日に、「会社法制の見直しに関する要綱」を採択した。その後、同要綱に基本的に沿った会社法改正法案が国会に提出され、2014年6月17日制定・公布された。本章で取り上げる事項以外のものを含む改正法全体の解説として、坂本（2015）参照。

規を通じて実現しようとするアプローチは、（社外性要件強化の一部を除き）実現せず、それに代えて、CGコード（社外取締役選任に関しては、会社法も）のコンプライアンス・エクスプレイン・ルールを通じ、各上場会社に改革を促すアプローチがとられることになった。以下、2015年に実現した取締役会に関する制度改正について説明する。

## 2 取締役会に関連する平成 26 年会社法改正

### （1）社外取締役選任義務化の見送りとコンプライ・オア・エクスプレインルール

法制審議会会社法制部会では、一定の株式会社に対し、社外取締役の選任を義務づけるかどうか議論された。しかし、各会社がその特性に適した企業統治を採用する自由を妨げるべきではないことなどを理由とする反対論も強く<sup>12</sup>、結局、義務づけは見送られた。ただ、その代わり、公開大会社である監査役会設置会社であって有価証券報告書義務を負う会社（おおむね、上場会社がこれに相当する）が、社外取締役を置かないときは、「社外取締役を置くことが相当でない理由」を、株主総会で説明するとともに（会社法327条の2）、事業報告（会社法施行規則124条2項）および（取締役選任議案を決議する株主総会における）株主総会参考書類（同74条の2）に記載することが義務づけるという、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが採用された<sup>13</sup>。

### （2）社外性の要件の改正

平成26年会社法改正の審議においては、社外取締役になるための要件についても検討が行われた。改正前の会社法では、ある株式会社の社外取締役になるためには、当該株式会社またはその子会社の業務執行取締役、執行役または使用人（「業務執行取締役等」）でなく、かつ、過去において業務執行取締役等であったこともないことが必要であった（改正前会社法2条15号。図表 2）。この基準のもとでは、当該会社に親会社がある場合における親会社関係者（取締役、使用人など）や、当該会社の主要な取引先（メインバンクなど）の関係者が社外取締役になることは差し支えないこととなる。実務上も、たとえば親会社関係者が社外取締役となる例は少なくなかった<sup>14</sup>。

このように、親会社や主要な取引先の関係者が取締役となること（海外では、*affiliated director* と呼ばれる）には、一長一短があり得る。そうした取締役は、会社の事情に通じ

<sup>12</sup> 会社法制部会では、こうした反対論は、主として産業界出身者から寄せられたが、学会出身の委員・幹事の中にも、選任強制に対しては慎重な立場をとる者もいた。八木, et al. (2013)18 頁[藤田友敬発言]。

<sup>13</sup> 以上の立法経緯につき、坂本 (2015)77 頁参照。「相当でない理由」の説明義務に関する法律問題の検討として、田中 (2015)参照。なお、改正会社法の附則 25 条では、改正法施行後 2 年を経過したときに、社外取締役の選任状況その他の企業統治の制度について検討を加え、その結果に基づき、社外取締役の選任義務づけ等所要の措置を講ずるものとしている。

<sup>14</sup> 2014 年 7 月 14 日時点で、親会社を有する東証上場会社の社外取締役のうち、親会社出身者である者の比率は 49.5%に上った（東京証券取引所 (2015b)36 頁）。

ており、経営者に対する監督を有効に行うことができる、という長所もあり得る。半面、そうした取締役は、親会社や取引先の利益のため、一般株主の利益を犠牲にする危険もある。審議の結果、親会社関係者については、法改正により、社外取締役にはなれないこととした（会社法2条15号ハニ。図表 2）。他方、主要な取引先の関係者については、「重要」性をどういう基準で判断するかが難しいといった理由から、これを社外取締役から外すことは見送られた。重要な取引先の関係者については、取引所の要求する「独立性」の基準を通じ、主としてCGコードのコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールによる規制を受けることになる（3（2）で後述）。また、今回の改正により、株式会社の業務執行取締役、執行役または重要な使用人の近親者も、社外取締役にはなれないものとした（会社法2条15号ホ）。

こうした社外性要件の強化の一方で、改正法は、過去に株式会社またはその子会社の業務執行取締役等であった者は、永久に当該株式会社の社外取締役になれないものとしていた規制を改めて、そのような者も、業務執行取締役等を退いてから10年経過すれば、社外取締役になることができることとした（会社法2条15号イ）<sup>15</sup>。

なお、以上のような社外取締役の要件に関する改正と歩調を合わせる形で、社外監査役の要件についても改正も行われた（会社法2条16号）。

## 図表 2 社外性要件の改正

### （3）監査等委員会設置会社の導入

平成26年会社法改正のもう一つ重要な改正事項として、監査等委員会設置会社の導入が挙げられる。

平成26年改正前は、上場会社は、委員会設置会社（改正後は、指名委員会等設置会社と改称）または監査役会設置会社の、いずれかの組織形態をとる必要があった<sup>16</sup>。委員会設

---

<sup>15</sup> ただし、そのような者が業務執行取締役を退いた後、当該株式会社またはその子会社の業務執行をしない取締役や監査役など（「非業務執行取締役等」）に就任し、10年を経過してから、当該株式会社の社外取締役に就任するといった「横滑り」人事により、実際には独立性を欠く者が社外取締役になることを防止するため、改正法は、このような場合は、非業務執行取締役等に就任する前10年以内に、当該株式会社または子会社の業務執行取締役等であった場合は、社外取締役になることはできないこととしている（会社法2条15号ロ）。

