

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

増 田 友 樹

第一章 はじめに

第二章 本稿の検討方法および意義

第一節 検討方法

第二節 意義

第三章 モニタリング・モデルの普及を促した法ルールの形成

第一節 社外取締役の増加

第二節 一九七七年のNYSEの上場規則の改正

第三節 一九八〇年代の敵対的買収に関するデラウェア州最高裁判所の判決

第四節 二〇〇二年のSOX法の制定

第五節 結論

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

四九（四九）

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

第四章 おわりに

同志社法学 六七巻一号

五〇（五〇）

第一章 はじめに

平成二六年改正会社法において、社外取締役の選任は義務付けられなかったものの、会社法制審議会では、社外取締役の要件や社外取締役に期待される役割なども含めて、取締役会の監督機能について活発に議論が行われた。

このような取締役会の監督機能については、これまでも数多くの研究が公表されてきた。⁽²⁾ それらの研究の多くは、アメリカにおける社外取締役（独立取締役）⁽³⁾を中心とした取締役会による経営の監視―モニタリング・モデルを取り上げて、その役割や機能だけでなく、モニタリング・モデルが普及してきた背景にも触れる。

たとえば、川濱昇は、モニタリング・モデルが普及した背景として、「会社スキヤンダルへの対処」および「会社効率性の増大目的」という「二つの要請」があったことを指摘する。⁽⁵⁾そして、「一見したところ他国より強力なモニタリングモデルを持つているかに見える現在の米国の取締役会のあり方を規定したのは多分に歴史的な偶然であることも否定できない」とする。⁽⁶⁾

また、川口幸美は、アメリカで社外取締役の採用が普及し、支持されてきた理由として、「…いわば、私的自治の原則に基づく会社の経済的要請が存在し、他方で、そのような広範な裁量権の付与は経営者の権限濫用を招きやすく、これを防止し、会社、株主及び債権者等、多数の利害関係者の利益を保護する要請が存在する。…所要請の均衡点として、会社の任意機関である社外取締役制度の採用が支持されたと理解すべきであろう」と述べる。⁽⁷⁾

もつとも、これらの研究は、確かにその背景を説明しているものの、モニタリング・モデルに関係する法ルールが誰

のどのような理由に基づいて導入されてきたのか、ということについては十分に明らかにしていない。そこで、本稿では、モニタリング・モデルの普及を促したと考えられる法ルールの導入について、様々なアクターのインセンティブから検討・説明することで、その普及が促されてきた背景をより明らかにしたい。結論を先に述べると、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきた背景には、とりわけ米国証券取引委員会（以下、SECとする）のインセンティブがあつたと考えられる。

以下では、次のような順序で検討を進める。第二章では、本稿の検討方法および意義について述べる。第三章では、アメリカにおけるモニタリング・モデルに関係する法ルールの形成過程を三つ取り上げて検討する。具体的には、一七七七年のニューヨーク証券取引所（以下、NYSEとする）の上場規則の改正、一九八〇年代のデラウェア州最高裁判所の敵対的買収に関する判例、二〇〇二年のサーベンス・オクスリー法（以下、SOX法とする）の制定である。これらの法ルールは、性質は異なるものの、モニタリング・モデルの普及を特に促してきたものと考えられる。第四章では、本稿に残された課題などを簡単に述べる。

第二章 本稿の検討方法および意義

第一節 検討方法

(一) アプローチ

本稿では、モニタリング・モデルに関係する法ルール自体の機能的な望ましさを検討するのではなく、その法ルールが導入された当時の社会的背景および様々なアクターのインセンティブに着目して検討する。具体的には、法ルールが

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

五一（五二）

導入された当時にどのようなことが問題となっていたのか、その問題について有権者の政治的注目 (Political Salience) がどれほど高まっていたのかということを確認する。その上で、その当時、様々なアクターがどのようなインセンティブを有していたのかを検討し、そのような法ルールが導入されるに至った背景について明らかにする。ここでの様々なアクターとは、アメリカ連邦議会（以下、連邦議会とする）、SEC、デラウェア州最高裁判所、大企業の経営陣という社外取締役の導入に何らかの利害関係を持つ、あるいは、その導入に影響を与えることができる主体を指す。

(二) 合理性の仮定

本稿では、各アクターは、時間や情報といった点で制限されるものの、既存の制度・仕組みの中で、自身の利益を最大化するような選択を行うという意味で合理的であると仮定する。⁽⁸⁾

