

コーポレート・ガバナンス改革と会計

—役員報酬開示の観点から—

山 崎 雅 教

1. はじめに—コーポレート・ガバナンス改革の必要性
2. 証券市場におけるディスクロージャーとコーポレート・ガバナンスへの取り組み
 1. OECD のガバナンス原則
 2. コーポレート・ガバナンス情報のディスクロージャー：金融庁による一連の報告書の検討
 3. 東京証券取引所によるコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査
 4. 経済同友会企業経営委員会による提言
 5. 経済産業省の報告書
 6. 厚生年金基金連合会のコーポレート・ガバナンス原則
3. 商法改正と役員報酬
 1. 経営機構改革
 2. 役員報酬改革
 3. 評価と課題
4. 報酬情報開示とコーポレート・ガバナンス
 1. 経営者報酬と開示の是非
 2. 外部ガバナンスと内部ガバナンスを結びつけるディスクロージャー
5. コーポレート・ガバナンス改革へ向けての今後の課題—むすびにかえて
 1. 現状の認識と提言
 2. 外部による企業評価基準の採用
 3. 個別報酬開示への取り組み

1. はじめにーコーポレート・ガバナンス改革の必要性

日本では、20世紀の最後の10年間に会計のグローバル化に対応するための改革、いわゆる「会計ビッグバン」が実施された。これにより、欧米先進諸国が有している会計制度をある程度キャッチアップすることができたといえよう。21世紀に入り、日本が範としてきたアメリカにおいてエンロン事件に始まる一連の不正会計により、会計に対する不信感は増大し、ワールドコム¹⁾の倒産により決定的かつピークになったといえる¹⁾。その後、ブッシュ大統領及び証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, SEC) は、違反者に対する罰則の強化、公的監視委員会 (Public Oversight Board, POB) に代わる新しい組織としての上場企業会計監視委員会 (Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB) による公認会計士監査の監視、監査業務とコンサルティング業務の明確な切り離しという監査法人に対する規制強化、さらには、提出された財務諸表の正確性に対する経営陣の証明義務等々、コーポレート・ガバナンスに関する改革を「企業改革法」として整備した。

会計不信を招いた一連の事件は、高株価を追求するアメリカ型資本主義に基づく、いわゆるアメリカン・ビジネス・モデルが必ずしも完全なものでなかったことを示している。具体的には、執行役を監督すべき社外取締役が実際に機能しなかったことを如実に表わしている²⁾。つまり、社外取締役のあるべき姿と実際の姿にかい離があったということであるが、これら社外取締役に対するコーポレート・ガバナンスは、最終的に株主によってチェックされているはずである。これらの状況は、日本におけるこれまでの経営機構が制度的には申し分なかったにもかかわらず、実際に機能していないのと基本的には同じである。

このようなアメリカで発生したコーポレート・ガバナンスの欠点に対して、一部では日本における旧来の制度の正当性を主張するような誤った声もきかれる。しかし、日本のコーポレート・ガバナンス・システムがアメリカと比べて「2周遅れ」ということが明確に認識されるようになり³⁾、逆に日本にとっては対岸の火事を教訓にするべきであり、ここ数年来発生している企業不祥事による企業不信に対し、社会からの信頼を回復する絶好の機会であると認識するべきである。そのために、コーポレート・ガバナンス改革が必要なのである⁴⁾。

近年、急速に加速化しているグローバルな競争社会においては、その時々々の環境変化に迅速に対応していくことが重要であり、そのための改革が企業に求められている。現在のような先行き不透明な時代においては、「企業価値の創造」や「企業の長期的発展」という明確なビジョンを有している経営者のリーダー・シップが重要であることはいままでもない。しかし、すべてを経営者の資質に委ねてしまうことは、必ずしも適切ではない。いかなる経営者も、常に適切な意思決定ができるわけではないからである。そこで、経営者行動にインセンティブを与え、その結果を適切に評価・反映させるような、いわゆる、コーポレート・ガバナンスの仕組みの整備が不可欠となる。

わが国企業におけるこれまでのコーポレート・ガバナンスの問題点は、(1)金融資本市場によるガバナンス環境の整備、(2)機動的な企業経営を可能にする環境の整備という2つの側面から指摘されている⁵⁾。前者においては、企業経営の透明性を確保し、利害関係者に対して適切な評価を行うための情報提供の必要性に関わる問題であり、財務報告における情報開示の問題と密接に関連して

いる。これは、企業外部のガバナンスといえる。後者においては、2002年の商法改正が経営機構・取締役会改革を明確にしたことによって、その途についたといえ、これは企業内部のガバナンスといえる。

周知のように、2002年の商法改正により委員会等設置会社の選択が認められ、旧来の経営機構から一步前進した形で監督役と執行役の区分がなされた。取締役の独立性という観点からは必ずしも十分ではないが、取締役による執行役の監督により企業内部におけるコーポレート・ガバナンスが機能すると考えられる。さらに、これらの制度の利用及び企業のパフォーマンスが公開されることにより、企業外部からのガバナンスも同時に機能すると考えられる。それらの機能を果たすものが会計情報である。このように、コーポレート・ガバナンス改革が実行に移され、企業外部のガバナンスと企業内部のガバナンスが同時に作用することにより、より競争力のある企業、いわゆるグローバル世界で通用する企業となることができる。そして、両者の機能を有効に結びつける役割を果たすものがディスクロージャー・システムである。これは、経営者をチェックする仕組みを、より会計の観点からとらえたコーポレート・ガバナンスである。

つまり、資本市場に対して、どのような会計情報を提供することがコーポレート・ガバナンスを機能させるために必要かという点と、商法上の制度はどのように改正され、その点に係る会計情報はどのように開示されるのかという点が重要となる。これらが明らかにされることにより、透明性の確保及び説明責任の遂行が果たされる。このようなコーポレート・ガバナンスの問題をディスクロージャーの観点から見た場合、

- (1) ディスクロージャーによるコーポレート・ガバナンス問題
- (2) コーポレート・ガバナンスに関するディスクロージャー問題
- (3) コーポレート・ガバナンスをめぐる株式会社の組織構造の編成問題

に分けることができ、これらは「コーポレート・ガバナンス・ディスクロージャー問題」と呼ぶことができる⁶⁾。

そこで以下では、コーポレート・ガバナンスとディスクロージャーを結びつける経営者報酬の開示に焦点を当てて展開することを念頭においている。2においては、資本市場におけるディスクロージャーの制度化の現状及び問題点を検討する。その際に、経済協力開発機構（Organization for Economic Co-operation and Development, OECD）が1999年に公表した「コーポレート・ガバナンス原則」を足がかりにしてディスクロージャーの重要性を認識した後、コーポレート・ガバナンスに関する情報がどのように開示されているか、また今後開示されようとしているのか、証券市場を取り巻いている諸機関がどのように考えているかを各種報告書等を参照して検討を加える。3では、2002年の商法改正における経営機構改革及び委員会等設置会社における取締役会の役割を認識した後で、報酬委員会と役員報酬の果たす役割を検討し、問題点を指摘する。4では、役員報酬開示とコーポレート・ガバナンスについて、インセンティブとモニタリングをキー・ワードにして検討を行ない、市場におけるガバナンスと取締役会におけるガバナンスを結びつけるものとしてのディスクロージャーの役割を明確にする。そして最後に、今後のコーポレート・ガバナンス改革に向けての現状を確認し、経営者報酬の開示への問題点をSONY等の取り組みを参照しながら指摘する。

2. 証券市場におけるディスクロージャーと コーポレート・ガバナンスへの取り組み

1. OECD のガバナンス原則

資本市場での資金調達需要が増えるに従い、その市場だけでなくすべての市場に参加する企業に求められるガバナンスは、グローバルな要素を備えている必要があることになる。しかし、すべての資本市場で共通のコーポレート・ガバナンスのルールを設定することは不可能に近い⁷⁾。そんな中、「公的機関として国際的に認められるガバナンス原則の設定に向けた最初の試み」⁸⁾として、1999年に経済協力開発機構（OECD）はコーポレート・ガバナンス原則を公表している。

OECD のコーポレート・ガバナンス原則は、優れたコーポレート・ガバナンスに単一のモデルは存在しないために、加盟各国がコーポレート・ガバナンス慣行の作成を考える際に、その根底にある共通の要素を示し体系化を行ったものであるとして当該原則を位置付けている⁹⁾。その目的は、「加盟国および非加盟国がそれぞれの国のコーポレートガバナンスに関する法律、制度、規制の枠組みを評価し、改善する努力を支援すること、また証券取引所、投資家、企業、および優れたコーポレートガバナンスの開発において役割を果たすその他関係する組織に対し、指針と提案を提供すること」¹⁰⁾としているが、具体的には、株主利益の最優先という考えを採用している。その理由は、この要因が優れたコーポレート・ガバナンスの仕組みに共通しているものであり、株主は自らの投資資金を賢明かつ効果的に運用してくれる企業に信頼を置くという認識に基づいている¹¹⁾。そのため、企業活動の範囲をこえた広範な利害関係者の利益に配慮し、かつ取締役会が企業や株主に説明することの保証に役立つことの結果として投資家の信頼を得ることになり、長期資本を引きつけることができることになる。しかし、実際には、コーポレート・ガバナンス原則の運用は各企業が行うものであり、各国政府の役割は、コーポレート・ガバナンスの仕組みが発展するような法制度、規制といった環境整備を行うことである¹²⁾。その際に求められる要因は、公正性、透明性、説明責任、社会的責任である。

OECD のコーポレート・ガバナンス原則の特徴としては、「情報開示と透明性」という形で、ディスクロージャーを最も重要なガバナンス原則の一つとしておいていることである¹³⁾。そこでは、「コーポレート・ガバナンスの枠組みは、会社の財務状況、業績、所有状況やガバナンスを含むすべての重要事項について、正確な情報開示（ディスクロージャー）が適時に行われることを保障すべきである」¹⁴⁾とされている。OECD が情報開示と透明性をコーポレート・ガバナンス原則として設定する理由は、「強力な開示制度が備わっているということは、市場を中心とした企業監視のシステムにとって要となる特徴であり、また株主の議決権行使を発揮できるかどうかにとって重要な要素となる」¹⁵⁾として、その重要性を認識していることが明確になっている。また、ディスクロージャーは、資本の誘致、資本市場の信頼性の確保及び企業に対する理解を促進する役割を果たすことになる。そのためには、適時性・公平性が備わっていなければならない¹⁶⁾。つまり、「優れたコーポレート・ガバナンスの基礎となる正確なディスクロージャーの役割」¹⁷⁾が明らかに示されている。

2. コーポレート・ガバナンス情報のディスクロージャー：金融庁による一連の報告書の検討

日本企業では、1997年にSONYが意思決定の迅速化を目指して執行役員制度を導入し、取締役会の人数を減少させたことをきっかけにして、各企業は独自に取締役会改革に取り組んできた。企業による自主的な取締役会改革としては、取締役の人数の削減、執行役員制度の導入、各種委員会の設置、社外取締役の採用、取締役の任期の短縮化等々が実施され、これらが今回の商法改正を促進する役割を果たした¹⁸⁾。しかし、各企業が取締役会改革に積極的に取り組んだ背景には、東京証券取引所（以下、東証という）による決算短信へのコーポレート・ガバナンスに関する施策開示の義務化があった。

東証では、証券政策委員会による答申「東証の将来像について一新たなステージへの道標として」（1999年2月11日）を受ける形で、1999年3月31日には「コーポレート・ガバナンスの充実について」（東証上総第1号）において、上場企業に対して、決算短信での各社のコーポレート・ガバナンスに対する取り組み状況や今後の計画を開示することを要請している。具体的には、執行役員制度の導入、社外取締役の選任、監査役会の機能強化等の事項が「経営方針」欄における「会社の経営管理組織の整備等（コーポレート・ガバナンスの充実）に関する施策」欄で開示されている。このような情報は、財務諸表に記載される数値のみでは企業の経営実態の理解が困難なものに対し、投資家の適切な意思決定を促進するために提供されるもので、「定性的情報」と言われるものである¹⁹⁾。換言すれば、財務数値と定性的情報の複合利用により、より適切な投資判断に結びつくと同時に、多くの利害関係者に対するアカウンタビリティの履行に結びつくことになる。1999年以降、コーポレート・ガバナンスの充実に関する定性的情報の開示は、一定の成果をあげている²⁰⁾。

2001年8月に金融庁から公表された『証券市場の構造改革プログラム』²¹⁾では、2001年6月26日に閣議決定された「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」にあるように、貯蓄重視から投資重視への政策の置き換えを踏まえ、個人投資家が積極的に市場に参加できるような環境を整えることが課題であると認識している。その一環として、「発行企業の株主重視の経営姿勢の確立」の1項目として、「発行企業の決算短信等におけるコーポレート・ガバナンスの充実に関する施策の公表の強化」が掲げられている。東証では、これに対応する形で、2002年3月29日に「決算発表資料等における定性的情報の充実に関する要請について」（東証上サ第380号）を公表した。ここでは、現在提供されている情報が、企業活動を取り巻く環境の急激な変化に対応するための情報開示としては必ずしも十分ではないという投資家からの見解に加え、現在の開示内容、特に定性的情報の記載形式では有用な投資判断情報の開示が困難であるという企業側からの要望もあり、事業活動に伴う様々なリスクや事業の将来見通しに関する適切な開示を促進することの改善が求められた。そこで、「定性的情報の記載要領について」における「経営方針」記載要領の「(g) 会社の経営管理組織の整備等（コーポレート・ガバナンスの充実）に関する施策」の中で、執行役員制度の導入、社外取締役の選任、監査役会の機能強化等のコーポレート・ガバナンスの充実等に向けた具体的な施策を実行または計画している場合には、その内容、目的及び期待される効果等の記載が要請された。これらの事項に関して記載する場合には、単に制度を導入している事実

のみを記載するのではなく制度導入の目的、会社が期待する効果、進捗状況及び顕在化した効果等も同時に具体的に示すことが望ましいとした。また、具体的な施策が実行または計画されていない場合には、その旨と障害となっている事項の記載が要請された。しかし、実際の開示は事実の列挙にとどまり、東証が要請するような目的や効果等の記載はされていない。その点で、まだまだ改善の余地はあるといえる²³⁾。