<sup>16</sup> 会社法上は、公開会社（株式の譲渡制限をしていない会社）かつ大会社（最終の貸借対照表上、資本金の額が5億円以上または負債総額が200億円以上の会社）である株式会社（公開大会社）は、監査役会設置会社または委員会設置会社のいずれかの組織形態をとらなければならなかったが、取引所の上場規則により、上場会社は、公開大会社であるか否かに関わらず、これらの組織形態のいずれかをとらなければならないものとされていた。平成26年の会社法改正およびそれに伴う上場規程の改正により、新たに監査等委員会設置会社が選択肢に加わった。なお、組織形態の選択は、定款（株主総会の特別決議）により行われる。

置会社は、社外取締役を構成員の過半数とする3委員会（指名、監査、報酬の各委員会）を設置しなければならないといった厳格な規制のために<sup>17</sup>、採用社数は少なく、大多数の上場会社は、監査役会設置会社となっている<sup>18</sup>。監査役会設置会社は、取締役の職務執行を監査する監査役を3人以上置かなければならず、その半数以上は、社外監査役でなければならない。

戦後の商法改正を通じて、わが国の会社法制は、企業統治の強化の要請に対しては、監査役制度の強化（特に、経営陣から独立した社外監査役の導入、増員）によって対応してきた（。けれども、監査役は、取締役会における議決権を有しないことから、経営陣を監督する機能には限界があると指摘されていた。他方、監査役会設置会社が社外取締役を増員することは、社外監査役を最低でも2名以上選任しなければならないことから、重複間が指摘されていた。

監査等委員会設置会社は、上記の指摘を踏まえて法が株式会社に用意した新しい組織形態の選択肢である。監査等委員会設置会社は、取締役会設置会社であるが、監査役は置かれず（会社法 327 条 5 項）、株主総会で監査等委員として他の取締役と区別して選任された取締役（同法 329 条 2 項）が、監査等委員会を組織する（同法 399 条の 2 第 1 項 2 項）。監査等委員は、3 人以上で、過半数は、社外取締役でなければならない（同法 331 条 6 項）。監査等委員会は、監査役会と同様、取締役の職務執行を監査する権限がある（同法 399 条の 2 第 3 項 1 号）。また、株主総会における取締役の選任議案や報酬議案について、意見を述べる権限も与えられている（同法 342 条の 2 第 4 項・361 条 6 項。監査等委員会設置会社という名称はここから来ている）。そして、監査等委員会設置会社では、定款の定めによれば、取締役会は業務執行（経営）の決定権限の多くを、経営陣に委任することができる（同法 399 条の 13 第 6 項）。

上場会社が監査等委員会設置会社になると、社外監査役の選任との重複負担がなくなるため、社外取締役の増員を進めやすくなると期待される。また、社外取締役が、監査等委員としての職務を通じて会社の事情について情報を得ることにより、経営陣の監督をより実効的に行うことができるようになることも期待される。このように、監査等委員会設置会社は、上場会社がモニタリング・モデルに基づく企業統治の改革を進めやすくするという狙いを持っているといえることができる。

### 図表 3 監査等委員会設置会社

監査等委員会設置会社は、制度導入後まだ2年に満たないが、上場会社による社外取締

---

<sup>17</sup> 特に、社外取締役を構成員の過半数とする指名委員会に、株主総会における取締役の選任議案を決定する権限を委ねることには、実務の抵抗感が大きいといわれる。坂本(2015)18 頁。

<sup>18</sup> 組織形態別の上場会社の社数につき、前掲注 10 参照。

役の増員（V参照）と軌を一にして、採用社数が増加している。2016年4月16日現在、東証上場会社のうち318社（9.1%）が、この組織形態を採用しており、既に指名委員会等設置会社の社数（69社、2.0%）を上回っている。

### 3 日本版コーポレートガバナンス・コードの志向するモニタリング・モデル

#### （1）コード策定の経緯および特徴

コーポレートガバナンス・コード（以下、「CGコード」と略す）とは、実効的でよい企業統治に資する主要な原則をまとめたものである。英国のCGコード（以下、「英国版コード」という）<sup>19</sup>が特に著名であるが、今日では、欧州やアジアを中心に、多数の国で採用されている<sup>20</sup>。

今回、わが国で制定されたCGコード（以下、「日本版コード」または単に「コード」という）は、2014年6月の「『日本再興戦略』改訂2014」の中で、日本企業の生産性・収益性（「稼ぐ力」）向上のための企業統治の強化の一環として、その策定方針が打ち出されたのを受けて、金融庁と東京証券取引所（東証）を事務局とする有識者会議が、日本版CGコードの原案を作成した（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（2015））。そして東証は、2015年6月1日に、基本的に原案の内容どおりの日本版CGコードを制定し（東京証券取引所（2015a））、即日、施行した。策定方針の表明から制定・施行まで約1年と、非常に早いペースで、日本版コードは作られたことになる<sup>21</sup>。

日本版コードは、「基本原則」と「原則」および「補充原則」の三層構造となっており、全部で73の原則からなる。コードの基本的な仕組みとして、いわゆるコンプライ・オア・エクスプレイン・アプローチがとられているということが挙げられる。すなわち、上場会社は、日本版コードの各原則につき、これを実施するか、もし実施しない場合にはその理由を十分に説明することを求められる<sup>22</sup>。英国版コードをはじめ、世界各国のCGコードで広く採用されているアプローチである。ただし、東証上場会社のうち、コードの原則全部について、実施または実施しない理由の説明を求められるのは、市場第一部・第二部上場会社に限られる。新興市場（JASDAQ・マザーズ）上場会社は、コードのうち、5つの基本原則についてのみ、実施するかまたは実施しない理由の説明をすればよい（東証有価

---

<sup>19</sup> [英国のCGコードの解説]

