

コーポレートガバナンスと会社法の改正

—— 東芝問題を手掛かりに ——

須藤典明⁽¹⁾

〈本稿への思い〉

株式会社は現代社会で最も重要な団体制度であるが、まだ実社会で働いた経験のない多くの学生にとって、会社法の勉強は退屈で、分かりにくいものようである。会社の制度自体が多様で複雑である上、授業では、過去のケースを題材として与えられ、関連の条文や難解な判例を読み解くことは、まるで考古学の発掘作業でもしているように感じてしまうらしい。そのような学生に会社法の面白さを感じてもらい、興味をもって会社法の勉強に取り組んでもらうためには、できるだけリアルタイムの事件を取り上げて、生きた会社法を感じ取ってもらうのが一番ではないかと考える。しかし、その帰趨も定かではない現在進行形の事件を取り上げて論じることが、教員にとってはリスクが大きく、まして授業で取り上げることに躊躇を感じるというのが本音であろう。ただ、長年、民事裁判を担当してきた私は、どちらに動くか分からない生の事件について、自分が双方の代理人や担当の裁判官であったならば、どのようなことを考え、どのようなアドバイスをし、どのような判断をするだろうかなどと考えることに楽しみを感じている。その楽しさを学生にも知ってほしいのである。

本稿は、そのような思いに基づき、現在、会社法

の領域で最も社会的注目を集めている「東芝事件」を取り上げ、コーポレートガバナンスといわれている企業統治の規律はどのようにあるべきか、会社の基本法たる「会社法」は、どのような視点から、どのような法的規律をすることが求められているのかなどを考え、さらに、現在検討されている会社法の改正や、その大前提となっている「株主利益の最大化」という考え方などについても、筆者なりの若干の考えをまとめてみようとするものである。

〔目次〕

- 第1 はじめに
- 第2 東芝問題の発端と経緯
 - 1 東芝という会社
 - 2 平成27年（2015年）4月の「不適切会計処理」問題の発覚
 - 3 アメリカ・ウエスティングハウス社（米WH）の買収と多額の「のれん」の計上
 - 4 原発事故の発生と減損処理問題等
 - 5 事業売却と米WHの破産申請
 - 6 半導体事業売却先の迷走—この期に及んでも決められない東芝
- 第3 東芝のガバナンスは長年の不正経理・粉飾決算を防止できなかった
 - 1 ガバナンス強化のための指名委員会等設置会社
 - (1) 指名委員会等設置会社の制定に至る背景
 - (2) 指名委員会等設置会社の構造と権限分配

(1) 昭和55年（1980年）4月東京地方裁判所判事補に任官、その後、法務省訟務局付、司法研修所教官、東京地方裁判所部総括判事、法務省訟務総括審議官、甲府地方・家庭裁判所長、東京高等裁判所部総括判事などを経て、平成27年（2015年）6月定年退官。同年8月から弁護士、同年9月から現職。現職のほか、文部科学省原子力損害賠償紛争解決センター総括委員長、同省原子力損害賠償紛争審査会委員、大学改革支援・学位授与機構法科大学院認証評価委員会専門委員、順天堂大学医学部附属練馬病院治験・倫理審査委員会委員

- (3) 指名委員会等設置会社への移行の実情
- 2 東芝は指名委員会等設置会社である
 - (1) 東芝はガバナンスの優等生といわれていた
 - (2) 問題発覚前の指名委員会等設置会社としての東芝の役員構成
 - (3) 会社法は「執行役会」についての規律を定めていない
 - (4) 東芝が損害賠償を請求している役員は5人だけ
 - (5) 会社法における役員等の責任免除に関する規律
- 第4 指名委員会等設置会社や社外取締役等の限界
 - 1 指名委員会等設置会社や社外取締役はコンプライアンスの確保に役立つのか
 - (1) 個人不正型と組織防衛型
 - (2) 東芝の不正経理は組織防衛型の不祥事である
 - (3) 指名委員会等設置会社や社外取締役の制度を導入してもコンプライアンスの強化にはならない
 - 2 指名委員会等設置会社や社外取締役は業績や経営の向上に役立つのか
 - (1) 社外取締役の実態はどのようなものか
 - (2) 社外取締役に適切な専門的判断ができるのか
 - (3) 社外取締役の弊害もあるのではないか
 - (4) 内部昇格制度のメリットを活かしながらデメリットを抑制するべきではないか
 - (5) アメリカの機関投資家が社外取締役の選任を求める理由
 - (6) 日本社会はアメリカとは異なる
- 第5 東芝の失敗は無理な成長戦略にあった
 - 1 会社に高い成長を求めることでよいのか
 - 2 伊藤レポートの内容
 - 3 伊藤レポートの問題点
 - (1) 日本企業がROE8%を達成することは簡単ではない
 - (2) 高いROEは企業を持続的に成長させるのか
 - (3) 証券市場に海外投資を呼び込むことが日本企業の利益になるのか
 - (4) 日本国内の金融資産が投資に向かわないのはROE5.3%が理由ではない
 - (5) 安易に高いROEを目指すことは会社のためにも社会のためにもならない
 - (6) ROE8%を求めることは容易ではないし持続的成長にも結び付かない
- 第6 日本企業にふさわしい会社法の改正とは何か
 - 1 東芝問題が会社法に投げかけているもの
 - 2 改正を諮問されている事項
- 3 ガバナンスとしての取締役等の報酬等
 - (1) 現在の会社法の報酬に関する規律
 - (2) 国際的に見た日本企業の役員報酬
 - (3) 日本における役員報酬の実情
 - (4) 東芝における取締役や執行役の報酬
 - (5) 役員等の高額報酬は日本社会で受け入れられるか
 - (6) 業績連動報酬を推進するべきか
 - ア 業績連動報酬の導入目的
 - イ 業績連動報酬の前提となる「業績」とは何か
 - ウ インセンティブ報酬はモラルハザードを生みやすい
 - エ 制度的な整合性にも問題がある
 - オ 仮に業績連動報酬を導入する場合の留意点
- 4 自己株式の取得問題
 - (1) 業績連動報酬のための自己株式の取得
 - (2) 会社による自己株式取得の弊害
- 5 会社補償制度の導入の当否
 - (1) 会社補償制度の意義と推進派の論拠
 - (2) 導入慎重派の論拠
 - ア 民法650条の委任事務処理費用等として請求できる
 - イ 会社の最善の利益の実現と取締役等の個人的利益との対立は稀である
 - ウ 受任者に重過失がある場合を含むことは不適切である
 - エ アメリカでは弁護士費用が極めて高額である
 - オ 立法により無用の混乱を生じるおそれもある
 - カ モラルハザードが生じない要件を検討するべきである
- 6 現状で社外取締役の選任を義務づけることは適切ではない
- 7 指名委員会等設置会社では執行役会などについての規律も必要である
- 8 監査役(会)のさらなる活用を図る制度を検討するべきではないか
- 9 上記以外の検討すべき事項
 - (1) 役員等の報酬と従業員の給料等との関係についての規律
 - (2) 株主代表訴訟で義務付け訴訟の請求を認めること
- 第7 株主利益の最大化原則は経営判断の基準となるか
 - 1 なぜ株主利益の最大化原則が問題なのか

2 株主利益の最大化原則の理論的根拠

(1) 会社は株主の所有なのか

ア 会社が取得する権利義務の主体は会社である

イ 会社は目的をもって設立され、株主は有限責任で資金を提供しただけである

ウ 会社に資金を提供しているのは債権者等も同じである

エ 株主が残余財産分配請求権者であることは十分な根拠にならない

オ 「会社は株主の所有である」というのは比喩的表現にすぎない

カ 会社は会社の所有である

(2) 株主利益の最大化を図ることが他のステークホルダーの利益も最大化するのか

(3) 株主利益の最大化原則には大きな問題がある

3 会社の社会性・公共性と会社法の規律

(1) 会社に社会性・公共性が認められるのか

(2) 会社法に会社の社会性・公共性に関する規定を設けるべきか

第8 おわりに

第1 はじめに

平成18年5月1日から施行されている現在の日本の会社法⁽²⁾では、会社は、株式を発行するかどうかで大きく株式会社（法第2編）と持分会社（法第3編）とに分かれ、株式を発行しない持分会社として

は、合名会社、合資会社、合同会社が認められている（法575条）。それまで認められていた有限会社の制度は廃止され、新たに有限会社を設立することは認められなくなったが、それまでの有限会社は、「会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」（平成17年7月26日法律第87号）の2条1項、3条2項により、「特例有限会社」として存続が認められている（なお、以下では、引用文中や特に「株式会社」とするのが適切な場合を除き、原則として、株式会社を単に「会社」といい、その他の会社や組合等を含む場合を「企業」という。）。⁽³⁾

その後、会社法は、平成22年を除いて毎年改正されており、アメリカのコーポレートガバナンス（企業統治）⁽⁴⁾に倣った制度の整備等に熱心であるが、その成果はむなしく、日本を代表するような会社でも多くの不祥事が相次いでいる上、経営が傾いて海外の資本に経営権を握られたり、粉飾決算と債務超過が問題となったり、巨額の海外買収の失敗などの事態が相次いでいる。⁽⁵⁾⁽⁶⁾⁽⁷⁾⁽⁸⁾

また、会社の大株主である創業家と経営陣との間⁽⁹⁾に対立が生じた場合に、社外取締役が口を出してキングメーカーのような態度をとって、一般株主や関係者から違和感を持たれる事態となったり、経営陣が創業家の発言力を減殺するために大量の新株発

-
- (2) 平成17年7月26日法律第86号として成立し、その後、平成22年を除いて毎年、何かしら改正され、特に平成26年には多くの重要な改正がなされた。以下、（ ）書きでは単に「法」という。
- (3) 正式にはアメリカ合衆国と記載するべきであろうが、本稿では、便宜のため、その文脈に応じて「アメリカ」又は「米国」と略称する。
- (4) 表記としては、「コーポレート・ガバナンス」と「・」を入れるものが多数であるが、東京証券取引所のコードは「コーポレートガバナンス・コード」であるので、本稿では、引用部分を除いて「コーポレートガバナンス」で統一し、単に「ガバナンス」と記載することも多い。
- (5) 枚挙にいとまがないが、2010年以降のものだけでも、例えば、オリンパスの巨額損失の隠ぺい事件、みずほ銀行の暴力団融資事件、東洋ゴムの免振ゴム強度偽装事件、三井不動産のマンション強度不足事件、東芝の粉飾決算事件、三菱自動車のデータ改ざん事件、富士ゼロックスの損失隠し事件などを挙げることができる。
- (6) 代表的なものにシャープ事件がある。
- (7) 上記オリンパスの巨額損失の隠ぺい事件や本稿でも取り上げる東芝事件などがその代表であろう。
- (8) 最近のものとして、東芝によるアメリカ・ウエスティングハウス社（米WH）の買収だけではなく、JTによるイギリス・ギャラリー社の買収、麒麟HDによるブラジル・スキナリオール社の買収、日本郵政によるオーストラリア・トルHDの買収などの失敗が話題となった。
- (9) 朝日新聞2016年（平成28年）8月24日朝刊の「けいざい+新話」の「創業家（上）」では、最近の「お家騒動」として、大戸屋ホールディングス、クックパッド、セブン&アイ・ホールディングス、セコム、大塚家具、ロッテホールディングス、出光興産の例を紹介している。

行を決定して争いになるなど、⁽¹⁰⁾ 話題に事欠かない。

そのなかでも、日本を代表する大企業のひとつである東芝は、組織的な一連の粉飾決算（後述のように東芝は「粉飾」であることを認めていない。）や、原発事業のために買収した米WHなどの減損処理問題や、会計監査法人と東芝側との間で決算について対立が生じるなど次々と問題が噴出し、何度も経営陣が退陣するなど混乱が生じているほか、巨額の損失を穴埋めするための半導体事業の売却でも迷走を続けている。2年続けての債務超過を解消できなければ上場廃止となり、株主をはじめ、債権者や従業員の利益を大きく損なう危機に陥っているが、会社に関する基本法である会社法は、何ら有効な調整方法や指針等を提供できていない。

現在の日本の会社法は、グローバル化への対応や会社の持続的な成長という抽象的なスローガンを掲げて、実質的にはアメリカ流の金融資本主義の要請に追随するような会社組織・機関設計のレパートリーの拡大、株主総会の電子化、株主利益の最大化を引き出すためのガバナンスの強化等に重点を置いて改正を目指しているが、⁽¹¹⁾ 上記のような会社経営の中で日常的に発生する可能性があるイレギュラーな事態に対する指針や解決基準などを積極的に提示して行こうとする姿勢は見られないように思われる。

本稿は、ガバナンスの優等生といわれていた東芝で起きた一連の問題（原則として平成29年9月20日までに判明したもの。）を一つの切口として、日本の企業統治に関する規律はどのようにあるべきか、

会社の基本法たる会社法の改正において、日本社会や日本の会社の実情にあった規律とは何か、会社法改正の前提となっている会社の成長を目指すことや株主利益の最大化原則の正当性や、そもそも会社は誰のためのものかなどの問題点についても検討しようとするものである。

なお、当初は、米WHの海外買収の失敗等を含め⁽¹²⁾ る当時の経営陣（取締役・執行役・監査役を含む。）の会社に対する損害賠償責任（経営判断原則）についても論じる用意をしていたが、予定を大幅に超えてしまったので、この点はカットし、後日改めて別稿を発表したいと考えている。

第2 東芝問題の発端と経緯

1 東芝という会社

東芝は、明治8年（1875年）に創業され、田中製造所、芝浦製作所と名称変更を経た後、昭和14年（1939年）にこの芝浦製作所と東京電気が合併してできた東京芝浦電気が発展・成長した電機メーカーであり、昭和59年（1984年）に東芝と商号を変更して現在に至っている。一般には、日本を代表する総合電機メーカーの一つとしてさまざまな日用家電製品の製造・販売で知られており、本件で取り上げる粉飾問題発覚前の平成26年（2014年）3月期の連結の売上高は約6兆4897億円、営業利益は約2571億円と発表され、同月31日現在の総資産は約6兆1725億円とされていた。しかし、粉飾問題発覚後の平成28年（2016年）3月期の連結の売上高は約4兆8707億円、営業利益は約2707億円で、同月31日現在

(10) 出光興産の新株発行の差止めを求めた仮処分については、須藤典明「出光興産新株発行差止事件と主要目的の限界」金融法務事情2071号6頁なども参照。

(11) 朝日新聞2015年（平成27年）3月28日朝刊「経済気象台」の「米国型それとも英国型」では、「とりわけ21世紀以降は米国一辺倒の流れにあり、株式会社のガバナンス（統治）議論においても顕著な傾向だ」（側隠）と指摘されている。

(12) 例えば、①明らかに過大な額での買収であり、買収金額の判断が不適切であったこと、②買収した米WHの経営陣を適切にコントロールしなかった（コントロールできる統制システムを構築しなかった）こと、③福島第一原発事故後も原発事業から撤退しなかった（早期に米WHを売却しなかった）こと、④米WHの減損問題発覚後も同社の経営陣に高額の報酬を支払い続けたこと、⑤後に述べる「のれん」の減損処理を適時に行わなかったこと、⑥米WHの損失確定処理対応が後手に回り、混乱を拡大したことなど、一連の経営上の失敗があるといわれている。

の総資産額は約4兆2695億円であって、営業利益こそ微増であるが、売上高は約1兆6190億円減少し、総資産額も約1兆9030億円減少している。⁽¹³⁾

2 平成27年（2015年）4月の「不適切会計処理」問題の発覚

今日に至る東芝問題が明らかになったのは、平成27年（2015年）2月12日のことである。証券取引等監視委員会に対して、東芝で不正経理が行っているとの内部告発があり、東芝は、同委員会から金融商品取引法（以下「金商法」という。）26条に基づく報告命令を受け、開示検査を受けるなどして、調査を必要とする事項が明らかとなり、内部の特別調査委員会の調査において、工事原価総額の過少見積り問題等が判明した。⁽¹⁴⁾

そこで、東芝は、同年5月に第三者委員会⁽¹⁵⁾を設置し、①工事進行基準案件に係る会計処理、②映像事業における経費計上に係る会計処理、③半導体事業における在庫の評価に係る会計処理、④パソコン事業における部品取引等に係る会計処理の適切性等を委嘱事項（調査対象）として調査が実施されたところ、①につき479億円、②につき88億円、③につき360億円、④につき592億円、合計1518億円に上る利益の水増しなどがあったことが判明して、⁽¹⁶⁾当時の西田厚聰会長、佐々木則夫副会長、田中久雄社長や財務担当役員等がそれぞれ役職を辞任したが、最終的に不正経理の額は約2300億円に上ることが判明

している。⁽¹⁷⁾ちなみに、その後、東芝の株主である国内・海外の機関投資家や個人から、東芝の組織的な不正経理により損害を被ったとして、既に多数の損害賠償請求が東京、大阪、福岡、広島、高松などの地方裁判所に提起されており、その件数は、平成29年9月8日現在で30件に上り、その請求金額の合計は約1172億円と発表されている。⁽¹⁸⁾

3 アメリカ・ウエスティングハウス社（米WH）の買収と多額の「のれん」の計上

ところが、上記粉飾決算問題の背景には、東芝が平成18年（2006年）に約54億ドル（当時の為替レートで約6600億円）で買収（同社の発行済み株式の約79%を取得）した米WHの経営不振による減損処理問題が隠れていた。米WHは原発の設計会社であり、実際の原発建設工事は、その子会社であるストーン&ウェプスター（米S&W）が手掛けていたが、原発建設工事の遅れによる巨額の未確定債務の負担問題等が明らかとなった。

米WHは、アメリカで最初の商業用原子力発電所を建設した企業で、アメリカのゼネラル・エレクトリック（米GE）、フランスのアレバ（仏アレバ）と並ぶ世界の原子力御三家の一つであったが、⁽¹⁹⁾この米WHは1990年代から経営不振で、イギリスの英国核燃料公社（BNFL）が2000億円程度で買収した。しかし、経営の立て直しができず、その譲渡先を探していたところ、もともと日本での提携先で

(13) 東芝のホームページの「投資家情報」欄に掲載されている各年度の有価証券報告書、金融商品取引法24条の2第1項に基づく「有価証券報告書の訂正報告書」による。以下、東芝のホームページの「投資家情報」欄に掲載されている各資料を単に「東芝HPの〇〇」として引用する。

(14) 東芝HPの「2015アニュアルレポート（2015年3月期・事業編）」05頁以下参照。

(15) 日本弁護士連合会が平成22年7月15日付けで取りまとめた「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」があり、その考え方やそのあり方を説明したものととして、木目田裕＝上島正道「企業等不祥事における第三者委員会―日本弁護士連合会「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」を踏まえて」商事法務1918号18頁がある。同ガイドラインは、その後、改訂されている。

(16) 東芝HPの『第三者委員会報告書』（2015年7月）11頁、15～62頁

(17) もっとも、同報告書では、不正経理や粉飾という言葉は一切使われておらず、会社側の説明による「不適切な会計処理」とされているだけではなく、現在では明らかになっている東芝が買収したアメリカWHの原発関連による巨額の損失を背景とするものであることへの言及はない。そもそも調査対象が上記のとおり、①～④の会計処理に限定されており、「第三者委員会」との呼称が使われてはいても、東芝が任命し、東芝がその報酬を含む高額の費用を負担してなされた調査の限界を露呈したものとなっている。

(18) 東芝HPの平成29年9月8日付け「当社に対する損害賠償請求訴訟の提起に関するお知らせ」参照。

(19) 大西康之『東芝解体/電機メーカーが消える日』（講談社現代新書、2017年）55頁など

あった三菱電機と東芝とが米WHの買収を希望し、当時の企業価値はせいぜい2500～3000億円程度とみられていたのに、東芝は、三菱電機に勝つため約6600億円もの金額を提示して買収し、多額の「のれん」を計上した。

これは、会社計算規則11条が、「会社は、吸収型再編、新設型再編又は事業の譲受けをする場合において、適正な額ののれんを資産又は負債として計上することができる。」と定めて、M&Aなどを行った際に、相手方会社から取得した資産総額が支払った買収価額に満たない場合、すなわち、相手方会社が有する無形の財産的価値を評価して、実際にその分について金銭や株式などの財産を支出した場合などに、貸借対照表上の資産と負債とを計算上均衡させるため、その支払った買収価額に満たない差額分を「のれん」として自社の資産に計上することを認めていることによるものである。⁽²⁰⁾したがって、買収などに際して相手方に「のれん」として支払われる額は、通常、当該買収などによって将来獲得することを期待できる見込利益の総額を現在の価値に引き直した額となるはずである。ただ、会社法にも会社計算規則にも、その計上額についての具体的な規律はないため、会社（経営陣）の裁量で過大な「のれん」が計上されやすい。しかも、日本の会計基準では、「のれん」は減価償却をすることが必要であるが、国際会計基準では減損処理が必要になるまで支出した額をそのまま計上することが可能であるため、国際会計基準を採用することでM&Aの失敗隠

しが行われやすくなっている。⁽²¹⁾

もちろん、東芝が米WHを買収することには、当時、経済産業省も強く後押ししていたようであるし、買収後に米WHが世界中で新たな原子力発電所の建設工事を1機5000億円程度の値段で大量に受注していたならば、大きな利益を生み出す可能性があったから、上記の「のれん」の計上が直ちに違法なものであったとか、不当なものであったとまではいえないであろう。

4 原発事故の発生と減損処理問題等

しかし、買収から約5年後の平成23年（2011年）3月11日に発生した東日本大震災による福島第一原子力発電所の電力停止・水蒸気爆発事故の発生によって、世界各地で原子力発電所の建設計画が凍結され、大きな受注が見込めなくなった上、受注済みのものについても、安全基準が引き上げられて建設コストが高騰したため、ベンダーファイナンス⁽²²⁾などにより、米WHだけではなく、これを保証していた親会社である東芝も、大きな未確定債務を背負い込むことになってしまったのである。⁽²³⁾

このような事態を受けて、東芝の会計監査法人は、東芝に対し、子会社である米WHによる原発の受注ができなくなったり、建設が一部中止されたり、建設費が高騰するなどしたことにより、米WHの買収時に計上した多額の「のれん」の一部を減損処理するよう求めたが、東芝がこれを拒絶して対立するようになっていた。しかし、上記の粉飾決算問題が発覚したことから、東芝は、平成26年3月期の

(20) 江頭憲治郎『株式会社法（第6版）』（有斐閣、2015年）645頁など。もっとも、自社が培ってきた社会的信用や社員の技術力や企業として有するノウハウ等の無形の財産、すなわち、「自家創設ののれん」とも呼ばれる自社の無形の財産的価値を「のれん」として自社の資産に計上することは、お手盛りの危険性が高いことから認められていない。

(21) 会社法の規律としては、例えば、のれんとして支出することができる額の上限を取得する実資産額の30%以内とするとか、純資産額の4分の1を超えるような高額の「のれん」を計上した場合には、その償却に至るまで、株主総会において、その内容と金額を報告し説明する義務を定めることなどを検討すべきではないだろうか。

(22) 大西康之『東芝原子力敗戦』（文藝春秋、2017年）によれば、当時の西田社長は33機の受注が見込まれると説明し（25頁）、後任の佐々木社長は、39機の受注が見込まれると受注数を引き上げ、平成23年3月の福島第一原発事故後も米WHの減損事由にはならないと説明していた（52頁）ようである。

(23) 海外で原発建設を受注した場合、高額の建設費を一旦は受注会社が引き受けて、電力会社は稼働後に長期分割で代金を返済していくシステム

決算でその一部約310億円の減損処理を行った。そして、このことから、米WHによる原発受注見込みの減少や未確定債務問題が広く社会的に認識されることとなり、石川島播磨重工業から米WH株の買取りを請求され、さらに約810億円の赤字を生じるなどした。⁽²⁴⁾

5 事業売却と米WHの破産申請

債務超過問題を抱えた東芝は、平成28年3月には高収益であった医療機器事業を6655億円でキャノンに売却し、また、同年6月には冷蔵庫などの白物家電事業を行っていた東芝ライフスタイルの株式の81.1%を537億円で中国の美的集団に売却して財務の改善に努めていたが、上記の米WHの子会社である米S & Wによる上記未確定債務保証問題やイギリスでの原子力発電所建設プロジェクトでも損失等が見込まれた上、買収に際して1432億円の「のれん」を計上している連結子会社であるスイスのランディス・ギア社でも債務が発生して、多額の減損処理を行わざるを得ない状況に追い込まれた。⁽²⁵⁾そして、米WHについては、平成29年3月29日（米国時間）にアメリカ連邦倒産法第11章の適用を申請した。