このような中、金融庁は2002年8月6日に証券市場の構造改革の第2弾として『証券市場の改革促進プログラム』²³⁾（以下、『促進プログラム』という）を公表している。『促進プログラム』は、「誰もが投資しやすい市場の整備」、「投資家の信頼が得られる市場の確立」、「効率的で競争力のある市場の構築」という柱を設け、具体的取り組みを示している。特に、「投資家の信頼が得られる市場の確立」においては、市場の公平性及び透明性を確立するためにいくつかの対策が提示された。そういう意味で、2001年に公表された『証券市場の構造改革プログラム』より踏み込んだ内容となっている。中でも、「(4) ディスクロージャーの充実・合理化」として、

- ① 開示内容の充実
- ② タイムリー・ディスクロージャーの適正性の確保
- ③ 発行登録制度の改善

等が示された。さらに、「(5) コーポレート・ガバナンス（企業統治）の充実」として、

- ① ガバナンスに係るディスクロージャーの充実
- ② 上場企業等のガバナンスの充実

が掲げられた。

特に「ガバナンスに係るディスクロージャーの充実」では、具体的事項として、決算短信におけるガバナンス関連情報の内容の充実と開示の義務化が証券取引所へ要請され、適時開示規則の改正により、2003年3月期決算より、決算短信の添付資料に「コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方」と「コーポレート・ガバナンスに関する施策の実施状況」が必ず記載されることになった²⁴⁾。その背景として、

- (1) 株式所有構造の変化の中で、機関投資家等の株式のパフォーマンスを重視する投資家が増加してきたこと。
- (2) 証券市場活性化の視点からも、株式パフォーマンス重視の投資家に与える施策を講じる必要性が生じてきたこと。
- (3) 商法改正により、会社自身がガバナンス・システムの選択ができるようになったこと。
- (4) 米国で多発した会計不信に端を発し、コーポレート・ガバナンスに関する議論が活発に行われるようになったこと。

が掲げられる²⁵⁾。しかし、具体的な記載内容に関しては、「事実の開示を主眼とし、誰でも記載できるように」自由に各社の考えを記載できる余地を残しており²⁶⁾、はたして、これらが実施されることによって金融庁がいうところの「投資家の信頼を得られ、効率的で競争力のある市場の構築」がなされるのかは疑問である。

その後の動向として、この『促進プログラム』に盛り込まれた制度改正を伴う事項について検討したものとして、金融庁は2002年12月16日に、『証券市場の改革促進』²⁷⁾を公表した。この中には、昨今の資本市場の国際化に伴う投資家保護のために必要な投資情報の提供及び効率的な資本市場の

構築という観点から、金融審議会金融分科会第一部会の下にディスクロージャー・ワーキング・グループを設置し、『促進プログラム』に沿う形で検討したものが含まれている。特に、『促進プログラム』における「投資家の信頼が得られる市場の確立」に関連しては、「企業の事業や財政に関する情報の開示に関し、開示すべき情報の充実・強化を図るとともに、企業活動の活性化を通じた経済の活性化を図るという観点からの開示規則の整備」²⁸⁾ というディスクロージャー制度の必要性を主張している。具体的には、コーポレート・ガバナンス情報の積極的な開示により、コーポレート・ガバナンスに関する強化への取り組みを市場に対して明らかにすると共に、企業に関する情報が投資家に対して正確に、具体的にかつ分かりやすく開示されることが重要である。当該ワーキング・グループでは、『促進プログラム』に盛り込まれた課題を中心に、「信頼される市場の確立に向けたディスクロージャーの充実・強化」、「経済の活性化に資するディスクロージャー・ルールの整備」及び「ディスクロージャーに関する手続等の簡素化・迅速化」をテーマとして取り上げて検討している。その結果として、

- (1) ディスクロージャーの充実・強化によるコーポレート・ガバナンスの強化などを通じた市場の信頼性の向上、中小・ベンチャー企業の資金調達や事業再編の円滑化などのための措置の具体化に早急に取り組むべきである。
- (2) 具体的には、有価証券報告書における「リスク情報」、「経営者による財務・経営成績の分析(MD&A)」及び「ガバナンス関連情報」の開示の充実、「適格機関投資家」の範囲の拡大などの私募制度の見直しをはじめとする措置を具体化するべきである。
- (3) 同時に、四半期開示の充実、目論見書の改善などについて、引き続き検討を深めて行くことが適切である。

という結論に達した。

特に「信頼される市場の確立に向けたディスクロージャーの充実・強化」では、信頼される市場を確立するための第一歩として、市場参加者としての企業に対する信頼を確保することが求められている。そのために必要なものは、コーポレート・ガバナンスの強化及びディスクロージャーの充実・強化である。そこで、国際的にもその強化が求められている事項として、「ガバナンス関連情報」、「リスク情報」及び「経営者による財務・経営成績の分析(MD&A)」についての情報開示を有価証券報告書で充実することを主張している。

中でも、コーポレート・ガバナンスに関する事項（いわゆる「ガバナンス関連情報」）開示の充実では、有価証券報告書・有価証券届出書において独立した項目を「提出会社の状況」の箇所に設け、一括して記載することが適切であるとしている。何をもち「ガバナンス情報」とするかについての限定はなく、提出会社の独自の判断に委ねられている。具体的な例示としては、会社の機関の内容、内部統制システム・リスク管理体制の整備の状況、役員報酬（社内取締役と社外取締役の区分）、監査報酬（監査契約に基づく監査証明に係る報酬とそれ以外の報酬の区分）などが示されている²⁹⁾。ここにガバナンス情報として役員報酬の開示が、社内取締役と社外取締役に分けて総額記載される例が示されている。しかし、ディスクロージャーの充実・強化のための情報開示としては不十分であるといわざるを得ない。少なくとも、構成要素別に記載することが求められるべきである。

また店頭登録市場においても、『促進プログラム』の中で店頭登録会社の経営成績及び財政状態

に関する有用な意思決定情報が四半期情報として開示されることが求められてきた。さらに、2002年の商法改正に伴う委員会等設置会社制度の導入及びコーポレート・ガバナンスに関する制度等の整備に伴う店頭登録会社の適時開示等の充実により、店頭市場における投資家の信頼を高める観点から、日本証券業協会は、2003年2月7日に改正した「店頭売買有価証券の発行会社における会社情報の適時開示等に関する規則」（公正習慣規則第1号の3）を公表した（日証協（店企）14第365号）。コーポレート・ガバナンス関連情報の開示については、決算内容の開示の際に、コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及びその施策の実施状況について併せて開示しなければならない（第5条第4項）。具体的には、

- (1) 当該発行会社に経営上の意思決定、執行及び監督に係る経営管理組織その他のコーポレート・ガバナンス体制の状況。
 - (2) 当該発行会社と当該発行会社の社外取締役及び社外監査役の人的関係、資本的関係又は取引関係その他の利害関係の概要。
 - (3) 当該発行会社のコーポレート・ガバナンスの充実に向けた取り組みの最近1年間における実施状況。
- を記載することとした（細則第2条第10項）。

3. 東京証券取引所によるコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査

2002年11月に東京証券取引所が実施したコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果が、2003年1月に公表された。1998年及び2000年に続く今回の3回目の調査は、近年の活発な議論からその関心の高さを窺い知ることができることに起因して、上場会社各社の意識または各種施策の取り組み状況の調査と、今後の東証における政策決定の検討材料にすることを目的として実施された³⁰⁾。具体的には、決算短信上でも、コーポレート・ガバナンスに向けた施策の実施状況の開示がなされるようになり、さらに商法改正に伴う法制面での整備が進められた一方で、続発した企業不祥事により、コーポレート・ガバナンスに対する意識が現実のものとして認識されているといえる。

当該アンケートは、東証に上場する企業2103社を対象に実施され、回答率は64.8%（1363社）であった。コーポレート・ガバナンスに対する関心の高さは、2回目のアンケート調査同様、99%以上の企業が答えている。総論として、コーポレート・ガバナンス充実のための必要事項としては、前回同様、「取締役会の機能強化」（69.9%）、「ディスクロージャー、株主への説明義務の充実」（75.3%）、「監査役（会）の機能強化」（55.3%）が高い回答となっているが、特に今回は、「法令違反行為の未然防止機能の強化」が前回よりも大幅な関心を集めた（80.9%）。各企業とも不祥事に対して敏感になっていることを反映している。具体的な調査項目は、「取締役会関係」、「監査役（会）関係」及び「株主総会関係等」に大別されている。中でも、「取締役会関係」では、取締役の報酬開示に関する事項が設けられている。取締役の報酬を個別に開示している会社は1%にも満たない（8社）。その中でも、報酬決定プロセスを開示している会社は1社にすぎない。また具体的開示は、全取締役の報酬開示がもっとも多く（6社）、その開示手段は、株主総会（1社）、個別対応（3社）及び営業報告書等（4社）である。しかし、現時点では個別開示をしていなくとも今後

開示することを検討している会社も少し存在している（35社）。コーポレート・ガバナンス改革のためにディスクロージャーの充実は不可欠であると認識しているにもかかわらず、取締役の報酬開示に対するこのような消極的な傾向が明らかにされているということは、委員会等設置会社への改組をすることへの対応の低さ（予定及び検討を含め65社）にも表れている。

東証では、アンケート調査の他に、「上場会社におけるコーポレート・ガバナンス充実のための具体的な施策導入の進展やコーポレート・ガバナンスに関する法制度の整備などを踏まえ、魅力ある投資対象を投資者に提供し、併せて証券市場の構造改革の進展に資する観点から、コーポレート・ガバナンスについての原則的な考え方や採用を検討すべき施策などを取りまとめるとともに、当取引所の施策を通じて広く普及・促進していくことを念頭に置いて、上場会社として望まれるコーポレート・ガバナンスの在り方等を審議する」という目的で、2002年11月に上場会社コーポレート・ガバナンス委員会を設置して活発に活動を行っている³¹⁾。

4. 経済同友会企業経営委員会による提言

2002年7月に経済同友会が公表した『企業競争力の基盤強化を目指したコーポレート・ガバナンス改革』³²⁾（以下、『提言』という）は、2001年度から企業経営委員会で検討した結果である。経済同友会により、このような『提言』が公表された背景には、昨今の経営環境が著しく変化する中でも、競争力を備えた企業であることが第一に求められることにある。そのような企業とは、「高い戦略性をもって市場ニーズに対応している企業」であり、「経営環境に適した質の高い経営を行える企業」である。また同時に、そのような企業にするための経営者の責任も認識しなければならない。

『提言』は、「変革が求められる時代にはトップのリーダーシップが必須であり、それを有効に機能させるにはガバナンス改革が必要である」という共通認識に立ち、それを明確にしている。企業競争力強化のための基盤づくりのためのコーポレート・ガバナンス改革の基本は、業務執行と経営監督の分離にあるとしている。業務執行と経営監督の役割分担が明確になることにより、トップ経営者の選任、監督かつ客観的な評価が可能となり、企業の継続的な発展に結びつく。このような仕組みを作ることが求められている。そのため、経済同友会では、コーポレート・ガバナンスを「企業の継続的な成長・発展を目指して、より効率的で優れた経営が行われるよう、経営方針について意思決定するとともに、経営者の業務執行を適切に監督・評価し、動機付けを行っていく仕組み」³³⁾と定義している。

経済同友会が示すコーポレート・ガバナンスの具体的な方向は、既に述べたように、業務執行と経営監督の分離である。第一は、それぞれの役割を果たすことにより、両者は絶えず緊張感を持ちながらそれぞれの業務を果たすことになり、その結果、活力のある企業経営に結びつく。第二は、経営トップの選任・評価の仕組みを確立することである。優れた企業経営を行うためには、優れた資質を有する経営者がその任につくことが重要であるが、経営者にインセンティブを与え、かつその経営者の業績を適切に評価する仕組みが必要である。当然、ここには経営者が交代するための仕組みも備えられていなければならない。第三は、長期的な株主利益の視点を欠かさないことである。経営者は、どちらかといえば短期的な利益獲得に向かいがちである。しかし、株主以外の利害関係

者の観点に配慮した経営を行うことが必要である。

これらのコーポレート・ガバナンス改革を現実のものとするための具体的な仕組みとしては、

- (1) 経営諮問委員会を設置し、社外取締役が自社の経営にどれほど役立っているかを客観的に評価すること。
- (2) 執行役制度を導入し、取締役会と分離し、役割分担を明確にすること。
- (3) 社外取締役の制度を採用し、企業経営に対する客観的な視点を導入すること、業務執行と経営監督の役割分担を明確にするために取締役の独立性・客観性を強化すること、社外取締役の導入に伴い、各種委員会を設置すること。

等を掲げており、これらを用いて個々の企業がそれぞれの事情に適切な仕組みを整備することが重要であることを指摘している。

経済同友会が『提言』で掲げる改革の視点は、2002年の商法改正において、すでに導入されたものである。しかし、問題は、それらの制度が実際に各企業において採用されるかということになる。そのためには、コーポレート・ガバナンス改革に対する企業経営者の意識及び現状認識が重要となる。2002年4月から5月にかけて企業経営委員会が実施したアンケート調査結果によれば、回答者の9割以上の企業がコーポレート・ガバナンス改革の重要性を認識しており、具体的取り組みとして、社外取締役の登用、執行役員制度の導入、監査役・監査役会の充実・機能強化を掲げている。ここからは、法制度が整備されているか否かに関係なく、各企業では具体的な改革に取り組んでいる姿が浮かび上がってくる。したがって、『提言』では、このような日本企業の現状を、「議論の段階から実行の段階への過渡期」と認識している³⁴⁾。

さらに『提言』では、コーポレート・ガバナンス改革を支援するための環境整備の一つとして、株式市場の整備が掲げられている。しかし、その中では公正な情報開示が示されているだけで、残念ながら、経営者報酬に関する見解は示されていない。唯一、社外取締役の報酬に関して、「経営への取り組みに対するインセンティブとして重要」としながらも、「自己利益からの独立性・客観性を保つ観点から、基本的にはあまり過大にならないことが望ましい³⁵⁾」と記載されているのみである。しかし、報酬が過大にならないことと、そのような報酬でインセンティブを維持することという両面を同時に確保することは可能かという疑問は絶えず残る。