<sup>20</sup> 油布（2015b）。

<sup>21</sup> CGコードについての金融庁担当官の解説として、油布（2015a）、油布（2015b）参照。このような急速な策定ペースの背後にどのような政治的ないし社会的要因が働いていたかは必ずしも明らかでないが、関係者の証言として、田中, et al. (2016) 頁[ベネシュ発言]。

<sup>22</sup> したがって、上場会社は、CGコードの各原則を実施する義務を負うものではないが、もし実施しない場合にその理由を説明することは、取引所の制定する上場規程によって各上場会社に課された義務であり（東証有価証券上場規程 436 条の 3）、その義務に違反すると、公表措置や上場契約違約金などの実効性確保措置による制裁の対象となりうる（同 508 条 1 項）。佐藤（2015）58-59 頁。

証券上場規程436条の3)。なお、コードを実施しない理由の説明は、上場会社が東証に提出し、東証のウェブサイトで公表されている「コーポレートガバナンスに関する報告書」（以下「CG報告書」という）に記載して行われる。

## （２）日本版コードにおけるモニタリング・モデル志向

日本版コードは、モニタリング・モデルを志向する原則を多く含んでいる。

特に重要なのは、上場会社に対し、独立社外取締役を2名以上選任することを求めていることである（日本版コード・原則4-8）<sup>23</sup>。

ここで「独立社外取締役」とは、（会社法上の）社外取締役であってかつ独立である者をいうが、独立性の判断基準については、各上場会社が、取引所が定める独立性基準<sup>24</sup>を踏まえつつ、その個別事情に応じた自社に最適の独立性判断基準を策定し、開示することが求められている（原則4-9。油布, et al. (2015)48頁）。たとえば、上場会社の主要な取引先またはその業務執行者は、取引所の基準により、独立性を満たさないが<sup>25</sup>、そこをいう「主要な取引先」とは、「上場会社における事業等の意思決定に対して、親子会社・関連会社と同程度の影響を与え得る取引関係がある取引先」をいうとの取引所の基準（東京証券取引所 (2015d)I.3(2)B）を踏まえて、各社が具体的な基準を定めることになる。

日本版コードはまた、経営者・取締役の人事・報酬について取締役会が適切に監督することを求めるとともに（原則4-2、補充原則4-2①、原則4-3、補充原則4-3①②）、そうした取締役会による監督に際し、独立社外取締役が重要な役割を果たすことを求めている。具体的には、次のような原則が存在する。

- ・ 独立社外取締役を主要な構成員とする諮問委員会を設置することなど、経営陣幹部・取締役の指名・報酬の検討に当たり、独立社外取締役の適切な関与・助言を得ること（補充原則 4-10-1）。
- ・ 独立社外者のみの会合を定期的に開催するなど、独立した客観的立場に基づく情報交換・認識共有を図ること（補充原則 4-8-1）。
- ・ 筆頭独立社外取締役を決定するなど、独立社外取締役と経営陣との連絡・調整、監査役会との連携に係る体制整備を図ること（補充原則 4-8-2）
- ・ 社外取締役に会社の情報を適確に提供できるよう社内との調整・連絡にあたる者の選任な

<sup>23</sup> 基本原則についてのみ実施か説明かを求められる新興市場上場会社は、本原則を実施しなくても、実施しない理由の説明をする必要はない。ただし、すべての東証上場会社は、有価証券上場規程 436 条の 2 により、独立性の基準を満たす社外取締役または社外監査役（独立役員）を最低 1 名確保することを求められている。

<sup>24</sup> 東証は、独立性を「一般株主と利益が相反するおそれのない」ことと定義したうえで（東証有価証券上場規程 436 条の 2(1)項）、より具体的な基準を「実務上の留意事項」の中で定めている（東京証券取引所 (2015d)）。なお、会社法改正と CG コード制定に伴う、独立性に関する情報開示の見直しに関し、佐藤 (2015)62-63 頁参照。

<sup>25</sup>

ど、社外取締役に必要な情報を適確に提供するための工夫を行うこと（補充原則 4-13-3）。

これらの諸原則は、日本版コードの嚆矢として各国により参照されることの多い、英国版コードを参考にしていると思われる。もっとも、英国版コードでは、上記の諸原則のうち下線を引いた部分の対応は、必要的なものとしてされている（それをしない上場会社は理由の説明を義務づけられる）のに対し、日本版コードでは、下線部の対応は例示であって、その対応をとらなくても、他の対応をとることにより、原則を実施したものとするのが可能となっている。

たとえば、英国版コードでは、取締役の候補者について取締役会に勧告する指名委員会（nomination committee）を設けること、その委員会の委員の過半数は独立取締役とし、かつ、取締役会議長または独立取締役が委員長になることを求めている（FRC (2014), B.2.1）。また、独立取締役 3 名（小規模上場会社では 2 名）以上からなる報酬委員会を設け、同委員会が、業務執行取締役および取締役会議長の報酬を定める権限を（取締役会から委任されて）有すべきこととしている（FRC (2014), D.2.1&D.2.2）。これに対し、経営陣幹部・取締役の指名・報酬の検討に当たり、CG コードでは、独立取締役を主要な構成員とする諮問委員会を設置することを例示するが（補充原則 4-10-1）、それは必要的でなく、他の方法（たとえば、取締役会の前に個別に意見を聞くなど）によって「独立社外取締役の適切な関与・助言」を得ることとすれば、補充原則 4-10-1 を実施したものとするができることになっている<sup>26</sup>。実際にも、VI で紹介するとおり、諮問委員会を置いていないものの補充原則 4-10①を実施したものとしている会社は、相当数に上る。