結局、平成29年6月30日現在の東芝の連結株主資本は、米WHやイギリスの東芝原子力エナジーホールディングス社などに関連の巨額損失を計上したこ

とにより、約5042億円の債務超過となり、連結純資産も約2233億円の欠損となっており、前年度に続く2年度連続の債務超過で上場廃止の危機を迎えている。⁽²⁶⁾

6 半導体事業売却先の迷走—この期に及んでも決められない東芝

債務超過で上場廃止の危機を迎え、東芝は、東芝にとって残された最大の収益事業である半導体事業を分離し、その株式を売却し穴埋め資金を集めることを決定して、平成29年3月30日の臨時株主総会で承認された。⁽²⁷⁾

しかし、今度は、その2兆円に上るといわれる出資の引受けをめぐる、アメリカの投資ファンドやシャープを買収した台湾の鴻海や韓国のサムスンなども名乗りを上げ、一時は日米韓の連合による引受けが有力視されたが、仮に台湾や韓国の企業の発言力が強まれば、半導体技術等の流出につながることを警戒する経済産業省が反対し、日本企業や産業再生機構とアメリカの投資ファンド、それに東芝と半導体事業を一緒に行っているアメリカのウェスタン・デジタル社（米WD）などの日米連合による出資引受けに傾いていたが、将来的には発言力を確保したい米WDと東芝との間で落とし所が見つからず、平成29年9月20日の取締役会において、米WD

(24) 東芝問題の一連の経過等については大西・前掲注(22)がまとまっている。

(25) 東芝H Pの「四半期報告書（第179期第1四半期）自2017年4月1日至2017年6月30日」52頁によれば、ランディス・ギア社については、平成29年7月21日付けで所有していた全株式を売却したと報告されている。ちなみに、同年3月31日と同年6月30日現在の「比較連結貸借対照表」を見ると、この3か月で、「棚卸資産」は6243億円から6826億円に約580億円弱、「その他の流動資産」も2820億円から4067億円に約1250億円、増加しているほか、「投資等」が3864億円から4399億円に約530億円、「その他の資産」も4736億円から4860億円に約120億円、増加しており、資産の内容が実質的に悪化している可能性を否定できない上、「その他の流動資産」と「その他の資産」の合計額は8927億円にも上っており、率直な感想をいえば、将来、さらに何が出てきても不思議ではない感じである。

(26) この間、米WHの「のれん」の減損償却時期などをめぐって東芝と監査法人との間で対立が生じるなどして、会計監査の在り方にも大きな問題を投げかけていることは周知のとおりであるが、紙数の関係で本稿では割愛する。

(27) 実際には、平成29年2月10日に承継会社の「東芝メモリ株式会社」を設立し（資本金1,000万円）、同月24日に同社と東芝との間で吸収分割契約を締結している。このように、実質的には新設分割であるのに、先に100%子会社を設立して吸収分割としたのは、新設分割の場合には移転資産について時価再評価（パチエス法）が行われ、獲得金額が実質的に目減りしてしまうが、完全子会社による吸収分割の場合には移転資産を帳簿価額で引き継ぐことができる（法2条29号、757～761条、782～812条、会社計算規則37条1項4号、50条1項）からである。

を除いたアメリカのベインキャピタルを軸とする日米韓の企業連合によって組成される買収目的会社(株式会社Pangea) 対し、東芝メモリの全株式を合計2兆円で譲渡する契約を締結することを決議した。この譲渡が完了すれば、約7400億円程度の株主資本の改善が見込まれ、2017年度末(2018年3月31日) までには債務超過状態を解消することができる⁽²⁸⁾とのことである。

このような東芝の迷走は、実は、東芝の極めて複合的な性格と大きく関係している。東芝は、一般的には家電メーカーとして知られているが、その事業分野は広範で、福島第一原子力発電所事故で問題となっている第3号機を設計しただけではなく、現在ではその廃炉作業の中核を担っているほか、防衛装備部門では地对空ミサイルの開発・製造も行っており、シャープの再建問題とは比較にならない複雑な思惑や国益などが錯綜しているため、単に株主の経済的利益だけを考慮してその売却先を決定することができないという現実がある。そして、この問題は、改めて、取締役等の経営陣は、会社が倒産するかもしれないというギリギリの局面において、どのような利害や事項等を考慮して経営判断をするべきなのかなどの問題(後述の株主利益の最大化を目指すべきとする見解では、取締役の善管注意義務違反が問題になるのであろうか。)だけではなく、ガバナンスの優等生であった東芝がこの期に及んでも適時に決めることができずに迷走したことは、指名委員会等設置会社という枠組みが、経営の適時性や適切性について十分に機能を果たすことができないという現実を突きつけており、改めて、ガバナンスとは何か、どのような制度やシステムを検討するべきなのかを考えさせる絶好の材料を提供している。

第3 東芝のガバナンスは長年の不正経理・粉飾決算を防止できなかった

1 ガバナンス強化のための指名委員会等設置会社

(1) 指名委員会等設置会社の制定に至る背景

コーポレートガバナンス(企業統治)の目的は、①コンプライアンス(不祥事防止を含む)〔健全性の確保〕と②会社の業績ないし経営の評価〔効率性の向上〕との二つが中心であるとされている⁽³⁰⁾。

会社法は、公開会社で、かつ、大会社については、取締役会(法327条1項1号)、監査役会及び会計監査人の設置を求めている(法328条1項、いわゆる監査役会設置会社)、ひとつのスタンダードになっているが、日本の会社では、従業員の中から管理職が選抜され、その管理職の中から、営業成績や能力や入社年次等も考慮して、その最終段階で取締役や監査役の候補者が選定され、さらには、代表取締役社長の候補者も前任の社長が指名しているのが実情であろう(一般に「内部昇進制度」と呼ばれている。)。つまり、先輩が気に入った後輩を引き上げるという力関係が存在するため、取締役や監査役が先輩である代表取締役の行為を十分には監視できない原因であるとの批判的意見などがあった。

(2) 指名委員会等設置会社の構造と権限分配

そこで、現行の会社法は、平成14年にアメリカの制度を参考に「委員会等設置会社」を創設し、「委員会設置会社」を経て、平成26年の改正で「指名委員会等設置会社」という制度(法2条12号)に改めた。指名委員会等設置会社は、取締役会の中に、「指名委員会」、「報酬委員会」、「監査委員会」という三つの委員会を設置し、取締役会は、取締役の中から各委員会の委員を選任する(法400条2項)ほか、業務執行とその監督とを分離して、業務執行は

(28) 東芝HPの「IRニュース」の平成29年9月20日付け「東芝メモリ株式会社の株式譲渡に関するお知らせ」参照。

(29) 東芝の最大の事業は電力・社会インフラ部門の36%であるが、上記のとおり、日本の防衛産業にも深く関わっている会社である。なお、大西・前掲注(19)76頁なども参照。

(30) 神田秀樹『会社法〔第19版〕』(弘文堂、2017年)184頁

執行役に任せ（法418条）、取締役会はその業務執行を監視すること（法416条1項）を基本構造とし、かつ、取締役会の構成員である取締役には社外取締役⁽³¹⁾も選任して（法400条3項）、監視・監督機能を高めようとするものであるが、他方で、後述のように、社外取締役ではない取締役は執行役を兼務することができる（法402条6項）とされており、分離が不徹底であるともいわれている。しかも、会社法は、平成26年の改正で、株式を公開している大会社⁽³²⁾で、監査役会を設置し、金融商品取引法24条1項による有価証券報告書の提出義務がある会社（簡単にいえば株式を上場している資本金額5億円以上の監査役会設置会社）について、社外取締役を選任していない場合には、ヨーロッパ諸国にならって、定時株主総会でその理由を説明しなければならないと定め（法327条の2）、いわゆる「コンプライ オア イクスプレイン」（comply or explain）の原則を採用して、社外取締役の採用を促している⁽³³⁾。そして、平成27年6月1日からは、東京証券取引所において「コーポレートガバナンス・コード」⁽³⁴⁾が施行となり、第一部および第二部の上場会社については、2名以上の独立社外取締役を選任すべきである（コード【4-8】）とされている。

（3）指名委員会等設置会社への移行の実情

もっとも、このような指名委員会等設置会社による業務執行とその監督とを明確に分離しようとする

試みは、もともと日本に馴染みのある制度ではなく、上場会社においても、その採用は東芝のほか、日立、三菱電機、ソニー、オリックス、H O Y A、東京電力など一部の会社で、その比率は約2.05%にとどまっている⁽³⁵⁾、そこで、平成26年の会社法の改正では、その簡略版として、執行役は存在せず、取締役会が業務執行権限を有するほか、三つの委員会ではなく「監査等委員会」一つで足りるとする「監査等委員会設置会社」（法2条11号の2、331条6項、399条の2）⁽³⁶⁾が新設された⁽³⁷⁾。

2 東芝は指名委員会等設置会社である

（1）東芝はガバナンスの優等生といわれていた

東芝は、2000年6月には任意に指名委員会、報酬委員会を設置し、2001年6月には社外取締役を3人とした上、2003年6月にはいち早く委員会等設置会社となり、十分な経営経験を有する著名人も社外取締役に就任していた。そして、平成26年改正を受けて指名委員会等設置会社に移行し⁽³⁸⁾、ガバナンスの優等生⁽³⁹⁾といわれていた。

指名委員会等設置会社は、いわゆるモニタリング・モデルを前提とするため、取締役会の権限は、原則として、基本事項の決定、委員会メンバーの選定・監督、執行役の選任・監督等に限定されており（法416条1項）、業務の執行は執行役が担当する（法418条）。もちろん、執行役と会社との関係は、取締役の場合と同様に委任に関する規定に従う（法

（31） 社外性の要件については法2条15号が定めているが、アメリカに倣って独立性の要件を厳格に定めているため、会社側から日本の実情にそぐわないとの不満もある。

（32） 平成26年改正については、鳥山恭一＝福島洋編『平成26年会社法改正の分析と展望』金融・商事判例増刊1461号に掲載の諸論文などを参照。

（33） 神田・前掲注（30）207頁参照。

（34） このコードを解説したものとして、堀江貞之『コーポレートガバナンス・コード』（日経文庫、2015年）がある。

（35） 日本取引所グループのホームページの「上場会社情報」「上場会社数・上場株式数」によれば、2017年7月31日現在の上場会社数は、東証1部で2024社、同2部で524社、マザーズ他で1010社、合計3558社である。

（36） 日本取締役協会のホームページの「指名委員会等設置会社リスト（2017年8月1日現在）」によれば、指名委員会等設置会社（旧・委員会設置会社）に移行したのは、東証1部上場会社で62社、同2部上場会社で3社、マザーズ他上場会社で8社、合計73社にすぎない。

（37） ただし、監査等委員である取締役と、そうではない業務執行も行える取締役とは、区別して選任されなければならない（法329条2項）、任期も2年と1年との違いがある（法332条3・4項）。

（38） 東芝H.P.の「有価証券報告書178期（自2016年4月1日至2017年3月31日）」71頁参照。

（39） 朝日新聞2015年（平成27年）9月9日朝刊「経済気象台」の「東芝と我が国のガバナンス」（環珠）

330条)とされており、執行役は民法644条により善管注意義務を負う。そして、取締役は、その会社の支配人その他の使用人を兼務することはできない(法331条4項)とされているから、指名委員会等設置会社である東芝の取締役は、会社の業務執行に関与することができないはずである。

ところが、東芝における今回の一連の不正な経理操作は、社長が各部門の責任者に対して具体的な金額を挙げて売上や利益の水増しを求め、各部門責任者がそれぞれの部門に持ち帰って、担当者に指示をして組織的に売上げや利益の水増しを行っていたようであり、実は、そのような不正を指示した社長も実施した各部門責任者も取締役であった。本来であれば、指名委員会等設置会社では構造的に生じないはずの事態が生じていたことになるが、これは、会社法が執行役が取締役を兼ねることを認めており(法402条4項)、実際は、取締役が執行役を兼ねて、業務部門の責任者を兼ねていたことによるものである。⁽⁴¹⁾

(2) 問題発覚前の指名委員会等設置会社としての東芝の役員構成

粉飾発覚前の平成25年(2013年)6月の株主総会以降の東芝の取締役を見てみると、室町正志・取締役/会長、佐々木則夫・取締役/副会長、田中久雄・取締役/代表執行役/社長のほか、取締役/代表執行役/副社長が4人、取締役/代表執行役/専務が2人、取締役が3人、社外取締役が4人で、合計16人の取締役がいた。このうち社長、副社長、専

務の7人が執行役を兼ねており、執行役を兼ねていない取締役は9人であった。

このほか、当時の東芝には、執行役/専務が3人、執行役/席常務が10人、執行役/常務が16人、合計29人の取締役を兼務していない執行役が任命されていたが、いずれも入社年次や担当部門を考慮して選任されており、これに上記のとおり取締役兼務の代表執行役が7人いたから、合計36人の執行役が存在していたのである。⁽⁴²⁾そして、このような入社年次や担当部門を考慮した役員構成を前提として、取締役でもある先輩の7人の代表執行役が、取締役を兼務していない29人の後輩の執行役を指揮して、各部門ごとの業務を遂行し(法418条)、その一環として、子会社の米WHによる原発事業での多額の損失を糊塗するために、組織的に不正経理を行っていたのである。

他方で、執行役は、「指名委員会等設置会社に著しい損害を及ぼすおそれのある事実を発見したときは、直ちに、当該事実を監査委員に報告しなければならない」(法419条1項)とされているが、上記のような任命の実際や報酬等の決定方法の構造から当然のこととして、取締役の指示に従わざるを得ず、その指示が会社や株主にとって不適切なものであると考える場合であっても、直ちに監査委員に報告するなどということは、極めて困難なものであることは容易に推測されるところであり、今回の東芝事件においても、不正な経理処理は、実際に業務を担当する執行役が全く知らないですることは不可能であ

(40) 一般の取締役会設置会社では、社長の肩書は通常「代表取締役社長」であるが、経営と監督との分離がはかられている指名委員会等設置会社では、「代表取締役」は存在しない。指名委員会等設置会社の社長は、業務を執行する執行役の代表者として取締役会で選定されるため(法420条1項)、「代表執行役社長」と表示される。

(41) 江頭・前掲注(20)555頁では、例えば、「取締役兼執行役兼大阪支店長」という肩書の「大阪支店長」という部分は、使用人を兼務していることを示しているのではなく、使用人に対しても付与可能な「大阪支店長」という肩書を、執行役の資格で大阪支店を統括している者に対して便宜的に付与していることを示しているものと説明している。理論的にはもっともな説明であるが、この場合、取締役=執行役=大阪支店長は同一人であり、執行役としてした大阪支店の重要な業務事項の決済を、取締役としては知らないなどということはありません。実際問題として、十分な監督機能を期待することは困難であろう。

(42) 以上は、東芝H.P.の2013年の「有価証券報告書の訂正報告書(第175期)自2013年4月1日至2014年3月31日」57頁以下参照。

り、「会社に著しい損害を及ぼすおそれのある事実」がなされていることは十分に承知のうえで、長年にわたって続けられてきたことを考えると、単に上記のような報告義務を課すだけでは十分ではないことが明らかであろう。

(3) 会社法は「執行役会」についての規律を定めていない

一般に、執行役は、取締役と同様に、善管注意義務（民法644条）を負い、忠実義務を負うので（419条2項、355条）、これに違反して会社に損害を与えた場合には、損害賠償義務を負う（法423条1項）。もっとも、取締役については、取締役会の決議に参加すると、議事録に異議をとどめないものは、その決議に賛成したものと推定され（法369条5項）、決議の内容が違法で会社又は第三者に対して損害賠償責任を負う場合には、連帯責任を負う（法430条）ことになる。しかし、執行役は、取締役会から委任された業務を執行するので、会社法上は執行役会の設置も義務的ではなく、執行役会の監督に服するような構造にもなっていない。もちろん、実際には個々の執行役が大きな業務執行事項をひとりで決定できるのではなく、実質的には、代表執行役会や、執行役の上席常務会などで実質的な業務執行の方針が決定されていたのであろうが、そのような執行役会は義務的なものではなく、会社法上の機関でもないから、会社法として十分な規律が及んでいない。仮に、そこで違法な業務執行を行うことが決定されたからといって、参加した執行役が直ちにその決定に賛成したものと推定されるわけでもない。⁽⁴³⁾

会社法は、指名委員会等設置会社においては業務執行と監督とは分離されており、大きな方針は取締役会で決定され、執行役は実施上の細部を決定する

にすぎないから（法416条1項）、執行役会という機関についての規律を定める必要性は高くはないと考えたのであろうが、あまりにも短絡的な見方であろう。実際問題として、指名委員会等設置会社の制度を採用する会社は、いずれも日本を代表するような大規模の会社であり、取締役と執行役とを分けたから、執行役は実施上の細部を担当するだけで、一人ひとりが判断して業務執行を指揮できるなどという単純なものではない。上記のとおり、当時の東芝では、代表執行役が7人、執行役専務が3人、執行役上席常務が10人、それぞれ任命されていたのであって、大きな組織を動かして会社の命運を担うような業務を円滑に執行するためには、代表執行役会や上席常務会などで各部門から報告を聞き、案件を検討し、意思決定がなされ、業務報告が行われ、見直しも行われて進められていくのであるから、そのような重要な役割を果たす機関についての規律を欠いていることは、ガバナンスの強化に反する結果を招くおそれが高いのであって、会社法の大きな欠陥であろう。

(4) 東芝が損害賠償を請求している役員は5人だけ
また、今回問題となっている一連の不正経理について、東芝が損害賠償を請求している役員は、取締役5人（元社長3人、元財務担当取締役2人）だけである。⁽⁴⁵⁾

しかしながら、上記のとおり、東芝では、不正経理が行われていた当時、合計16人の取締役がいて、当然のことながら、社内取締役はそのような不正は分かっていたはずであるし、社外取締役も、初期には分からなかったとしても、どこかの時点でその異常さに気づかなかったはずはない。しかも、そのような不正経理を前提とした計算書類（貸借対照表、

(43) 前記のとおり、法419条1項は執行役にも報告義務を課しているから、執行役において、仮に違法と考えられる決定に賛成しなかったとしても、監査役会に報告しなかった場合には報告義務違反で損害賠償責任が生じることがある（法423条1項）。

(44) 前掲注(36)の「指名委員会等設置会社リスト」参照。

(45) 東芝HPの「IRニュース」の2015年11月7日付け「役員責任調査委員会の調査報告書の受領及び当社元役員に対する損害賠償訴訟の提起並びに米国における訴訟等に関するお知らせ」2頁参照。

損益計算書、その他会社の財産および損益の状況を示すために必要かつ適当なものとして法務省令で定めるもの)が株主総会に提出され(法438条1項)、株主総会で承認されていたのであるが、計算書類は、株主総会に提出するに先立ち取締役会で承認されていたはずであり(法436条3項)、承認した取締役の責任も問題になるはずである。さらに、当時の東芝には、取締役を兼務していない執行役が合計29人いたのであって、これらの執行役が全く関与しないで前記のような約2300億円もの組織的な不正経理を実行し、隠し続けることは不可能であるから、この29人の執行役の会社に対する責任も問題になるはずである。それにもかかわらず、東芝は、上記のとおり、社内取締役5人にだけ損害賠償を請求しており、本来は損害賠償の請求を検討すべき他の取締役や執行役⁽⁴⁶⁾に対して請求していない。

もちろん、会社が他の取締役や執行役に対しても損害賠償を請求すれば、東芝の会社としての機能はマヒしてしまうであろうから、実際問題としては、やむを得ない措置であるとの意見もあるであろう。しかし、会社法は、役員等相互のかばい合い、馴れ合いを排除するために、取締役や執行役の責任を免除するには厳格な手続によらなければならないことを定めているのに、そのような手続によらずに、請求をしないということで実質的に同人らに対して債務の免除を与えることは、会社法の規律を逸脱する疑いが濃厚であろう。

(5) 会社法における役員等の責任免除に関する規律
取締役や執行役等の役員等に善管注意義務違反等があり、これに因り会社や第三者に損害が生じれば、会社(法423条1項)や第三者(法429条1項)は当該役員等に対して損害賠償を請求することができる。仮に、会社が取締役や執行役等に対して損害賠償を請求しない場合には、株主が会社に代わって取締役や執行役等に対して損害賠償を請求する株主代表訴訟(法847条)も認められている⁽⁴⁷⁾。もっとも、形式的に善管注意義務に違反する場合であっても、実質的には責任を宥恕するのが相当なときもある。そこで、会社法は、一定の要件の下で取締役や執行役等の責任を軽減する方法を定めている。

① 総株主の同意による責任の全部免除

かつては、取締役の責任を免除するには総株主⁽⁴⁸⁾の同意を要件としていた。現行の会社法でも、法423条1項による取締役や執行役等の責任については、総株主の同意があれば免除することができる⁽⁴⁹⁾(法424条)とされている。しかし、小規模の閉鎖会社であれば、株主全員の同意を得ることが可能な場合もないではないであろうが、株主の数が極めて多数に上る上場会社では、実際問題として、総株主の同意を得ることは困難である。

② 株主総会の特別決議による一部免除

そこで、免除の要件を一部緩和することが検討され、取締役や執行役等が善意で、重過失がない場合には、最低責任限度額(法425条1項1号の額)を控除して得た額を限度として、株主総会の特別決議

(46) 前掲注(45)の「お知らせ」5頁によれば、詳細は不明であるが、関与した従業員又は管理監督責任を有する従業員計26人について懲戒処分を実施したようであるが、それと会社法に基づく損害賠償請求とは別物であるし、また、この26人という数は、上記の執行役の合計数よりも少ない数である。

(47) 債権者代位訴訟と同じく株主による法定訴訟担当の一種であり、その判決の効力は本人である会社に及ぶ(民訴法116条1項2号)ものとされている。

(48) 議決権を有しない株主も含むか否かについて議論はあるが、株主代表訴訟が単独株主権であることを理由として、多数説(江頭・前掲注(20)473頁、神田・前掲注(30)261頁、中東正文=白井正和=北川徹=福島洋尚『有斐閣ストゥディア・会社法』(有斐閣、2015年)123頁等)は議決権を有しない株主も含むと解している。

(49) ただし、剰余金の違法配当によって会社に生じた損害について、会社債権者の利益を害するような免除を認めることは相当ではないから、総株主の同意があっても、分配可能額の限度でしか認められない(法462条3項)。

によって免除することができる（法425条1項、309条2項8号）とされている。これは、平成12年の大和銀行事件判決⁽⁵⁰⁾を契機に、取締役等が過度に委縮するのを回避することなどを目的として、当時の商法266条1項5号の責任について、平成13年の議員立法でその一部免除を認める商法改正（法266条1項5号）がなされ、現在の会社法に引き継がれたものである。

もっとも、仮に株主総会の特別決議によるとしても、取締役や執行役等がその職務を行う際に悪意であったり、重過失がある場合にまで一部免除を認めることは、モラルハザードを生じやすく、法的に相当ではないと考えられる。そこで、法425条1項は、この一部免除が認められるためには、取締役や執行役等が善意で重過失がないことを実体的要件とし、同条3項は、監査役（監査等委員や監査委員）全員の同意があることを手続的要件としている。

③ 定款の定めに基づく取締役会決議による一部免除

また、会社法は、i 取締役が2人以上の監査役設置会社、ii 監査等委員会設置会社、iii 指名委員会等設置会社については、上記②の場合と同じ要件と限度において、定款の定めに基づく取締役会決議による取締役や執行役等の責任の一部免除を認めている（法426条）。ただし、経営陣によるお手盛り的一部免除を抑制するため、取締役会決議の後、総株主（その責任を負う役員等であるものを除く。）の議決権の100分の3以上を有する株主から異議があった場合には、責任免除の決議は効力を生じない（同条7項）。

④ 定款の定めに基づく責任限定契約による一部事前免除（法427条）

上記の他に、業務執行取締役等（法2条15号イ）以外の取締役、監査役、会計参与、会計監査人等（非業務執行取締役等）については、定款で、上記②の場合と同じ要件と限度において、定款で定められた範囲内で会社が予め定めた額と最低責任限度額（法425条1項1号の額）とのいずれか高い額を限度とする責任限定契約を締結することができる⁽⁵¹⁾と定めることができる。そして、会社と非業務執行取締役等との間で上記の責任限定契約を締結しておけば、非業務執行取締役等の責任は、予め上記の一定の限度に軽減することができる（法427条1項）とされている。