『提言』に添付されている、334社を対象としたコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査によれば、回答率33.5%（112社）とあまり高くないが、一応の傾向が見うけられる。具体的改革として取り上げられていた社外取締役については、55.4%（62社）が既に1名以上を置いているが、取引関係がある企業の関係者、親会社の関係者さらにはメインバンク等取引銀行の関係者等が多く、独立取締役が含まれているとなると、そのうちの42%に減少する。また、改正商法における委員会等設置会社を選択するかどうかに関しては、説明責任や透明性を重視するとか、監査役制度に対する疑問から、委員会等設置を選択としている会社は9社（8%）であるが、24.1%（27社）はこれまで通り監査役会型を選択としている。アンケート調査の時点では、まだ商法が改正されていないということもあるが、61.6%（69社）は模様眺めというところである。

5. 経済産業省の報告書

2002年4月17日には、経済産業省から財務報告の信頼性を向上するための提言として、『企業経営と財務報告に関する研究会報告書』³⁶⁾が公表された。当該報告書では、財務報告の有用性を高め、信頼性を確保するための課題は、「会計基準、監査基準等の各基準や法制度、経営者、取締役・監査役等のガバナンスの体制整備、外部監査、投資家、市場監視機関等、極めて広範な分野にわたって存在するもの」という認識をした上で、「財務報告に係る制度上の非効率の解消及び国際的に遜色のない開示の充実等に係る課題、財務報告プロセスの信頼性確保に係る課題、並びに財務報告に対する監視機能等の強化とインセンティブの付与に係る課題」を中心に展開している³⁷⁾。

特に、国際的に遜色のない開示の充実に係る課題では、定性的情報の開示について改善すべき点が多いことを指摘している。具体的には、(1) MD&Aの開示、(2) リスク情報の開示、(3) 役員個別報酬開示が掲げられている。これは、金融庁が先に示しているものと同じである。中でも役員個別報酬開示については、これまで企業の自主性に委ねられてきた部分が大きく、SECのように具体的な規則は存在していない。昨今の動向としても、役員個別報酬情報は、「株主が役員業績を評価し、報酬が適切かどうかをチェックするためにも重要な情報である」³⁸⁾という認識が強まっている。そのため、今後の課題として、SEC規則のように一定範囲の役員に係る個別報酬情報の開示がなされることが望ましいとしている。

6. 厚生年金基金連合会のコーポレート・ガバナンス原則

厚生年金基金連合会（以下、連合会という）は、厚生年金基金の短期加入者や解散基金の加入員に対する年金給付を行うことを使命としており、そのために長期的視点に立った分散投資の一環として株式投資を行っている。特に、年金加入者・受給者の利益のために企業が株主利益を最大限尊重した経営を行い、長期安定的な企業収益の確保が必要であるとして、そのためには企業におけるコーポレート・ガバナンスの重要性が認識されるべきであるとしている。

そこで連合会では、株主価値を高める手段として株式投資に伴う議決権の行使を位置付け、2002年2月20日に「株主議決権行使基準」を公表し³⁹⁾、その中に「コーポレート・ガバナンス原則」を定め、それに則り議決権を行使することによって企業に対して長期的に株主利益を最大限尊重した経営を行うことを求めるとしている⁴⁰⁾。

連合会では、コーポレート・ガバナンスを「企業内部に株主利益の立場から企業経営をチェックする仕組み」と定め、その基本を(1) 経営と監督の機能の分離、(2) 独立取締役の登用、(3) 企業経営に関する十分な質及び量の情報開示と説明責任の遂行においている。このような観点から定められた「コーポレート・ガバナンス原則」では、役員報酬に関して、

- (1) 役員報酬は、企業業績や株主に対する利益配分と整合性のある水準とするべきである。
- (2) 長期的な株式価値の上昇と連動するインセンティブ報酬を導入することは、原則として積極的に評価する。
- (3) 役員報酬は、個別開示することが望ましい。

という見解が示されている。このような観点に立ち、役員報酬、退職慰労金およびストック・オプションの付与という、実際の役員報酬の議案に議決権を行使する際の具体的な基準が個別に定められている。

役員報酬に関しては、原則として、肯定的に判断するとしながらも、過去3期連続の赤字かつ無配等の株主価値を著しく損なう場合には、減額又は無報酬が妥当としている。また、報酬額の決定についても、原則的には肯定的に判断するが、大幅な引上げについては十分な説明を求める姿勢を示している。さらに、役員数が減少しているにもかかわらず報酬総額が変更しないというような実質的な報酬の上昇の場合には、肯定的な判断はできないとしている。役員退職慰労金についても、同様に、原則としては肯定的な判断をするとしながらも、そのような判断を下すことのできない具体的なケースが示されている。さらに、ストック・オプションに関しても、原則的には肯定的な判断をするが、特に、株主価値の大幅な希薄化を招くことにより株主価値の大幅な影響を及ぼすと考えられる場合、リプライシング、さらには業績向上と関連性が認めがたい者への付与に関しては、肯定的にはとらえていない⁴¹⁾。

このような判断基準は、非常に良識的なものである。また、現在の社会動向にも適合しており、評価できる内容である。問題は、このような判断を下すための十分な情報が企業側から提供されているかという点である。当該基準に違和感を覚える経営者もいるようであるが、企業自体がコーポレート・ガバナンスという観点からディスクロージャーのあり方を改めて考える契機としてとらえるべきである⁴²⁾。

3. 商法改正と役員報酬

1. 経営機構改革

1990年代に多発した企業不祥事を契機として、日本でもコーポレート・ガバナンスの議論が活発に行われるようになってきている。商法においては、日米構造協議でアメリカから要望された社外取締役の導入に対し、監査役の権限強化で対応しようと法改正を実施したが、必ずしも十分に機能したとはいえなかった。そのような経緯を経て、商法では50年ぶりの大改正といわれるほどの改正を、2001年と2002年に続けて実施した⁴³⁾。その背景には、一方で景気の回復が見られない日本経済に対して、ニュー・エコノミーの台頭で1990年代に繁栄したアメリカ経済を模倣する形で、アメリカ型企業システムを積極的に導入しようという意図が見うけられる。

特に、2002年5月22日に成立し、同月29日に公布された「商法等の一部を改正する法律」は、コーポレート・ガバナンスに関する部分において、経営機構の大幅な改革を導入するものとなった。具体的には、これまでの取締役会制度のほかに、重要財産委員会の設置または執行役の導入とペアで委員会等の設置という、いわゆる「委員会等設置会社」のいずれかを選択できるようになったことである⁴⁴⁾。委員会等設置会社制度は、アメリカ型ガバナンス・システムの導入と言われているが、日本では商法特例法の大会社及びみなし大会社で適用される制度である⁴⁶⁾。委員会等設置会社では、改正前商法が抱える、(1) 経営上の意思決定機能の側面、(2) 経営陣の執行役に対する監視機能とい

う2つの側面における問題に対応している⁴⁷⁾。

大会社及びみなし大会社に対して、委員会等設置の選択性を認めた今回の商法改正において当該制度を採用した場合に、これまでの制度と大幅に異なる本質的な相違点は取締役会の役割にあるといえる。委員会制度の導入は執行役制度とペアになっており、このことは業務執行のみを行う執行役と執行役を監督する取締役会を明確に区分する。これにより、これまで十分に経営監視ができなかった株主総会に代わる監督機関が設置されたことになる。その監督機能を十分に生かすために、各種委員会の設置及び社外取締役が導入される。

委員会等設置会社では従来の取締役会と異なり、指名委員会、監査委員会、報酬委員会及び執行役の設置が義務付けられており（商特 第21条の5第1項）、従来の監査役は設置することができなくなっている（商特 第21条の5第2項）⁴⁸⁾。また取締役会は、経営の基本方針、執行役の分掌及び指揮命令関係、委員会等設置会社の業務の決定を行い、取締役及び執行役の職務の執行を監督する（商特 第21条の7第1項）。さらに、取締役会は、委員会等設置会社の業務の決定を取締役に委任することはできない（商特 第21条の7第2項）と同時に、取締役は委員会等設置会社の業務を執行できない（商特 第21条の6第2項）。これらの規定から、取締役と執行役を明確に分けることで、コーポレート・ガバナンスを機能させることを意図したものであることは明らかである。具体的には業務執行権限を執行役に委譲することにより、意思決定の迅速化及び取締役による監視機能を強化することを目的としている。そのために、設置された委員会は、それぞれ取締役3人以上で組織され、その過半数は社外取締役であり、かつ委員会等設置会社の執行役でない者でなければならない（商特 第21条の8第4項）。このような形で取締役会による執行役への監督を強化するとしても、両者を兼務することが可能なために、取締役会の下に独立性の強い各種委員会を設置し、そこに重要な監督機能を担わせる構造になっている⁴⁹⁾。

結果的に、取締役会は最高の戦略意思決定機関として位置付けられ、取締役会構成員の責任の所在は明確化されることになる。そうであれば、その責任に見合うだけの報酬を受け取るべきである⁵⁰⁾。このように、一方で取締役会を最高の意思決定機関であると肯定しておきながら、他方では報酬を低くしたり責任を限定したりすることの論拠は明確ではない。ただし、取締役会は最高経営責任者（Chief Executive Officer, CEO）の経営戦略の正当性・妥当性を認めるための機関であると考えれば、社外取締役の報酬を経営者に比べて低くしたり、その責任の範囲を監督機能に限定するという根拠が明らかになる⁵¹⁾。エンロン事件のように、社外取締役が高額報酬を受け取りながら、その職務を遂行していなかったという事例もあることから、取締役会構成員が十分に業務を果たしているか否かを判断するために、金額の多少に関係なく、報酬の開示は必要最小限の情報といえる⁵²⁾。

2. 役員報酬改革

2002年5月の改正商法では、委員会等設置会社に目が行きがちであるが、従来型の会社における取締役の報酬決定にも改善が施されている。これまで取締役の報酬は、定款において取締役が受け取る報酬総額を記載するか、そうでない場合には株主総会で決議するのみで、実質的な配分は取締役会が行っていた。しかし、近年増加傾向にある業績連動報酬に対して株主総会がどのような決

議をするべきか不明確であったことから、改正商法では業績連動報酬にも適切に対応できるように、取締役の報酬のうち、

- (1) 確定金額についてはその金額
- (2) 不確定金額についてはその具体的な算定方法
- (3) 金銭以外のものについては具体的な内容

を定款に定めるか、そうでない場合には株主総会で決議すると定めた（第269条第1項）。ここに不確定金額の具体例としては、業績連動報酬が該当し、金銭以外のものについては、社宅の無償又は低額家賃での供与、退職年金の受給権の付与、取締役の親族を保険金受取人とする生命保険契約を会社が締結して保険料を支払うこと等が該当する⁵³⁾。さらに、株主総会に不確定報酬又は金銭以外の報酬に関する議案を提出した取締役は、その株主総会で、一般株主に対して具体的な報酬額及びどのような場合に当該報酬が与えられるのかという、そのような報酬の合理性に対して判断できるように、その報酬を相当とする理由を開示しなければならない（第269条第2項）。このように、業績連動報酬の導入が可能になったことに伴い、より具体的な開示がなされるようになり、その結果として役員報酬の実態がこれまで以上に明らかになるため、株主総会でのチェックが働くようになると期待できる。しかし、そのためには「相当の理由」として開示される事項に、これまで以上に具体的なものが要求されなければならない⁵⁴⁾。

委員会等設置会社においては、取締役及び執行役の個人別報酬について、株主総会が決定するのではなく報酬委員会で決定できるようになった（商特 第21条の8第3項）。それにより、委員会等設置会社では従来からある第269条の規定は適用されないことになる（商特 第21条の36第4項）。報酬委員会の具体的な業務として、取締役及び執行役が受け取る個人別の報酬内容決定に関する方針を定めなければならず（商特 第21条の11第1項⁵⁵⁾、報酬委員会がこの権限を行使する場合には、この方針に従わなければならない（商特 第21条の11第2項）。いわゆる、委員会等設置会社においては、取締役・執行役の報酬決定権限は報酬委員会にあり、取締役会・株主総会でこれを覆すことはできないことになる。

報酬委員会は、決定した方針に従って個々の取締役及び執行役が受け取る報酬内容として、

- (1) 確定金額については個人別の額
- (2) 不確定金額については、個人別の具体的な算定方法
- (3) 金銭以外のものについては、個人別の具体的内容

を決定しなければならない（商特 第21条の11第3項）。そして、報酬委員会により決定された方針及び具体的な報酬内容は、営業報告書に記載されることにより株主に開示されることになる（商特 第21条の11第4項）。不確定金額を報酬とする具体例としては、業績連動報酬が考えられる⁵⁶⁾。その他に、金銭以外のものの報酬例としては、社宅を廉価で提供する場合が掲げられている⁵⁷⁾。

また、委員会等設置会社では、利益処分決定権限が株主総会から取締役会に移管した（商特 第21条の31第1項）。これは、経営の専門家として株主総会で選ばれた取締役に委ねる方が、株主の利益を適切に反映することができると考えられることに基づいた改正である⁵⁸⁾。それに伴い、取締役の任期は1年となった（商特 第21条の6第1項）。この改正は、株主による取締役へのガバナンスを機能させることがねらいといえる。さらに、執行役の任期も1年とされた（商特 第21条の13第3項）。このように、利益処分決定権限を取締役に移したことにより、委員会等設置会社

では取締役や執行役への利益処分による役員賞与が認められないことになった（商特 第21条の3 1第2項）。これは、利益処分が取締役会で決定されることから、お手盛りを避けるための措置として当然である。しかし、委員会等設置会社では、これらは報酬委員会で決定することであり、賞与に相当するものを付与しようとするれば、業績連動報酬として事前に決定された方法で支給するか、決算期後に各取締役・執行役の業績を勘案して、確定報酬の形で定めることになる⁵⁹⁾。これらは、毎年の業績に対する取締役の貢献度と責任を明確にするという動きの現われといえる。しかし、このような形で支払われる業績連動報酬、特にストック・オプションについては、その本質と関係なく報酬として捉えられないことから、報酬構成要素の透明性を確保するために、何らかの勘定科目で損益計算書上に計上することが望ましい。

このように、委員会等設置会社では、取締役だけでなく執行役の報酬決定権限も報酬委員会に委譲されており、個人が受け取る個別的な報酬内容も報酬委員会で決定されることになる。その結果、「各委員会を含む取締役会の監督権限の充実かつ強化のあらわれ⁶⁰⁾」に結びついたといえる。