このような、（コード作成者から見て）実効的な企業統治のために採用が期待される措置を例示しつつ、他の選択肢も許容する、というアプローチは、各会社がその実情に応じた柔軟な対応をとることを認める狙いがあるものと解される。また、実際問題としては、わずか 1 年という短い間で利害関係者の了解を得て CG コード制定にこぎつけるためには、たとえコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールとしてであって、現在の実務とあまりかけ離れた企業統治を原則とすることはできない、という事情もあったと推察される<sup>27</sup>。

#### IV 企業統治の選択に対して外部的な介入（特に、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールによる）をすることの意義

---

<sup>26</sup> 英国版コードでは、取締役会議長と独立取締役のみの会合（FRC (2014), A.4.2）、筆頭独立社外取締役の選定（同 A.4.1）を求め、また、会社の秘書役（company secretary）が、取締役会と委員会、および経営陣と非業務執行取締役間の情報伝達について責任を持つべき旨を定めている（同 B Supporting Principles）。

<sup>27</sup> CG コード原案策定のための有識者会議には企業経営者も参加しており、経営者（ないしその団体）が強く反対するような原則をコードに入れることは、難しかったと考えられる。

## 1 問題の所在

以上に説明したように、平成 27 年に実現した企業統治に関する制度改正は、①独立社外取締役を重要な構成員とする取締役会が経営陣を監督するというモニタリング・モデルに基づく企業統治改革への志向を鮮明にしたこと、ただし、②そのための手段としては、強行法規でなく、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを通じて各会社に企業統治の改革を促す方向性を明確にしたこと、の 2 点に、特徴があるといえる。

それでは、このように、各会社の企業統治の選択に対し、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールという形で外的な介入を行うことには、どのような意義があるであろうか。

この点、他国に先駆けてコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを採用した英国では、このルールには、望ましい企業統治の構造を各会社が採用する推進力 (force) を与えると同時に、各会社がその実情に応じ、その理由を説明して原則を実施しない自由を認めるという柔軟性 (flexibility) を持っているという利点が強調されている (Davies and Worthington (2012), p.431)。日本でも、その点を理由に、今回の制度改正が、強行法規でなく、主としてコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの形で行われたことを評価する見解がある (宮島 (2015))。

もっとも、各会社による企業統治の選択に「柔軟性」を持たせることが本当に望ましいとすれば、そのための最善の方法は、何も規制しないことであるように思われる。コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールは、原則を実施しない会社に対してその理由の説明を義務づけるという形で規制を行っていることは否定できず、他の種類の規制と同様、規制の費用を上回る便益を見込めるかという観点からの検討は必要である (佐々木 (2015))。

この点、各会社は、市場競争の圧力により、自社にとって最適な企業統治の構造を採用するインセンティブを既に十分有しているとすれば、国その他の規制団体が、特定の企業統治を採用するような「推進力」(圧力)を各会社に与えることは、会社の選択を歪めるだけであり、無益有害となる (Fischel (1982); 三輪 and Ramseyer (2015))。各会社による企業統治の構造選択は必ずしも最適に行われたいとて初めて、規制団体による介入(「推進力」の付与)により、事態が改善する可能性を認めることができる。それでは、各会社の選択が最適とならない原因は何であるか。また、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールという形の介入は、いかにして、事態を改善することができるのであろうか。

## 2 会社・株主と経営者との間の利益相反

企業統治の構造について、各会社の選択が必ずしも最適とはならない理由として伝統的に指摘されてきたのは次の点であろう (Bebchuk (1989))。すなわち、所有と経営が分離し、株主が(集合行為問題により)企業経営に強い関心を持たない上場会社では、企業統治の構造の選択には、経営者が強い影響力を持つと考えられる。ところが、経営者に対する効果的な監督は、会社・株主の利益となる一方、経営者個人には負の効用を及ぼすと考えられるから、企業統治の選択を各会社の完全な自治に任せただけの場合には、採用される企業統治の構造は、

経営者を監督する機能が過小になるという意味で非効率となる可能性がある、ということである。

このように、企業統治の構造選択について会社・株主と経営者との間に利益相反があるという問題は、従来の会社法学においては、一定の強行法規、すなわち、特定の企業統治の構造を各会社に強制することを正当化する論拠とされてきた (Bebchuk (1989))。他方、こうした問題が、CG コードが採用するコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールをいかにして正当化するのは、必ずしも明確でない。従来の議論では、CG コードが各会社に原則を実施する「推進力」を与える理由は、公に承認された企業統治の原則を会社が (説得的な理由を説明することなく) 実施しない場合、その会社は株価の下落というペナルティを課される、という点に求められている ((MacNeil and Li (2006), p.487; Aguilera and Cuervo-Cazurra (2009), p.383)。けれども、もしもある会社において、経営者を効果的に監督する企業統治の採用が望ましいにもかかわらず、経営者の影響力のために自主的にはそれが採用されない場合、CG コードを通じて株価下落のペナルティを課したところで、(仮定により、経営者は、株価すなわち株主の利益よりも自分の効用を優先させるのであるから) 会社はその企業統治の採用をしないのではないか。逆に、株主の利益のために自分を効果的に監督する企業統治の構造を採用しようとする経営者であれば、CG コードによって採用を促す必要もないであろう (かえってそのような会社では、CG コードが推奨する企業統治の原則を採用しないことによって生じる株価の下落を恐れて、不必要に過剰な企業統治を採用してしまうかもしれない)。