この責任限定契約については、平成26年改正前は、社外取締役、会計参与、社外監査役、会計監査人の社外取締役等は、その責任発生原因を十分にコントロールできるわけではないことなどを考慮して導入されたものであるが、そうであれば、同様の立場にある非業務執行取締役等にも責任限定を認めてよいのではないかとの考えから、平成26年改正において現行の形になったものである⁽⁵²⁾。ここまでくると、社外取締役等は、責任をもって業務執行取締役等を監視・監督するというよりも、ほとんどその責任を追及されることはない、いわば顧問のような位置付けに近いものになってしまい、社外取締役等によって監視・監督を強化することはあまり期待していないようにも思われる。

問題の東芝でも、7人の社外取締役との間で、3120万円と法425条1項に定める最低責任限度額（社外取締役は報酬2年分）とのいずれか高い額を限度として賠償する責任を負う旨の責任限定契約を

(50) 大阪地判平成12年9月20日判時1721号3頁。同銀行ニューヨーク支店の従業員が長年にわたって上司に無断で投資等を行い、約11億ドルもの巨額の損失を生じさせた事件で、歴代の元ニューヨーク支店長（兼務取締役）等の内部統制システム構築義務違反が認められ、大阪地裁は、最高額では会社に対して881億円に上る損害賠償の支払を命じた。

(51) 執行役は業務執行者であるから、非業務執行取締役等には当たらず、④の適用はない。

(52) 坂本三郎＝高木弘明「平成26年改正会社法の解説〔Ⅲ〕」商事法務2043号9頁以下参照。

締結しており、⁽⁵³⁾後述の第6の3(4)に記載したように、東芝における同月期の社外取締役の年間報酬額は平均1240万円であり、その2年分は2481万円であって、これは会社との間で定められている3120万円という額よりも低いから、東芝の社外取締役の責任限度額は3120万円程度であったことになる。そうすると、社外取締役として3年以上であれば、仮に何もせずに会社の放漫経営を放置し、会社ひいては株主に多額の損害を与える結果となって賠償責任を問われることになっても、経済的にはマイナスにならないということになる。

このように最低責任限度額が高い額ではないのは、厳格な責任追及を前提としたのでは社外取締役のなり手がいないということであろうが、十分な責任も負わない社外取締役に、一体何ができるというのであろうか。初めから十分な監督機能を期待しておらず、参考意見程度の「御意見番」であるならば、何も「社外取締役」とする必要はないし、ましてや、その選任を強制する必要はないようにも思われるのである。

第4 指名委員会等設置会社や社外取締役等の限界

東芝のガバナンス（企業統治）はなぜ失敗したのかを考える際に、まず、検討しなければならないのは、「指名委員会等設置会社」や「社外取締役」などの制度は本当にガバナンスに有効なのかという問題であろう。前記のように、ガバナンスの目的は、一般に、①不祥事防止を含むコンプライアンスの確保と、②会社の業績ないし経営の向上との二つとされているから、順次、検討する。

1 指名委員会等設置会社や社外取締役はコンプライアンスの確保に役立つのか

まず、①の不祥事防止を含むコンプライアンスの

確保という観点では、大企業や上場会社に限らず、どのような会社でも、それぞれの会社に必要な不正防止策を検討し、そのための統制システムを設け、実施することは必要である（法348条3項4号、362条5項、399条の13第1項、416条1項1号ホ、法施行規則98条、100条、110条の4、112条）。そして、指名委員会等設置会社（法2条12号）では、取締役会の中に設置される「監査委員会」が中心となってコンプライアンス確保の役割を担うことになり、社外取締役には、馴れ合いではない外部の目でのチェックが期待されている。しかし、指名委員会等設置会社に移行し、複数の社外取締役を選任すれば、ガバナンスやコンプライアンスが向上するのだろうか。

(1) 個人不正型と組織防衛型

コンプライアンスが問題となる不祥事のうち、不正経理が行われるケースには、個人が不正な経済的利益の獲得を目的として経理操作を行う場合（個人不正型）と、個人的な利益の獲得ではなく、会社の業績を取り繕うために組織的に不正な経理操作が行われる場合（組織防衛型）とがある。⁽⁵⁴⁾そして、個人的な利益を獲得するための不正な経理操作による横領等であれば、第三者のチェックを経ることで不正が明らかになることがほとんどであろう。しかし、誤った考えに基づくものであっても、会社を守ろうとの意思に基づいてなされる組織防衛型の粉飾が行われたケースでは、事情は異なる。これに関与する役員や社員は、個人的な利益を得るために手を染めるわけではなく、上司の指示に従い、会社のための緊急避難的措置として一時的に赤字を隠し、架空の売上げを積み増しするなどして将来の業績改善を待つとの意識で組織的に不正が行われるものであり、関係者は組織防衛のため秘密保持に努めるから、外部の会計監査人や社外取締役や社外監査役等

(53) 前掲注(14)43頁

(54) 稲葉陽二『企業不祥事はなぜ起きるのか』（中公新書、2017年）47頁等参照。同書は、不祥事がなくならない原因をデータ分析し、対策を論じている。

がこのような不正を発見することは、極めて困難である。⁽⁵⁵⁾

(2) 東芝の不正経理は組織防衛型の不祥事である

今回の東芝の総額約2300億円にも上る長年の巨額の不正経理は、経営幹部の個人的な名誉欲等が影響したとしても、⁽⁵⁶⁾多くの役員や従業員は、米WHの買収による原子力部門の業績が改善するまでの間、会社を守るための緊急避難の措置であるとの意識で組織的に不正に関与していたようであり、組織防衛型の不祥事であった。そして、そのような各部署が連携して巧妙になされた粉飾については、指名委員会等設置会社として、執行役による業務執行と取締役会による監督とを分離し、著名な人物を社外取締役に任命するなどして監査委員会による監査・監督も強化する態勢がとられていても、⁽⁵⁷⁾実際問題として発見することは困難であることを示している。

しかも、東芝の場合、上記のとおり、取締役16人中、社外取締役は4人にすぎず、社内取締役が3倍の12人であった上、業務執行については代表執行役が7人いて、その7人とも取締役を兼ねていたし、取締役会の議長は「会長」の肩書を与えられていた元代表執行役社長であった。⁽⁵⁸⁾このような取締役と執行役の実質関係を見れば、東芝では、指名委員会等設置会社に移行したといっても、形だけであったことは明らかであろうし、東芝以外の会社でも、内実は同様のところが少なくないであろう。

(3) 指名委員会等設置会社や社外取締役の制度を導入してもコンプライアンスの強化にはならない

このような現状をみると、①のコンプライアンス強化のために指名委員会等設置会社や社外取締役という制度を採用すべきであるという議論は、十分な根拠があるとはいえないのではないだろうか。上記の個人不正型の場合には、チェックを強化すれば不正の防止や発見は可能であるが、そのような不正はこれまでの監査役（会）制度でも十分に対応可能であるから、指名委員会等設置会社等のメリットとはいえないであろう。

もっとも、このような疑問を投げかけると、必ず、指名委員会等設置会社や社外取締役という制度が悪いわけではなく、その運用方法に問題があっただけであるから、十分に機能するように各会社は努力すべきであるという回答が返ってくるのであろう。しかし、日本の会社では、旧商法の当時より監査役制度が発展し、監査役会などの設置によって一定の効果をおさめていたのであるから、会社法において新たに指名委員会等設置会社や社外取締役という制度を採用し、会社にその採用を称揚したり、義務づけようとするのであれば、指名委員会等設置会社や社外取締役という制度が、監査役（会）設置会社を超える効果があることを明らかにする必要があるであろう。⁽⁵⁹⁾しかも、指名委員会等設置会社や社外取締役という制度は、従来の監査役（会）設置会社に比べて、余分な手間・暇に加えて、余分な費用もかかるのであるから、そのようなコストに見合う

(55) 2011年に発覚したオリンパスにおける「飛ばし」という手法による不正経理も、歴代社長の指示に基づいて、会社の損失を隠すために、約10年もの期間にわたり組織ぐるみで行われたものである。

(56) 大西・前掲注(19)58頁など

(57) 大西・前掲注(22)109頁では、東芝問題では、A派とB派との内部の権力争いが引き金になって、B派からA派の担当する甲部門で不正があるとの内部告発があり、これに対する報復として、A派からもB派の担当する乙部門で不正があるとの告発合戦になり、組織的な不正経理が明るみに出てきたとの見方が紹介されており、いずれにしても、外部取締役や外部調査によって明らかになったものではない。

(58) もっとも、米山毅一郎「米国上場会社における取締役会の独立性と取締役会構造改革論序説」『藤田勝利先生古稀記念論文集 グローバル化の会社法の改正』（法律文化社、2014年）209頁によれば、CEOと取締役会議長との兼任の可否については、アメリカでも議論があるようである。

(59) 朝日新聞2017年（平成29年）9月7日朝刊「経済気象台」の「実効性ある監査のために」では、「中身の伴わない形式的な移行なら、監査役会設置会社の方が良いのではないか」（環珠）と指摘されている。

だけの不祥事防止に大きな効果があることが明らかではないのであれば、少なくとも、①のコンプライアンスの強化を目的としてその導入を推進することには慎重であるべきであろう。⁽⁶⁰⁾

2 指名委員会等設置会社や社外取締役は業績や経営の向上に役立つのか

指名委員会等設置会社や社外取締役等の制度を導入しても、特に①のコンプライアンスが改善し向上するわけではないから、指名委員会等設置会社や社外取締役等の制度を積極的に導入する意義は、②の会社の業績ないし経営の向上に役立つということが大きな理由になるはずである。平成27年6月1日から施行されて注目を集めた「コーポレートガバナンス・コード」の【原則4-7】(i)でも、「経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと」⁽⁶¹⁾と定められている。

(1) 社外取締役の実態はどのようなものか

しかし、ここでも問題を指摘することができる。東芝に限らず、多くの一般の会社は、商品やサービス等を開発・製造し、これを消費者に販売・提供して利益を上げるのであって、事後的な監査や監督を重ねたところで売上げが伸びるわけではない。また、社外取締役を中心とする取締役会で大きな会社の方針を決定するといっても、非常勤の社外取締役は、実際には官庁OBや学識経験者や著名人なども多く選任されており、⁽⁶²⁾ 会社の業務執行に参与した

経験がある者は約半数であり、その会社の業務内容について十分な情報や知識はないのが通常であろう。別に自分で会社を経営している社外取締役であったとしても、⁽⁶³⁾ 自分の会社については特別の経験を有しているであろうが、他社については十分な知識や経験はなく、そう簡単に他社の適切な経営戦略が立てられるはずはないと思われる。

(2) 社外取締役に適切な専門的判断ができるのか

東芝の場合、前記のように、原子力事業を将来の成長の柱にしようとした米WHの買収が失敗で、巨額の損失が生じて債務超過に陥ったのであるが、原子力事業の将来性や買収額の当否などについて判断しようとしても、原子力事業の分野について専門的な知識や経験もない社外取締役が、原子力事業を将来の成長の柱にすることの当否等について適切な判断をすることは困難であり、社外取締役は社内取締役や執行役の説明を了承するしかなく、第三者である社外取締役が承認したという「お墨付き」を与える役割でしかないであろう。

もっとも、社外取締役にそこまでの期待をするのではなく、実際に達成された成果に問題がある場合には経営陣にその理由等の説明を求め、納得できないときには人事権を行使するということでよいとの考えもあるが、⁽⁶⁴⁾ 説明に納得できないからと簡単に人事権を行使することが適切なのであろうか。そのようなことを続ければ、まともな人は経営陣に参加しようとしなくなるのではないだろうか。仮に社外取締役が選任されても、そう簡単に効果があるも

(60) 田邊光政「取締役制度」『藤田勝利先生古稀記念論文集 グローバル化の中の会社法』（法律文化社、2014年）39頁は、独立取締役の有益性についてはアメリカでも再検討の議論があると述べている。

(61) 神田・前掲注(30)408頁による。

(62) 2015年（平成27年）6月27日付け朝日新聞朝刊の記事によれば、社外取締役の経歴は、約640人のうち約56%が他の企業の経営者や経営幹部、約17%が官庁OB、約11%が学識経験者、約11%が弁護士などとなっており、著名人には、日本人女性初の宇宙飛行士、ノーベル化学賞受賞者、サッカー日本代表監督などがいて、学識経験者では、後述の「伊藤レポート」をまとめた伊藤邦雄一橋大教授が5社の社外取締役を兼任しているとのことである。

(63) 安永崇伸「『コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針』（CGSガイドライン）の解説〔中〕」商事法務2132号26頁では、社外取締役に求める経験・知見のアンケート結果として、「他社の経営陣幹部の経験」を求める企業が78%と圧倒的に多い。

(64) 川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋ほか編『企業の健全性確保と取締役の責任』（有斐閣、1997年）27頁

のではないであろう。⁽⁶⁵⁾

もちろん、何事も内輪の議論ばかりでは大局的な視点が欠けることにもなりかねないから、社外取締役という外部の目も取り入れて検討することには、一定の意味があるであろう。⁽⁶⁶⁾しかし、その程度の役割であれば、従来の監査役会設置会社でも十分なはずであり、わざわざ指名委員会等設置会社に移行する意味はないのではないだろうか。⁽⁶⁷⁾

なお、指名委員会等設置会社や社外取締役等の制度を導入した目的が、アメリカと同様に、財務の専門家を社外取締役に任命して、ROEなどの会社の財務指数などを分析し、その数字から業務執行上の問題点を指摘し、株主の利益を最大化するためにはどのような財務的方法があるのかなどを検討して、株主利益の最大化を実現するための経営方針の決定に参画することに割り切れば、一定の整合性は認められるが、そのようなことは、経営陣に短期的な経営を迫ることに帰着し、適切とは思われない。

(3) 社外取締役の弊害もあるのではないか

このように考えてくると、社外取締役制度は、実は、会社のガバナンスという観点からはあまり有効ではないように思われる。もちろん、ワンマン経営者の暴走をチェックするためには社外取締役は有効

であるが、⁽⁶⁸⁾実際にそのような強力な社外取締役を選任した場合には、そのような社外取締役がキングメーカー気取りで社長人事に口をはさむという弊害も生じる危険性がある。⁽⁶⁹⁾

(4) 内部昇格制度のメリットを活かしながらデメリットを抑制するべきではないか

どのような経営体制を採用しても、すべてに万全ということはない。東洋の島国である日本の企業がここまで発展してきた実態を冷静に観察すれば、従業員から管理職になり、さらに取締役に監査役に登用されていくという内部昇格制度の効果があったからであろう。日本の大企業の経営者は、若いうちに会社に入社して現場を経験してから管理職になり、会社の事業に精通してから会社の経営に携わるから、会社にとって何が必要かを適切に判断できるようになるのであろうし、自分も従業員としての経験があるからこそ、経営者になっても従業員の気持ちや立場や希望等を理解することでき、事業の円滑な運営をするのであろう。そして、何よりも、サラリーマンにとっては、仕事の成果で評価され出世していくということが最大のインセンティブであり、内部昇格制度は、そのようないくつかの効果を内包している制度なのであり、⁽⁷⁰⁾今後も同様の

(65) 野田博「社外取締役」前掲注(32)14頁

(66) 森田章「社外取締役と社外監査役のいずれがよい」『日本会社法制への提言』（商事法務、2008年）613頁

(67) 現行の指名委員会等設置会社では、業務執行を担当する執行役を兼務する内部取締役に、社外取締役が監督するという構造であり、執行役を兼ねる内部取締役にっては、なるべく社外取締役に余分な口出しをしてほしくないというのが本音であろうし、会社が計画している業務計画を執行するのに不利益な情報や微妙な情報等を社外取締役に提供することには躊躇を感じるものが少なくないと考えられ、そのような実態を無視した観念論は相当とは思われない。

(68) 森田・前掲注(66)613頁は、「御意見番」としての社外取締役の有用性を認めている。なお、稲葉・前掲注(54)169頁以下も示唆に富む。

(69) 某企業において、創業家出身ではない取締役の会長が、赤字の創業家の事業を切り離そうとせず、ネット販売にも積極的ではない社長の経営手腕に満足できず、取締役会で社長を解任しようとしたところ、社外取締役（著名な学識経験者など）が創業家と社長側に味方して社長解任決議を否決したため、会長が辞任に至ったケースがある。しかし、その後、社長側は、創業家の希望する店舗を存続させ、赤字を改善できていない上、会長による私物化が見られ成果もないと批判していたネット販売事業を多少の変更を加えて続けているが、結果を出せていないようである。社外取締役が、創業家と一体となった社長と会長との経営方針の争いに口出して、創業家と社長を支持し、社長は創業家に借りができたため、会社として創業家の赤字店舗を切り離すことができず、経営再編を先送りした結果になっている。

(70) 田邊・前掲注(60)50頁は、「内部昇格制度は、従業員の経営陣との連帯意識を高めるものであり、将来においても有効であると積極的に評価するべきである」と述べている。なお、江頭・前掲注(20)49頁掲載の文献も参照。

効果を期待することができるように思われる。

もちろん、そのことによって、過度に組織への忠誠心や上下意識が醸成され、また、仲間意識や会社のためという意識で不正を隠ぺいすることへの抵抗感が薄れていくおそれがあることも否定できず、内部昇格制度のマイナス面も指摘されているから、⁽⁷¹⁾そのようなデメリットを抑制するためには何が必要かを検討し、具体的な方策をパッケージして、組織としての健全性を保つための仕組みを定めることが必要であり、ただ社外取締役の数を増やしたり、選任を義務づければよいというものではない。そのような具体的な方策として、例えば、①ワンマン体制（院政も含めて）にしない、②経営陣には多様なバックグラウンドを持った人を登用する、③企業内の専門家集団だけで重要な決定をさせないことなど⁽⁷²⁾を実現するために、各企業の実情を踏まえた上で、それぞれが実現可能な事項を内容とする内部統制システムを確立し、そのシステムがきちんと運用されるよう、監査システムの独立性を確保すること（常勤の社外監査役等を設置し、併せて社内監査部門を充実強化させることなど）が肝要であろう。

(5) アメリカの機関投資家が社外取締役の選任を求める理由

日本では、これまで述べたように、社外取締役が十分な成果を上げることは構造的に難しいと考えられるのに、アメリカの機関投資家が社外（独立）取

締役の選任を強く求める理由には、アメリカ独特の社会的背景やマネー第一主義の価値観の問題などが深く関係している。アメリカのような多民族国家においては、国民の中で人種や宗教や生活習慣や価値観などに大きな違いがあり、いわゆる社会的に共通の価値観や常識が欠如している上、資本主義の下で自由競争を前提とする市場資本主義が一般的なものとなり、共通の分かりやすい価値としての金銭による評価が一般的なものとなって、金銭を多く稼ぐことが良いことであり、善であるとの価値観が出来上がってしまっている。アメリカ社会における徹底したマネー第一主義は、無制限に近い自由競争と個人主義に基づく自己責任と相まって、何事においても評価は金銭的価値に換算して比較されることを当然としている社会であり、才能が認められれば、日本では想像もできないくらいの高額の報酬が支払われたりする。⁽⁷³⁾

また、アメリカ社会では、原則として、長期雇用による内部昇進を前提とせず、上位職を目指して次々と転職してステップ・アップしていくものであるため、⁽⁷⁴⁾会社のために働くという意識や上司との一体感や忠誠心は薄く、権利を主張しなければ最低限の待遇しか与えられないため、常に自分の功績のみを主張して失敗を認めず、公私混同のような行いも文句を言われなければ改めず、成果が出せなくても平然と高額報酬を要求するのが普通である。

(71) 朝日新聞2015年（平成27年）10月16日朝刊「経済気象台」の「東芝・東洋ゴム・山一」では、「欧米の不祥事とは趣が異なるようだ。問われているのは、……我々の組織風土そのものではないか。」（R）と指摘されている。

(72) 稲葉・前掲注(54)169頁以下

(73) 日本人に馴染みのあるところでは、大リーガーの高額年俸を思い浮かべれば、その一端が理解できるであろう。

(74) 約30年前に私が連邦司法省民事局（Civil Division）に調査留学していたとき、同省の地方支局に勤務する法曹資格を有する職員に対する専門研修があった。日本なら職員研修は当然に無料で、参加者には旅費・日当も支給されるのに、全く支給されない。ワシントンD.C.の高級ホテルの会議室を借りて行われるもので、結構高額の参加費を支払わなければならない。それにもかかわらず、多くの上記職員が自費で参加していたことに驚き、出席者に話を聞いたところ、自分のスペックを上げるためであり、連邦司法省での専門研修に参加したことは履歴書にキャリアとして記載し、今の任期が切れたら大手法律事務所の弁護士に応募して転職するとの返事であった。研修責任者に確認したところ、セミナーなど研修に参加して専門的知識を獲得すればステップ・アップを求めて転職してしまうので、民間の会社でも無料の職員研修はないし、政府職員の研修も原則有料との説明であった。職務に関する職員研修であるのに、参加するかどうかは自己責任かつ自己負担で、ステップ・アップのために参加するということに衝撃を受けたことを思い出す。

例えば、2008年8月のリーマン・ショックの際、ハイリスクの投資に失敗して破たんの危機に瀕していたアメリカのA I G保険会社は、約1730億ドル（100円換算で17兆3000億円）もの政府資金の注入を受けて救済されたが、同社では、その投資に失敗した幹部たちに総額1億6500万ドル（同じく165億円）ものボーナスを支払い、100万ドル（同じく1億円）以上の支払を受けた社員は73人に上ったため、財務長官がA I Gの最高経営責任者に対してボーナスの撤回を求めたが、幹部たちは、リーマン・ショックは自分たちの責任ではないとして返還を拒否した。そこで、連邦下院において、連邦政府から多額の救済を受けた企業のボーナスに90%の税金を課す法案を可決したところ、やっと高額上位20人のうち15人が返還に同意して、何とか収まったことが紹介されている。⁽⁷⁵⁾ 今回の東芝の破たんの原因となった米WHの役員たちも、数千億円以上の巨額の未確定債務を抱えながら、総額約20億円もの高額報酬を得ていたようであり、アメリカはそのような社会なのである。

そして、アメリカの会社では、経営方針を決定して指揮するのは初めからエリートとして養成された経営幹部であり、従業員は定められた手順に従って実行していくことが求められているうえ、待遇格差も著しい。内部昇進制度はほとんどなく、株主と役員、役員と従業員との間に金銭を超える信頼関係は醸成されにくく、現場での創意工夫や改善などは期待できない。⁽⁷⁶⁾ 経営幹部と従業員との間だけではなく、経営幹部と株主との間でも常に利害対立が生じるため、直接会社の様子を知ることができない株主は、株主のための代理人を選任して常に経営陣や従業員を監視することが必要と考えている。そして、株主のための代理人が取締役であるから、そのよう

な取締役役に会社の業務執行を委ねることは、虎を野に放つようなものであり、感覚的にも到底受け入れられないのである。

しかも、アメリカ人の多くは、アメリカで行われている制度が世界で最も優れた制度であり、自分たちの利益を最もよく保障するシステムであるとの根拠のない信念に満ちており、そのようなアメリカの機関投資家や金融資本等から見れば、業務執行と監督との権限分離が十分ではなく、外部の第三者による監視・監督などが明確に制度に組み込まれていない日本の会社法のシステムは、分かりにくく制度的な信頼性に欠ける。経済力のある日本の証券市場に投資をして儲けたくても、会社の業務執行者や社内取締役を信用しておらず、ガバナンスに不安を感じてしまうので、自分たちに分かりやすい制度にしてほしいということである。

(6) 日本社会はアメリカとは異なる

これに対して、日本では、そもそも何事も金銭的価値に換算して判断するようなマネー第一主義ではないし、長期雇用による内部昇進制が大前提で、仕事にやりがいを求め、一般に会社のために働くという意識が醸成されている（問題も指摘されているが、重要なのは、そのような実情の違いがあるということである。）。業務上の成果は上司と部下とが一体となってチームで達成したものと考えられ、内部昇進制度の下で、上司が部下の面倒を見るのは当然であって、真面目に働いていれば地位も給料も上がるようなシステムであるから、会社の利益のために働くことが自分の利益にもなる。アメリカと異なり、誰かに監視・監督されていなくても頑張って働き、スキがあれば個人的な利益を得ようなどとする者は限られた例外であり、通常的不正を防止するのに必要な内部統制システムを構築していれば、株主

(75) マイケル・サンデル／鬼澤忍訳『これからの正義の話をしよう—いまを生き延びるための哲学』（早川書房、2010年）22頁以下。

(76) トヨタの改善運動はアメリカの一般の会社では困難であるし、ファストフードの接客も日本人から見れば酷いものである。

が代理人を選任して常に経営陣や従業員を監視する必要は原則としてないであろう。仮に株主の利益を第一に据えて、役員や従業員の監視・監督を強めれば、かえって信頼関係を損ない、チームで取り組む効果を減退させてしまうおそれの方が強いのではないだろうか。