商法改正に伴い、2003年9月1日から施行された「改正商法施行規則」（以下、規則という）でも、商法特例法の規定に基づいて、報酬委員会の定める報酬内容決定方針の開示が営業報告書でなされることが定められた（規則 第104条第1項2号）。さらに、委員会等設置会社でも、取締役等の責任の軽減制度に関連して、営業報告書において、取締役及び執行役に支払った報酬額の開示が義務付けられた（規則 第104条第1項3号）。これらが営業報告書での記載事項とされたことは、透明性を高める意味で重要な点である。

商法特例法では、個人別の額・算定方法等を報酬内容と考えており、個人別の報酬内容の決定方針とは区別している。そのため、報酬がお手盛りになっていないかどうか及び効率的経営を行うための報酬体系となっているかどうかという観点から、個人別報酬内容と区別した形で個人別の報酬決定方針が開示される⁶¹⁾。そこでは、少なくとも、確定金額と不確定金額の報酬に占める割合に関する方針、報酬算定の基礎となる業績判断基準の方針の記載が求められる⁶²⁾。

しかし、このように規定したところで、報酬委員会の構成員が自分たちの報酬を決定することから、第269条での規定と同様にお手盛りの防止には疑問が残ることになり、社外取締役の報酬は株主総会等で決定するべきであるという意見も存在する。執行役は会社運営に直接携わり、取締役はその監視監督に特化することから、おのずとその業務に対する報酬も異なるものとなる。立法の主旨としては、取締役の報酬は限定されており、かつ、執行役を兼務する取締役としての報酬は想定されていないことから、社外取締役の報酬は機械的に算定され、かつ高額になるとは考えにくい。さらに、報酬の開示が十分にされるようになれば、問題とはいえなくなる。そのために、社外取締役の報酬決定も報酬委員会に委ねられることになった⁶³⁾。

3. 評価と課題

2002年の商法改正では、経営及び監督機能の公平性・透明性を確保するために、委員会等の設置を選択できるようになった。これは、執行役と監督役を明確に区別すること、つまり取締役会は純粋に執行役の監督機能に重点をおくことになる。この結果、取締役会での決議事項が増加し株主総会での決議事項は減少することになるが、株主総会の形骸化が強調される昨今においては、より

革を図ったものとは言えず⁶⁹⁾、委員会等設置会社における報酬規制とは相当の格差がついてしまったとあってよい。

さらに、業績連動報酬としてのストック・オプションは、報酬としての性格を有しているにもかかわらず、新株予約権の有利発行として株主総会の特別決議が求められるため（第280条の21）、報酬委員会が扱う報酬には含まれない⁷⁰⁾。そのため、報酬委員会は、取締役や執行役にストック・オプションが付与されているか否かを確認した上で、個々の報酬内容を決定することが求められる⁷¹⁾。

しかし、株主代表訴訟における責任軽減については（第266条）、その対象となる報酬の中にストック・オプションの行使が含まれているということは、ストック・オプションを報酬として認識していることになる。今後、十分な検討を要する点である。

4. 報酬情報開示とコーポレート・ガバナンス

1. 経営者報酬と開示の是非

株主のために会社の舵取りをする CEO が、今では市場の攪乱要因として認識されている。ワールドコム⁷²⁾の粉飾決算で、アメリカの企業会計に対する不信感が拡大していることも一因であるが、その背景には、経営者報酬に関する問題が存在している。経営者報酬が問題視される理由の一つとしては、株価が下落、さらには経営破綻が生じているにもかかわらず、CEO が責任をとらずに高額報酬を得ていること、また辞任した場合でも巨額の退職金を含めた富を手にするという矛盾が生じているところにある。このような企業の不透明さの象徴は、高額報酬及びその決定方法にあるとあってよい。それらの基になる企業業績に対する不透明性は、会計制度に対する不信感を生じさせている。また、インサイダー取引や粉飾決算等の不祥事は、決算書に対する不信感も増大させている。

報酬に関しては、どちらかといえばその絶対額に対する感情的なものが最初に述べられてしまう傾向が強い。そのため、日本においては、経営陣の個々の報酬額を開示することについては、賛否両論がある。一方では、経営陣のあげた業績と報酬の適切性を判断するという意味では開示されることが好ましい。しかし他方では、役員報酬が開示されることにより、業績と関係のない高額報酬競争に結びつく恐れがあること、逆に横並び意識の強い日本では、報酬が低く押さえられるという危険性もあり、結果的に経営陣に対する適切な評価が行われなくなることも考えられる。そのため、経営者報酬の個別開示がなされるべきか否かという問題は、将来、経営者報酬がどのようになっていくかという観点から検討する必要がある。そこで、経営者報酬開示が行われているアメリカを参考にしながら、日本のあるべき姿を考察することにする。

1990年代前半に、情報開示に関しても先進国であるアメリカで経営者報酬が開示されるように

好ましいものとなっている。さらに、このような公平性・透明性を高めるために、社外取締役の導入も定められた。しかし、取締役会全体で過半数の社外取締役を求めることが検討されていないという意味では不十分といえる。

換言すれば、今回の商法改正は、まさに証券市場を使いこなすための改革であり⁶⁴⁾、証券市場を活用する株式会社が本格的に証券市場と向き合う第一歩として位置付けられ、情報開示、会計・監査の充実を図るために、取締役会や内部統制等のコーポレート・ガバナンス・システムの枠組みを設けたものといえる⁶⁵⁾。つまり、証券市場にふさわしいコーポレート・ガバナンス・システムがあることによって、証券市場で必要な情報開示を維持するための会計・監査制度が実施できることになり⁶⁶⁾、その結果として、市場に対して十分な情報開示が可能となるという一連の市場メカニズムが成立することになる⁶⁷⁾。

取締役会による執行役への監督が適切に行われていることを判断するために、財務情報の開示は前提条件となる。最終的に、執行役の任期が1年とされたことから、社外取締役の存在意義を執行役に対する人事権の行使ととらえる場合、特に企業業績に対する情報の正確性が重要である。その結果、十分な報酬を提供するに値するか否かが判断されることになる。さらに、証券市場における機関投資家を中心とする企業を取り巻く利害関係者が、社外取締役による執行役へのガバナンスが有効に機能していることを判断する場合にも、企業業績と執行役に対する報酬の適切性を検討することで判断することができる。つまり、的確なディスクロージャーを行うことにより、株主や投資家からの信頼性を確保することが、コーポレート・ガバナンスを有効に機能させるために必要不可欠ということになる。

コーポレート・ガバナンスに透明性が求められるのであれば、どのような制度を採用するかという問題ではなく、どのような形態を採用しようとも情報開示を十分に行うことにより、説明責任を果たすことが最初に求められるといえる。しかし、異なったガバナンス・システムの採用を前提として公表される情報は、どの程度信頼でき、適切な意思決定に結びつくのかが疑問である。

また報酬規制に関しては、委員会等設置会社においては、報酬委員会による執行役の報酬決定が十分なインセンティブを与えるような報酬体系を設定することにより、より効率的な経営を行うという意味できわめて重要な意味をもつといえる。しかし、各種委員会の委員として執行役兼務取締役の就任が可能であるために、報酬委員会を構成する社外取締役も執行役からの独立性がどの程度保たれるかという問題は依然として存在する。さらに報酬委員会構成員は、執行役の報酬を決定するに際して、執行役の業績評価ならびに適切な形態の報酬を付与するために必要な知識と判断力を兼ね備えていることが重要である。

これらはすべて、適切な開示がなされることによって株主によるチェック、いわゆるコーポレート・ガバナンスが可能となることはいうまでもない。しかし、すでに見たように、委員会等設置会社では、報酬に関する開示は営業報告書で行うことが示されているのみで、従来の付属明細書での開示からみれば一歩前進であるが、その具体的内容及び様式は示されておらず必ずしも十分とはいえない。また、従来型の会社では、取締役の報酬は、確定金額同様に不確定金額・金銭以外のものについても、取締役全員の総枠として定めれば十分であると解される⁶⁸⁾。そのため、取締役が受け取る報酬の多様化への対応をしたにもかかわらず、従来から言われていたお手盛り防止や適切な業績評価という観点からは、会社側の自主性に委ねられてしまっている。このような意味で、報酬改

なった背景には、さほど企業業績が良くない場合でも、経営者自身が高額報酬を受け取っているということに対する批判が存在していたことによる。しかし、SECが制定した経営者報酬開示規則は高額報酬を受け取ることを禁止するものではなく、そのような高額報酬を受け取る根拠を明らかにすることにより、報酬決定プロセスの適正化を図るというものであった⁷²⁾。高額報酬の中心は業績連動報酬であったが、それは経営者と株主の利害を同一方向に向かせるものであり、十分な開示がなされたために株主が不満を有していても対応することができた。しかし、経営者は、業績連動報酬の代表格であるストック・オプションを得るために、高い株価を維持するための短期的な利益を求める結果となり、中・長期的な視点に立った経営を忘れがちとなった⁷³⁾。その結果、リストラ、研究開発投資の削減等々、企業規模を縮小し競争力を弱めることになっても経営者報酬は高騰を続けており、改めて株主等からの批判が相次いでいる。

アメリカでは、CEOの権限が非常に強大であるために、CEOの暴走を牽制するためにコーポレート・ガバナンス・システムの一つとして社外取締役制度が導入されており、重要な役割を果たしている。経営者の報酬に関しても、このような状況に歯止めをかけるために、取締役会に社外取締役で構成される報酬委員会があり、経営陣の報酬額を決定している。その金額の妥当性は、報酬委員会に委ねられている。そのため、報酬委員会が適正に機能していることを監視するために、説明責任の観点から経営者報酬に関する情報の開示が求められなければならない。それが、市場によって判断されることになる。しかし、結局のところ、(1) 他のCEOにも寛容、(2) 報酬のせりあがり現象、(3) 経営者層の流動化、(4) 報酬コンサルタントの報酬体系という原因により、報酬委員会が十分に機能せずに歯止めが利かない状況が見うけられる⁷⁴⁾。

周知のように、日本企業の賃金体系は、年齢や勤続年数に基づく固定給の占める割合が高い年功賃金を中心であった。経営者報酬に関してもその構成は変わらず、経営者の報酬といえども、従業員の賃金の延長線上に位置付けられていることを示している。日本企業における経営者報酬の特徴でもありかつ問題点としては、

- (1) 報酬全体に占める賞与の割合が少なく、企業の業績に関係なく固定的であること。
- (2) 業績と報酬の関連性が不透明であること。
- (3) 企業の長期的発展を主張する反面、長期報酬制度がないこと。
- (4) 業績が悪化しても減額されないこと。

が掲げられる⁷⁵⁾。このような特徴を有する報酬制度は、経営者の経営改革に対するインセンティブとなっていない。しかし、このような経営者報酬の現状は、(1) 市場競争の激化、(2) 企業価値創造に対する意識の高まり、(3) 商法改正による影響、(4) 株主の変化、(5) 経営のグローバル化という環境の変化にさらされていることから⁷⁶⁾、近年では成果主義の導入とともに年功賃金の考え方は崩壊しつつあり、業績連動報酬を積極的に導入する方向に変化してきている。

1997年の商法改正で導入されたストック・オプションは、株価と連動するために業績連動報酬として経営者にインセンティブを与える報酬といえる⁷⁷⁾。実務的にも経営のグローバル化に伴い、優れた経営者をヘッドハンティングするための手段として高額報酬を約束することも一般的になると思われる。その際に、ベンチャー企業が将来の上場・値上り益を見越してストック・オプションを賦与することが行われるのと同様に、報酬として積極的にストック・オプションを賦与することが行われるようになると考えられる。

1999年に経済同友会が公表した『第14回 企業白書』においても、企業がグローバルな世界で競争力を維持していくためには、企業を成長・発展させることが重要であり、それは大部分が経営者の能力に依存しているとしながら、一方で、このような経営者をチェックする仕組みとしての取締役会改革、さらには透明性および客観性を高めるためのディスクロージャーの充実が強調されている。また他方では、経営者のインセンティブを高めるために、その努力が報われる報酬制度の導入、いわゆる業績連動報酬の導入が重要であり、優秀な人材の確保にも役立つことになるため、これらは経営陣の活性化に結びつくとして、業績連動報酬に対する一定の理解を示している⁷⁸⁾。

しかし、そのような形で業績、いわゆる株価と連動させてストック・オプションを賦与することに対しては一定の明確な規定が求められ、それに基づいて賦与することが重要である。そのためには、経営者報酬に対する透明性と客観性を確保するために、報酬政策を策定する報酬委員会が設置されることが望ましいと同時に、その責任は重大である。さらに、これらの手続が公正に行われるためには、経営陣と利害関係を有さない第三者としての社外取締役が委員として就任することが求められる。今回の商法改正における委員会等設置会社では、このような要件を満たした形で法制化されている。

2. 外部ガバナンスと内部ガバナンスを結びつけるディスクロージャー

日本におけるコーポレート・ガバナンス・システムでも、一連の商法改正はコーポレート・ガバナンスの実効性を確保するために、一方で経営者に対する監督強化を打ち出した経営機構制度の改革、いわゆるモニタリングの充実・強化の改革を行いながら、他方では経営者のインセンティブを高めるための改革も示している。これらは、会社運営が適切に行われているかについての透明性を確保し、効率性の観点から、より積極的な経営を行うための環境作りである。さらに、経営者と株主の利害を一致させ株主の観点での経営を行わせるために、具体的には、経営者報酬としてインセンティブを与えるために業績連動報酬を導入するための制度づくりである。そして、取締役会が効率的にモニタリングが行えるように各種委員会の設置が認められている。このように、モニタリングとインセンティブの両者は、コーポレート・ガバナンス・システムの中でディスクロージャーを介して密接に結びついている。ここで果たすディスクロージャーの役割は、モニタリング・システムが十分に備わっていること、それが十分に機能していること、さらにはインセンティブ・システムがどのように構成されていて、それが適切なものか否かについて判断できるだけの情報が提供されることである。

しかし、これは単に情報の開示を十分に行えば解決できるという問題ではない⁷⁹⁾。株主による経営者へのモニタリングという視点からとらえる必要がある。そのためには、例えば、取締役会が株主の視点で経営を監督する仕組みを導入するといった、市場の評価に耐えるだけのチェック機能を有しているシステムを採用していることが前提であり、それを踏まえて、経営意思決定プロセスの透明性を確保するために十分な量と質の備わった情報開示が行われるべきである。そして、経営意思決定を行う際の重要な要素としての具体的な業績指標が求められる。さらに、経営者のインセンティブがいかに高い次元で維持できるかという点が重要である。そのためには、経営者の業績が適切に評価される形で、報酬として反映される、いわゆる報酬改革が必要である。すでに述べたよう