以上のような疑問に対して考えられる回答は、会社が説得的な理由を説明せずに CG コード原則を実施しない場合、会社だけでなく経営者個人も、評判の低下という形で損失 (効用の低下) を被るため、それによって経営者は、原則を実施する動機を与えられる、というものである。もっとも、CG コードの不実施が、経営者個人にどれほどの損失をもたらすかは明らかでなく、実証的に確かめられるべきであろう。いずれにせよ、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが、さもなければ望ましい企業統治を採用しない会社に対しその採用を促す効果をいかにして持ちうるのか、という点は、厳密に検討される必要があると思われる。単に、企業統治の構造選択について会社・株主の利害と経営者の利害が完全には一致しないというだけでは、十分ではないと考える。

### 3 コーディネーションとしてのコンプライ・オア・エクスプレイン・ルール

コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが事態を改善するメカニズムとして、ここでは、前節 (2) で述べたものとは異なるものを呈示してみたい。以下に述べることは、わが国で必ず妥当すると主張する趣旨ではなく、あくまで、検証に値する一つの仮説として呈示するものである。

企業統治についての各会社の選択が必ずしも最適に行われない理由として、企業統治は、多くの会社が同種のものを採用すればするほど価値が高まるという性質 (いわゆるネット

ワーク外部性)を持つ可能性が指摘されることがある (Klausner (1995); Kahan and Klausner (1996); Bebchuk and Roe (1999))。ある種の財・サービスにネットワーク外部性がある場合(ソフトウェアなどは典型的である)、人々がどの財・サービスを選択するかは、他の人が同じものを選択すると予想されるかに依存する。何らかの理由により、多くの人が選択すると予想されない財・サービスは、たとえ(多くの人が選択すれば)高い価値をもたらすものであっても採用されず、それよりも劣った財・サービスが広く選択されてしまう可能性がある。

企業統治について、ある会社が属する国ないし社会で一般的に選択されているものと同じものを選択することが有利である(違うものを選択すると不利になる)ということは、ある程度はいえるように思われる。たとえば、モニタリング・モデルが有効に機能するためには、十分多くの有能な人材が、独立社外取締役の候補者になる必要があると考えられる。ところが、独立社外取締役の候補者として最も有望なのは他社の経営者ないしその経営者であるところ<sup>28</sup>、経営者が、ある会社の社長から会長となり、そして顧問、相談役となって、当該会社における影響力を保持し続けるという(伝統的な日本企業に多い)キャリア・パスに代えて、経営者を退任した後は他社の独立社外取締役になるというキャリア・パスを指向するようになるためには、十分多くの会社が、独立社外取締役を重要な構成員とするモニタリング・モデル型の企業統治を採用する必要があるだろう(そうでないと、経営者を退任しても有望な再就職先がない)。そうであるとすれば、多くの会社(および、経営者など会社の関係者)が、ある程度一斉に行動を変えなければ、独立社外取締役を中心とするモニタリング・モデルは実現しないかもしれない。

このように、人々が行動を一斉に変えることが有益である場合に、法制度が、そうした一斉行動(コーディネーション)の媒介として機能するということが、法と経済学の研究者により主張されている(Klausner (1995); McAdams (2015))。法がコーディネーションの媒介となるためには、多くの人が法に従って行動するだろうという信念を多数の人が抱けば足り、必ずしも、法の違反に対して罰則を科すなどの強制力が存在する必要はない。CGコードが、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルール<sup>28</sup>の形で特定の企業統治の採用を強く促すことも、コーディネーションの媒介としての機能を果たしうるかもしれない。その一方、会社によっては、他の会社と異なる属性を持つために、ネットワーク外部性を考慮してもなお、他の会社と同じ企業統治を選択することが利益にならない会社もあるかもしれない。コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールは、特定の企業統治の構造を全ての会社に強制するものではないから、そのような会社は、理由を説明して、原則とは異なる企業統治を選択することが許されることになる。この点で、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールは、多くの会社にとって望ましい(しかし、自発的な選択だけでは必ずしも進展しないかも知れ

---

<sup>28</sup> モニタリング・モデルのもとでの取締役会の主要な役割は経営者の評価であり、そのためには、経営一般についての知見を有していることが望ましいからである。日本取締役協会(2014)提言10。

ない) 企業統治の改革を「推進」しつつ、他社と異なる企業統治を選択することが望ましい会社についてはその選択を認める「柔軟性」を持つことができる。

#### 4 制度改革の効果は実証的に確かめられるべきこと

以上の議論は、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが望ましい結果を実現する可能性を指摘したにとどまる。実際に、CG コードがこのように望ましい結果を実現するには、①モニタリング・モデルという企業統治の構造は、多くの会社にとって採用することが有益であるにもかかわらず、(上記のネットワーク外部性により) 自主的には選択されていなかったこと、②規制担当者が、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの形でその採用を促すと、多くの会社が(他社も採用するであろうという期待のもとに) それに従うこと、という、2つの条件が満たされる必要がある。これらの条件が満たされるかは、自明ではない<sup>29</sup>。もし仮に、従来、日本の会社の多くがモニタリング・モデルを採用していないのは、ネットワーク外部性のゆえではなく、単にそのモデルが日本の会社に適さないからであるとすれば、CG コードは、会社に対して不適切な企業統治構造の採用を強いるか、または、(採用しない理由の説明のために) 不必要な開示費用を負担させるだけに終わる恐れもある。CG コード、より一般的には、モニタリング・モデルを志向する企業統治の制度改革が、望ましい結果を本当に実現するかは、結局は、実証的に確かめられるべき問題である。

#### 5 CG コードに関する実証研究

キャドベリー報告(Cadbury(1992))以来、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを通じて企業統治改革を進めてきた英国においては、キャドベリー報告の前後で独立社外取締役の選任が顕著に増加したこと、および、同報告の勧告に従って独立社外取締役を3人以上選任した会社が、その後の3事業年度に、他社と比べ業績(ROA)を有意に改善したことが報告されている<sup>30</sup>。これは、モニタリング・モデルが有益であることに加え、CG コードのコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが、会社に当該モデルの採用を促す効果