コーポレートガバナンスについては、日本の会社では監査役制度が発展してきた。しかし、独立性を欠く馴れ合い監査で監査の実効性がないなどの批判もあり、上場会社における戦後の機関に関する改正の歴史は監査役制度強化の歴史であるといわれている⁽⁷⁷⁾。評価は分かれるであろうが、現在では、複数の監査役による監査役会に進化し、社内の監査部門と協力して、少ない費用で一定の効果を実現してきたともいえるであろう。しかし、アメリカの機関投資家等から、社外（独立）取締役が選任されていないのでは経営者のお手盛りを防止することはできないとして、社外（独立）取締役の選任を義務づけるよう強い要望があったため、制度としての連続性も考慮して、社外監査役の制度が導入され、監査の独立性や透明性を確保することによって、ガバナンスの強化につなげようとしていた。つまり、日本では、取締役会による取締役の相互監視・相互監督のシステムと、監査役会による監査のシステムとがあり、この両者の相互の監査・監督のシステムによって、経営幹部や従業員が一体となって組織的に不正経理を行うような極めて異常なケースを除けば、安価で効果的な業務執行の監査・監督が十分に確保されてきたのである。

仮に、経営と監督とを分離して監査委員会を設置し、更に専門の会計監査人を置いて監視し、監督しようとしても、実際には東芝のケースが示しているように、経営幹部が一体となって行われた粉飾や不正経理を発見することは困難なのであるから、日本に定着し、工夫も重ねられてきた監査役制度が、ガバナンスの観点から指名委員会等設置会社などに劣るということはないように思われる。⁽⁷⁹⁾

第5 東芝の失敗は無理な成長戦略にあった

1 会社に高い成長を求めることでよいのか

今回の東芝問題は米WHを高値で買収したことから始まったのであるが、東芝が無理して米WHを高値で買収した理由は、一言でいえば会社の成長を図るためである。東芝は、もともとの収益事業であったテレビや冷蔵庫などの家電製品の製造販売やパソコンの製造販売などが頭打ちになり、新たな成長分野を開拓する必要が生じていたため、原子力事業に進出しようとしたのであり、背伸びした成長戦略が失敗の背景にある。しかも、東芝だけではなく多くの日本企業が海外買収に失敗しているが、その理由は、十分な準備も海外企業を経営するだけの明確な戦略や知識や経験もないまま、企業規模や売上げの拡大を目的として海外企業の買収に走ったからであり、⁽⁸⁰⁾安易な成長戦略が失敗の背景にある。

もちろん、現在の株式会社のシステムは構造的に資本（利潤）の増殖を求めるものであり、⁽⁸¹⁾日本の企業が成長を目指して経済活動を行うことは当然で

(77) 江頭・前掲注(20)510頁

(78) 両者の関係について検討した最近のものとして、澤口実ほか「わが国における『監査』の展望—日本取締役協会の報告書に寄せて」商事法務2121号26頁以下など参照。

(79) 北村雅史「コーポレートガバナンスと会社法改正の動向—グローバル化の視点から—」『藤田勝利先生古稀記念論文集 グローバル化の会社法の改正』（法律文化社、2014年）15頁は、「監査役会がコーポレートガバナンスにおいて十分に機能していると評価できるのであれば、それを積極的に海外に発信することが重要であろう。」と説いている。

(80) 朝日新聞2017年（平成29年）5月18日朝刊「経済気象台」の「M&Aに必要なもの」（山猫）参照。

(81) 水野和夫『株式会社の終焉』（ディスカヴァー・トゥエンティワン、2016年）は、株式会社の歴史を概観した上で現在の問題点を指摘している。

あるが、実際は実現することが難しい高い成長を目標とするとところに問題がある。そのような傾向は、東芝や多くの企業の失敗にもかかわらず、改まる様子はない。近時の会社法の改正も、ROE 8%以上の成長を会社が目指すことを前提として、そのため法の整備という観点が強調されているが、本当にそれでよいのであろうか。会社法の改正問題を論じるためには、その当然の前提となっている会社に高い成長を求めることの当否についての検討が不可欠であるが、日本の企業に高い成長を求める議論の象徴が、平成26年に経済産業省の音頭で取りまとめられた「伊藤レポート」⁽⁸²⁾である。

2 伊藤レポートの内容

伊藤レポートは、現在、日本政府が打ち出している会社の成長戦略のバイブルのような位置付けであり、社会的インフラとしての会社法を主にアメリカやイギリス並みに整備しようとの意図に基づくものであるが、その伊藤レポートの基本的な考え方を筆者なりにまとめると、次のようなものである。

① まず、収益力の代表的な指標である総資産利益率（ROA）や売上高営業利益率（ROS）等を見ると、日本企業と欧米企業とはほぼ倍の格差があり、日本企業は持続的な低収益性というパラドックスに陥っている。⁽⁸³⁾

② 長期的視点に立って日本企業が競争力の源泉ともいえるイノベーションを生み出すためには、そうした投資を支える長期的な資金が日本の市場に流入する必要がある。⁽⁸⁴⁾

③ そして、日本経済を持続的な成長軌道に乗せるためには、ミクロの企業レベルでの収益力や資本

効率、すなわちファンダメンタルズの改善が急務である。⁽⁸⁵⁾

④ 高い財務効果を生まなければ、イノベーション活動を支える資金は流入してこない。株主は、当然のことながら、資本コストを上回る収益性を期待する。そのグローバルに通用する有力な指標がROE（自己資本利益率）⁽⁸⁶⁾である。

⑤ グローバルな投資家から認められるにはまずは第一ステップとして、各企業は最低限8%を上回るROEの達成をコミットすべきである。あくまでも「最低限」であり、8%を上回る企業は、より高い水準を目指すべきである。株主の期待が経営者によってどのように実現されようとしているのかを定期的にモニタリングする必要がある、それがコーポレートガバナンスである。

⑥ コーポレートガバナンスは、「自律」と「他律」のバランスのとれた組み合わせによって成立する。「自律」では、財務的な観点から企業の置かれた状況を冷静かつ客観的に把握して、チェックアンドバランスをきかせるプロの経営者としての最高財務責任者（CFO）⁽⁸⁷⁾の役割が大きい。「自律」を補完するのが社外役員による「他律」である。

⑦ 今後は企業と投資家との利害対立的な関係を見直し、21世紀の資本主義にふさわしい質の高い対話を模索すべきである。⁽⁸⁸⁾

⑧ 本報告書で提案する変革を実践することによって、資本市場の短期志向化が抑制され、中長期的な運用が促進されることが期待される。⁽⁸⁹⁾

というものである。

(82) 経済産業省HPの「ニュースリリース」に掲載されている「平成26年8月『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業家と投資家との望ましい関係構築～』プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書」

(83) 前掲注(82) 1 頁

(84) 前掲注(82) 2 頁

(85) 前掲注(82) 4 頁

(86) 前掲注(82) 5 頁

(87) 前掲注(82) 6 頁

(88) 前掲注(82) 7 頁

(89) 前掲注(82) 8 頁

3 伊藤レポートの問題点

伊藤レポートでは、市場の短期志向化を抑制し、中長期的な経営や運用の必要性を掲げられており、そのような総論的な問題意識自体にあまり異論はないであろうが、その原因分析や中長期的な経営に至るアプローチなどについては、疑問がある。

伊藤レポートは、「長期にわたる日本企業の低収益性は企業価値創造を阻み、その結果、日本の株式市場は長らく低迷した。そうした市場のもとでの一つの「効率的な」行動は、短期売買によるキャピタルゲインの最大化であったことは想像に難くない。⁽⁹⁰⁾」と述べた上、企業に中長期的にROE 8%を超える成長を求めている。しかし、このような分析がそのまま多くの日本企業にあてはまるのであろうか。

(1) 日本企業がROE 8%を達成することは簡単ではない

まず、日本企業が中長期的にもROE 8%を超える成長を続けることができるのかということ自体が問題である。ROE 8%を超えるとされている欧米の社会は、もともと金利が日本よりも高い。例えば、日本とアメリカとイギリスの10年国債の金利を見てみると、現在でこそ三者の金利差は縮まっているものの、2000年（平成12年）以降でも、アメリカやイギリスでは5～6%の金利であるのに、日本では2%以下、現在では1%を切っている状況で、相当の金利差がある。そして常に需要過剰のアメリカやイギリスでは、ROEが10%を超えることはそう難しいことではないが、逆に供給過剰の日本においては価格転嫁が難しいため、ROEを高めることはそう簡単ではないと指摘されており、⁽⁹¹⁾そうであれば、このような実際の金利差や供給と需要の関係を

無視した議論は合理的なものとはいえないであろう。

また、日本企業は、これまで、アメリカなど世界で発明された革新的な技術を模倣し、改良することで発展してきたが、著しい情報社会となって日本企業が得意とする改良も韓国や台湾や中国の企業によって簡単に模倣され、その優位性が失われてしまい、かつてのような大きな利潤を獲得することは難しくなっている。⁽⁹²⁾しかも、日本の企業では、薄利多売の精神や、社会に役立つことを評価する精神が根付いているため、細かな部分にも手拔きがない高品質の製品やサービスを安価で提供したり、社会貢献のための見えないコストがかかっているため、利益率が低い要因の一つとなっている。さらに、日本の企業に比べて、欧米やアジアの企業は公租公課等や社会的費用の負担も少ないから、日本の企業が利益率を上げることは、そう簡単なことではないのである。

(2) 高いROEは企業を持続的に成長させるのか

さらに、伊藤レポートは、一般に会社は右肩上がりの成長が可能であることを前提として、最低でもROE 8%を達成できない会社は、生産性の低い会社であり、そのような成長のない会社、すなわち、利益を毎年毎年、増加していくことができない会社は、投資家から見捨てられる（潰れても仕方ない）と説いている。

しかし、会社の設立後の持続率は、ROEが高いアメリカやイギリスの方が低いという現実がある。会社起業5年後の企業生存率は、日本が81.7%であるのに対し、アメリカは48.9%、フランスは44.5%、イギリスは42.3%、ドイツは40.2%である。つまり、欧米諸国では、ROEは高いが、会社を設立して5

(90) 前掲注(82) 8頁

(91) 水野和夫『資本主義の終焉と歴史の危機』（集英社新書、2014年）20頁以下参照。

(92) 岩井克人『ヴェニス商人の資本論』（ちくま学芸文庫、1992年）080頁は、「模倣は革新よりも必然的に容易である。……模倣は模倣を呼び、模倣は群れをなして現れる。……差異は次第に失われ、革新はもはや革新的ではなくなり、利潤は霧散する。それゆえ、企業は新たな利潤の機会を求め、新たな差異の創造、新たな革新への競争を絶えず続けていかなければならない。」と指摘していた。

年後にも残っている割合は、日本の約半分程度しかないのである。⁽⁹³⁾これは、欧米諸国では、高いROEを実現しても、金融資本主義に浸かっている投資家は満足せず、より高いROEを提供する他の会社に投資するために保有株式を売却して資金を回収し、その結果、その会社の株価が低下してしまい、連鎖的に一般投資家も損失の拡大を避けるためにその株式を手放すことになり、株価の下落に歯止めがかからず、新たな資金の借入も困難になって、会社として行き詰まってしまうことや、行き詰まる前に自ら会社を清算してしまうことが理由である。百年企業などは比較にならない。

結局、金融資本主義に基づく先進国の企業は、もはや途上国との競争に勝つことはできず、フロンティア（製品等の販売先）を喪失して持続的な成長を続けることが構造的に不可能になりつつあるから、日本企業は「脱成長」を目指すべきであるとの指摘⁽⁹⁴⁾があり、傾聴するべきものと思われる。

(3) 証券市場に海外投資を呼び込むことが日本企業の利益になるのか

伊藤レポートは、日本の証券市場に海外からの投資を呼び込むためには、日本企業が高いROEを達成することが不可欠であるとしている。確かに、日本の証券市場における株取引の約6～7割は海外の投資家によるものであり、海外からの投資がなければ

ば、日本の株式市場に事実上成立しないともいわれている。⁽⁹⁵⁾しかし、多くの海外の投資家は、日本企業の中長期的発展を期待し、中長期的な株式の保有を前提に株式を買っているわけではなく、⁽⁹⁶⁾できれば4半期ごとの利益の増大による株価の上昇や、長くても1年の決算期ごとの利益の増大による株価の上昇を求め、株価が上昇したところで売却して売却益の獲得を目的としているから、一定の目標利益を見込める価格まで株価が上昇すれば売却して利益を確定させ、逆に、株価が一定の損失限度を超えて下落すれば損切りのために売却して資金を引き揚げて、新たな有利な投資先を探すだけである。

伊藤レポートをはじめとする議論では、市場で評価されることががすばらしいことであるとの暗黙の大前提があるが、証券市場はもともとゼロサムの構造を持つものであり、誰かが得をすれば誰かが損をする弱肉強食の原理が貫徹しており、誰かを出し抜いて利益を得ることを不道德とは考えない世界であり、⁽⁹⁷⁾仮に、海外からの投資を呼び込んで、一時的には株価が上昇したとしても、その利益は海外の投資家に流れてしまい、日本国内にほとんど利益は残らず、株価が下落に転じれば一般株主が大きな打撃を受けることになる。⁽⁹⁸⁾しかも、最近では、海外の一部ファンドが、ターゲットとした特定の会社の株を大量に空売りし、株価が下落したところで買いに

(93) 経済産業省のHPの『2017年版中小企業白書』109頁の「コラム2-1-2②図 起業後の企業生存率の国際比較」による。

(94) 水野・前掲注(91)132頁

(95) 日本証券取引所グループのHPの「投資部門別 株式売買状況 東証第一部[金額]全52社」によれば、例えば、平成29年9月第2週（同年9月11日～9月15日まで）の1週間の一部上場銘柄の株式売買総額26兆7997億円のうち15兆6502億円（約58%）が海外投資家による売買であった。

(96) 上田亮子「2016年株主総会の課題—株主は今何を望んでいるのか」ビジネス法務2016年3月号16頁の【図表6】によれば、国内企業の株主比率に占める海外機関投資家の割合は16.4%であるとされており、証券市場での売買率が60～70%前後であることを考慮すると、海外機関投資家の売買は中長期的な株式保有につながっていないことが推認されるであろう。

(97) マイケル・サンデル教授は、「われわれは、市場の道徳的限界について公に論じる必要がある」（同・前掲注(75)341頁）と述べている。

(98) いわゆるバブル経済の崩壊による景気の回復が長期間にわたってできなかった理由は、ハゲタカ・ファンドなどと呼ばれた海外の投資家がその資本を一斉に引き揚げて、景気回復の元手となるべきそれまでの利益も日本から海外に流失してしまい、日本国内には残っていなかったからである。海外投資家の資金を過度に当てにする経済は、海外投資家の都合でたちまち財務状態が悪化して経営危機や不況に陥る危険性も高く、仮に一旦破たんすれば、その回復が容易なものではない。導入には一定の自制と管理が必要不可欠であろう。

入り、利ざやを稼ごうとする悪質な動きも少なくないようである。したがって、海外からの投資については、最低1年以上の保有を義務づけるとか、一定期間以内の決裁で利益を生じた場合には高額の課税をするなどして、短期利益目的の投機的投資を制限することが必要であろう。

(4) 日本国内の金融資産が投資に向かわないのは ROE5.3%が理由ではない

また、伊藤レポートは、日本の家計金融資産は合計1645兆円に上り、預貯金残高は810兆円を超えている⁽⁹⁹⁾のに、実際に株式・出資金に当てられている額が低く、投資に向かわないのは、ROEが5.3%と低いからであるとの仮説を採っている。しかし、日本の預金金利は0.01%以下で、長期国債の利率も1%を切る状況であるから、仮に株式配当が2~3%程度であったとしても、かなり有利な運用先のはずであり、もっと株式投資などに資金が振り向けられてもよいはずであるのに、実際はそうではない。多くの一般国民が株式投資などに動かないのは、ROEの低さが主な原因ではなく、いわゆるバブル経済の崩壊などによって株価が大幅に下落し、多額の損失を被り、破産した人もいるなどというニュースなどによって、株式投資は危険なものであるとの意識が定着してしまい、なけなしの資金の運用先としては安心できないという心理によるのではないだろうか。

しかも、今日の株式市場は、日本の市場であっても世界的な相場の動向に大きく左右され、例えば、アメリカのトランプ大統領のちょっとした発言や朝鮮半島の動向など、その企業の業績とはあまり関係がない出来事によっても株価は大きく上下する。ROEが高い会社であっても、相場全体が大きく下がっているときにはその株価も下がり、株式投資等

は常に予測できない大きな損失を被る危険性があり、安全、安心の家庭金融資産の運用先ではないのである。

結局、海外投資家の大量の投機的資金を呼び込むことは、証券市場に活況はもたらすものの、日本企業の安定や日本国民の利益にはつながらず、かえって安定阻害要因になっているものと考えられる。そうであれば、そのような安定阻害要因になっている海外投資家による短期的で大量の売買を抑制したり管理する方策を検討し、株価を安定させれば、日本国民も株式投資に対する信頼性を増すのではないかと思われるが、実際は相当の困難があるであろう。

(5) 安易に高いROEを目指すことは会社のためにも社会のためにもならない

伊藤レポートは、日本の企業に高いROEを求めているが、企業の利益率が高いということは、コストが相対的に低いということである。アメリカやイギリスでは、企業の利益率は高くても、無料のサービスはほとんどないし、従業員の雇用は不安定で、社会的インフラ投資も十分ではなく、生活上の安全・安心が著しく劣る社会になっていることは、周知のところである。これに対し、日本では、まだまだ従業員の長期雇用が大前提で、材料の吟味や製品の品質検査や販売・流通における品質管理、販売員の接客態度の良さや包装サービスなどにも手抜きがなく、その分、コストは上がるものの、そうすることで一定の雇用が創出され、実質的な富の分配機能が果たされているともいえる。つまり、会社にとって厳しいといわれる解雇規制や過剰といわれるサービスが雇用の維持に貢献し、結果的に所得格差の拡大を抑制している側面がある。

仮に、経営者が見かけの利益率を上げるためにコストカットを図ろうとすれば、必然的に賃金の引下

(99) 前掲注(82)60頁

(100) 前掲注(82)37頁の図3参照

(101) 多くの日本人は、海外旅行先で簡単なサービスも有料なのに、その質は日本の無料サービスに及ばないことを経験しているはずである。

げや派遣社員の契約の打ち切りや正規社員の解雇等が行われ、労働者に不利益が生じることはもちろんであるが、それだけではなく、中長期的には会社のためにもならない。⁽¹⁰²⁾ もちろん、日本でも、良質の商品やサービスを有料にしたり、その値段を上げるならば、企業の利益率は一定程度改善されるであろうが、⁽¹⁰³⁾ その反面で、所得の低い者はそのような良質の商品を購入したり、良質のサービスを享受することが難しくなり、結局は、格差の拡大をもたらし、ひいては、国民の意識を分断し、社会の安全・安心を破壊するおそれが高まるであろう。

このように考えると、企業の利益率を低くしている日本の社会システム全体が、一種のセーフティネットの役割を担っており、これを簡単に切り捨てることは相当ではない。不労所得を獲得する株主のための経営を第一義とし、可能な限りのコストカットを追及して収益性の向上を目指すようなことは、日本社会全体にとってマイナスであり、そのような株主の利益を最大化するための会社法の改正を推し進めることには、慎重な検討が必要であろう。

(6) 小括

このように、日本の企業に対してROE 8%以上の利益率を求めることは、実際問題として困難であり、無理に達成しようとすれば、コストカットのために従業員の雇用条件を悪くしたり、保有資産を売却するなど、かえって会社の中長期的成長を阻害することにもなるのではないだろうか。

第6 日本企業にふさわしい会社法の改正とは何か

1 東芝問題が会社法に投げかけているもの

これまで述べてきたように、東芝は、率先して委員会設置会社となり、ガバナンスの優等生とまでいわれたのに、長年にわたって組織ぐるみで不正経理が行われ、内部告発があるまで発覚しなかったことは、会社を思うが故の不正を形式的なガバナンスで防止することは困難であることを示している。また、持続的な成長を目指して多くの企業で行われた海外での企業買収が失敗し、東芝では成長どころか債務超過で上場廃止の危機をもたらす原因となったことは、会社に成長を強いる会社法改正の意義に大きな疑問を投げかけている。

特に、日本の経済政策において、企業の中長期的な成長を促すというフレーズは、なかなか異を唱えにくい言葉であるが、成熟産業となっている日本の企業に対してROE 8%を超える成長を求めることは、実際には達成することが難しい目標の設定を強いることになり、⁽¹⁰⁴⁾ その歪みが今回の東芝事件の背景にもなっているように思われる。

それにもかかわらず、現在検討中の会社法の改正事項の多くは、日本企業の厳しい実態を無視したまま、会社は株主の所有であるとのドグマを盲信し、株主の短期的利益を最大化するために役立つ様々なシステムを導入しようとしており、公表されているものを見る限り、日本社会において、会社がどのような意義を有し、どのような役割を果たすことが期待

(102) 二神孝一『マクロ経済学入門 第3版』（日本評論社、2017年）201頁は、経済学的には、「企業の収益が低いからといって賃金を下げてしまうとそれが優秀な労働者の離職を招いてしまう可能性を生み出してしまい、企業の収益をいっそう引き下げることになりかねない」と論じている。

(103) 朝日新聞2017年（平成29年）7月5日朝刊「経済気象台」の「日本的サービスの再考を」（遼）参照。

(104) 日本の製造業は慢性的な供給過剰にある。特に家電製品などは使いこなせないほどの機能を有し、壊れもしないから、一度買えば買い替えの必要もなく、国内市場はすでに飽和状態にある。しかも、需要が旺盛な新興国の所得水準では、高品質・高価格の日本製品を購入できるのはごく一部の富裕層だけであって、市場全体では韓国や台湾や中国の安価な製品に太刀打ちできない。東芝に限らず、成長した日本企業は発展したことで停滞を生じ衰退期にあるのは当然のことであり、高い成長は新たな成長産業でしか期待できないが、模倣し改良を得意とした日本企業にはその成長産業を見つけることが難しいのである。

されているのかなどの基本問題について十分な議論がなされているとは思えない。

以下では、現在検討中の会社法の改正事項を確認した上、会社を規律する基本法たる会社法は、どのような観点から、どのような事項を改正することが期待されるかについて検討したい。

2 改正を諮問されている事項

法務大臣は、本年2月9日、法制審議会に対して、「近年における社会経済情勢の変化等に鑑み、株主総会に関する手続の合理化や、役員に適切なインセンティブを付与するための規律の整備、社債の管理の在り方の見直し、社外取締役を置くことの義務付けなど、企業統治等に関する規律の見直しの要否」⁽¹⁰⁵⁾についての検討等を諮問しているが、この諮問内容は、公表の順番こそ逆になっているものの、神田秀樹教授を座長とする「会社法研究会」(公益財団法人商事法務研究会に設けられた研究会)での検討結果である「会社法研究会報告書」⁽¹⁰⁶⁾の内容を前提とするものである。同研究会では、投資環境の整備という名目で、実質的にはアメリカ型の金融資本主義に基づく各種の制度設計を日本でも取り入れるべきであるとの議論が有力であり、今回の諮問も、そのような意図によるものである。

しかし、アメリカにおける会社の規律をそのまま日本に持ち込もうとしても、さまざまな社会環境や価値観などが全く異なるので、十分に機能することは期待できないし、望ましい日本社会が形成される⁽¹⁰⁷⁾とも思えない。これまでのアメリカ流のガバナンスの強化は、日本の会社に多くのコストを強いており、費用対効果を十分に考える必要がある。また、

形式的なガバナンスを強化しても組織ぐるみの不正を防止することは困難であり、これを防止するには関係者に会社の本来の役割を再認識してもらうことが肝要である。会社法において、会社の社会性・公共性を正面から認める規定を設けることが検討されるべきであるが、以下、上記諮問に含まれている諸点から検討する。

3 ガバナンスとしての取締役等の報酬等

(1) 現在の会社法の報酬に関する規律

まず、現在の会社法における取締役の報酬等に関する規律を確認しておく。会社法361条1項は、「取締役の報酬、賞与その他の職務執行の対価として株式会社から受ける財産上の利益」を「報酬等」として、①額が確定しているものについては、その額(1号)を、②額が確定していないものについては、具体的な算定方法(2号)を、③金銭でないものについては、その具体的な内容(3号)を、それぞれ定款で定めるか、定款で定めていない場合には株主総会の決議(法309条2項に当たらないので普通決議でよい。)⁽¹⁰⁸⁾によって定めるものとしている。これらは取締役によるお手盛り防止を図るための措置であり、旧法当時の判例ではあるが、株式会社では、定款又は株主総会の決議によって取締役の報酬の金額が定められていない場合には、株主総会の決議に代わる株主全員の同意がない限り、具体的な報酬請求権は発生しないと解されており、⁽¹⁰⁹⁾その趣旨は現在も変わりが無い。