に、これまでの固定給を中心とした報酬体系では株主価値を向上させるための具体性に欠け、モチベーションを維持することは困難である。明確な報酬政策を示し、ストック・オプションを中心とした業績連動報酬を導入することにより、株主価値を経営者報酬と連動させることで経営者のインセンティブは高められるに違いない。

これらのモニタリング、業績指標およびモチベーションは、具体的情報が開示されることで、株主を中心とした市場利害関係者によるガバナンスが発揮されると期待できる。十分な説明責任を果たすためのシステムと、その責任を遂行することが重要である。問題は、どのような形で情報開示が行われるべきかである。そのため、逆に経営者報酬に対する透明性を確保し、業績と連動する形の報酬システムを導入すると同時に、報酬委員会を設置し、その根拠と算定規準の明示を行うことが経営者にとってインセンティブとなる。企業の業績と経営者報酬を連動させることで、株主の意識も経営者報酬に向けられることになり、結果的に経営者報酬が重要な意思決定情報となることは間違いない。そのため、十分な開示が求められることになる。この場合、これまでのような総額表示ではなく、個々の経営陣の報酬要素別の表示が重要となり、かつ報酬委員会が定めた報酬政策にのっとったものであることを確認できることが重要である。

5. コーポレート・ガバナンス改革へ向けての今後の課題 —むすびにかえて

1. 現状の認識と提言

2003年に入り、財務省財務総合政策研究所からコーポレート・ガバナンスに関する報告書、『進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生』⁸⁰⁾が公表された。当該報告書では、日本経済の再生を鍵として注目されているコーポレート・ガバナンス改革の可能性と方向性、具体的には、日本企業のコーポレート・ガバナンスにおける変化の実態はどのようなものか、なぜ取締役会改革が必要なのか、経営機構改革と企業業績の関係はどうか等の問題を探るためにアンケート調査を実施し、財務データと併用して分析を行っている。

当該報告書では、最初に戦後の日本企業におけるコーポレート・ガバナンスの特徴が、

- (1) 内部昇格による取締役会の構成
- (2) 取締役と執行役の未分離
- (3) 業績に連動しない役員報酬

にあったことを示している⁸¹⁾。しかし、近年における商法改正や会計制度の変更という日本企業を取り巻いている環境の大幅な変化に対応する形で、コーポレート・ガバナンスへの取り組みも変化してきていることを明らかにしている。そして、その具体的な変化については、

- (1) 加速する取締役会改革

- (2) スtock・オプション制度の導入等の報酬制度改革
- (3) 社内カンパニー制や純粋持株会社への移行等の企業組織改革
- (4) 積極的なディスクロージャー

を掲げている⁸²⁾。

また当該報告書では、コーポレート・ガバナンスのメカニズムを株主総会によるガバナンス、取締役会によるガバナンスおよびディスクロージャーによるガバナンスに大別し、それぞれの観点からもこれらを検討している。株主総会によるガバナンスは、これまで形骸化がさげばれてきたが、近年では少しずつ改善されつつある。取締役会によるガバナンスは、2002年の商法改正における委員会等設置会社制度の導入で格段の改善をみることができる。ディスクロージャーによるガバナンスは、会計ビッグ・バンに代表される連結決算制度の実質的な導入、金融商品や退職給付への時価評価の導入、減損会計の導入によるディスクロージャーの充実により、これまで以上に企業の実態を投資家に明らかにしているという意味で改善が進んでおり、会計の役割は高まっているといえる。また、それ以外に企業が積極的かつ独自にディスクロージャーすること、いわゆるIRにより市場からの信頼は高まることになる。さらに報告書では、これらが企業の業績上昇にどの程度の役割を果たしているかを考察している。結果として、IR活動に積極的に取り組んでいる企業では、その業績も上昇しているという「有意な強い正の関係」が確認されている。その理由として、積極的なディスクロージャーは、

- (1) 企業の透明性を高めることが、株主と経営者の情報の非対称性を軽減させることになり、資金調達コストの低下を可能とし、直接的に業績を向上させるという可能性があること。
 - (2) 経営者が自発的に責任を果たし、経営の透明性を高める企業であることを市場にコミットしている企業であると考えられ、一旦その水準を引上げれば、業績の如何に関係なく、情報公開の水準を引下げることができないという意味で、経営者を規律づけることが可能であること。
- という2点で、企業業績との関連が明確であるとしている⁸³⁾。企業業績向上に関連する諸要因の中で、ディスクロージャーを中心とする会計の果たす役割が明らかにされたことは、コーポレート・ガバナンスと会計の関係を考察する上で非常に意味深いことである。

分析・検討の結果として、

- (1) 近年では、株式所有構造において外国人株主比率が高い企業は、コーポレート・ガバナンスに積極的に取り組んでおり、安定株主比率の高い企業は消極的であること。
- (2) 資本市場に依存している企業は改革に積極的であり、銀行からの借入金に依存している企業では消極的である。

と結論付けている。そして最後に、当該報告書では、上記のような結論を踏まえ、

- (1) 市場化の進行する現在の環境のもとで、企業統治構造改革は不可欠であること。
- (2) 米国型をモデルとする制度の形式的導入は、パフォーマンスの向上に寄与しないこと。
- (3) 成果主義の導入と積極的な情報開示は、長期雇用を基盤とする日本型企業の改革モデルとなりうること。
- (4) 日本企業再生の焦点。
- (5) 劣位の均衡からいかに脱却するか。

という日本企業の再生に向けた提言がなされている⁸⁴⁾。

2. 外部による企業評価基準の採用

50年ぶりの商法大改正により、委員会等設置会社制度が選択肢として導入されたことは、コーポレート・ガバナンスを有効に機能させるために意味のあることである。それに呼応するかのよう
に、証券市場での改革も活気を帯びてきている。同時に、グローバル企業でも競争力維持のための
ガバナンス改革も始まった。全体として、コーポレート・ガバナンス・ディスクロージャーに係る
改革を通して、日本におけるコーポレート・ガバナンス・システムは、利用しやすい状況になって
いることは間違いない。しかし、それだけでコーポレート・ガバナンスが十分に機能するとはいえ
ない。

そこで、コーポレート・ガバナンス改革を促進する一つの試みとして、各企業のガバナンス・シ
ステムの中でどの点が問題なのかを明らかにするための外部評価が実施されている。これは、各企
業のコーポレート・ガバナンス改革への取り組む姿勢を資本市場ではどのように評価しているのか
というものである。日本企業のコーポレート・ガバナンスにおける現状に対する評価として、格付
け会社スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）が2002年9月12日に公表したレポート『変革期
にある日本のコーポレート・ガバナンス—依然として弱く、チャレンジは続く』で総括しているよ
うに、「ガバナンスの実施は厳格な規制や法的強制力がないために、依然として企業の裁量に多く
が委ねられている。結果として、日本で効果的なコーポレート・ガバナンスが実施されるか否かは、
ひとえに企業経営陣がどれだけの決意をもって臨んでいるにかかっている」⁸⁵⁾というのは、正鵠
を得ているといえる。

当該報告書では、日本のコーポレート・ガバナンスの弱点として、

- (1) 監査役制度
- (2) 独立した取締役会と各種委員会の欠如
- (3) 取締役及び経営陣の報酬に関する非常に限定的な情報開示

を掲げている。ここから窺い知ることができることは、今回の商法改正の評価と関係なく、各企業
がその制度を積極的に利用していないという現実を指摘したものといえる。その理由として、これ
まで、監査役権限強化が行われてきたにもかかわらず、それが十分に機能していないこと、つま
り、監査役制度に社外取締役で構成される取締役会と同じ機能を期待するのは難しいということ
である。また、制度として委員会等設置が選択できるようになったが、それを採用する企業が必ずし
も多くないこと⁸⁶⁾、さらには日本において実現することは現状では難しいが、社外取締役の複数採
用及び真の独立性の確保が不十分という理解である。それに加えて経営陣の報酬開示については、
コーポレート・ガバナンスにおける役員報酬の重要性の認識の低さを指摘している。どのようなプ
ロセスを経て報酬が決定されているか、その報酬の構成はどうか、さらに、それが株主利益とどの
程度一致しているかを明示することが、株主による取締役会のチェック、取締役会による代表取締
役のチェックが適性に行われるために不可欠な条件である。つまり、問題点を認識しながらも、改
革に取り組もうとしない姿勢に対する批判であるといえる。

しかし逆に、従来型のガバナンス構造を採択した企業でも、取締役会の独立性は必ずしも十分に
確保できるとは言えないが、モニタリング・システムが十分に備わっており、その透明性が確保さ

れ、同時に株主総会において取締役の選任基準や報酬政策等を明確に開示されていれば、必ずしも不適切とは言えないことを考えると、委員会等設置会社へ移行しなくても、ある程度の客観性・透明性を備えたコーポレート・ガバナンス・システムへの改善が可能であることになる。

最近では、このようなコーポレート・ガバナンスに企業が取り組む姿勢を総合的に評価した指標として、コーポレート・ガバナンス・レーティング（CGR）に関心が集まっている。S&Pは、2000年からコーポレート・ガバナンス・スコア（CGS）というCGRを公表している⁸⁷⁾。CGSとは、優れたガバナンスの実務と指針である総合的な国際的尺度を基礎とした方法で、各企業のコーポレート・ガバナンスの実施と方針を測定したものである⁸⁸⁾。具体的には、株主構造、財務的利害関係者との関係、財務の透明性と情報開示、取締役会の構成とプロセスについて分析している。

日本では、2002年8月9日にオリックスがはじめてS&Pからスコアを取得した⁸⁹⁾。スコアは、最高位10点であるが、オリックスの場合は総合7.8点である。この点数は、全般的に強力なコーポレート・ガバナンスのプロセスと実施がみうけられるが、一部の分析視点において若干の弱点を有している企業に与えられる点数である。個別項目別には、株主構造 9.5点、財務的利害関係者との関係 8.0点、財務の透明性と情報開示 7.7点、取締役会の構成とプロセス 6.0点である。それぞれの項目は、細分化されて分析され、積極的な点と消極的な点が示されている。特に改善を要する点は、取締役会の構成に関してである。S&Pは弱点（欠点）として、

- (1) ほとんどの日本企業に当てはまるが、取締役会における独立した取締役の数が限られていること。
- (2) 他の国際的な企業と比較した場合、取締役の報酬の透明性及び開示の欠如。
- (3) ほとんどの企業に当てはまるが、取締役会に独立した委員会が設けられていないこと。
- (4) 監査役制度の欠点。

を掲げている。中でも、取締役の構成とプロセスでは、指名委員会及び報酬委員会が設置されていることによって経営の透明性は確保されていること、社外取締役3名（社内取締役は7名）のうち1名は、独立取締役である姿勢は評価できるとしながらも、その実質面の評価においては、社外取締役の報酬決定プロセスでの影響が必ずしも明らかでない点を指摘している。つまり、役員の報酬決定が、株主利害とどの程度調整されているかを明らかにできなかったこと、また業績測定指標としてOVA⁹⁰⁾を用いているが、それが報酬決定にどのように関連しているかが不明である。これらは、報酬情報の開示が不十分であることに起因しているといえる。

2003年10月21日に、オリックスのCGSは7.8点から7.9点に上げられた。全体的に、株主価値重視の経営を遂行していることによるものである⁹¹⁾。昨年取得したCGSと比較すると、株主構造、財務的利害関係者との関係は、9.5点及び8.0点と相変わらず高いスコアを得ている。財務の透明性と情報開示も、7.8点とほとんど変化がない。取締役会の構成とプロセスは、6.3点と若干の上昇である。これは、取締役会の構成と独立性について、消極的な取り組み姿勢が見受けられること、取締役会の役割と影響については、取締役会による執行役の業績評価が実施されている証拠がないことや、指名プロセスが経営陣から影響されないような形で進められているか否か不明な点が指摘されている。また、経営者報酬については、報酬委員会の構成員の独立性及び報酬の構成要素として現金中心の報酬体系になっている点を指摘している。委員会等設置会社へ移行して各種委員会を設けている点は、昨年度の弱点を克服するものとして評価されている。その効果については、

まだ明らかになっていないことから、CGSは微増という結果になったといえよう。

このように、特定の視点によるスコアが取得されると、業種間を超えて比較可能となることに加え、個々の企業の特徴と弱点を認識すると同時に年度間比較により改善点を確認することができるため、今後、このようなCGRが投資意思決定に積極的に利用されてくるようになると考えられる。

3. 個別報酬開示への取り組み

2002年の商法改正により、委員会等設置会社だけでなく、それ以外の株式会社でも、業績連動報酬に対応するために具体的な算定方法が示されるようになった。このような会社では、株主総会から委託された取締役会や報酬委員会の活動の評価、換言すれば、実際に支払われた報酬に関する情報を通して、経営者を監視することができるようになる。そのためにも、経営者の報酬が実際の会社業績に連動していること、経営陣の個々の報酬情報が開示されていることがこれまで以上に強く求められる。

SONYは、2002年に続き2003年6月の株主総会招集通知で、役員報酬及び退職慰労金の総額を開示した。これが、株主代表訴訟における責任軽減制度を利用するための定款変更に基づくものであったとしても、一定の評価はできる。しかし、株主オンブズマンからは、役員報酬と退職慰労金に対する個別開示を求める提案が2年連続でなされた⁹²⁾。このような役員報酬等の個別開示要求に対するSONYの考え方は、「株主に必要な情報は、経営者にどれだけのコストがかかっているかであり、総額を表示したことで説明できる」という出井会長の発言に集約されているとあってよい⁹³⁾。このような考え方は、「取締役の報酬という価値でどれだけ会社の財産が流出するかを明らかにすることを目的とする手続規制という立場である」⁹⁴⁾という、これまでの第269条の解釈の域から脱していない。

周知のように、SONYは委員会等設置会社制度を導入した。SONYのような外国人投資家の割合の高い国際的な企業に対しては、出資者として株主は、役員報酬が業績に見合ったものかどうかに関心をもち、これを把握する必要がある。また、その報酬額がどのような理念に基づき、かつどのような業績尺度を用いて付与されたものであるのかということが明らかになれば、透明性は高まることになる。逆に、どれだけ業績をあげればどれだけの報酬を得ることができるかが明確になる。これは経営者に対するインセンティブにもなることはいうまでもない。