---

<sup>29</sup> モニタリング・モデルの要となる独立社外取締役は、経営陣の影響から独立であるという長所はあるものの、情報やインセンティブが不足するという短所も抱えていることは、しばしば指摘されているところである(Fischel(1982); 佐々木(2015))。経営陣を会社・株主の利益のために働かせることができない株主が、いかにして、独立社外取締役が会社・株主の利益のために働くインセンティブを与えることができるのかという疑問(胥(1997),pp.)に対しても、いまだ十分な回答はされていないように思われる。独立社外取締役に関する実証研究が蓄積してきたのはごく最近(多くは2000年代)であり、それ以前の独立社外取締役の有用性に関する言説は、「証拠(evidence)よりはむしろ信念(faith)に基づいていた」(Dahya and McConnell(2007), pp.535-536)。

<sup>30</sup> Dahya and McConnell(2007)。こうした業績改善をもたらした要因として、Dahya, et al.(2002)は、コードを実施している会社はそうでない会社と比較して、業績とCEOの交替確率の負の相関が強まる(すなわち、業績が悪いときにCEOを交替するという取締役会の監督機能が高まる)ことを報告している。

を持つことを示唆するものではある<sup>31</sup>。もっともこれに対し、CG コードが企業業績を改善することに否定的な研究もある<sup>32</sup>。CG コードは、エンフォース機能が十分でないため、コードを実施していると回答している会社が必ずしも企業統治を強化しているわけではないことを指摘する研究も存在する<sup>33</sup>。

欧州 14 カ国の主要企業を対象とした **Renders, et al. (2010)** は、①会社の採用する企業統治構造の「良さ」<sup>34</sup>とその会社の業績 (**Tobin's Q** や **ROA** で測定) には有意な正の相関がある、②ある国で制定されている CG コードの「良さ」<sup>35</sup>と、その国の会社の採用する企業統治構造の「良さ」との間にも有意な正の相関がある、③会社の企業統治構造の「良さ」が会社の業績に与える影響を、その会社の属する国の CG コードの「良さ」を操作変数の一つとして、操作変数法により推定すると、有意に正である、との結果を得ている。この結果は、「良い」CG コードは「良い」企業統治の採用を会社に促し、結果として、好業績に結びつくという好ましい関係の存在を示唆する。もっとも、CG コードを操作変数とすることが適切かなど、本研究には議論の余地もありそうである<sup>36</sup>。

このように、外国には、CG コードが会社の業績向上に結びつくことを示唆する研究は存在する。もっとも、それとは異なる (消極的な) 研究もあり、また、研究方法に議論の余地がある場合もあって、CG コードが望ましい結果を実現するかについては、確定的な結果は出ていないといえよう。いずれにせよ、他国はわが国とは市場環境も異なり、また、CG コードの内容自体も異なるので、他国の結果が直ちにわが国に妥当するものではないことはいうまでもない。CG コードがわが国の会社の企業統治および業績にもたらす影響については、今後、実証研究が蓄積することが強く望まれる<sup>37</sup>。

---

<sup>31</sup> CG コードの有用性を示唆する研究として、**Luo and Salterio (2014)** (カナダの CG コードに関する研究) も参照。また、CG コードでなく強行法規に関するものであるが、一定規模以上の上場会社に対して取締役の 25%以上を社外取締役とすることを強制した韓国において、それが業績ないし企業価値の向上をもたらしたことを示唆する研究が存在する。**Black, et al. (2006)**; **Choi (2007)**

<sup>32</sup> **de Jong, et al. (2005)** (オランダの CG コードを対象とした研究)。

<sup>33</sup> **Bianchi, et al. (2011)** (イタリアの CG コードに関する研究)。

<sup>34</sup> 企業統治構造の「良さ」は、企業統治に関する格付け業務を行っている **Deminor Rating** 社の提供するレーティングに基づく (なお、同社は 2005 年に、企業統治に関する事業を **Institutional Shareholder Services** に売却した)。

<sup>35</sup> CG コードの「良さ」の格付けは、**OECD** のコーポレートガバナンス原則にどれだけ忠実であるかを基準に、著者が行っている。

<sup>36</sup> 一般に、企業統治と業績の関係は、内生性の問題 (企業業績が業績に影響するという経路の他に、業績が会社の企業統治構造の選択に影響を与えるという経路も存在する) のゆえに、単純な回帰分析によって推定することは問題含みである。操作変数法は、内生性克服のため有効な方法であるが、ある国の CG コードをその国の会社の企業統治構造の操作変数とするためには、がその国の会社の企業統治の操作変数と成るためには、CG コードは企業統治構造の選択に影響を与えるが、逆に、会社

<sup>37</sup> 日本では、社外取締役を選任した会社の業績がその後有意に (10%水準ではあるが) 改善することを示す研究が存在する (**齋藤 (2011)208 頁**)。もっとも、これは、自発的に

## V CGコード実施後の状況

最後に、上場会社の（独立）社外取締役の選任が、制度改正の前後でどの程度、変化したか、および、各会社がCGコードをどれだけ実施しているかについての実証結果を報告しておく<sup>38</sup>。