検討中の会社法の改正では、役員に適切なインセンティブを付与するための規律の整備が上げられているが、近年、業績連動型のインセンティブ報

(105) 諮問第104号(法制審議会第178回会議配布資料/民1)参照

(106) 商事法務2129号4頁以下

(107) 北村雅史教授は、「筆者は、日本企業のガバナンス体制を世界標準に合わせるべきことを主張するつもりはない。コーポレート・ガバナンス論は「型」にはめるための議論ではなく、「良い」とされるスタンダードを提示しつつ、各国法の枠組みの中で、各企業が創意工夫するための指針を示すことに意義があると考えているからである。」(同・前掲注(79)15頁)と述べている。

(108) 法466条、309条2項11号により、定款の変更には株主総会の特別決議が必要であるため、株主総会の決議で定めるのが一般的である。

(109) 最判平成15年2月21日金融・商事1181号29頁

酬として普及しつつあるストックオプションについては、会計基準等⁽¹¹⁰⁾によって費用計上が義務付けられていることから、上記①の額が確定している報酬に当たると解されているようである。⁽¹¹¹⁾

ただし、定款や株主総会の決議では、各取締役の個別の報酬額まで定める必要はなく、取締役全員に支払われる総額の上限が定めてあればよいとされており、取締役ごとの個別の報酬額は取締役会で決定することが可能であり、⁽¹¹²⁾これを取締役会から代表取締役⁽¹¹³⁾に委任することもできるとされている。

なお、公開会社では、取締役の報酬額は、社内取締役と社外取締役とを分けて、「事業報告」に記載することが必要であり（法435条2項、施行規則121条4号、同124条5号）、その事業報告は、計算書類等の一部として会社の本店又は支店に備え置かれ、株主に対して公開される（法442条1項・2項）。

ちなみに、東芝は指名委員会等設置会社であり、社内取締役が執行役を兼ねているだけではなく、取締役ではない執行役も数多く任命され、業務執行に当たっていたが、各執行役の個人別の報酬等の内容の決定については、法361条1項、379条1項・2項の適用はなく、報酬委員会がこれを決定する（法404条3項）。もっとも、報酬委員会が本当に機能するには、定期的に一定に頻度をもって開催されることが必要であろうが、東芝の場合、取締役会と監査委員会の開催回数は明らかにされているのに、報酬委員会については回数⁽¹¹⁴⁾の記載がないから、開催回数が少ないのであろう。役員等の報酬額の決定につ

いては、コンサルタント会社による資料提供と調整がなされ、報酬委員会は年に1～2回しか開催されないところも少なくないようであり、⁽¹¹⁵⁾法が期待していた機能は果たされていないようである。

(2) 国際的に見た日本企業の役員報酬

日本取締役協会が発表した『2016年度経営者報酬ガイドライン（第4版）』⁽¹¹⁶⁾の改定に先立ち実施された国内機関投資家8社及び海外機関投資家5社に対するインタビュー調査では、機関投資家側から、①日本企業の報酬水準は低い、②報酬の決定プロセスが不透明である、③経営者報酬制度について方針を持つ企業が少ない、④中長期的な業績連動性が十分でない、⑤情報開示の質が低い、という認識が示されたとのことである。⁽¹¹⁷⁾

この調査は一方の当事者である取締役協会が実施したものであり、インタビュー先も少数であるから、その客観的な信頼性については議論の余地があるであろうが、一定の傾向は示されているものと考えられる。このガイドラインによれば、2015年度等における主要各国のCEOの年間報酬水準（インセンティブ報酬を含む実績額の中央値）は、アメリカが約20億4000万円、イギリスが約6億2300万円、ドイツが約5億9700万円、シンガポールが約3億3600万円、日本が約1億6100万円となっており、⁽¹¹⁸⁾確かに日本におけるCEOの年間報酬水準は、アメリカの約12.7分の1、イギリスの約3.9分の1、ドイツの約3.7分の1と低額である。

しかしながら、それだからといって、直ちに日本

(110) 企業会計基準8号・平成25年9月13日改正後のもの、企業会計基準適用指針11号・平成18年5月31日改正後のもの

(111) 神田・前掲注(30)237頁は、報酬の仕組みから見ればインセンティブ報酬は額が確定していない上記②もしくは金銭ではない③の報酬として定めることを示唆している。

(112) 最判昭和60年3月26日判時1169号150頁

(113) 最判昭和31年10月5日集民23号409頁

(114) 前掲注(52)43頁

(115) 澁谷展由編著『東証一部上場会社の役員報酬設計—報酬水準・報酬制度の分析—』（別冊商事法務421号/2017年4月）19頁〔阿部直彦発言〕

(116) 同協会のHPに同名で掲載されている。

(117) 阿部直彦他「日本取締役協会『経営者報酬ガイドライン（第4版）』の解説」商事法務2121号37頁以下、40頁等

(118) 前掲注(116)の『ガイドライン（第4版）』添付資料③1頁

企業のCEOの報酬を欧米並みに引き上げるべきだということにはならないであろう。単純な数字の比較は、それぞれの社会の歴史や社会的環境、価値観等の違いや、全国民的な生涯賃金の在り方等の実情を十分に考慮したものではないし、すべての事柄を金銭的価値に置き換えて善悪の判断までしてしまう⁽¹¹⁹⁾アメリカ的な価値観が正しいわけでもないのに、あたかも高額な金銭評価をしないことが誤りであるかのような前提での議論は、大いに再検討の余地があるのではないと思われる。

(3) 日本における役員報酬の実情

上記のような指摘もあって、日本の企業においても役員報酬についての議論が行われるようになり、役員等の高額報酬が話題になった。

2014年度の日本企業における高額報酬としては、ソフトバンクのニケシュ・アローラ副社長が総額165億5600万円、オリックスの宮内義彦シニア・チェアマンが総額54億7000万円（ただし、45億円は30年もの会社経営に対する「功労金」）、ソフトバンクのロナルド・フィッシャー取締役が総額17億9100万円、日産自動車のカルロス・ゴーン社長が総額10億3500万円⁽¹²⁰⁾、武田薬品工業のクリストフ・ウェーバー社長が総額5億0700万円、トヨタ自動車の豊田章男社長が総額3億5200万円、ソニーの平井一夫社長が総額3億2600万円などであり、外国人役

員に対する高額報酬が目立つ。

これについては、世界的企業になるためには、優れた人材が続々集まる経営環境にする必要があるとの意見もあるが、プロの経営者といわれる外国人は、より高額報酬のポストを提示されれば、躊躇なくそちらに乗り換えることも少なくなく⁽¹²²⁾、はたして本当に有効なのか、明らかではない。

ちなみに、2015年（平成27年）3月期の決算企業で1億円以上の報酬を受領した役員は合計316人（同年6月26日の時点での集計）とされている⁽¹²³⁾。これに対して、2017年（平成29年）3月期の決算企業では、同年6月30日集計で、1億円以上の報酬を受領した役員は合計457人であって、2年間で約1.46倍に大きく増加している⁽¹²⁴⁾。しかし、役員の高額報酬が会社の業績の向上につながっているとの検証はなされていない。

(4) 東芝における取締役や執行役の報酬

これに対して、東芝の2015年3月期の取締役等の報酬状況⁽¹²⁵⁾を見てみると、社内取締役16人に対する報酬総額は3億3810万円であるが、当時の室町正志取締役/会長（執行役は兼任していない）に対して1億0300万円の報酬が支払われているので、残り15人の取締役1人当たりの平均報酬額は1566万円となる（もっとも、社内取締役のほとんどは執行役を兼ねているので、実質的な平均報酬総額はより高額に

(119) マイケル・サンデル・前掲注(75)27頁以下では、2007年にアメリカの大企業のCEOは平均的な労働者の344倍の報酬を得ていること紹介した上、「経営者が従業員よりもそれほど多くの報酬を受け取る権利があるのだろうか。大半の従業員は懸命に働いているし、自分の能力を仕事に注ぎ込んでいる」と述べて、高額報酬を批判している。

(120) ゴーン社長については、フランスのルノーの社長も兼ねていて、同社からも約9億3000万円の報酬を取得しており、2016年のルノーの株主総会では、大株主であるフランス政府を含む54%が高額報酬に反対し、法的拘束力はないものの、その後ルノーはゴーン社長の連動報酬部分を20%減額したようである（朝日新聞2015年（平成27年）6月27日朝刊「経済気象台」の「役員報酬高額化と企業統治」（環珠）参照）。なお、同氏は三菱自動車の社長も兼ねることとなり、日産の社長は辞任したが、取締役にはとどまっている。

(121) 朝日新聞2015年（平成27年）6月27日朝刊の「巨額報酬 日本企業でも次々」と題する記事参照。なお、この記事では、「社員の士気心配」とも書かれている。

(122) 前掲注(121)では、武田薬品工業に入社して年間3億円の報酬を受け取ったCFO（最高財務責任者）がスイス食品大手のネスレに引き抜かれて退社したと紹介されているし、最高額のアローラ副社長がわずかの期間で辞めたことは周知のとおりである。

(123) 前掲注(121)

(124) 商工リサーチ2017年3月期決算最終まとめ「役員報酬1億円以上開示企業結果」

(125) 前掲注(14)「[アニュアルレポート]」43頁

なる。)。社外取締役については、5人に対して6200万円が支払われているので、1人当たり1240万円が支払われた計算になる。⁽¹²⁶⁾また、同年度の東芝では、退任・新任を含めて総勢41人の執行役がおり、支払われた報酬総額は11億3000万円であるから、執行役1人当たりの平均報酬額は2756万円となる（ここでも、田中久雄取締役/代表執行役/社長に対して合計1億1400万円の報酬が支払われているので、残り40人の1人当たりの平均報酬額はこれより下がるものと考えられるが、取締役を兼ねている執行役も少なくなく、金額の調整状況は公表されていないので、実質的な報酬合計額は不明である。)

いずれにしても、東芝は多額の粉飾が明らかになっていた上、実際には数千億円以上の未確定債務を抱えていたのであるから、元社長や現社長はその責任をとって報酬の大幅削減がなされてしかるべきであるのに、⁽¹²⁷⁾それぞれ1億円を超える報酬を得ているのであって、報酬委員会はこれを相当として決定したのであろうが、社会的には受け入れにくいのではないだろうか。⁽¹²⁸⁾役員等の報酬を適切に評価し決定するための独立機関とされた報酬委員会の役割が問われているといえるであろう。⁽¹²⁹⁾

(5) 役員等の高額報酬は日本社会で受け入れられるか

そもそも日本で1億円を超えるような高額報酬が⁽¹³⁰⁾社会的に受け入れられるのであろうか。経営不振に陥った会社の例を見ると、業績の改善について経営陣の力が大きく影響することは否定できないが、同時に、改善の力になる従業員という人的財産や会社に蓄積されてきた有形・無形の財産があつてこそ実現できることも事実である（優秀な社員が辞めてしまった会社では、業績の改善は難しい。）。会社の中長期的成長を支えるのはまさに従業員の努力と活躍に因るものであるから、業績が良くなれば経営陣の報酬も高くなるように設定すればよいというものではない。経営陣の報酬については、全従業員の賃金との関係をも考慮して、バランスの良いものになるような規律が必要ではないだろうか。⁽¹³¹⁾

しかも、欧米におけるCEO等に対する高額報酬⁽¹³²⁾は、社会的には格差拡大の大きな要因のひとつであつて、社会不安を生み出す原因となっている。格差の拡大は、正規社員と契約社員との賃金格差というだけではなく、企業の利益は伸びているのに、従業員の賃金等の⁽¹³³⁾人件費は大きく減少していること

(126) 前掲注(53)43頁では、同年度中に取締役会は全部で13回、監査委員会も全部で14回、開催されたとのことであるから、月1～2回で月額約100万円ということになろう。

(127) 原文人『公益資本主義』（文春新書、2017年）50頁

(128) 伊藤靖史「取締役報酬に関する規律の現状と課題」ジュリスト1495号36頁は、「相当でない取締役の報酬が決定された場合、取締役会構成員は任務懈怠責任（会社法423条1項）を負う」と指摘している。

(129) 朝日新聞2015年（平成27年）10月15日朝刊「経済気象台」の「社外取締役の報酬」では、2001年に経営破たんしたエンロン社は、高名な社外取締役を多数選任し、公開会社の中で最高額を支払い、社外取締役は、そのために判断が鈍った（惻隠）とされている。

(130) 日本全体に責任を持つ内閣総理大臣の年収は約4500万円程度であり、国会議員としての収入も合せると約7000万円くらいになるはずであるが、東日本大震災の復興のための減額措置もあり、実際は約5000万円程度といわれている。また、一般市民にとっては、1億円を超えるような金銭は宝くじに当選することでしか手にすることができない金額である。

(131) 澁谷編著・前掲注(115)5頁では、「本当に従業員の報酬をふやし、豊かな中産階級を育てなければ、日本の市場自体が豊かな市場であり続けたものをつぶしてしまうのではないか……市場も大事だけれども、従業員や社会に対してしっかりと貢献する会社になっていこうという考えです。」「〔岩田彰一郎発言〕と述べられており、同15頁では、「役員という会社の上の5人、10人だけの報酬制度だけを設計しても、その下の構成員の報酬が全く違う制度であれば、会社は一つになって動くということは難しいと思います」〔阿部直彦発言〕と指摘されている。

(132) 水野・前掲注(81)123頁は、CEOの数百倍もの高額報酬は、経済学理論では説明できない、と述べている。

(133) 水野・前掲注(81)19頁

からも生じているから、将来的には高額報酬の是正こそが必要なはずであるのに、日本がこれに追随して国民の格差拡大を称揚しようとするには、大きな疑問がある。

(6) 業績連動報酬を推進するべきか

ア 業績連動報酬の導入目的

今日では、企業の業績に連動する金銭報酬や株式報酬等のいわゆる業績連動報酬 (Pay For Performance) を採用している企業も少なくない。⁽¹³⁴⁾ これらの業績連動報酬 (以下では「インセンティブ報酬」ともいう。) については、取締役に対し、果敢にリスクをとって積極的な経営を行わせる効果があるとされ、そのようなメリットが発揮されることを期待して導入されている。

この点については、平成27年6月1日から施行されている東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードの【原則4-2】の第2段において、「経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的なリスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである。」とし、その〔補充原則4-2①〕では、「経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。」と定められている。⁽¹³⁵⁾ これを受けて、前掲の日本取締役協会の『ガイドライン (第4版)』によれば、「経営者報酬の方針」のひとつとして、「報酬は、業務執行の対価ととらえグローバル競争を考慮しつつ、資質、能力、業績結果に報いる報酬水準とする」とされ、2～4年の中長期的目標として、CEO報酬の30%程度を業績連動賞与とし、株式報酬をCEO報酬の30%以上を目指し、株主へのアカウンタビリティを

確保する、などとされている。そして、さらに平成29年度の税制改正等で株式報酬の損金算入を可能とする法人税法の改正がなされ、整備された (法人税法34条1項2号、3号) ことから、株式報酬の採用を強力に推し進めようとしているようである。

イ 業績連動報酬の前提となる「業績」とは何か

しかし、業績連動報酬については、慎重な検討が必要であろう。まず、「業務執行の対価」とか「業績結果に報いる報酬」ということを考えるためには、前提となる「業務執行」とは何か、「業績結果」とは何かについて、十分な分析、検討がなされてしるべきである。日本の多くの企業は、これまで、利益の多くをそのまま株主に配当するのではなく、豊富な内部留保⁽¹³⁶⁾を持つことによって、不況や業績の悪化に備えたり、中長期的視点や計画に基づく将来への投資資金を確保し、博打のような投資ではなく、時機を選んだ適切な投資によって、持続的な成長を目指すことができたと考えられる。経営者の「業績」とは、必ずしも目先の株主のための財務指標を改善し、配当することではないであろう。

会社の売上げなどの経済的業績が良好ではないときには、配当よりも、事業改善につながる新たな投資を行うことが必要であり、そうすることで企業の持続的な成長をもたらすことができるようになるが、将来の柱になるような投資であればあるほど、1～2年で短期的な成果が出るわけでもないから、業績とは評価されないおそれが高い。また、直ちに経済的な利益を生み出さない (財務指標の改善にはつながらない) ものであっても、人材を育成したり、会社の社会的評価を高めたり、社会に役立つような活動を続けていくことなどは、会社の財務を大きく悪化させるほどであってはならないが、相当な範囲内のものであれば、立派な「業績」と考えられ

(134) その種類や採用企業等について、石綿学他「中長期業績連動報酬・株式報酬の新展開—平成29年度税制改正後の役員報酬の新展開」2134号5頁の〔図表1〕参照。

(135) 引用文は神田・前掲注(30)408頁による。

(136) これらの内部留保は、会社が長期間にわたって利益を積み貯めたものであるから、これに貢献した長期雇用の従業員や長期保有株主に帰属するべきものであって、投機的な短期株主に帰属すべきものではない。

るべきである。

ウ インセンティブ報酬はモラルハザードを生みやすい

また、インセンティブとしての金銭報酬は、一旦与えてしまえば株主との共通利益効果は消滅してしまうし、株式報酬であっても、株価は必ずしも業績に連動するものではなく、かえって無理な達成目標を設定して、無理な押付販売を誘発したり、株価に影響するような情報操作類似の事業報告や業績発表なども行われやすく、いわゆるモラルハザード問題なども指摘されている。最近では、アメリカにおいても、インセンティブ報酬のプラスの効果について懐疑的な調査結果が発表されるなどしており、⁽¹³⁷⁾ 実際にも、インセンティブ報酬を導入したから企業の業績が向上したということが検証されて認められている実例は報告されていない。⁽¹³⁸⁾ しかも、アメリカでのインセンティブの考え方は、経済合理性を前提に、どうすれば簡単にお金が儲かるかを説明する手段になっていて、道徳や法的正義の視点は欠落して論じられることも少なくない。例えば、2004年夏にハリケーン・チャーリーがフロリダを襲って大被害が出たときに、通常は250ドルの小型発電機を2000ドルで売るなどの便乗値上げが各地の商店で横行し、批判も強かったが、その一方で、値上げは経済的に正当なものであると擁護する意見、すなわち、値上げにより消費が抑えられ、遠隔地の業者にとっては高値で売れる機会が得られて商品やサービスを提供するインセンティブが高まったとする意見も少なく⁽¹³⁹⁾ なかったとされているが、そのようなインセ

ンティブは正当なものではないであろう。

エ 制度的な整合性にも問題がある

業績連動報酬の導入に積極的な立場から、「報酬の目的は、企業理念・文化および短期および中長期の事業計画や株主価値創造に連動させる。」とした上、「高業績達成にインセンティブを与えると同時に、低業績には減額が十分行われるよう実質的なPFP制度設計を行い、株主との利益相反を防止する。⁽¹⁴⁰⁾」とされ、「業績の評価指標は、企業戦略を反映させ、財務指標を中心とする。」⁽¹⁴¹⁾とされている。しかし、ここで強調されているのは株主利益との相反防止である上、上記のとおり、「2～4年の中長期的目標」として業績連動報酬を導入するよう述べており、2～4年を「中長期的」と捉えているのであるが、社会的には、中長期的というのは短くても5～10年程度を指し、2～4年程度は、むしろ短期的～中期的というべきであろう。結局、上記ガイドラインは、「中長期的」という言葉は使っているものの、実質的には株主の短期的な利益の最大化を達成する手段としての業績連動報酬の導入を推進しようとしているのであり、実質的には企業の中長期的成長が阻害されるおそれが強いため、積極的に採用すればよいというものではないであろう。

しかも、そのような報酬を受け取る取締役の任期は2年以内（法332条1項）、指名委員会等設置会社であれば1年以内（同条6項）の短期であり、加えて四半期ごとの決算報告も要求しておきながら（金商法24条1項）、その報酬には中長期的な会社の業績等を反映させようというのは、整合性に欠けるの

(137) サミュエル・ボウズ／植村博基他訳『モラル・エコノミー』（NTT出版、2017年）4頁では、「経済的インセンティブと道徳的行動との間のある種の負の相乗効果を示唆している」とされ、さまざまな実験結果が示されている。

(138) インセンティブ報酬を前提に、いわゆるプロの経営者といわれる人たちが短期的に業績を改善させたような例が報告されたこともあったが、その内容は、大量のリストラで一時的にコストダウンを行ったり、不動産や資産を売却して特別利益を計上するなどして、前年度に比べて利益は増加したものの、売上額が伸びた結果ではないので、すぐにじり貧になってしまい、中長期的にはマイナスであったものが少なくないといわれている。

(139) マイケル・サンデル・前掲注(75)9頁以下。

(140) 前掲注(117)4頁

(141) 前掲注(117)6頁

ではないかと思われるし、社会的立場の高い者ほど「清貧」であることを良しとする日本社会の価値観に反するのではないかとも思われる。結局、業績連動報酬の導入を実質的に強制するようなことは、日本社会における企業の在り方や国民の価値観や美徳や仕事感などに重大な変更を加える要因となるものであって、慎重な検討が必要である。

また、業績連動報酬として株式や新株予約権を発行する場合、有利発行（法238条3項1号）の問題が生じることは避けられず、法309条2項5号・6号が株主総会の特別決議を必要としていることとの関係で、法361条1項に定められている株主総会の普通決議で足りるとすることの問題性や、いわゆる相殺方式に拠ることの適否についても、慎重な検討が必要であらう。⁽¹⁴²⁾

オ 仮に業績連動報酬を導入する場合の留意点

仮に、業績連動報酬を実施するのであれば、継続的に実施されることが必要である。なぜならば、1年単位で固定報酬と業績連動報酬との比率を変えることができるのであれば、経営陣は、業績見通しが良いときは業績連動報酬を採用して、その比率を高め、業績見通しが悪いときは業績連動報酬ではなく固定報酬としたり、業績連動報酬部分がある場合でも、その比率を低くすることによって、常に経営陣に都合の良い報酬システムにすることができ、モラルハザードを生み出すからである。⁽¹⁴³⁾

さらには、社外取締役等員には業績連動報酬を設けることは、必ずしも適切ではない。直接に業務執行を担当せず、それを監督する立場の役員について

は、一般的に「業務上の業績」ということを観念しにくいから、「業績」連動報酬の前提を欠くと考えられる。仮に、監督する者に業績連動報酬を設けたならば、業務執行について無用の口出しを招き、会社の経営を混乱させることが懸念される。⁽¹⁴⁴⁾

なお、業績連動というのであれば、取締役よりも、実際に業績を向上させた執行役や従業員にこそ連動のボーナスを与える制度を確立すべきであって、その法的規律の在り方が問題になるはずである。取締役の業績連動報酬だけを論じるのは問題があるように思われる。

4 自己株式の取得問題

(1) 業績連動報酬のための自己株式の取得

いずれにしても、最近では日本の会社でも特に外資系の会社を中心に自己株式や新株予約権を与える場合が多くなっているとのことであり、会社にとっては自己株式の取得と関連する問題であるから、次に、この点について検討する。

日本では、自己株式（会社法113条4項では、「株式会社が有する自己の株式をいう。」と定義されている。）の取得は、平成13年6月改正までは、実質的に出資の一部払戻しであること、株主平等原則に反する疑いがあること、相場操縦や経営陣による支配権維持の手段になるおそれがあることなどの理由から、株式の消却や株式買取請求権の行使を受けて買い取る場合などを除き、原則として禁止されていた。⁽¹⁴⁵⁾しかし、反面で、株式市場の活性化のための手段とすることや、インセンティブ報酬としてのストックオプション付与のための規制緩和の必要性な

(142) 伊藤靖史「株式報酬と会社法〔上〕」商事法務2138号4頁、「株式報酬と会社法〔下〕」商事法務2139号12頁など参照。

(143) 東芝のHPの「役員報酬」を見ると、東芝では、2015年度以降、ストックオプションなどの業績連動報酬は行われていない。株価の下落が続いており、株式報酬ではメリットがないので当然のことであろう。

(144) 澁谷編著・前掲注(115)10頁で、「経営事項についてボードは経営者の上位者ではない」と指摘され〔上村達男発言〕、また、ドイツでは監督側の役員には業績連動報酬を与えないということが法律上明記されているようであり（同27頁〔澁谷展由発言〕）、ヨーロッパでは、社外取締役の報酬は業績にも株価にも一切連動してはならないとされ、すべて現金での固定給とのことである（同28頁〔阿部直彦発言〕）。