SONYの役員報酬がどのような要素で構成されているかは不明であるが、今後は、報酬委員会の役割が明確に公表されることになる。また、業績連動報酬の割合が高まれば高まるほど、役員個別報酬の開示の意義も高まることになる。2004年度以降の株主総会において、SONYがこの問題に対してどのように取り組んでいくのかに興味をもって見守りたい。

報酬開示の問題はデリケートな問題を含んでいるために、委員会等設置会社への移行により、すべてが解決するものではない。しかし、いくつかの優良企業が委員会等設置会社を選択することを表明したことにより、役員報酬改革へ向けての第一歩は踏み出されたといえる。今後必要なことは、役員報酬の個別開示への要求が高まったときに、それに応えられるための制度上の環境整備及び経営陣の発想の転換が求められることはいうまでもない。

以上

【注】

- 1) エンロンからワールドコムにみられる事件の特徴は、(1) 株価を武器にした積極的な M&A の展開、(2) 経営者の自社株への利害とが結びつくことにより、(3) 必然的に、継続的な株価上昇をさせるための会計操作が求められたことによる。伊丹敬之「ワールドコム事件と株式市場中心経営の弱点」『プレジデント』、2002.8.12号、122頁。
- 2) タイコでも、M&A の仲介の見返りとして、社外取締役に1,000万ドルの謝礼を支払ったことが明らかになり、CEO と社外取締役の関係が問われた。日経金融新聞、2002年6月11日。
- 3) 久保利英明「アメリカを笑えない2周遅れの日本」『週刊東洋経済 臨時増刊 会計不信』、2002.9.4、52-54頁。
- 4) 本稿でいう「改革」とは、制度改正、それに伴う各種規則の改正及び実務における変更を総称している。
- 5) 小沼靖「わが国企業のコーポレートガバナンスの課題と解決策」『NRI Research NEWS』、2001.2、1-2頁。
- 6) 今福愛志「コーポレート・ガバナンス・ディスクロージャーをめぐる諸問題」『紀要』、日本大学経済学部経済科学研究所、第28号(1999.9)、2-3頁。今福愛志「企業統治の会計の論点」『企業統治の会計』、東京経済情報出版、2003年、15頁。
- 7) 出井信之「グローバル・コーポレート・ガバナンス」、日本取締役協会『取締役の条件』、日経BP社、2002年、164-184頁。
- 8) 古庄修「OECD のコーポレート・ガバナンス原則」『経営学紀要』、亜細亜大学短期大学部学術研究所、第8巻第1号(2000年7月)、43頁。
- 9) OECD 閣僚理事会『OECD のコーポレートガバナンス原則』、金融財政事情研究会、2001年、13頁。
- 10) 『上掲訳書』、11頁。
- 11) 『上掲訳書』、7頁。
- 12) 『上掲訳書』、6頁。
- 13) 今福「前掲論文」、1頁。
- 14) OECD 『前掲訳書』、32頁。
- 15) 『上掲訳書』、32頁。
- 16) 具体的には、(1) 情報開示には以下の事項に関する重要な情報が含まれるべきである。①企業の財務および業務上の成果、②企業の目的、③主要な株主所有権と議決権関連事項、④取締役会メンバーと執行役員ならびにその報酬、⑤重要な予測しうるリスク要因、⑥従業員や他のステークホルダーに関する重要事項、⑦ガバナンス構造と方針、(2) 企業が発信する情報は、高いレベルの会計基準や監査基準等にしたがって作成され、監査され、開示されるべきである。(3) 年次監査は、独立監査人によって行なわれるべきである。(4) 情報開示は、利用者が公正かつ適時に入手できるようにしておくべきである。という4つの原則が示されている。『上掲訳書』、18-19頁。
- 17) 日本会計研究学会『特別委員会 外部監査とコーポレート・ガバナンス(最終報告)』、2003年9月、141頁。

- 18) しかし、これらの改革が、実質的な内容を伴うものであったかどうかについては疑問である。
大崎貞和「商法改正とコーポレート・ガバナンスのあり方」『資本市場クォーターリー』、第5巻第4号(2002年 Spring)、5-6頁。
- 19) 古庄修「コーポレート・ガバナンス・ディスクロージャーの形成と枠組み」『紀要』、日本大学経済学部経済科学研究所、第28号(1999.9)、43-44頁。
- 20) 下村昌作「決算短信における「定性的情報」の記載内容の充実について」『経理情報』、No.964(2001.10.10)、49-50頁。
- 21) 金融庁『証券市場の構造改革プログラム』、2001.8.8、
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/13/kinyu/f-20010808-2.html>。
- 22) 具体的な記載事例に関しては、東京証券取引所「決算短信等における定性的情報の記載事例(平成14年3月期)について」、2002.9.24、
<http://www.tse.or.jp/news/200209/020906-a.html> を参照。
- 23) 金融庁『証券市場の改革促進プログラム』、2002.8.6、
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/syouken/f-20020806-2.html>。
- 24) 施策の実施状況の開示項目として、a) 当該発行者の経営上の意思決定、執行及び監督に係る経営管理組織その他のコーポレート・ガバナンス体制の状況、b) 当該発行者と当該発行者の社外取締役及び社外監査役の人的関係、資本的关系又は取引関係その他の利害関係の概要、c) 当該発行者のコーポレート・ガバナンスの充実に向けた取組みの最近1年間における実施状況についての記載が求められている(第2条第11項)。
- 25) 中島耕平「コーポレート・ガバナンス情報の開示義務化について」『経営財務』No.2610(2003.2.10)、30頁。
- 26) 下村昌作「コーポレート・ガバナンス情報の開示義務化について」『経理情報』、No.1008(2003.2.10)、27頁。
- 27) 金融庁金融審議会第一部会『証券市場の改革促進』、2002.12.16、
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base.html。
- 28) 金融庁『上掲報告書』、4-5頁。
- 29) 監査報酬については、日本経済新聞2003年2月24日を参照。
- 30) 第2回アンケートに関しては、拙稿「日本におけるコーポレート・ガバナンスと役員報酬開示」『経営論集』、大東文化大学経営学会、第3号(2002年2月)を参照。
- 31) 東京証券取引所『上場会社コーポレート・ガバナンス委員会』、2003.1.31、
<http://www.tse.or.jp/listing/cg/index.html> を参照。
- 32) 経済同友会『企業競争力の基盤強化を目指したコーポレート・ガバナンス改革』、2002.7、
<http://www.doyukai.or.jp/>
- 33) 『上掲報告書』、3頁。
- 34) 一方では、「かたちを議論する試行錯誤の段階を抜け出していない」(日本経済新聞、2002年11月13日)とか、「ガバナンス空白期」(中谷巖『コーポレート・ガバナンス改革』、東洋経済新報社、2003年、302頁)という厳しい評価もある。
- 35) 経済同友会『前掲報告書』、8頁。

- 36) 経済産業省『企業経営と財務報告に関する研究会報告書』、2002. 4、
<http://www.meti.go.jp>。
- 37) 『上掲報告書』、6頁。
- 38) 『上掲報告書』、17頁。
- 39) 厚生年金基金連合会『株主議決権行使基準』、2003. 2.20、
http://www.pfa.or.jp/jigyuu/pdf/gov_01.pdf。
- 40) 2003年6月の株主総会では、総会議案の43%に対して反対した。日本経済新聞、2003年6月27日。
- 41) 役員報酬額改定の議案に対する反対は0件（賛成87件）、退職慰労金支給の議案に対しては、64%の反対（賛成382件、反対689件）である。日本経済新聞、2003年6月27日。
- 42) 同様の見解は、橋本基美「公表された厚生年金基金連合会の株主議決権行使基準」『資本市場クォーターリー』、第6巻第4号（2003年Spring）、153頁。清水克三「厚生年金基金連合会による議案別議決権行使状況」『商事法務』、No.1670（2003. 8. 5）、70-71頁。
- 43) ここ数年来、頻繁に実施されている商法の改正は、(1) 企業の税務戦略の多様化、(2) 組織再編の柔軟性、(3) インセンティブ・システムの導入と適用範囲の拡大、(4) コーポレート・ガバナンスの仕組みの見なおしに分類される。(1)(2)(3)は規制の撤廃、(4)は経営者の暴走を防止するための規制強化という特徴を有している。大崎「前掲論文」、3頁。
- 44) この改正商法は、2003年4月より施行されるために、それ以降に開催される株主総会では、各企業がどのような理由からどのような選択を行ったかについて、経営者から株主への説明責任が生じることになる。その点については、各企業において、コーポレート・ガバナンスに関する改革の必要性の有無の検討、改革が必要であれば、選択肢の一つとして委員会等設置会社への移行、委員会等設置会社制度を採用する場合には、そのための前提条件等の検討が求められる。菊地伸「最近の質問傾向と質疑応答への対応」『商事法務』、No.1666（2003. 5. 5）、77頁。実際に委員会等設置会社へ移行した上場会社は、55社にとどまっている。商事法務編集部「主な委員会等設置会社移行会社一覧」『商事法務』、No.1669（2003. 7.25）、33-39頁。
- 45) アメリカ型との相違点については、上村達男『会社法改革』岩波書店、2002年、289-292頁参照。
- 46) みなし大会社とは、資本の額が1億円を超える株式会社で、会計監査人の監査の特例を受けることを定款で選択した会社をいう（商法特例法 第1条の2第3項第2号、第2条第2項。以下、商特という）。
- 47) 武井一浩「委員会等設置会社制度と重要財産委員会の導入」『企業会計』、第54巻第8号（2002. 8）、26頁。
- 48) SONYでは、委員会等設置会社制度に移行しても、これまで通り常勤の監査役を設置することを検討している。出井信之「ソニーにおける企業革新とコーポレート・ガバナンス」『監査役』、No.475（2003. 7.25）、9頁。しかし、委員会等設置会社においては、監査役は設置できない（商特 第21条の5第2項）。SONYのHPによれば、2003年6月20日の株主総会において、定款の一部変更により監査役及び監査役会に関する規定の削除を承認可決している。このような中で監査役を残したとしても、監査役の地位・権限等が不明確であり、これまでと同様の役

割を果たすことができるとは言いきれない。実際には、これまで常勤監査役であった大西昭敏氏を監査委員とすることで対応していると思われる。SONYの委員会等設置会社への移行に関する詳細については、須藤岳史「ソニーにおける委員会等設置会社への移行とガバナンスの改革」『商事法務』、No.1674（2003.9.25）を参照。

- 49) 上村達男「委員会等設置会社」『法学教室』、No.265（2002.10）、22頁。
- 50) 一般に、社外取締役の場合には、報酬金額を低く抑えて固定的なもので支払われる。
- 51) 上村『前掲書』、197頁。
- 52) 上村達男「会社法根本改正の動向について」『証券アナリストジャーナル』、第39巻第1号（2001.1）、70-71頁。単に報酬額が開示されればよいということではないことは、すでに述べた通りである。
- 53) 始関正光『Q&A 平成14年改正商法』、商事法務、2003年、33頁。2003年6月の株主総会で不確定金額報酬又は金銭以外の報酬を決議した会社の具体的内容に関しては、「商法改正に伴う取締役の不確定金額報酬・非金銭報酬議案の付議事例」『資料版／商事法務』、No.234（2003年9月号）、68-72頁。
- 54) 相当の理由については、手続面と内容面がある。手続面では、どのような機関で、何を考慮して業績連動報酬を決めたかであり、内容面では、報酬全体の構成や報酬水準に対する考え方を中心とする報酬方針を示すことである。篠崎隆「役員報酬と新商法」『取締役の法務』、第100号（2002年7月号）、70-71頁。
- 55) 第1に、具体的には事業戦略と報酬戦略がどのように連動しているか、第2に、報酬構成要素の比率の説明、第3に、報酬水準に関する方針である。篠崎「上掲論文」、71頁。
- 56) 前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説（Ⅲ）」『商事法務』、No.1623（2002.3.15）、27頁。
- 57) 前田「前掲論文」、27頁。
- 58) 始関正光「平成十四年改正商法の解説（Ⅷ）」『商事法務』、No.1644（2002.11.15）、16-17頁。
- 59) 始関正光「平成十四年改正商法の解説（Ⅴ）」『商事法務』、No.1641（2002.10.5）、28頁。
なお、委員会等設置会社と監査役会設置会社とで、役員賞与の会計処理方法が異なっていることから、企業会計基準委員会のテーマ協議会では、「役員報酬の会計処理」を新規の審議テーマとして取り上げることが提案され、企業会計基準委員会に提言がなされた。2003.8.6、
<http://www.asb.or.jp>。
- 60) 前田「上掲論文」、24頁。
- 61) 小出一郎「報酬内容の決め方と開示」『経理情報』、No.1000（2002.11.10）、73頁。
- 62) 西尾幸夫「各種委員会の機能と問題点」『判例タイムズ（臨時増刊）』、第1093号、（2002.8.30）、108頁。
- 63) 森本滋「コーポレート・ガバナンス関連立法の最近の動向（下）」『取締役の法務』、第99号（2002年6月号）、24頁。しかし、報酬決定方針をできる限り具体的かつ詳細に営業報告書に記載しなければ、報酬委員会の役割を十分に果たしているとはいえない。西尾「上掲論文」、108頁。
- 64) 上村『前掲書』、11-12頁。