東証上場会社による（独立）社外取締役の選任は、顕著に増加した。東証第一部上場会社についてみると、社外取締役を選任している会社の比率は、2012年55.4%、2014年74.3%、2015年94.3%に増加している。また、CGコードの原則を実施して独立社外取締役を2名以上選任している会社の比率を見ても、2012年16.7%、2014年21.5%、2015年48.4%と、かなり急速に増加している（各年とも7月時点の調査。東京証券取引所（2015c））。CGコードの目的が、上場会社の行動をコーディネートして、モニタリング・モデルを志向する企業統治改革へと仕向けることにあるとすれば、その目的は一定の進展を見ているといえそうである。もっとも、そのように仕向けたことが、日本企業ないし日本経済にとって本当に望ましいものであるかどうかは、それによって企業の収益性、生産性が改善するかにかかっている。その点は、今後、業績に関する実証研究等を通じ、検証される必要がある。今後の研究課題である。

また、CGコードの実施状況について見ると、2015年12月の時点で、東証第一部・第二部上場会社のうち、CGコードの諸原則（73個）のうち90%以上（66個以上）を実施している会社の比率は78.0%に達する。うち、全原則を実施している会社の比率は11.4%である（東京証券取引所（2016））。日経225採用会社に限ってみると、実施率はさらに高くなり、諸原則のうち90%以上実施している会社の比率は92.8%、全原則を実施している会社の比率も32.9%に達する。しかも、何らかの原則を実施していない場合でも、実施に向けて検討するあるいは実施するかどうか検討中である旨を開示している場合が非常に多く、ある原則が自社に適さないもので将来的にも実施する予定がない旨を開示している場合はむしろ少ない（東京証券取引所（2016））。

ただし、このような高い実施率の背景に、日本版コードの諸原則の中には、どのようにして当該原則を実施するかについて各社の広い裁量を認めているため、会社にとって実施が容易なものがままあるということがある点には、留意が必要である。

たとえば、独立社外取締役を主要な構成員とする諮問委員会を設置することなど、経営陣

---

社外取締役を採用した会社についてのものである。CGコードによって社外取締役選任を促された場合も、自発的に選任した場合と同様の結果となるかは明らかでなく、研究が待たれる。

<sup>38</sup> 以下は、東証が全上場会社を対象にして行った、取締役会構成に関する調査（2015年7月時点。東京証券取引所（2015c））およびCGコードの対応状況に関する調査（2015年12月時点。東京証券取引所（2016））、ならびに、筆者が日経225採用会社を対象に行った調査（2016年3月末時点のCG報告書の記載に基づく）による。

幹部・取締役の指名・報酬の検討に当たり、独立社外取締役の適切な関与・助言を得ることを求める補充原則 4-10-1 を実施している会社は、日経 225 採用会社のうち 87.98%である。他方、日経 225 採用会社のうち 35.58%は、指名・報酬のいずれの委員会も設置していない。そして、そのような委員会不設置会社の中でも、補充原則 4-10-1 を実施しているとする会社の割合は、71.62% に達する。これは、補充原則 4-10-1 は、委員会の設置を明示的に求める英国版コードと異なり、何らかの形で独立社外取締役の「適切な関与・助言」を得さえすれば、同原則を実施したことにできるためである。また、日経 225 社の中には、取締役の報酬について、株主総会では報酬総額のみを決めて各取締役への配分を取締役会に一任したうえで、取締役会では、特定の取締役（主に社長）に配分を再一任するという会社が 23 社確認されるが、そのような会社の中でも、補充原則 4-10-1 を実施しているとする会社は、18 社（78.26%）に上る。

このように、日本版コードの中には、実施の方法について各社の裁量を広く認めるものがあるために、コードの実施率が高いからといって、それは必ずしも、モニタリング・モデルの観点から見て「良い」企業統治を採用しているということにはならないわけである。CG コードが日本の企業統治さらには業績に与える影響について実証研究をする場合、その点に十分留意する必要がある。

## Uncategorized References

<Growth\_Profit\_sid=3fe508b7-b6a1-45c3-.pdf>.

Bebchuk, Lucian Arye, 1989, Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments, *Harvard Law Review* 102, 1820-1860.

Bebchuk, Lucian Arye, and Roe, Mark, 1999, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, *Stanford Law Review* 52, 127-170.

Bhagat, Sanjai, and Black, Bernard, 2002, The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance, *Journal of Corporation Law* 27, 231-273.

Bianchi, Marcello, Ciavarella, Angela, Novembre, Valerio, Signoretti, Rossella, and Consob, 2011, Comply or Explain: Investor Protection Through the Italian Corporate Governance Code, *Journal of Applied Corporate Finance* 23(1), 107-121.

Black, Bernard S., Jang, Hasung, and Kim, Wochan, 2006, Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea, *Journal of Law, Economics, and Organization* 22(2), 366-413.

Cadbury, Adrian, 1992, Report of the committee on the financial aspects of corporate governance, <http://www.icaew.com/en/library/subject-gateways/corporate-governance/codes-and-reports/cadbury-report>