(145) 改正の経緯等については、久保田安彦『企業金融と会社法・資本市場規制』（有斐閣、2015年）5頁以下参照。

どから、同改正により、取得手続、取得方法、取得財源についての制約（法157条、160条、170条5項、461条など）はあるものの、取得目的や取得数量などに制限はなくなった。⁽¹⁴⁶⁾

もっとも、経営陣に対して株式報酬として自己株式を付与することについて、上村達男教授は、「報酬制度の議論を見ていると、『欧米の標準』だとか『グローバル・スタンダード』だとかいう言葉がよく出てくるのですが、……アメリカしか検討していないのです。……ドイツもフランスも、自己株式を保有するのは、役員ではなく、労働者が持つのが基本だということです。……自己株式取得がヨーロッパでは今でも原則禁止です。」⁽¹⁴⁷⁾と指摘して、懸念を表明している。

(2) 会社による自己株式取得の弊害

確かに、自己株式の取得が緩和され、インセンティブ報酬としてのストックオプション付与なども盛んになってきたことは認められるものの、自己株式禁止の理由として心配されていたようなマイナスも生じてきている。

株式会社が自己株式を取得すると、その自己株式は、貸借対照表上、純資産に含まれないので、自己資本が少なくなり、自己資本利益率（ROE）が向上する。⁽¹⁴⁸⁾そこで、この関係を利用して、純利益は変わらないのに、自己株式を取得して自己資本を圧

縮し、自己資本利益率（ROE）を上げて、形式的に好業績を装ったり、経営手腕が優れているかのように自己演出したりする弊害が生じていることが指摘されている。⁽¹⁴⁹⁾

問題は、自己株式の取得を認めたことそのものよりも、ROE達成の手段として使われることにあ
る。上場規則や伊藤レポートなどにおいてROE 8%以上の高い成長率の達成を求めている⁽¹⁵⁰⁾、これが上場企業に圧力となって、安易な自己株式の取得に拍車がかかっているのが現実であろう。日本の会社の実態を無視して、ROE 8%以上という数値目標を掲げたことに大きな問題があり、⁽¹⁵¹⁾ROE向上のための自己株式の取得は制限するべきである。したがって、上記の取得財源規制だけではなく、取得目的との関係でも一定の制限をするべきではないだろう。

5 会社補償制度の導入の当否

(1) 会社補償制度の意義と推進派の論拠

また、先の「会社法研究会報告書」では、会社補償制度の導入も検討されているが、⁽¹⁵²⁾会社補償制度とは、取締役等の役員に対する行政調査や責任追及訴訟等が提起された場合などに、その取締役等が要した（裁判）費用等を会社が補償し、負担することを認めようとするものである。そして、法務大臣の諮問を受けて検討されている法制審議会会社法制

(146) ただし、現在でも、法135条により、子会社による親会社株式の取得は、事業全部の譲受けや合併に伴う場合等を除き、禁止されているし、不正取得の場合には取締役等に対して5年以下の懲役又は500万円以下の罰金という罰則がある（法963条5項1号）。

(147) 澁谷編・前掲注(115)26頁〔上村達男発言〕

(148) 小宮一慶『「ROEって何？」という人のための経営指標の教科書』（PHPビジネス新書、2015年）95頁

(149) 平成29年3月17日付け東京証券取引所の「資本政策に関する株主・投資家との対話のために～リキャップCBを題材として～」では、リキャピタリゼーション（資本再構成）を目的とする新株式予約権付社債（リキャップCB）を発行して資金を調達し、その資金で自己株式を買い入れる問題点について注意喚起がされているほか、朝日新聞平成29年9月3日朝刊の記事では、平成24年から平成28年までに約50社がこのリキャップCBを発行しており、既存株主の利益にはならないとの懸念も指摘されている。

(150) 前掲注(82)6頁、40頁以下参照

(151) 小宮・前掲注(148)100頁は、「機関投資家のファンドマネージャーは、3カ月程度のスパンでパフォーマンスを評価されることも少なくありませんから、短期で儲けなければ、クビになるか減給になってしまいます。このような投資家は、投資先会社の5年先、10年先のことなど考えていない場合もあります。」と指摘している。

(152) 前掲注(106)商事法務2129号19頁

(企業統治関係) 部会の第4回会議(平成29年7月26日)でも、「解釈だけで対応することは予測可能性や法的安定性の観点から問題があるのではないかなどとして、会社法に会社補償に関する規定を設けるべきであるという意見が多く出されたようである⁽¹⁵³⁾」と紹介されている。

会社補償制度の導入を検討する理由としては、取締役等としてなされた行為について、行政調査の対象となったり、取締役等に過失が認められそうもないのに責任追及の訴えが提起されることもないわけではなく、そのような場合などに、その行政調査等に応じるための費用や訴訟追行のために必要な弁護士費用等を取締役等の個人負担とするのはあまりに酷であって、会社がその費用を補償することが相当であり、企業経営者が過度にリスク回避的になることなく攻めの経営判断を進めていく適切なインセンティブを付与することに役立つなどというものである。そして、会社補償制度の導入に積極的な立場からは、アメリカにおいて会社補償が一般的に認められていることを前提として、たとえば、「会社の最善の利益の実現と役員個人の利益との間に対立が生じ得ることとなる。会社補償によって、役員個人の経済的負担を一定程度軽減することは、こうした会社と役員個人との利害対立を止揚し、結果として会社の利益に資することとなる⁽¹⁵⁴⁾」などと主張されている。

(2) 導入慎重派の論拠

しかし、その導入については、次の諸点を十分に検討すべきである。

ア 民法650条の委任事務処理費用等として請求できる

導入慎重派は、現行の法330条は民法650条を準用しており、委任事務処理費用の償還請求権(同条1項)が認められているから、これによって裁判費用の補償を請求できることや、「受任者は、委任事務を処理するため自己に過失なく損害を受けたときは、委任者に対し、その賠償を請求することができる」(同条3項)と規定されていて、受任者である取締役は、その職務行為に過失がなければ、委任者である会社に対し、上記責任追及訴訟を受けて被った損害の賠償を請求することができる⁽¹⁵⁵⁾ことから、新たに会社法に規定を設けるには、同項との整合性も慎重に検討する必要があるというものである⁽¹⁵⁶⁾。

イ 会社の最善の利益の実現と取締役等の個人的利益との対立は稀である

次に、導入積極派は会社補償によって役員個人の経済的負担を一定程度軽減することは会社と役員個人との利害対立を止揚し、結果として会社の利益に資すると説明している。

しかし、取締役は、「法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない」(法355条)のであって、ここに「法令」とは、取締役を名宛人とする法令だけではなく、会社を名宛人とする法令、例えば独占禁止法等をも含み、取締役は、広範な法令順守義務を負い、会社が法令に違反することがないように最善を尽くす義務があるのであるから、通常、取締役がそのような法令順守を前提として「会社の最善の利益の実現」を図る行為をすることによって違法性が疑われるような事態は、ほぼ生じないはずであ

(153) 「N W E S」商事法務2141号104頁

(154) 武井一浩＝中山龍太郎＝松本絢子「会社補償実務研究会『会社補償実務指針案』の解説」商事法務2134号21頁

(155) 江頭・前掲注(20)494頁は、「弁護士報酬額を含め防御のために要した相当額」を会社に請求できるとしている。

(156) 神作裕之「『会社法研究会』報告書について」商事法務2133号15頁

(157) 最判平成12年7月7日民集54巻6号1767頁、最判平成20年1月28日判時1997号148頁、最判平成21年11月9日刑集63巻9号1117頁、最判平成22年7月15日判時2091号90頁等

る。上記の懸念は、違法な方法又は違法の疑いはあるが違法とまで確定されていない場合に、そのことで会社に利益がもたらされるのであれば、そのような方法を実行することが「会社の最善の利益」に適用との考えを前提としているようにも思われる。つまり、「最善の利益」とは「経済的に最大の利益」と理解しているのであろうが、会社が法人格を与えられているのは、社会的存在として、社会に役立つ正当な利益の実現を目的とする限度において⁽¹⁵⁸⁾であって、ただ単に当該会社の経済的な利益の最大化を図ればよいというものではない。社会的な利益を害するような行為は、会社に最大の経済的利益をもたらすものであっても、「会社の最善の利益」ではない⁽¹⁵⁹⁾。社会的利益を害することのない方法で会社が得られる最大の経済的・社会的な利益こそ、「会社の最善の利益」というべきである。そうであれば、会社の最善の利益の実現と役員個人の利益との間に対立が生じるということが、立法を要するほど頻繁に起こるかのような前提は、ミスリードというべきであり、適切ではない。

ウ 受任者に重過失がある場合を含むことは不適切である

また、取締役には善管注意義務があり（法330条、民法644条）、「債務の本旨に従い、善良なる管理者の注意をもって」行動する義務を負っているから、民法650条の受任者が「委任事務を処理するため自己に過失なく損害を受けたとき」とは、一般には無過失を指し⁽¹⁶⁰⁾、仮に受任者に有利に解釈するとしても、「重過失なく」損害を受けたときと解すべきことは明らかであろう。

しかし、先の会社法研究会では、「重過失による任務懈怠行為に関して生じた費用等を補償の範囲か

ら除外してしまうと、会社補償制度の意義が大きく減殺されてしまうという意見もあった」と紹介されており⁽¹⁶¹⁾、また、前記の「会社補償実務指針案」の「争訟費用等の補償基本方針案」の第1条（争訟費用等の義務的補償）では、「会社は、役員（以下「被補償者」という）が請求等の当事者となった場合は、当該請求等に関連して負担する争訟費用等を補償する⁽¹⁶²⁾」となっていて、取締役等が訴えられたりすれば、他の要件は全く問わずに、会社が取締役等の争訟費用等を肩代わりすることとなっており、これでは要件がないのと同じである。そして、同じく「損害賠償金の補償基本方針案」の第1条（損害賠償金に対する補償）では、取締役等が支払を命じられた損害賠償金についても、「対会社責任としての損害賠償金」を除いて、補償委員会の過半数の賛成で、会社の利益に資すると認められれば補償されるものとされており⁽¹⁶³⁾、対会社責任を除くということは、主に法429条1項に基づく取締役等の対第三者責任としての損害賠償金などについて会社が肩代わりして支払うということになるが、同項による取締役等の対第三者責任は取締役等に故意又は重過失があることが要件であるから、結局、上記の基本方針案の趣旨は、取締役等に故意又は重過失がある場合にも会社補償を認めるということに帰着し、著しく不適切なものといわざるを得ない。

一般に、「重過失」は「悪意・重過失」といわれるように、過失であったとしても、法的評価として悪意と同視するのが社会的に相当であるような場合を指し（例えば、民法698条は、緊急事務管理において管理者が損害賠償責任を負うのは悪意又は重大な過失がある場合に限ることを明文で定めている。）、軽過失とは質的に異なると理解されている。

(158) 違法行為の実行を目的とする会社は法的に認められない。

(159) 最大判昭和45年6月24日民集24巻6号625頁等

(160) 幾代通＝広中俊雄『新版注釈民法（16）債権（7）』（有斐閣、1989年）276頁〔明石三郎〕

(161) 前掲注(106)19頁

(162) 武井ほか・前掲注(154)25頁

(163) 武井ほか・前掲注(154)26頁

そして、取締役等が善管注意義務を尽くすということは、誠実に行動することが前提であり、誠実に行動していれば、通常は無過失であるし、仮に何らかの落ち度があったとしても、せいぜい軽過失と評価されるはずであって、重過失と判断されることは考えられない。それにもかかわらず、重過失がある場合にまで保護しなければ会社補償制度の意味がないのであれば、そのような制度はモラルハザードを生みやすく、前提となる取締役等の善管注意義務と矛盾することになるし、民法の原則との整合性にも大きな問題がある制度ということになる。

エ アメリカでは弁護士費用が極めて高額である

また、推進意見は、アメリカでは会社補償は一般的に認められていることを根拠の一つとしているが、前提の事情が異なる。アメリカでは、会社訴訟等における弁護士費用が信じられないくらい高額で、⁽¹⁶⁴⁾訴訟終了までの弁護士費用の総額は、とても個人で負担できるようなものではない。アメリカで損害賠償請求訴訟を起こされた日本企業が、審理の途中で和解に応じることが多いのは、仮に敗訴した場合には懲罰賠償制度によって実損額を大きく上回る懲罰賠償を命じられるおそれがあることや、判決に至るまでのアメリカでの弁護士費用が極めて高額なものになるため、⁽¹⁶⁵⁾和解による解決のメリットがあることなどが理由であるといわれている。

これに対して、日本では、タイムチャージで報酬を計算する弁護士もいるが、アメリカのように天文学的な額の報酬を請求することはまずない。しかも、実際には、取締役の行為が会社にとって正当な

ものと考えられる場合には、会社が取締役に對して弁護士を紹介し、さらには取締役側に補助参加し、同一弁護士を会社の代理人としても選任するなどの方法をとって、弁護士の報酬は会社だけが負担し、実際に取締役等が個人的に多額の費用を負担することはあまりないようである。⁽¹⁶⁶⁾したがって、日本では、会社補償制度をどうしても導入しなければ取締役等にとって著しく酷になるようなことは、ほとんど生じていないのではないだろうか。

オ 立法により無用の混乱を生じるおそれがある

また、民法の規定との関係が十分に検討されていないのに、直ちに会社法に会社補償の条文を設けることは、いかにも拙速であろう。過去にも、他の法律との関係を十分に検討しないまま会社法を改正したことによって無用な混乱を引き起こした例もある。

株主代表訴訟により、粉飾決算を見逃した取締役YらのZ会社に対する損害賠償責任が追及された事件において、会社が民法42条によりYらに補助参加することができるか否かが争われ、最高裁は、「決算に関する計算書類は取締役会の承認を受ける必要があるから（商法281条〔会社法436条3項〕）、本件請求は、取締役会の意思決定が違法であるとして提起された株主代表訴訟である。そして、上記損害賠償請求権が認められてYらが敗訴した場合には、Zの第48期以降の各期の計算関係に影響を及ぼし、現在又は将来の取引関係にも影響を及ぼすおそれがあることが推認されるのであって、Zの補助参加を否定すべき特段の事情はうかがわれない。」⁽¹⁶⁷⁾

(164) 筆者が直接聞いているところでは、アメリカの法律事務所のパートナーの場合、現在では1人1時間当たり1000ドル（約10万円）以上であることも珍しくないようである。

(165) 佐々木一芳編『米国訴訟必勝ガイド改訂版』（アイ・エル・エス出版、2003年）6頁〔阿部佳基〕は、日本の企業がアメリカでディスカヴァリーなどを行えば、弁護士費用が年間数千万円、1億円かかるケースは決して珍しくないと紹介している。

(166) 筆者が裁判官当時、会社と取締役とが共同で訴えられている事件や会社が取締役に補助参加している事件において、和解の条件交渉の際などに、関係者や代理人からそのような説明を何度も受けたことがある。改正法849条1項について、会社は補助参加の利益を問わずに取締役に補助参加することができるとの解釈は、そのような便宜を意図したものであろう。

(167) 最決平成13年1月30日民集55巻1号30頁

と判し、個別具体的に補助参加の要件を審査して、会社による取締役側への補助参加を認めた。⁽¹⁶⁸⁾

そして、上記最高裁判例後に定められた現行の会社法849条1項本文は、「株主等又は株式会社等は、共同訴訟人として、又は当事者の一方を補助するため、責任追及の訴え（省略）に係る訴訟に参加することができる。」と定め、この条文については、上記のように補助参加を否定する見解もあったことから、民訴法42条を前提に補助参加の利益が認められる限り、会社が取締役側に補助参加することを定めたものと理解されるはずであったが、立法担当者において、会社は補助参加の利益の有無を問題にすることなく、当然に取締役側に補助参加することができることを定めたものであるとの考え方を示したため、民事訴訟法の研究者等から強い反対にあっており、一層混乱させる結果になっている。⁽¹⁶⁹⁾

カ モラルハザードが生じない要件を検討するべきである

私は、株主から訴えられた取締役等の訴訟について、一定の要件の下に会社が補助参加をしたり、弁護士費用等を負担するなどして訴訟の追行を支援することを完全に否定するものではないが、上記の「会社補償実務指針案」の「争訟費用等の補償基本方針案」の第1条（争訟費用等の義務的補償）では、取締役等が訴えられたりして、会社に請求すれば、会社は、他の要件は全く問わずに取締役等の争訟費用等を肩代わりするものとされており、あまりに取締役等の利益に傾きすぎている。私の裁判官としての経験や公刊物に掲載されている事件等による

限り、明らかに取締役に責任があるような場合にまで、会社が取締役に補助参加をしたり、和解の際に利害関係人として参加して会社が損害賠償責任を肩代わりしようとするのも少なくないように思われる。それにもかかわらず、安易に取締役等の弁護士費用等を会社が肩代わりすることは、実質的に会社と取締役等との間に利益相反問題を生じさせ、法356条1項3号の趣旨に抵触するおそれがあるであろう。しかも、上記のとおり、現状でも、取締役等に責任がないとして勝訴して確定した場合には訴訟費用や弁護士費用等は会社から支払ってもらえるのであるから、安易に要件や範囲等を緩和した制度を導入することには賛成できない。

仮に、会社補償制度の導入を検討するのであれば、アメリカでは一般的であるとの理由で立法を進めるのではなく、アメリカと日本とのさまざまな違いを十分に踏まえつつ、肩代わりが許される要件、立て替えの範囲や限度額、株主総会への報告手続、取締役が敗訴した場合の求償を確保する手段などについて、十分な検討がなされるべきである。⁽¹⁷¹⁾そして、これまでの会社法における取締役等の責任免除については厳格な要件が定められており、株主総会の特別決議に基づく一部免除の場合には、株主総会に提案するに先だち、監査役や監査等委員や監査委員の全員の同意が必要とされていること（法425条3項）などを考慮すれば、会社補償の場合にも、取締役等への求償免除などを判断する前記の補償委員会は、外部委員のみで構成されるべきであるし、その判断は委員全員の一致を原則とするべきである。

(168) もっとも、会社の補助参加を認めるべきではないとする見解も有力であり、原審の名古屋高決平成12年4月4日は、会社の補助参加の利益を否定し、この判決でも、町田裁判官は会社が補助参加することは許されないとの反対意見であった。判例解説として高部真規子「判例解説」最高裁判例解説民事編平成13年度（上）55頁以下、会社法の視点を踏まえた論考として吉垣実「株主代表訴訟における会社の被告取締役側への補助参加」『会社訴訟の研究』（成文堂、2003年）41頁以下等を参照されたい。

(169) 相澤哲編著『一問一答新・会社法（改訂版）』（商事法務2009年）251頁

(170) 笠井正俊「株主代表訴訟の被告側への会社の補助参加の可否」会社法判例百選〔第3版〕142頁に経過等が要領よくまとめられている。

(171) 会社補償ですべてに対処することは困難であり、必要に応じて保険などに加入することが検討されるべきである。なお、武井一浩「会社補償及びD&O保険の最新動向と課題」ジュリスト1495号39頁以下など参照。

6 現状で社外取締役の選任を義務づけることは適切ではない

会社法の改正の検討では、社外取締役の選任を義務づけることについても検討されているが、その選任を義務づけようとするのであれば、義務づけを必要とする積極的な理由を、もう一度、検討すべきであろう。経営と監督との分離を図り、モニタリング・モデルを実践するために導入されたはずの指名委員会等設置会社が、実際は張り子の虎であることは、東芝のケースからも明らかであろう。これまでも述べてきたように、アメリカと日本とでは、社会の在り方はもとより、内部昇進制度など会社としての組織の根幹や、共有する価値観や行動規範も全く異なるのに、それらを無視して形だけアメリカの制度を導入しても、十分な機能を発揮することは難しい⁽¹⁷²⁾。十分な機能を発揮するように運用を工夫すべきであるとの意見もあるが、一方で効率化とコストの削減を求めながら、他方で、効果もはっきりしないのに、多くの手間と多額の費用を要する面倒な制度⁽¹⁷³⁾を義務づけるのは、矛盾があるといわなければならない。

また、仮に取締役会の多数が社外取締役で構成され、業績連動報酬なども導入して株主利益の最大化を目指して経営を行わせるということになれば、これまでも述べたように、中長期的な成長という言葉とは裏腹に、実際は短期的な経営に陥るおそれが高いのであって、そのようなことは、結局、日本企業の健全な成長を阻害し、海外の投機的資本家に⁽¹⁷⁴⁾過大な利益を献上する一方で、日本国内では従業員の賃金の引下げや過剰なコストカットが行われて、格差の拡大をもたらし、社会を不安定なものにする大きな要因となりかねない。

いずれにしても、社外取締役の選任などによる不祥事抑止やインセンティブ報酬の導入などによる業績の向上などには限界がある⁽¹⁷⁵⁾のであって、日本社会や日本の会社の実情等を直視すれば、社外取締役の役割は外部の「御意見番」という程度の位置付けが適切であり、「取締役」という地位が必要とは思われず、その複数の選任を義務づけることに合理的な理由はないのではないだろうか。日本の会社⁽¹⁷⁶⁾の現状を踏まえて、適度な監視、監督を実施しつつ、経営陣と従業員全体でのモラルの維持・向上を⁽¹⁷⁷⁾

(172) 仮屋広郷「コーポレート・ガバナンスへの視座」法学セミナー648号11頁は、最良のコーポレート・ガバナンスというモデルは存在しないと達観している。これに対し、佃秀昭「2016年度コーポレートガバナンスの実態に関する調査結果の紹介」商事法務2119号31頁では、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に対してどの程度貢献しているかとのアンケート（回収率19.0%）に対して、「非常に高い」が19.7%、「高い」が41.3%であったと紹介されているが、回収率の低さに加えて、この種のアンケートでは、一般に「効果がない」という否定的な回答することには躊躇があり、肯定的な結果になりやすいというバイアスが生じることを考慮するべきであろう。

(173) 経営と監督とを分離するといえは聞こえはいいが、それまでは取締役で足りたものを、取締役と執行役とに分離し、それぞれに相当数の人員を配置することが必要になり、東芝では、前記11頁のとおり、16人の取締役と、36人の執行役（うち7人は両者を兼務していたから、実数は合計45人である。）が存在していたのであって、これらの取締役や執行役の世話をするための事務部門も含めれば、委員会等設置会社という制度を維持するために、相当の人員と費用とがかかっていたはずである。

(174) これに対して、国内の機関投資家（投資信託、信託銀行、生命保険会社等）については、200を超える機関がスチュワードシップ・コードの受け入れを表明しているようである。その評価は、今後、株価が下落したときにどのような行動をとるのかを見てからするのが相当であろう。

(175) 内田交謹「日本企業の取締役会の進化と国際的特徴」商事法務2007号42頁

(176) もっとも、前田雅弘「コーポレート・ガバナンスと社外取締役の位置づけ」ジュリスト1495号25頁は、「社外取締役」という「形を整えることで内外の投資家の信認を獲得し、ひいてはわが国の資本市場の国際競争力の強化に資する」効用が認められるとするが、これまでも述べたとおり、海外からの投機的投資には大いに問題があり、そこまでして投資環境を整備する必要性があるかどうかを慎重に検討するべきであろう。

(177) 須藤典明「外部取締役の選任を義務付けることは適切か」金融・商事判例1518号1頁なども参照。

はかかるような制度的工夫こそ、最もよく不祥事を抑止するとともに、会社の業績の向上に寄与するのではないかと考える。

7 指名委員会等設置会社では執行役会などについての規律も必要である

仮に、指名委員会等設置会社の制度をこのまま存続させ、取締役会が社外取締役を中心に構成されるのであれば、会社法において、執行役や執行役会の在り方についての規律を定めることも必要ではないだろうか。

取締役を外部から選任するといっても、執行役は内部昇進制度によって従業員から登用されるのが通常であり、そのような執行役は若いときから会社の先輩後輩の間柄で仲間意識があるから、無意識のうちに外部から選任された社外取締役を警戒する傾向がある。しかも、社外取締役は月に1度の取締役会くらいにしか出社しないので、実情はせいぜい代表執行役と話をするくらいで、実際に部門別に担当業務を指揮している多くの執行役と十分な意思疎通や情報交換を行うだけの時間を確保することは極めて難しいであろう。

また、執行役だけで数十人規模になれば、任意の機関として設置される執行役会にあらゆる業務情報が集約されることになるが、社外取締役がそのような執行役会に出席することはなく、生の情報に接する機会もないから、実際問題として社外取締役が執行役を適切にコントロールすることは至難の業であろう。しかも、社外取締役とともに社内取締役の選任をも認め、執行役から社内取締役に昇格することを認めるのであれば、執行役として業務の中心にあった者が取締役として君臨し監督することになり、ミニ院政となることは見易い道理である。