- 65) 上村「前掲論文」『法学教室』、21頁。
- 66) 上村達男「最近の商法改正とコーポレートガバナンス」『証券レビュー』、第42巻第4号(2002年4月)、8頁。
- 67) 上村「前掲論文」『証券アナリストジャーナル』、70頁。
- 68) 前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説(Ⅱ)」『商事法務』、No.1622(2002.3.5)、14頁。
- 69) 前田重行「取締役報酬」『法学教室』、No.265(2002.10)、20頁。
- 70) 中間試案では、ストック・オプションも報酬として報酬規制の中に含めていたが、要綱では除外された。前田「前掲論文」『商事法務』No.1622、14頁。しかしこのことが、ストック・オプションの付与について報酬委員会による決定を不要とする理由にはならない。上村「前掲論文」『判例タイムズ』、87頁。
- 71) 始関『前掲書』、98頁。
- 72) SECの経営者報酬開示規制の変遷については、拙稿「コーポレート・ガバナンスにおける情報開示の役割」『紀要』、日本大学経済学部経済科学研究所、第28号(1999.9)、80-82頁。
- 73) チャールズ・エルソン「経営者報酬の健全性を問う」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』、第28巻第4号(2003年April)、129-142頁。
- 74) 武井一浩『新しい経営機構戦略』、商事法務、2002年、145頁。
- 75) 阿部直彦『会社を変える報酬改革』、東洋経済新報社、2001年、114-115頁。
- 76) 阿部『上掲書』、189-190頁。
- 77) スtock・オプションが導入された際にも、商法の中に業績連動報酬は経営者にインセンティブを与えるものであるという発想が欠落していたため、これまでのお手盛り防止のための消極的な報酬規制の下での情報開示が踏襲されたものと考えられ、開示される情報は不十分であった。胥鵬「ガバナンスを強化する取締役へのインセンティブ」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』、第27巻第4号(2002年April)、52-53頁。
- 78) 経済同友会『第14回 企業白書』、1999年2月、11-12頁
- 79) 正岡幸伸・柴山慎一「取締役会の実態と理想」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』、第27巻第4号(2002年April)、70-83頁。
- 80) 財務省財務総合政策研究所『進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生』、2003.6.3、<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk063/cg-1.html>。
- 81) 『上掲報告書』、2-1。
- 82) 『上掲報告書』、3-1。
- 83) 『上掲報告書』、4-4-2。
- 84) 『上掲報告書』、7-5。
- 85) スタンダード&プアーズ「変革期にある日本のコーポレート・ガバナンス」、2002.9.15、<http://www.standardandpoors.com/japan/forum/details/forum2002-09-12>。
- 86) 日本経済新聞、2003年1月6日。
- 87) 東証等一部上場企業を対象に、コーポレート・ガバナンスの状況を調査したものに、日本コーポレート・ガバナンス・インデックスの調査結果がある。日本コーポレート・ガバナンス・イン

- デックス研究会『2002年度コーポレート・ガバナンス・インデックス調査報告』、2002.9.3、
<http://www.jcgr.org/jpn/>。
- 88) 福田徹「コーポレート・ガバナンスのフレームワーク」『証券レビュー』、第42巻第5号
(2002.5)、39頁。
- 89) オリックスのコーポレート・ガバナンスへの取り組みについては、宮内義彦「コーポレート・
ガバナンスと取締役」日本取締役協会『取締役の条件』、日経BP社、2002年を参照。具体的な
分析については、広田真一「株主重視経営は日本に根付くか?」『経済セミナー』、2003年2月
号を参照。
- 90) ORIX Value Added は、1999年4月より導入された、株主資本に対する事業効率を表わす
独自の指標である。このOVAは、事業のリスクを資本コストとして各事業部に賦課したところ
に特徴があり、当期純利益、ROA、ROEなどととも経営管理指標のひとつとして利用されて
いる。オリックス・コーポレーション『2002年アニュアル・レポート』、28頁、
<http://www.orix.co.jp>。
- 91) 2003年10月21日に取得した最新のオリックスのコーポレート・ガバナンス・スコアについて
は、<http://www.governance.standardandpoors.com> を参照。
- 92) 個別報酬開示に対する株主オンブズマンからの提案には、2002年の株主総会では27%、2003
年の株主総会では30%の賛成を得た。株主オンブズマン「ソニー株主総会が開かれ、役員報酬の
個別開示に30%の賛成」、2003.6.24、<http://www1.newweb.ne.jp/wa/kabuombu>。
- 93) 日本経済新聞、2002年6月21日。ただし、株主オンブズマンによれば、2003年の株主総会
では、昨年以上に個別開示を求める声広がっていることから、SONY側の感触もいくらか変
化しているように感じられると報じている。株主オンブズマン「上掲記事」。
- 94) 三枝一雄「役員報酬の開示規制」『早稲田法学』、第75巻第3号(2000.3)、291頁。

【参考文献】

- 阿部直彦『会社を変える報酬改革』、東洋経済新報社、2001年。
- 阿部道明「執行役員の意義についての考察」『法政研究』、九州大学法政学会、第69巻第1号
(2002.7)。
- 阿萬弘行「コーポレート・ガバナンスにおける経営者報酬の有効性」『経済論集』、京都大学経済学
会、第168巻第2号(2002.8)。
- 新井富雄「日本企業のコーポレートガバナンス再構築」『知的資産創造』、2002年6月号。
- 出井信之「グローバル・コーポレート・ガバナンス」、日本取締役協会『取締役の条件』、日経BP
社、2002年。
- 出井信之「ソニーにおける企業革新とコーポレート・ガバナンス」『監査役』、No.475(2003.7.25)。
- 伊丹敬之「ワールドコム事件と株式市場中心経営の弱点」『プレジデント』、2002.8.12号。
- 伊藤秀史「取締役会の経済分析と商法改正」『法律時報』、第74巻10号(2002年9月号)。
- 伊藤元重「コーポレート・ガバナンスを巡って」『JICPA ジャーナル』、No.576(2003.7)。

稲上毅・連合総合生活開発研究所『現代日本のコーポレート・ガバナンス』、東洋経済新報社、2000年。

今福愛志「コーポレート・ガバナンスとディスクロージャー」『企業会計』、第46巻第2号(1994.2)。

今福愛志「コーポレート・ガバナンス・ディスクロージャーをめぐる諸問題」『紀要』、日本大学経済学部経済科学研究所、第28号(1999.9)。

今福愛志・古庄修・向山敦夫・三和裕美子「コーポレート・ガバナンス・ディスクロージャーをめぐって」『経科研レポート』、日本大学経済学部経済科学研究所、No.18(2000.3)。

今福愛志「企業統治の会計の論点」『企業統治の会計』、東京経済情報出版、2003年。

今福愛志「会計とコーポレート・ガバナンス」『会計』、第163巻第4号(2003.4)。

引頭麻実「平成15年3月期決算短信におけるコーポレート・ガバナンスおよび継続企業の前提に関する記載事項の分析」『経理情報』、No.1023(2003.7.20)。

上村達男「会社法根本改正の動向について」『証券アナリストジャーナル』、第39巻第1号(2001.1)。

上村達男『会社法改革』、岩波書店、2002年。

上村達男「最近の商法改正とコーポレートガバナンス」『証券レビュー』、第42巻第4号(2000.4)。

上村達男「大会社における運営機構の選択」『判例タイムズ(臨時増刊)』、第1093号、(2002.8.30)。

上村達男「委員会等設置会社」『法学教室』、No.265(2002.10)。

OECD 閣僚理事会『OECDのコーポレートガバナンス原則』、金融財政事情研究会、2001年。

大崎貞和「商法改正とコーポレート・ガバナンスのあり方」『資本市場クォーターリー』、第5巻第4号(2002年 Spring)。

大塚章男・高野一郎『平成14年商法改正のすべて』、中央経済社、2002年。

大西昭徹・秋坂朝則「ソニー流監査委員会をいかに作るか」『経理情報』、No.1026(2003.8.20/9.1)。

大村敬一・増子信「わが国企業の経営パフォーマンスとコーポレート・ガバナンス」『ファイナンス・レビュー』、財務省財務総合政策研究所、第54号(2001.1)。

大村敬一・首藤恵・増子信「機関投資家による株主アクティビズムはコーポレートガバナンスを機能させられるのか?」『ファイナンス』、第37巻第6号(2001.9)。

大村敬一・増子信『日本企業のガバナンス改革』、日本経済新聞社、2003年。

岡崎哲二「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展」、青木昌彦・ロナルドドーア『国際・学際研究 システムとしての日本企業』、NTT出版、1995年。

小佐野広『コーポレート・ガバナンスの経済学』、日本経済新聞社、2001年。

小佐野広・堀敬一「日本企業の資金調達とガバナンス」、伊藤秀史『日本企業変革期の選択』、東洋経済新報社、2002年。

小佐野広「コーポレート・ガバナンス変革の雇用関係に与える影響」『日本労働研究雑誌』、No.507(2002年10月号)。

片木晴彦『新しい企業会計法の考え方』、中央経済社、2003年。

株主オンブズマン「ソニー株主総会が開かれ、役員報酬の個別開示に30%の賛成」、2003.6.24、<http://www1.newweb.ne.jp/wa/kabuombu>。

川口幸美「社外取締役制度とコーポレート・ガバナンス論の分析(上)」『監査役』、No.451(2001.1)。

12.25)。
川口幸美「社外取締役制度とコーポレート・ガバナンス論の分析(下)」『監査役』、No.452(2002.1.25)。
川瀬裕司「営業報告書作成上の留意点」『商事法務』、No.1658(2003.3.25)。
河村耕平・広田真一「株主によるガバナンスは必要か?」、伊藤秀史『日本企業変革期の選択』、東洋経済新報社、2002年。
河村貢「企業統治の機構と取締役の責任」『取締役の法務』、第107号(2003年2月号)。
河村貢「最近の機関投資家の株主権行使行動」『取締役の法務』、第108号(2003年3月号)。
神田秀樹「日本の金融ビッグバン:その法制度およびコーポレート・ガバナンスへの影響」、星岳雄・ヒューパトリック『日本金融システムの危機と変貌』、日本経済新聞社、2001年。
神田秀樹・久保利英明・宮廻美明「企業統治に関する商法改正法の実務への影響」『商事法務』、No.1617(2002.1.5)。
菊地伸「最近の質問傾向と質疑応答への対応」『商事法務』、No.1666(2003.5.5)。
菊池敏夫・平田光弘『企業統治の国際比較』、文真堂、2000年。
岸田雅雄「計算規定」『民商法雑誌』、第126巻第4・5号(2002年7-8月号)。
岸田雅雄『商法・商法施行規則の重点詳解』、中央経済社、2003年。
北城恪太郎・久保利英明・八田進二・荻野博司「米国コーポレート・ガバナンス改革と日本企業」『取締役の法務』、第105号(2002年12月号)。
北村雅史「取締役の責任軽減と株主代表訴訟」『民商法雑誌』、第126巻第4・5号(2002年7-8月号)。
金融庁『証券市場の構造改革プログラム』、2001.8.8、
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/13/kinyu/f-20010808-2.html>。
金融庁『証券市場の改革促進プログラム』、2002.8.6、
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/syouken/f-20020806-2.html>。
金融庁金融審議会第一部会『証券市場の改革促進』、2002.12.16、
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base.html。
久保克行「経営者インセンティブと内部労働市場」、花崎正晴・寺西重郎『コーポレート・ガバナンスの経済分析』、東京大学出版会、2003年。
久保利英明「アメリカを笑えない2周遅れの日本」『週刊東洋経済 臨時増刊 会計不信』、2002.9.4。
経済産業省『企業経営と財務報告に関する研究会報告書』、2002.4、<http://www.meti.go.jp>。
経済同友会『第14回 企業白書』、1999年2月。
経済同友会『企業競争力の基盤強化を目指したコーポレート・ガバナンス改革』、2002.7、
<http://www.doyukai.or.jp/>。
小出一郎「報酬内容の決め方と開示」『経理情報』、No.1000(2002.11.10)。
厚生年金基金連合会『株主議決権行使基準』、2003.2.20、
http://www.pfa.or.jp/jigyoku/pdf/gov_01.pdf。
小谷融「証券市場構造改革プログラムの進捗状況」『経営財務』、No.2550(2001.11.19)。

小沼靖「わが国企業のコーポレートガバナンスの課題と解決策」『NRI Research NEWS』、2001.2。
小宮山信・正岡幸伸「新時代のコーポレート・ガバナンス」『知的資産創造』、2003年3月号。
近藤光男「執行役」『民商法雑誌』、第126巻第4・5号（2002年7-8月号）。
財務省財務総合政策研究所『進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生』、
2003.6.3、<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk063/cg-1.html>。
三枝一雄「役員報酬の開示規制」『早稲田法学』、第75巻第3号（2000.3）。
酒巻俊雄「取締役と執行役の職務と責任」『判例タイムズ（臨時増刊）』、第1093号、（2002.8.30）。
佐久間信夫『企業支配と企業統治』、白桃書房、2003年。
佐藤美和「業績評価に用いる指標とその選定ポイント」『経理情報』、No.997（2002.10.10）。
澤口実「商法改正で大きく変わった役員報酬規定」『経理情報』、No.997（2002.10.10）。
重竹尚基「取締役会改革で会社が変わる3つのポイント」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・
レビュー』、第27巻第4号（2002年April）。
穴戸善一「コーポレート・ガバナンスに関する一考察」『法曹時報』、第54巻第8号（2002.8）。
始関正光「平成十四年改正商法の解説（Ⅰ）」『商事法務』、No.1636（2002.8.5）。
始関正光「平成十四年改正商法の解説（Ⅱ）」『商事法務』、No.1638（2002.9.5）。
始関正光「平成十四年改正商法の解説（Ⅲ）」『商事法務』、No.1639（2002.9.15）。
始関正光「平成十四年改正商法の解説（Ⅳ）」『商事法務』、No.1640（2002.9.25）。
始関正光「平成十四年改正商法の解説（Ⅴ）」『商事法務』、No.1641（2002.10.5）。
始関正光「平成十四年改正商法の解説（Ⅵ）」『商事法務』、No.1642（2002.10.25）。
始関正光「平成十四年改正商法の解説（Ⅶ）」『商事法務』、No.1643（2002.11.5）。
始関正光「平成十四年改正商法の解説（Ⅷ）」『商事法務』、No.1644（2002.11.15）。
始関正光「平成十四年改正商法の解説（Ⅸ）」『商事法務』、No.1646（2002.11.25）。
始関正光「平成十四年改正商法の解説（Ⅹ）」『商事法務』、No.1649（2002.12.15）。
始関正光『Q&A 平成14年改正商法』、商事法務、2003年。
篠崎隆「新株予約権と役員報酬」『取締役の法務』、第95号（2002年2月号）。
篠崎隆「社外取締役の報酬水準」『取締役の法務』、第96号（2002年3月号）。
篠崎隆「役員報酬と新商法」『取締役の法務』、第100号（2002年7月号）。
篠崎隆「委員会等設置会社における報酬委員会の運営」『取締役の法務』、第109号（2003年4月号）。
柴田和史「株主総会の変容」『法律時報』、第74巻10号（2002年9月号）。
清水克三「厚生年金基金連合会による議案別議決権行使状況」『商事法務』、No.1670（2003.8.5）。
下村昌作「決算短信における「定性的情報」の記載内容の充実について」『経理情報』、No.964
（2001.10.10）。
下村昌作「コーポレート・ガバナンス情報の開示義務化について」『経理情報』、No.1008（2003.
2.10）。
下村昌作「四半期業績の概況とコーポレート・ガバナンスに関する開示制度」『商事法務』、
No.1655（2003.2.25）。
下村昌作「平成十五年三月決算期における決算短信の様式改定について」『経理情報』、No.1014
（2003.4.10）。