- Choi, Jongmoo Jay, Sae Won Park, and Sean Sehyun Yoo, 2007, The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform from Korea, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42(4), 941–962.
- Dahya, Jay, and McConnell, John J., 2007, Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42(3), 535-564.
- Dahya, Jay, McConnell, John J., and Travlos, Nickolaos G., 2002, The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover, *The Journal of Finance* 57(1), 461-483.
- Davies, Paul L., and Worthington, Sarah, 2012. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law* (9th ed, Sweet & Maxwell).
- de Jong, Abe, DeJong, Douglas V., Mertens, Gerard, and Wasley, Charles E., 2005, The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from The Netherlands, *Journal of Corporate Finance* 11(3), 473-503.
- Fischel, Daniel R., 1982, The Corporate Governance Movement, *Vanderbilt Law Review* 35(6), 1259-1292.
- FRC, 2014, Financial Reporting Council, The UK Corporate Governance Code September 2014, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Corporate-Governance-Code.aspx>
- Gordon, Jeffrey N., 2007, The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices, *Stanford Law Review* 59 (6), 1465-1568.
- Grant-Thornton, 2011, Corporate Governance 2011: A Changing Climate Fresh Challenges Ahead, [https://www.google.co.jp/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwja26LhgpDMAhVFLpQKHdWB4IQFgggMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.grant-thornton.co.uk%2Fpdf%2Fcorporate\\_governance.pdf&usg=AFQjCNEwo6o1Pq0qM-4DbbRWMwLkrQnxyw&bvm=bv.119408272,d.dGo](https://www.google.co.jp/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwja26LhgpDMAhVFLpQKHdWB4IQFgggMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.grant-thornton.co.uk%2Fpdf%2Fcorporate_governance.pdf&usg=AFQjCNEwo6o1Pq0qM-4DbbRWMwLkrQnxyw&bvm=bv.119408272,d.dGo)
- Hermalin, Benjamin E., and Weisbach, Michael S., 2003, Boards of Directors As an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 9(1), 7-26.
- Kahan, Marcel, and Klausner, Michael 1996, Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases, *Washington University Law Quarterly* 74, 347-366.
- Klausner, Michael 1995, Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts, *Virginia*

*Law Review* 81, 757-852.

- Luo, Y., and Salterio, S. E., 2014, Governance Quality in a "Comply or Explain" Governance Disclosure Regime, *Corporate Governance-an International Review* 22(6), 460-481.
- Renders, Annelies, Gaeremynck, Ann, and Sercu, Piet, 2010, Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study, *Corporate Governance-an International Review* 18(2), 87-106.
- 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, 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～」(2015年3月5日), <http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/>
- 伊藤, 靖史, 大杉, 謙一, 田中, 亘, and 松井, 秀征, 2015. 『会社法』(第3版, 有斐閣).
- 宮島, 英昭, 2015, 「企業統治の転換点で考える」, 月刊監査役 642号, 3-3頁.
- 宮島, 英昭, and 新田, 敬祐, 2007, 「日本型取締役会の多元的進化: その決定要因とパフォーマンス効果」, in 神田, 秀樹, and 財務省財務総合政策研究所編, eds.: 『企業統治の多様化と展望』(金融財政事情研究会)27-77頁.
- 佐々木, 弾, 2015, 「ガバナンスの自律と他律～中教審報告・学校教育法改悪と会社法改悪を事例に～」, in 田中, 亘, and 中林, 真幸, eds.: 『企業統治の法と経済』(有斐閣).
- 佐藤, 寿彦, 2015, コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の整備の概要, 旬刊商事法務 2065号, 57-67.
- 坂本, 三郎, 2015. 『一問一答・平成26年改正会社法(第2版)』(商事法務).
- 三輪, 芳朗, and Ramseyer, J. Mark, 2015, 「2014会社法改正、「コーポレートガバナンス・コード」と「社外取締役」」, 大阪学院大学経済論集 28巻(2号), 15-140頁.
- 田中, 亘, 2013, 日本のコーポレート・ガバナンスの課題: 「大きな取締役会」の後に来るもの, 月刊監査役 (612), 4-15.
- 田中, 亘, 2015, 「取締役会の監督機能の強化——コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを中心に」, in 神田秀樹編, ed.: 『論点詳解 平成26年改正会社法』(商事法務)17-42頁.
- 田中, 亘, ベネシュ, ニコラス, 川村, 尚永, and 川端, 久雄(司会), 2016, 「座談会・日本のガバナンス改革の進展と戦略的企業買収の行方—王子製紙事件から10年、提案型TOBはどうなるのか」, *MARR* (マール) 259号.
- 東京証券取引所, 2015a, 「コーポレートガバナンス・コード～～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～」(2015年6月1日), <http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/index.html>
- 東京証券取引所, 2015b. 『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2015』(東京証券取引所上場部).
- 東京証券取引所, 2015c, 「東証上場会社における社外取締役の選任状況<確報>」(2015年7月29日), <http://www.jpx.co.jp/listing/stocks/ind-executive/>
- 東京証券取引所, 2015d, 「独立役員確保に係る実務上の留意事項(2015年6月改訂版)」,

<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/ind-executive/>

東京証券取引所, 2016, 「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況の集計結果 (2015年12月末日時点) について」, 2016年1月20日, <http://www.jpx.co.jp/news/1020/20160120-01.html>

藤田, 友敬, 2014, 「社外取締役・取締役会に期待される役割: 日本取締役協会の提言」を讀んで」, *旬刊商事法務* 2038号, 4-17頁.

日本取締役協会, 2014, 「社外取締役・取締役会に期待される役割について (提言)」, 2014年3月7日, [http://www.jacd.jp/news/gov/140307\\_post-134.html](http://www.jacd.jp/news/gov/140307_post-134.html)

八木, 利朗, 静, 正樹, 藤田, 友敬, 佐久間, 聡一郎, and 岩原, 紳作, 2013, 「<パネルディスカッション>会社法制の見直しとこれからの監査役監査」, *月刊監査役* 615号, 4-49頁.

油布, 志行, 2015a, 「コーポレートガバナンス・コードについて」, *旬刊商事法務* (2068), 4-12.

油布, 志行, 2015b, 「解説会 コーポレートガバナンス・コードについて」, *月刊監査役* 640号, 4-28頁.

油布, 志行, 渡邊, 浩司, 高田, 洋輔, and 浜田, 宰, 2015, 「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説[IV・完]」, *旬刊商事法務* 2065号, 46-56頁.

齋藤, 卓爾, 2011, 日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果, in 宮島英昭, ed.: *日本の企業統治* (東洋経済新報社, 東京)181-213.

胥, 鵬, 1997, ストック・オプション制度の経済分析, *旬刊商事法務* 1467号, 2-7.