実際には、かつての専務取締役会や常務取締役会

のように、執行役専務や執行役常務が複数いて専務（執行役）会や常務（執行役）会で重要な業務決定がなされているから、社内取締役が十分な情報を把握するためには、これらの執行役会に参加することが必要になる。仮に社内取締役が参加すれば、内部昇格制度のヒエラルキーが働くので、実質的にはその社内取締役の承認を得たうえで重要な業務決定がなされることになり、その社内取締役は、監督側ではなく、業務執行側の人間になってしまう。しかも、執行役会に参加して情報を収集している社内取締役と、十分な生の情報を持たない社外取締役との間で情報格差が生じ、社外取締役が十分な機能を果たすことはさらに困難になる。

したがって、指名委員会等設置会社の制度をこのまま存続させ、社外取締役を中心とする取締役会社とするのであれば、会社法において、執行役や執行役会と執行役と社内取締役との関係についての規律が必要であるほか、情報格差が生じやすい社内取締役と社外取締役との関係についても十分な規律を設けることが必要ではないかと思われるが、はたして、そこまでして社外取締役の選任を義務づける積極的な意味があるのかどうかは疑問である。

8 監査役（会）のさらなる活用を図る制度を検討すべきではないか

これまで日本の会社では、さまざまな問題はあるものの、監査役（会）制度がそれなりに機能し、⁽¹⁷⁸⁾ 取締役や取締役会との一定の住み分けもできて、指名委員会等設置会社よりも簡便でコストも安く使い勝手の良いシステムが提供されていたのであるから、個人的には、そのような監査役（会）制度をさらに活用するような制度設計が適切ではないかと考えている。平成26年の改正では、指名委員会等設置会社のミニ版ともいえる監査等委員会設置会社（法

(178) 稲葉・前掲注(54)165頁以下に工夫すべき視点の一端が示されている。

(179) 前記11頁のとおり、2013年（平成25年）当時、東芝には36人の執行役がいた。

(180) 西山芳喜「監査役権限強化の範囲と機能の強化」新・法律学の争点シリーズ5 会社法の争点（有斐閣、2009年）170頁

2条11号の2)の制度が設けられたので、若干の検討をしておきたい。⁽¹⁸¹⁾

前記注(36)のとおり、指名委員会等設置会社へ移行した会社はごく限られていたが、監査等委員会設置会社には一部上場会社のうち約22%が移行したようである。⁽¹⁸²⁾しかし、それは、監査等委員会設置会社では、指名委員会等設置会社と異なって指名委員会と報酬委員会を置かなくてよい⁽¹⁸³⁾ため、指名委員会等設置会社への移行と多くの社外取締役の選任を求められていることに対する緊急避難的措置として移行したと見るのが相当であって、決して喜ぶべきことではない。

監査等委員会設置会社(法326条2項により定款で定めることが必要である。)では、従来の監査役を置くことは禁止されており(法327条4項)、公認会計士などの資格を有する者が、監査等委員である取締役(法399条の2第2項)となつて、取締役の監査や会計監査人の選解任の決定や監査等委員である取締役以外の取締役の選解任についての意見の決定などの職務を行う(同条の2第3項)ことになる。しかし、監査等委員である公認会計士などの取締役は、取締役といっても業務執行の経験や知識を有するわけではなく、これを有する取締役に對して業務を委任することも広く認められている(同条の13第5項)⁽¹⁸³⁾から、その実態は従来の監査役とほとんど変わりはないであろう。結局、指名委員会等設置会社という形態の導入にこだわったものの、移行が少なかったことから、中間的な監査等委員会設置会社という制度を創設したものであって、監査役会設置会社との実質的な違いはそう多いものではないように思われる。

なお、今回の東芝問題で明らかになったように、会社と会計監査機関とが対立した場合、誰が、どのような手続で、どのような調整を図るべきかについては、会社法でも金融商品取引法でも具体的な規律が定められていない。前後の会計監査機関の責任の押しつけあいのような争いもあったようである。そのことが今回の東芝の混乱を長引かせた要因の一つであることは明白であるから、会社法として、そのような場合について明確な規律を定めることが必要であろうと思われる。

9 上記以外の検討すべき事項

本稿では、上記以外にも会社法の改正で検討すべき点をいくつか指摘してきたが、それら以外の点について、若干の指摘をしておきたい。⁽¹⁸⁴⁾

(1) 役員等の報酬と従業員の給料等との関係についての規律

会社に法人格が認められているとはいえ、実際に事業によって利益を上げることができているのは、従業員が働いて消費者に対して商品やサービス等を提供し、その代金を得ているからであつて、取締役会が方針を決定したり、執行役が販売方法等を決定するだけで会社に売り上げがあり、お金が入ってくるわけではない。

しかも、取締役等の報酬に業績連動報酬を導入するならば、取締役等は、手っ取り早くROEを上げて、報酬の増額を得ようとする事態が生じるおそれがある。ROEは純利益を純資産で割った比率であるから、形式的に純利益を高めれば、ROEを上げることができる。そして、売上額が伸びないときには、コストをカットすれば純利益を上げることができるから、短期的利益を生み出すためにコストカッ

(181) 導入の理由等については、鳥山恭一「監査等委員会設置会社」前掲注(31)20頁以下参照。

(182) 日本取締役協会のHPに掲載されている「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査 日本取締役協会(2017年8月1日)」6頁によれば、同日現在で、東証一部上場企業2020社のうち、監査役会設置会社が1516社、監査等委員会設置会社が442社、指名委員会等設置会社が62社となっている。

(183) 実態調査として太子堂厚子「監査等委員会設置会社への移行後の実務課題—指名・報酬に関する規律と重要な業務執行の決定権限の委譲—」商事法務2111号18頁以下参照。

(184) 第2の3の「のれん」の制限(7頁)、第5の3(3)海外からの短期保有投資の制限(24頁)など

トに走るといふ事態も起きる。⁽¹⁸⁵⁾

そのような事態を回避するためにも、取締役等の報酬と従業員の賃金は、適正なバランスを保つべきであって、取締役等が従業員に比して、考えられないような高額報酬を得られるようなシステムは、日本の会社法での会社のあるべき姿ではないように思われる。⁽¹⁸⁶⁾

また、そのこととも関連するが、取締役等の報酬が適切なものであることを検証できるようにするためには、個々の取締役や執行役等の報酬額が具体的に開示されていることが必要不可欠である。取締役や執行役等のプライバシーの侵害ではないとか、株主総会において濫用的な質問を誘発するとか、濫用的な株主代表訴訟が多発するなどの理由で、開示に反対の意見が強いようであるが、業績連動報酬等の導入を検討するのであれば、各取締役や各執行役等の業績と共に、それぞれの具体的な報酬額も併せて開示されるのが筋であろう。⁽¹⁸⁷⁾

(2) 株主代表訴訟で義務付け訴訟の請求を認めること

前記のとおり、会社法は、取締役や執行役の責任免除については厳格な手続を定めており、今回の不正経理問題では、東芝は、各部門で組織的な経理操作があったことを認めているのであるから、不正経理に関与した取締役や執行役に対して損害賠償を請求しなければならないはずである。仮に、責任限定契約が締結されていたとしても、予め定められた額か最低責任限度額のどちらか高い方の額を超える部分が免除されるにすぎない（法427条）から、どち

らか高い方の額を超えない部分（残部）については、請求が必要なはずである。そして、会社が取締役や執行役に対してそのような請求をしないときには、株主が株主代表訴訟によって取締役や執行役の責任を請求することができるとするのが会社法の規律である（法427条）。

しかし、本件の東芝の場合のように、全社的な規模で複雑な手順を駆使して長期間にわたって行われた組織的な粉飾を、何らの確定的な証拠も情報も有しない個人の株主が代表訴訟を提起して、主張立証し、責任を追及するなどということは、全く現実的なものではない。不正経理の内容について、一応、前記の第三者委員会報告がなされており、その報告書も公開されているが、役員等が争うことは明らかである。そのような不正経理による損害賠償請求は、会社しかその全貌を明らかにすることはできないし、訴訟追行には膨大な手間と費用が必要であり、株主個人に期待するのでは不十分であるから、会社が確実に損害賠償請求訴訟を提起するように会社法で定めるのが筋ではないだろうか。

仮に取締役や執行役等が会社に損害を与えているのに、会社が取締役や執行役等に対して損害賠償請求訴訟を提起しない場合には、会社は株主に対して同請求訴訟を提起しない理由を説明する義務があることや、一定の要件を満たす株主は会社に対して、会社が上記の取締役や執行役に対し損害賠償請求訴訟を提起すべき旨を命ずることを求める訴訟（いわゆる義務付け訴訟）を提起することができることなどを、会社法で定めるべきではないだろうか。⁽¹⁸⁸⁾

(185) 小宮・前掲注(148)102頁以下では、上記のことを指摘した上、「『すぐにROEを高めたい』という短絡的な思考で人件費を削減しますと、非正規雇用の人ばかりが増えたり、企業価値を生み出す源泉である従業員が辞めたり、彼らのモチベーションを下げてしまったりする」と指摘している。

(186) 道野真弘「ドイツの企業統治」『藤田勝利先生古稀記念論文集 グローバル化の会社法の改正』（法律文化社、2014年）315頁は、ドイツでは、監査役会は取締役の報酬と上席職員および従業員全体の報酬との関係に配慮すべきことが勧告されていることを紹介している。

(187) 香月裕爾「法制審議会会社法（企業統治等関係）部会における取締役の報酬等に関する改正の方向性」金融・商事判例1524号1頁等も参照

(188) なお、株主が株主代表訴訟を起こすまでもなく、例えば、証券取引等監視委員会などの第三者機関が会社に代わって取締役や執行役に対する損害賠償請求訴訟を提起する者を指定することができるような制度も検討されるべきではないか。

今回の会社法改正の検討では、株主による株主代表訴訟が全く理由のない不当なものであることを前提とする会社補償制度の導入などが検討されているが、それよりも、会社が本来請求すべき損害賠償請求を請求していないことの方がより大きな問題のほずであり、ガバナンスを強化するというのであれば、会社が提起すべき役員等に対する損害賠償請求訴訟を起こさない場合に、上記の義務付け訴訟を認めるなどして、取締役や執行役等の責任を明確にするための制度整備の方が重要であろう⁽¹⁸⁹⁾。

第7 株主利益の最大化原則は経営判断の基準となるか

1 なぜ株主利益の最大化原則が問題なのか

これまで検討してきたように、現在の日本の会社法改正は、東芝ほか多くの企業の失敗にもかかわらず、攻めの経営を推進し、株主利益の最大化を目指すことに熱心である。しかし、会社には株主の他に

も多くの利害関係者がいる。現代の企業は、株主、役員、従業員を構成員とし、仕入先や販売先や金融機関などの債権者とは債権債務関係があり、その製品の販売やサービスの提供などを通じて消費者とも密接な関係を有している。そのほか、被災地への支援や慈善事業への寄付や参加などの社会貢献⁽¹⁹⁰⁾をしたり、税金や社会保険料等の一部を負担するなどして、地域社会や日本という国とも密接につながっている。そのようなさまざまなステークホルダーがいる中で、会社は、株主の利益の最大化を目指して経営されるべきであるとするのが「株主利益の最大化原則⁽¹⁹¹⁾」である。

この株主利益の最大化原則の考え方は、アメリカやイギリスの会社では主流となっているが⁽¹⁹²⁾、日本やフランスやドイツの会社では、これを支持する経営者は少数であり、株主以外の従業員や債権者等の利益も等しく考慮すべきであるとする「ステークホルダー論⁽¹⁹³⁾」が圧倒的に支持されている⁽¹⁹⁴⁾。

(189) 上記のほか、株主総会の通知や資料の電子開示の問題も検討されており、機関投資家等にとってはそれではよいのかもしれないが、一般の個人株主にとっては問題がある。一般的には、スマホなどの普及でIT環境は相当程度まで整備されているが、個人株主の中には高齢者も少なくなく、日常的にスマホなどを利用しているわけでもないであろう。仮に、スマホを利用していても、大量の株主総会の説明資料を電子データで送りつけられると、その全部をスマホで確認するのは容易ではないし、送られてきた多くの電子データを自分でプリントして確認しようとすれば、労力や時間や費用などもかかるため、プリントせずに資料を読まなくなるであろう。電子開示が趨勢だとしても、一定数以上の議決権を有する個人株主に対しては、求められれば、書面での資料送付を前提とすべきである。

(190) 一般論としては、これらの行為は、直ちに株主の利益に寄与することはなく、ましてや株主の利益を最大にするものでもないであろうが、社会的な期待や要請に応え、応分の金額のものである限り、取締役や執行役等の善管注意義務違反が問題になることはない（最判平成8年3月19日民集50巻3号615頁）とされている。

(191) 落合誠一『会社法要説 第2版』（有斐閣、2016年）23頁、52頁以下、田中亘「ステークホルダーとガバナンス—会社法の課題」企業会計57巻7号57頁等。なお、江頭・前掲注(20)25頁は、株主利益最大化原則は「次善の策」であるとしており、積極的な肯定説ではない。

(192) 大杉謙一「会社は誰のものか」『落合誠一先生古稀記念 商法法の新しい礎石』（有斐閣、2014年）4頁は、「アメリカで株主利益最大化論が主流になったのは比較的最近のことである」と指摘している。

(193) 正井章彦『西ドイツ企業法の基本問題』（成文堂、1989年）117頁等のほか、田中誠二『三全訂会社法詳論上巻』（勁草書房、1993年）37頁以下、大隅健一郎＝今井宏『会社法論上巻〔第三版〕』（有斐閣、1991年）6頁、野田博「CSRと会社法」『株式会社法大系』（有斐閣、2013年）27頁等

(194) 久保克行＝内ヶ崎茂「経営者報酬と企業の社会貢献」商事法務2125号26頁によれば、日本、イギリス、フランス、ドイツ、アメリカの5カ国で、「企業は誰のために経営されているのか」についてアンケート調査を行ったところ、「株主の利益のため」との回答は、日本3%、イギリス71%、フランス22%、ドイツ18%、アメリカ76%であったのに対し、「すべての利害関係者の利益のため」との回答は、日本97%、イギリス29%、フランス78%、ドイツ82%、アメリカ24%であって、イギリスとアメリカでは、企業の経営は株主の利益のためと考えられているものの、フランスとドイツでは80%前後がすべての利害関係者の利益のために経営していると答え、日本では何と97%がすべての利害関係者の利益のために経営していると答えている。

しかしながら、現在の会社法改正の検討では、会社の成長のための「攻めの経営」「攻めのガバナンス」ということが前提とされており、その趣旨は、海外から多くの投資を呼び込むためには、「株主利益の最大化」を目指して、リスクがあっても最大の投資効果を見込めそうな経営を行っていく必要があるというものである。そして、経営者に「株主利益の最大化」を目指して積極的な経営を選択させるには、株主の利益と経営者の利益とをシンクロさせることが効果的であるとの考えから、これまで見てきたように、インセンティブ報酬などを導入し、⁽¹⁹⁵⁾また、仮に株主から代表訴訟などを起こされた場合の取締役等の経済的負担を軽減するため、会社補償制度も整備しようとしている。

会社が営利組織である以上、その経営に際して株主の利益の確保を目指すことは当然であるが、今、問題となっているのは、株主利益の「最大化」を目指して経営することの当否であり、株主の利益の確保を目指すことと、株主の利益の「最大化」を目指すこと（株主利益の最大化原則）とは、似てはいるものの、同じではない。株主利益の「最大化」を目指して経営するという内実は、これまで見てきたように、最低でもROE 8%を超える高い利益率を目指してリスクを覚悟で経営するということを意味しているが、そのようなリスクをとる攻めの経営によって高い利益率を上げることは、実際問題として、多くの日本企業にとって「言うは易く、行うは

難し」という現実がある（高い利益率は、新たな分野の限られた企業だけに可能なものである。）。東芝をはじめとする日本の多くの企業が攻めの経営に失敗し、容易に回復することができないほどの損失を被り、単なるリスクにとどまらないほどの大きな打撃を受けていることを直視するべきである。

そして、そのような失敗の背景には株主利益の最大化原則があるのであるから、会社法における会社経営の規律の基準として株主利益の最大化原則を正当なものとする理論的根拠は何なのか、株主利益の最大化原則は会社法における経営規律の在り方として適切なものなのかなどについて、改めて検討することが必要である。

2 株主利益の最大化原則の理論的根拠

株主利益の最大化原則の理論的な根拠は、①会社は株主の所有であることと、②株主利益の最大化を図ることが他のステークホルダーの利益を最大化することでもある、⁽¹⁹⁶⁾という点にある。

(1) 会社は株主の所有なのか

上記の二つの根拠のうち、①の「会社は株主の所有である」との点について検討する。⁽¹⁹⁷⁾

ア 会社が取得する権利義務の主体は会社である

現在の会社法の教科書等では、株式会社では「所有と経営とが分離している」という前提で、すべての説明が始まることが多い。会社は株主の所有であるが、実際に株主が会社の経営に当たることは難しく、経営陣に経営を任せざるを得ないから、所有と

(195) 経済産業省産業組織課では、平成28年6月3日付で「『攻めの経営』を促す役員報酬」という資料をとりまとめ公表している。なお、黒田嘉彰＝土屋光邦＝松村謙太郎「『攻めの経営』を促すインセンティブ報酬」商事法務2100号33頁以下参照。

(196) 落合・前掲注(191)23頁、52以下など

(197) 「会社は株主の所有である」という命題は、「会社は誰のものか」という問いに対する答えでもある。その当否はさておき、「会社は誰のものか」という問いと、「会社は誰のためのものか」という問いは、言葉としては似ているが、その意味は全く異なる。「会社は誰のものか」という問いは、会社の所有者や、会社の利益の最終的な帰属先を確定することで、ステークホルダー間に利害対立がある場合に、誰の利益を優先させるべきかの基準を導き出そうとするものであり、通常、会社は株主のものであるとか、あるいは、会社の利益の最終的な帰属先は株主であるとして、ステークホルダー間に利害対立がある場合には株主の利益を優先させるべきであるとの基準を導くのが普通である。これに対して、「会社は誰のためのものか」という問いは、会社は誰に対してどのような役割を果たすべきかを考えることで、会社が重視すべきステークホルダーの利益を客観的に判断しようとするものであり、会社の社会性や公共性などをどこまで考慮するかで、どのステークホルダーの利益を重視すべきかの結論を異にする。

経営とが分離しているというのである。⁽¹⁹⁸⁾しかし、会社は、本当に株主の所有なのであろうか。

会社は、自然人のように生まれれば当然に法的な権利義務の主体になれるものではなく、会社法が定めている一定の設立要件（法25条以下）を満たした上で登記を行い（法908条1項）、法人格を取得して初めて、その目的とされた事項の実現を図るために必要な範囲で、法的な権利義務の主体になることができる（法3条）。ここで、会社は、法人格を得て、権利義務の主体になるのであって、権利義務の客体になるのではない、ということを再確認しておく必要がある。会社が事業活動によって取得した財産や債権債務等は、会社に帰属するのであって、株主に帰属するものではない。会社は従業員を雇用するが、株主が従業員の雇用主になることはなく、株主が従業員の賃金について責任を負うこともない。また、会社が違法行為を行って第三者に損害を与えてしまった場合、損害賠償責任を負うのは会社であって、株主ではない。会社が債務超過になって債権者に支払うことができなくなっても、株主がその債務の支払義務を負うことはない。仮に、株主が法的な意味で会社の所有者であり、会社が株主の権利の客体になるのであれば、株主はその所有する会社の活動から生じるすべての責任を最終的に負担することになるはずであるが、株主は出資額を限度とする有限責任を負うにすぎず（法104条）、⁽¹⁹⁹⁾最終的に責任を負担することはないのである。

イ 会社は目的をもって設立され、株主は有限責任で資金を提供しただけである

そもそも会社は、通常、新しい製品や技術やサービス等の開発・製造・販売・普及などを計画し、そのことで社会に便益等を提供しつつ、経済的利益をも獲得しようとする目的⁽²⁰⁰⁾を持つことからスタートする。そして、その目的に向かって活動するためには資金が必要であるから、出資を募り、その出資をした者が「株主」であって、出資は、設立された会社⁽²⁰¹⁾がその目的を実現するための手段の一つである。しかも、株主は、配当受領権等を有するが（法105条1項各号）、その責任は出資額を限度とする有限責任であり（法104条）、そのような限定的な方法で手段を提供した者が会社を所有すると考えるのは、おかしい論理である。

ウ 会社に資金を提供しているのは債権者等も同じである

株主は、会社に資金を提供していることで会社と関係しているのであるが、会社に活動資金を提供しているのは株主に限らない。金融機関などの大口債権者は、会社に対して個々の株主よりも多額の活動資金を貸し付けて提供しているのが普通であり、会社の業績によって大きな影響を受けるから、株主と比べて会社との関係や利害が低いなどということはない。また、会社に対して原材料等を販売している業者や下請け業者なども、その代金を回収するまでは、会社に債権を有し、活動資金を提供しているのと同じである。株主が会社に資金を提供しているこ

(198) 神田・前掲注(30)27頁，落合・前掲注(191)37頁，近藤光男＝柴田和史＝野田博『ポイントレクチャー会社法 第2版』（有斐閣，2015年）164頁，弥永真生『会社法第14版』（有斐閣，2015年）111頁，吉本健一『会社法（第2版）』（中央経済社，2015年）28頁，中東ほか・前掲注(48)12頁など

(199) 法104条は、一般的な株主の責任を前提としつつ、特に株主の責任を免除した規定であると理解する余地もないではないが、そうであるとしても、株主が会社の所有者であるならば、会社が倒産するなどして支払えない場合には、株主の所有者としての責任が復活しなければならないはずである。

(200) この会社の目的は定款に定められ（法27条1号）、株主を拘束する。会社成立後にこの定款を変更するためには株主総会の特別決議によらなければならない（法466条，309条2項11号）、簡単に変えることはできない。

(201) 神田・前掲注(30)5頁では、定款所定の目的による制限は、取引の安全を確保する趣旨によるものであるとされており、誤りではないものの、そのような法技巧的な説明を優先させることは、会社が目的をもって設立され、その社会的目的の範囲で法人格が付与され存在が認められるという原則を軽視する結果となるように思えてならない。

とで会社を所有していると考えるのであれば、同様に会社に資金を提供している金融機関や売掛金を有している取引先も会社を所有していると考えなければ論理的な一貫性に欠けることになるであろう。

エ 株主が残余財産分配請求権者であることは十分な根拠にならない

もっとも、株主が会社を所有していると考えの見解は、会社に資金を提供しているといっても、株主とその他の債権者とは質が異なると考える。株主は、残余財産分配請求権者であり（法105条1項2号）、従業員や債権者に対して弁済された後の残余財産にしか権利が認められていないから、債権者とは異なるというのである。しかし、そもそも残余財産にしか権利が認められていないということが、なぜ、会社の所有を基礎づけることになるのであろうか。

上記のとおり、株主は、会社が取得する権利義務の帰属者ではないし、その責任を引き受けるわけでもない。また、株主は、出資の払戻しを受けることができず、また、従業員や債権者に対して弁済がなされた後の残余財産にしか権利が認められていないといっても、その代わりに、原則として株式の自由譲渡が認められており（法127条）、上場会社であれば証券取引所を通じて株式を売却して、実質的に出資（市場価格での売買になるため、厳密には取得価格（原始株主であれば出資額）よりも高いときもあれば、安いときもある。）を取り戻し、いつでも会社から逃げ出すことができることになっている。⁽²⁰²⁾これに対し、債権者は、弁済期に拘束されており、弁済期が到来するまでその支払を請求することはできず、任意に離脱することが困難である。もちろん、従業員は会社からの賃金で自分や家族の生活を維持しており、転職するといっても容易ではないか

ら、会社の業績が悪いからといって簡単に辞めることはできない。

仮に会社が倒産するような場合には、相当前から実質的に赤字経営で、従業員等の給料や債権者への支払も相当期間滞っていたり、資産も大きく評価割れしているのが通常であって、従業員や債権者は十分な弁済を受けることができるのに、株主だけが劣後するというものではない（担保権者の一部が優先弁済を受けることがあるが、それは、そのような担保法制の結果であり、債権者一般が十分な弁済を受けるということではない。）。しかも、上場会社であれば、経営が悪化しても、通常は他社に吸収合併されたりするため、株式が全く無価値になるようなことはあまりないから、株主が残余財産分配請求権者であることを強調することは片面的な観念論であろう。