須藤岳史「ソニーにおける委員会等設置会社への移行とガバナンスの改革」『商事法務』、No.1674 (2003.9.25)。

首藤恵「アングロアメリカン型企業統治と機関投資家の役割」『経済学論纂』、中央大学経済学研究会、第41巻第3・4合併号 (2000.12)。

商事法務編集部「主な委員会等設置会社移行会社一覧」『商事法務』、No.1669 (2003.7.25)。

商事法務編集部『委員会等設置会社・株式制度の理論と実務』、別冊商事法務 No.263 (2003.8)。

胥鵬「役員報酬と経営者インセンティブ」『経済セミナー』、No.533 (1999年6月号)。

胥鵬「ガバナンスを強化する取締役へのインセンティブ」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』、第27巻第4号 (2002年 April)。

末永敏和「機関を中心とする大会社関連の改正」『ジュリスト』、No.1229 (2002.9.1)。

末永敏和『コーポレート・ガバナンスと会社法』、中央経済社、2000年。

末永敏和・藤川信夫「新しいコーポレート・ガバナンスと企業運営」『取締役の法務』、第108号 (2003年3月号)。

末永敏和・長谷川俊明・稲葉陽二『委員会等設置会社、重要財産委員会 導入の実務』、中央経済社、2003年。

スタンダード&プアーズ「コーポレート・ガバナンス・サービス」、2002.7.19、
<http://www.standardandpoors.com/japan>。

スタンダード&プアーズ「コーポレート・ガバナンス・スコア」、2002.9.15、
<http://www.standardandpoors.com/Forum/RatingsAnalysis>。

スタンダード&プアーズ「変革期にある日本のコーポレート・ガバナンス」、2002.9.15、
<http://www.standardandpoors.com/japan/forum/details/forum2002-09-12>。

関孝哉・上田亮子「コーポレート・ガバナンス経営者インタビューの概要」『取締役の法務』、第108号 (2003年3月号)。

関孝哉・上田亮子「国際的に見たコーポレート・ガバナンスの検討」『取締役の法務』、第109号 (2003年4月号)。

武井一浩『新しい経営機構戦略』、商事法務、2002年。

武井一浩「委員会等設置会社の実務的観点からの検討 (上)」『監査役』、No.459 (2002.5.25)。

武井一浩「委員会等設置会社の実務的観点からの検討 (下)」『監査役』、No.460 (2002.6.25)。

武井一浩「委員会等設置会社制度と重要財産委員会の導入」『企業会計』、第54巻第8号 (2002.8)。

武井一浩「委員会等設置会社移行の実務対応」『商事法務』、No.1659 (2003.4.5)。

田中久夫『逐条解説 改正商法施行規則 (計算規定)』、税務経理協会、2003年。

田村達也「社外取締役が企業を守る、投資家を招く」『取締役の法務』、第98号 (2002年5月号)。

チャールズ・エルソン「経営者報酬の健全性を問う」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』、第28巻第4号 (2003年 April)。

チャールズ・ハンディ「株主資本主義の軋み」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』、第28巻第4号 (2003年 April)。

土屋守章・岡本久吉『コーポレート・ガバナンス論』、有斐閣、2003年。

角田大憲「取締役の人事・報酬」『商事法務』、No.1644 (2002.11.15)。

寺崎文勝『役員報酬・評価改革のすすめ方』、中央経済社、2003年。

寺本義也・坂井種次『日本企業のコーポレート・ガバナンス（新版）』、生産性出版、2002年。

東京証券取引所「決算短信等における定性的情報の記載事例（平成14年3月期）について」、2002.9.24、<http://www.tse.or.jp/news/200209/020906-a.html>。

東京証券取引所「決算発表資料等における定性的情報の充実に関する要請について」、2002.9.24、<http://www.tse.or.jp/news/200203/020329-a.html>。

東京証券取引所『コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果』、2003.1.31、<http://www.tse.or.jp/listing/cg/enquete/index.html>。

東京証券取引所『上場会社コーポレート・ガバナンス委員会』、2003.1.31、<http://www.tse.or.jp/listing/cg/index.html>。

東京証券取引所「四半期業績の概況に関する開示の新設等に係る適時開示制度の見直し」、2003.4.7、<http://www.tse.or.jp/guide/comment/021217js-1.pdf>。

内藤文雄「コーポレート・ガバナンスと会計・監査の機能」『会計』、第160巻第6号（2001年12月号）。

中島耕平「コーポレート・ガバナンス情報の開示義務化について」『経営財務』、No.2610（2003.2.10）。

中島耕平「平成15年3月決算における決算短信の様式改定について」『経営財務』、No.2618（2003.4.7）。

中田直茂「ディスクロージャーの正確性の確保とコーポレート・ガバナンス（上）」『商事法務』、No.1619（2002.2.5）。

中田直茂「ディスクロージャーの正確性の確保とコーポレート・ガバナンス（中）」『商事法務』、No.1620（2002.2.15）。

中田直茂「ディスクロージャーの正確性の確保とコーポレート・ガバナンス（下）」『商事法務』、No.1621（2002.2.25）。

中谷巖『コーポレート・ガバナンス改革』、東洋経済新報社、2003年。

中西敏和「6月株主総会の4つの特徴」『経理情報』、No.993（2002.8.20/9.1）。

中村直人「最近の商法改正と株主総会」『金融・商事判例（増刊号）』、第1160号（2003.2）。

中村直人・古瀬和也・山本茂「IT化対応と営業報告書等の作成」『商事法務』、No.1655（2003.2.25）。

中村直人「委員会等設置会社への移行の選択と説明責任」『経理情報』、No.1017（2003.5.20）。

西尾幸夫「各種委員会の機能と問題点」『判例タイムズ（臨時増刊）』、第1093号、（2002.8.30）。

日本会計研究学会『特別委員会 外部監査とコーポレート・ガバナンス（最終報告）』、2003年9月。

日本コーポレート・ガバナンス・インデックス研究会『2002年度コーポレート・ガバナンス・インデックス調査報告』、2002.9.3、<http://www.jcgr.org/jpn/>。

日本政策投資銀行設備投資研究所「商法改正後の新しいコーポレート・ガバナンスと企業経営」『経済経営研究』、第23巻第6号（2003.3）。

野村修也「経営管理機構のあり方と取締役会改革」『法律時報』、第74巻10号（2002年9月号）。

羽柴昇吾・櫛筒隆亮「業績連動型役員報酬制度への移行と会計・税務上の課題」『経理情報』、

No.997 (2002.10.10)。

橋本基美「日本企業の変革を促す商法改正」『知的資産創造』、2002年3月号。

橋本基美「コーポレート・ガバナンス・レーティング」『資本市場クォーターリー』、第6巻第2号 (2002年 Autumn)。

橋本基美「公表された厚生年金基金連合会の株主議決権行使基準」『資本市場クォーターリー』、第6巻第4号 (2003年 Spring)。

濱克彦・郡谷大輔「平成14年商法改正の概要」『JICPA ジャーナル』、No.568 (2002.11)。

浜田道代「商法改正とコーポレート・ガバナンス」『監査役』、No.462 (2002.8.25)。

浜田道代「取締役会制度の改革② (委員会等設置会社)」『金融・商事判例 (増刊号)』、第1160号 (2003.2)。

浜辺陽一郎『執行役員制度 (第三版)』、東洋経済新報社、2003年。

林謙太郎「四半期業績の概況の開示に係る適時開示制度の改正等について」『経営財務』、No.2611 (2003.2.17)。

林謙太郎「四半期業績の開示に係る適時開示制度の改正等について」『経理情報』、No.1009 (2003.2.20)。

広田真一「株主重視経営は日本に根付くか？」『経済セミナー』、2003年2月号。

福田寛「変貌するコーポレート・ガバナンス」『経済研究』、成城大学経済学会、第147号 (1999.12)。

福田徹「コーポレート・ガバナンスのフレームワーク」『証券レビュー』、第42巻第5号 (2002.5)。

藤野信雄「14年改正商法による取締役の報酬等に関する問題点」『経理情報』、No.1009 (2003.2.20)。

藤川信夫「機関投資家の議決権行使基準設定の動きと6月総会への影響」『経理情報』、No.1016 (2003.5.1)。

古庄修「コーポレート・ガバナンス・ディスクロージャーの形成と枠組み」『紀要』、日本大学経済学部経済科学研究所、第28号 (1999.9)。

古庄修「OECDのコーポレート・ガバナンス原則」『経営学紀要』、亜細亜大学短期大学部学術研究所、第8巻第1号 (2000.7)。

星岳雄「日本型コーポレート・ガバナンス」『経済研究』、第53巻第4号 (2002.10)。

マイケル・ギブソン「ビッグバンと日本のコーポレート・ガバナンス：問題点の展望」、星岳雄・ヒューパトリック『日本金融システムの危機と変貌』、日本経済新聞社、2001年。

正岡幸伸・柴山慎一「取締役会の実態と理想」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』、第27巻第4号 (2002年 April)。

真崎晃郎・古田英昭「ソニーのコーポレート・ガバナンスと委員会等設置会社」『取締役の法務』、第109号 (2003年4月号)。

前田重行「取締役報酬」『法学教室』、No.265 (2002.10)。

前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説 (I)」『商事法務』、No.1621 (2002.2.25)。

前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説 (II)」『商事法務』、No.1622 (2002.3.5)。

前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説 (III)」『商事法務』、No.1623 (2002.3.15)。

前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説（Ⅳ）」『商事法務』、No.1624（2002.3.25）。
前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説（Ⅴ）」『商事法務』、No.1625（2002.4.5）。
松井秀樹「取締役の報酬の開示」『商事法務』、No.1580（2000.12.5）。
松尾聿正「コーポレート・ガバナンスと会計ディスクロージャー」『企業会計』、第54巻第7号（2002.7）。
松山英明「社外取締役の法的要件」『取締役の法務』、第96号（2002年3月号）。
松山遙「役員報酬に関する議案・営業報告書の記載方法」『経理情報』、No.1017（2003.5.20）。
水村典弘「アメリカにおける企業統治」、中村瑞穂『企業倫理と企業統治』、文眞堂、2003年。
宮内義彦「コーポレート・ガバナンスと取締役」日本取締役協会『取締役の条件』、日経BP社、2002年。
宮島英昭・青木英孝「日本企業における自律的ガバナンスの可能性」、伊藤秀史『日本企業変革期の選択』、東洋経済新報社、2002年。
宮島英昭・原村健二・稲垣健一「進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生」『経理情報』、No.1026（2003.8.20/9.1）。
宮島英昭「最新の報告書『進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生』の概要」『経営財務』、No.2642（2003.10.6）。
森田章「コーポレート・ガバナンスとディスクロージャー」、森本・川濱・前田『企業の健全性確保と取締役の責任』、有斐閣、1997年。
森田章「コーポレート・ガバナンスと情報開示」『自由と正義』、第49巻第10号（1998.10）。
森田章『会社法の規制緩和とコーポレート・ガバナンス』、中央経済社、2000年。
森田章「機能する資本市場のための条件」『取締役の法務』、第94号（2002年1月号）。
森田章「取締役会の機能と分離」『民商法雑誌』、第126巻第4・5号（2002年7-8月号）。
森本滋「株式会社の経営管理機構の改革について」『取締役の法務』、第86号（2001年5月号）。
森本滋「コーポレート・ガバナンス関連立法の最近の動向（上）」『取締役の法務』、第98号（2002年5月号）。
森本滋「コーポレート・ガバナンス関連立法の最近の動向（下）」『取締役の法務』、第99号（2002年6月号）。
森本滋・岩原紳作・始関正光・武井一浩「平成十四年商法改正と経営機構改革（上）」『商事法務』、No.1651（2003.1.5）。
森本滋・岩原紳作・始関正光・武井一浩「平成十四年商法改正と経営機構改革（中）」『商事法務』、No.1652（2003.1.25）。
森本滋・岩原紳作・始関正光・武井一浩「平成十四年商法改正と経営機構改革（下）」『商事法務』、No.1653（2003.2.5）。
森本滋「委員会等設置会社制度の理念と機能（上）」『商事法務』、No.1666（2003.6.25）。
森本滋「委員会等設置会社制度の理念と機能（中）」『商事法務』、No.1667（2003.7.5）。
森本滋「委員会等設置会社制度の理念と機能（下）」『商事法務』、No.1668（2003.7.15）。
弥永真生「業績連動型報酬における新株予約権・種類株式の活用」『経理情報』、No.997（2002.10.10）。

弥永真生『コンメンタール商法施行規則』、商事法務、2003年。

弥永真生「証券取引法会計と商法会計の調整」『企業会計』、第55巻第6号（2003.6）。

矢野朝水「厚生年金基金連合会の議決権行使基準」『取締役の法務』、第108号（2003年3月号）。

山崎雅教「コーポレート・ガバナンスにおける情報開示の役割」『紀要』、日本大学経済学部経済科学研究所、第28号（1999.9）。

山崎雅教「ディスクロージャーによる経営者報酬ガバナンス」『経営論集』、大東文化大学経営学会、創刊号（2001.2）。

山崎雅教「日本におけるコーポレート・ガバナンスと役員報酬開示」『経営論集』、大東文化大学経営学会、第3号（2002.2）。

山下友信「委員会等設置会社における取締役・執行役の責任」『民商法雑誌』、第126巻第6号（2002年9月号）。

横尾賢一郎「公認会計士制度とディスクロージャー制度改革に期待する」『経営財務』、No.2609（2003.2.3）。

吉井毅「コーポレート・ガバナンスを考える」『取締役の法務』、第93号（2001年12月号）。

米澤康博・橋本基美「新たな局面を迎えたわが国機関投資家による議決権行使」『証券アナリストジャーナル』、第40巻第5号（2002.5）。

若杉敬明「コーポレート・ガバナンスをめぐる最近の動き」『資本市場』、No.205（2002.9）。

若杉敬明「株式会社のガバナンス構造と日本企業の現在」『経済セミナー』、2003年2月号。

和久友子「企業経営と財務報告に関する研究会報告書の概要」『商事法務』、N0.1630（2002.6.5）。

渡部亮『アングロサクソン・モデルの本質』、ダイヤモンド社、2003年。