オ 「会社は株主の所有である」というのは比喩的表現にすぎない

このように考えてみると、「会社は株主の所有である」という場合の「所有」とは、一般に考えられている所有の概念とは全く異なるものであることが明らかである。また、その利害関係の強さから見ても、株主の利害が常に従業員や債権者の利害よりも強いものであるとはいえないから、形式的にも実質的にも、株主が会社を所有していると考えなければ会社法としての適切な規律ができない合理的な理由は見当たらないのである。一般に「会社は株主の所有である」といわれている場合の「所有」という言葉は、すべての権利義務の帰属を前提とするものではないし、最終的な責任の所在を示すものでもなく、利害関係の強さを前提としているものでもないから、法概念としての「所有」を意味するものではなく、説明の便宜上なされる比喩的な表現にすぎ

(202) 譲渡制限がある場合（法107条1項）には、譲渡の承認を求め（法136条、137条）、承認が得られない場合には買取を請求することができ（法140条以下）、最終的な譲渡性は保証されている。

ないと理解するほかはない。⁽²⁰³⁾なお、会社法では、経営陣を選任するのは株主総会の権限（法309条1項）とされているが、それは会社の機関としてであって、そのことから株主が会社の所有者であることになるわけではない。

カ 会社は会社の所有である

これまでも述べたように、会社には株主、役員、従業員、取引先、債権者、消費者、地域社会、国など多くのステークホルダーが関係し、利害を有しているが、そのいずれも会社を所有しているとは不十分であって、結局、会社法をはじめとする現行の法体系の中では、会社は会社の所有であり、それ以外の何ものでもないと考えてのが正当であろう。したがって、「会社は株主の所有である」という命題自体が法的には正当なものとして成立していないのであるから、「会社は株主の所有である」との命題から、株主利益の最大化原則の正当性を基礎づけることはできないといわなければならない。

(2) 株主利益の最大化を図ることが他のステークホルダーの利益も最大化するのか

株主利益の最大化原則を正当化するものとして主張されているもう一つの根拠は、株主利益の最大化を図ることが上記のような株主以外のさまざまなステークホルダーの利益も最大化することになる、という理由である。株主は、従業員を含む債権者への支払がなされた後になって、もし剰余の利益があれば、それを取得し得るにすぎないから、そのような株主の利益が最大化するように取締役や執行役の行動を規律すれば、従業員や債権者を含むステークホ

ルダーの利益も最もよく守ることができるというものである。⁽²⁰⁴⁾

しかし、株主利益の最大化を図ることが株主以外のステークホルダーの利益を最大化することになるのか否かは、原理的な問題ではなく、極めて実践的な効果の問題のはずであり、株主が残余財産分配請求権者であるという建前から当然に導かれるものではない。仮に原理的な問題を考えるのであれば、上記のとおり、株主は原則としていつでも自由に株式を譲渡することができ、目先の利益だけを求めて、具合が悪くなれば株式を手放して会社から逃げ出せばよい存在であり、実際に多くの投資家は目先の利益を求めて株式を売り買いしているのに、そのような株主の利益を最大化することが、どうして会社から離脱することが容易ではない従業員や下請の取引先などの他のステークホルダーの利益を最大化することになるのかを論証する必要があるであろう。

実践的な効果の観点から見れば、先に触れたとおり、残余財産の分配が問題になるような事態は、会社にとって例外であり、特に株式を上場している一定規模を有する公開会社が債務超過で倒産するような事態は極めて稀なことであるから、そのような例外が生ずる可能性を根拠に、通常の日々の会社経営におけるステークホルダーの優先順位の原則を考えようとするのは、例外を原則に逆転させており、そもそも合理的なものとは思われない。⁽²⁰⁵⁾取締役や執行役等の経営陣が、日々の会社経営において、どのような基準を採用すれば上記のような多くのステークホルダーの利害をもっとも適切に調整することが

(203) 神田・前掲注(30)1頁では、出資者が所有者になるという意味は、「事業の活動によって生じる利益の帰属者になるという意味である」とし、その意味での「出資者が事業の運営を支配することを意味する」としているが、「事業の活動によって生じる利益」のすべてが株主に帰属するわけではないし、次に検討するように「利益の帰属」と「運営の支配」とが論理必然的な関係にあるわけでもないから、十分な説明にはなっていないように思われる。

(204) 落合・前掲注(191)47頁以下

(205) 最近のシャープや東芝のケースが社会的に大きな注目を集めているのは、大企業が債務超過に陥り、倒産の危機に瀕するようなことは極めて少なく、ニュース価値があるからである。しかも、仮に会社が債務超過状態になっても、通常は、債権者が繋ぎ融資をしたり、弁済期日を更新して書き換えるなどするため（株主は新たな出資はしないが）、直ちに倒産して株主の残余財産分配請求権が現実化することはない。

できるのかは、まさに日常的に発生するステークホルダー間のさまざまな利害対立の状況に応じて柔軟に考えられるべきであって、株主の利益を最大化するように考えれば、株主以外の多くのステークホルダーの利益も当然に適切に守られるとするのは、ユートピアの世界であり、利害対立の実情を無視したものという他はない。⁽²⁰⁶⁾

しかも、前記のとおり、会社が倒産するような事態になれば、実際には従業員や債権者も十分な支払を受けることは困難な状態に陥っているのが普通であるから、株主は残余財産にしか分配請求権がないといってみても、説得力に欠けるのである。

(3) 株主利益の最大化原則には大きな問題がある

また、現在行われている会社法改正の検討では、取締役等の経営陣について積極的にインセンティブ報酬を導入することを推進するようであるが、取締役等にインセンティブ報酬を導入して株主と取締役等との利害を一致させるならば、取締役等にとっては、「株主利益の最大化」を図ることが自分の個人的利益に合うことになり、「株主利益の最大化」を図るという正当化理由を得たことで、躊躇を感じることなく自己の利益も実現することができるようになる。株主とその他のステークホルダーとの利害対立を調整すべき取締役等の経営陣が、株主と利害を同じくして判断することは、日々の経営判断にお

いて偏った判断をする可能性を高めるものであり、適切なものとは考えられない。

もちろん、株主利益の最大化原則を主張する落合教授は、この原則は「あくまでも株式会社法の法原則としてそれが求められるということであって、株式会社法の外の世界においてまで、その貫徹を要求するものではない。……法律上、その要請よりも優先する他の法律の法ルールがあるならば、その要請には従わなければならないのは当然である。」⁽²⁰⁷⁾とするが、実際問題としては、取締役等の経営陣は、直ちに違法にはならない限度で、一番手取り早く利益を増加させる方法を選択することも少なくない。例えば、売上げが伸びていないのにROEが上がっているような場合（まさに株主利益の最大化原則はそのようなことを求める。）、実際には、従業員に支払われるべき賃金を抑制したり、下請業者の工賃等を叩いて外注費を下げたり、債権者への弁済期限を何度も先延ばししてキャッシュフローを改善するなど相当のコストカットなどが行われ、他のステークホルダーに対してギリギリの限界まで犠牲を強いることが少なくないが、その反面で、株主と取締役とがより大きな利益を獲得するような事態も起きており、⁽²⁰⁸⁾まさに利益至上主義となるのであって、他の法律の法ルールにまかせておけば適切に処理されるというものではない。

(206) なお、落合・前掲注(191)56頁は、従業員や他のステークホルダーの利害を考慮せよとの主張は、「実際問題として困難な要求であり、しかも客観的かつ明確な判定基準がないといわざるを得ないのである。それにもかかわらず、そうした義務を経営者に課すとなれば、経営者の恣意的な判断をかえって隠蔽・助長することになるであろう。」と論じているが、公開会社であれば、通常、安定的な経営を求める長期保有株主と、短期的な利益を求める投機株主とが存在し、どちらも株主であるから、「株主利益の最大化」を目指すといっても、どちらを優先させるべきかについて、客観的かつ明確な判定基準を提示することはできていない。しかも、この議論は、経営者は、日常的な事象について柔軟で適切な判断ができないほど愚かであり、一義的な基準を与えなければ恣意的な運用に走る利己的な存在であることを前提としているが、あまりにも予断と偏見に満ちた見解であり、賛成することはできない。

(207) 落合・前掲注(191)57～58頁

(208) 原・前掲注(127)22頁では、2008年に経営不振に陥ったアメリカン航空の経営陣が従業員に340億円もの大幅な給与削減を求め、倒産を回避するため従業員組合がこれを受け入れたところ、その経営陣は、懸案だった大幅な給与削減を成功させたとして200億円ものボーナスを受け取り、どん欲だとの批判に対して、株主と経営者の長期的な利害関係が一致するよう設計された報酬規定によるものであり、問題ないと反論した例が紹介されている。この例では、経営陣に対するボーナスとされた200億円部分の削減は必要不可欠ではなかったことになり、会社と経営者とが、従業員の利益を犠牲にして会社と経営者の利益を優先させたことは明らかであろう。まさに違法ではないが、社会的に非難されるべき行為が行われたのである。

会社は社会的な存在であり、経営者が経営判断をする際の法規範は、まずは、会社が営業活動を行う日々の経営判断において、株主だけではなく、従業員や債権者（従業員の家族や債権者の従業員やその家族も含まれる。）はもとより、その商品やサービスの提供を受ける一般消費者や、そのような商品やサービスの存在を前提として成立している社会全体の利害をも考慮して、適切な判断を下すことに役立つものでなければならないであろう。⁽²⁰⁹⁾ただ、実際には上記のような総合判断の基準を定式化することは簡単ではないから、取締役や執行役等がその善管注意義務や忠実義務を履行するに際して、株主利益の最大化原則が一定の判断原則となることは否定しないものの、理想の利害調整原則というわけではなく、あくまでも「次善の策」⁽²¹⁰⁾として位置づけられるべきものであり、「他の利害調整原則を排除してどこまでも貫かれるべき性質のものではない」⁽²¹¹⁾と考えるのが正当であろう。⁽²¹²⁾

結局、株主利益の最大化原則を採用するべきか否かは、会社の意義をどのように理解するののかの違いによって、その結論を異にしている。そこで、最後に、会社に社会性・公共性が認められるのか否か、認められるとした場合に、会社法に何らかの規律を設けるべきか否かについて検討する。

3 会社の社会性・公共性と会社法の規律

(1) 会社に社会性・公共性が認められるのか

これまでみてきたように、会社は営利団体であり、事業を営み、併せて経済的利益を獲得することを目標として設立されるものではあるが、その存在意義は、単に利益の獲得ということにとどまるものではない。会社法が、会社という団体に法人格を与え、独立の取引主体としての法的地位を認め、さまざまな法律等で多くの便益を与えているのは、会社が、従業員には仕事と給料等を与え、債権者には利息や代金等を支払い、消費者には生活に必要な製品やサービス等を提供しているほか、災害支援や慈善事業などで地域社会に貢献し、公租公課等を支払うことで国や自治体の活動やサービスを経済的に支えているなど、社会的に有用な存在であって、社会全体の安定に重要な役割を担っているからであり、会社に社会性・公共性が認められることは明らかであろう。⁽²¹³⁾そして、会社は、期限付きではない法人格を有するがゆえに、個々の人間の寿命を超えて存続することができ、世代を超えて受け継がれるべき技術を後世に伝え、価値ある製品等を作り続けることができる。会社は、社会的意義をもって設立され、単に株主による金儲けの手段として設立されるものではない。

(209) 会社が倒産必至の状況で株主利益最大化原則が妥当しないことは、落合・前掲注(191)58頁も認めている。

(210) 江頭・前掲注(20)25頁

(211) 江頭・前掲注(20)22頁

(212) 近藤ほか・前掲注(198)3頁は、社会貢献活動との関係で、「会社は株主だけではなく、社会に対しても責任を負うべきものであろう。ここに株主利益最大化基準と異なる次元の基準を持ち込むことが適切かもしれないが、一方で企業の社会貢献を促進し、他方で社会活動の美名の下に経営者が逸脱行動をすることを防止するという問題を同時に解決することは難しい。」と正直な心情を吐露している。確かに、これまでにそのような社会活動等を理由とする経営者の逸脱行動がなかったわけではないが、架空売上げなどの不正経理に比べれば極めて例外的な出来事であって、会社法において同時にすべてを解決できるようにする必要まではないように思われる。会社法は、経営陣に対して、法令遵守義務(355条)や忠実義務(356条)を定めて逸脱行動を禁止し、会社や第三者に対する損害賠償責任(423条、429条)も定めて、経営者が社会貢献活動等を行う際の指針は提示しているから、これを逸脱する例外的な行動については刑事処罰や損害賠償などに委ねるのが相当であろう。これに対し、社会貢献活動等は日常的に行われるべきであるが、会社法にその根拠とするに足る規定はないから、今後、これを正面から認める趣旨の規定を設ける意味があると思われる。

(213) これに対し、株式会社(会社)は金融資本主義の完成形であり、株主は最大の利潤を求めて会社に出資するのであって、会社は最大の利潤追求の手段にすぎないと捉えるならば、その運営方針は株主の利益を最大化するかどうかで判断することになるであろうが、現代社会においても、会社は何らかの社会的意義を目的の一つとして設立されるもので、株主に最大の利潤を獲得させる手段として設立されるわけではないであろう。

もっとも、このような会社の社会性・公共性は、企業の中で「会社」という形態そのものが有する性質ではなく、会社に限らず「企業」そのものに共通して認められる性質であるから、会社が有するそのような社会性・公共性については、社会経済全体の視点から、企業の在り方の問題として規制されるべきであって、会社法において規制すべき問題ではないとの考えもある。⁽²¹⁴⁾

確かに、どのような企業も、従業員を雇用し、取引先を持ち、消費者に対して製品やサービス等を提供し、税金等を支払うなどして、多かれ少なかれ社会性・公共性が認められるから、「会社」という企業形態だけが社会性・公共性を有するものではないという分析は、鋭い指摘である。しかし、企業には、組合から株式会社（本稿では「会社」と略称している。）まで、さまざまであり、その社会性・公共性の程度も大きく異なる。会社では、株主という細分化された特殊な権利を有する大勢のステークホルダーが存在し、抽象的には出資者として共通の性質を有するものの、それぞれが株式を取得するに至った経緯や目的や関心などは異なり、会社が有する社会性・公共性には全く関心がなく、単に利益の獲得の手段としての会社にしか意義を認めない者も少なからず含まれている。しかも、会社は、他の企業形態に比較して格段にその規模が大きく、組織も複雑で、その活動によって社会や公共に与える影響の内容や範囲や程度等は、組合や合名会社や合資会社や合同会社などとは比較にならない。現代社会における会社の機能は広範なものになっており、①個々の経済主体間の利益調整も経済全体の利益との関連においてはかられるべきであること、②会社法

における公共性の概念は、公共の福祉の原則・権利濫用禁止の原則（民法1条）の会社法的発現であること、③会社法の規定の多くが強行法規であり、多くの場合で裁判所の関与が認められていることなど⁽²¹⁵⁾をも考慮すれば、抽象的な意味での団体としての社会性・公共性は、会社以外の企業形態にも認められるものではあるが、特に株式会社が有している社会性・公共性の内実は、株式会社以外の企業形態に認められる社会性・公共性の内容や程度や発現形態などとは大きく異なっており、イレギュラーな事態が発生した場合⁽²¹⁶⁾、社会的な影響も比較にならないから、その社会性・公共性について、それ以外の企業形態とは別に、会社法における位置づけを明確にしておく意味があるものと考ええる。

(2) 会社法に会社の社会性・公共性に関する規定を設けるべきか

もっとも、会社に社会性・公共性があるとしても、会社法にその旨の規定を設けることには強い反対論がある。例えば、鴻教授は、「企業あるいは株式会社の社会的責任という概念の内容が全く不明確であること、一般規定を置いても実効性がないこと、経営者の裁量権の拡大をという結果をもたらすおそれがあること」を理由として、「企業の社会的責任に関し、会社法に一般規定を設けることは適当でなく、不必要なことと考える。のみならず、株式会社法上の個々の制度の改善に当たり、企業の社会的責任をいわずに強調した規定を設けることにも反対である。」⁽²¹⁷⁾とされている。しかし、このような見解に対しては、昭和56年、平成2年の商法の改正当時から、「構成員や会社と取引をする第三者の数」が次第に増大し、また会社の活動範囲が広汎かつ多

(214) 鈴木竹雄『新版会社法（全訂第5版）』（弘文堂、1994年）5頁は、このような趣旨であろう。

(215) 田中誠二『三全訂会社法詳論上巻』（勁草書房、1993年）37頁以下、石山卓磨『現代会社法講義（第3版）』（成文堂、2016年）7頁等

(216) その最大の事件が東芝が第3号機を建設した福島第一原子力発電所の事故であろう。また、さまざまな偽装事件は、利益優先による安全・安心の軽視であり、超過勤務手当の不払いなども利益優先による過度のコストカットによるものである。

(217) 鴻常夫『会社法の諸問題Ⅰ』（有斐閣、1988年）47頁。ただし、企業の社会的責任を否定ないし軽視する趣旨ではないと述べる。

岐にわたってくるようになると、会社の公共的性質ないし企業の社会的責任が強調されるのも怪しむにたりない。これをどのように法律の中に採りいれてゆくかが、まさに会社法改正の今後の課題でなければならぬ。」との指摘もあった。⁽²¹⁸⁾

今日の社会的状況をみると、会社や企業の活動は、いい意味でも、また悪い意味でも、従業員のみならず一般消費者や国民や社会に対してさまざまな影響を与えており、会社の社会的責任（Corporate Social Responsibility）への期待や要請が高まっていることは、会社が社会的存在であり、強い公共性を有することと切り離して考えることはできない。⁽²¹⁹⁾ 単に、一般規定として民法1条が公共の福祉への適合や、信義誠実の原則や、権利の乱用防止を定めているから、それで足りるというものではない。⁽²²⁰⁾ 上記のような多様な会社の社会的意義を正面から認め、そのことを会社法の中に何らかの形で明記することは、十分に意義があるものと考えられる。

しかも、会社法の中に会社の公共的性質ないし社会的責任に関する規定を設けることは、何も会社の問題行動を規制するという消極的側面だけではなく、会社や企業の社会貢献に会社法上の根拠を与えるという積極的側面も有するのであって、今日的な意味があるものと考えられる。⁽²²¹⁾ そして、会社の社会性や公共性についての規定が設けられるならば、業績連動報酬を考える際に、「業績」として、ROE等の財務的な指標だけではなく、「従業員の安全性」、「職場環境」、「雇用の多様性」、「社会貢献」などの

非財務的な指標⁽²²²⁾をも取り込みやすくなるはずである。

また、アメリカでも、かなりの州の会社法が、取締役は、単に株主の短期的な利益のみならず、従業員、顧客、供給者、債権者などの利益や、州の経済や地域社会にも配慮することができる旨の規定を設けているようであり、イギリスの2006年新会社法では取締役の一般義務として社会的配慮を行うよう要請する規定（172条）が置かれているようである。⁽²²³⁾

ちなみに、東京証券取引所が定めている「コーポレートガバナンス・コード」の第2章「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」の【基本原則2】の第1段でも、「上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。」⁽²²⁴⁾と定めており、会社法の改正においても、その趣旨は十分に反映されるべきである。⁽²²⁵⁾

第8 おわりに

会社は、現代社会の最も重要な社会的単位であり、企業全体は、日本に限らず、すべての国でそれぞれの国家としての骨格を形成し、その存続と発展とに不可欠な構成要素となっている。そのような会社の基本法である会社法をどのようなものとしてデザインするかは、グローバル化した国際社会におけ

(218) 服部榮三『会社法通論 第四版』（同文館、1991年）8頁

(219) 野田・前掲注(193)27頁は、環境問題の視点からCSRを論じている。

(220) 民訴法は、現行法となっている平成8年の改正において、第2条で、手続法としてではあるが、信義誠実の原則に従うことを当事者の責務とすることを定めている。

(221) 大杉・前掲注(192)35頁は、この意味での積極的意義を説いている。

(222) 久保ほか・前掲注(194)23頁は、アメリカのAlcoa社やKellogg社の業績連動報酬において、社会貢献目標の達成度によって現金報酬部分が変動することを紹介している。

(223) 野村修也「企業の社会的責任」新・法律学の争点シリーズ5 会社法の争点（有斐閣、2009年）6頁

(224) 神田・前掲注(30)406頁による。

(225) 最近では、ハード・ローとソフト・ローなどといって、会社法の権利義務に関わる事項を経産省が中心となって組織した勉強会の報告書や証券取引所のコードなどで示して事実上の強制力を働かせる手法も多用されているが、権利義務に変更を及ぼす事項は法律事項であるとの立法の原則に照らして、大いに疑問がある。

る日本という国家の将来を左右するものであるから、ただ世界的に有力な国家や経済的なつながりの深い国家の動向を注視し、そこで主流である形態や規律などを世界標準と捉えて、それをできる限り受け入れ、共通化させればよいというものではない。

いつの時代も、世界標準とされているものは、そのような基準を設定した国家の社会構造や社会的背景や国民性や価値観などにに基づき、その利益や便宜のために作り出されたものであり、人類に普遍的な枠組みではない。世界標準に合わせるといえば聞こえはいいが、それは、そのプロトコルを設定した国家のグランドデザインの一部に組み込まれるということであり、その国家の利益に貢献するということである。交通手段の発達や電子情報空間の確立などによってグローバル化という言葉に違和感はなくなっても、現実の世界は国家社会であり、それぞれの国家が、それぞれに異なる社会構造や社会的背景や国民性や価値観などを背景として、それぞれの国家利益を追求しているのであって、特にアメリカ・イギリスの金融資本は、弱肉強食の世界であり、そのことを忘れて世界標準に合わせようとするれば、合(226)せる国家は大きな犠牲を覚悟しなければならない。

過去の歴史を見れば、自律の視点を持たないまま他国のグランドデザインやシステムの一部を受け入れれば、やがては、そのすべてを受け入れなければならなくなることは明らかであろう。会社法につい

ても、現在がグローバル化した世界であるからこそ、日本は、グローバル化という言葉に流されることなく、日本の社会構造や社会的背景や国民性や価値観などに合致したグランドデザインやシステムの確立に努め、日本の制度は日本社会に合致したもので、大きな利益をもたらしていることを世界に発信することが肝要である。無批判に世界標準といわれるものを受け入れるならば、短期的には何らかの利益を生じることがあったとしても、中長期的には日本という国家や社会の利益を害する結果になることを忘れてはならないであろう。

現在行われている会社法改正の検討においても、法律家は、グローバル化や世界標準や攻めのガバナンスなどという言葉で思考停止に陥ることなく、また、各企業や各関係団体から選ばれている方たちは、それぞれの目先の利益や建前や面子などにこだわることなく、10年後、20年後の日本の形を心に描きながら、どのような改正をしていくことが真に日本の会社を発展させ、日本という国家を豊かにし、将来にわたって多くのステークホルダーを幸せにすることができるのかについて、十分に議論を尽くして(227)いただきたいと願うものである。

(以上)

(226) アメリカやイギリス（以下「アメリカ等」という。）は、アメリカ等の金融資本が最大の利益を上げることができるような制度・システムを世界中に広げることを基本戦略としており、まじめにその要求に応えようとする日本に対しては、次々とアメリカ等に有利な制度の改正やシステムの採用等を求めている。そのような要求は司法制度にも及んでおり、特にアメリカの司法覇権主義は、知的財産権の保護をめぐるアメリカ等とEUなどとの対立を日本に持ち込み、日本にも深刻な影響を及ぼしている。アメリカ等を中心とする海外の金融資本は、投資先の日本の企業の経営状況や経営環境などが投資家に最大の利益をもたらす制度やシステムになることを求めているが、日本の会社の存続などに関心はないのである。

(227) 原・前掲注(127)181頁以下は、アメリカ型の資本主義に対する新たなルールを提示する必要があるとして、「公益資本主義」を提示し、①会社の公器性と経営者の責任の明記、②中長期株主の優遇、③にわか株主の排除、④保有期間で税率を変える、⑤ストックオプションの廃止、⑥新技術・新産業への投資の税金控除、⑦株主優遇と同程度の従業員へのボーナス支給、⑧ROEに代わる新たな企業価値基準ROC、⑨四半期決算の廃止、⑩社外取締役制度の改善、⑪時価会計原則と減損会計の見直し、⑫日本初の新しい経済指標、などのルールを定めるよう提案している。なお、原氏は、アメリカでベンチャーキャピタリストとして活躍し、アメリカ企業や企業経営に関する豊富な経験をもとに経済財政諮問会議にも参加して、現在はアライアンス・フォーラム財団代表理事とのことであり、現状に対する問題提起として、いずれも検討に値するものと思われる。