たとえば、SECやデラウェア州最高裁判所は、問題となっている事柄について、完全な情報や知識を持っているわけではなく、無制限に時間を有するわけでもない。自身の利益を最大化するといっても、法ルールや組織の目的に反する決定を行なえるわけでもない。このような意味で、各アクターには、一定の制限がある。また、自身の利益を最大化するような選択とは、各アクターによって異なるものの、ここでは、自身に影響を与える主体から最も高く評価されるような選択、あるいは、組織の法的権限や予算を最も多く獲得できるような選択と仮定する。⁽⁹⁾

(三) 経営陣のロビー活動と政治的注目

本稿でいう経営陣とは、いわゆる大企業の経営者の集団である。日本では、日本経済団体連合会（経団連）がその代

表であるが、アメリカでは、ビジネス・ラウンドテーブル (Business Roundtable: 以下、BRTとする) が大企業の経営者の集団である。¹⁰⁾ アメリカの経営陣がどのように考えていたのかを確認する場合には、このBRTの意見を経営陣の意見として扱う。もちろん、BRTの会員以外にも上場企業はあることから、BRTの意見がすなわちアメリカの上場企業の経営者全員の意見とはいえない。しかし、国や州の政策に影響を与える度合いでいえば、¹¹⁾ やはりBRTの意見が最も重要と考えられる。¹²⁾

経営陣は、自身にとって不利な法ルールの改正が行われる可能性がある場合、その改正を防ぐために、連邦議会等に対してロビー活動を行うことがある。もともと、常に、そのようなロビー活動が成功するわけではない。たとえば、企業スキャンダルなどのイベントにより、有権者の政治的な注目が高まっている場合、連邦議会は、国民の評価を気にして何らかの対応 (規制介入) を行ったことをアピールする必要がある。¹³⁾ したがって、この場合、経営陣のロビー活動による影響力は通常時より弱まることから、経営陣の望む結果が実現される可能性は低くなる。

本稿では、このような政治的注目が高まっていたかどうかを判断する指標として、アメリカの有力紙ニューヨーク・タイムズの記事の件数を用いる。¹⁴⁾ 具体的には、問題となる事案に関連した語句を検索し、年間の記事件数の増減を比較することで、相対的に増加していた場合を政治的注目が高まっていたものとする。

第二節 意義

本稿には、次の二つの意義が認められる。

第一の意義は、アメリカで、モニタリング・モデルの普及が促されてきた理由をより具体的に説明できるといふことである。¹⁵⁾

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

五四 (五四)

第一章で紹介した研究以外にも、従前のわが国の研究のなかには、モニタリング・モデルの普及が促された背景について、「社会通念における会社の目的と経営者像の変化によるガバナンス観の変化によってもたらされた」と説明するものもあった。⁽¹⁷⁾しかし、これらの研究(第一章で紹介した研究も含めて)は、抽象的な説明にとどまっており、結局のところ、モニタリング・モデルの普及が促されてきた理由は明らかでない。

さらに、モニタリング・モデルの普及が、その役割と結び付けて説明されることもある。たとえば、川濱昇は、「近時のモニタリングモデルは効率性の積極的な向上を主たるターゲットとしている」と指摘する。⁽¹⁸⁾一方で、川口幸美は、モニタリング・モデルの役割に関する議論について、「経営の効率性や経営判断の具体的な妥当性ではなく、判断決定における手続きの遵守や経営者の利益相反取引の防止、すなわち適法性の確保にその主眼があった」と説明する。⁽¹⁹⁾このように、モニタリング・モデルの役割を踏まえた上で説明がされているものの、その理解は、論者によって異なる。⁽²⁰⁾

以上のことを踏まえると、モニタリング・モデルの普及が促されてきた背景を抽象的な理念や役割で説明するだけでなく、本稿のような方法で検討すること⁽²¹⁾で、モニタリング・モデルの普及が「誰のどのような理由により」促されてきたのかということ⁽²²⁾をより明確にできるのではないだろうか。⁽²³⁾

第二の意義は、コーポレート・ガバナンスに関する法ルールの形成主体・形成過程のあり方を考える際の一つの基礎資料を提供することができるということである。

近年、わが国において、証券取引所に自主規制業務をどこまで委ねるのか、証券取引所が顧客である企業に規制を課すことの利益相反性をどのように軽減するのか、ということが議論されてきた。⁽²⁴⁾たとえば、河村賢治は、「取引所による上場会社規制が適正な規範として認められる(あるいは機能する)ため」の四つの条件を挙げ、その中の一つの条件として、「規制の劣化に対する対応策が講じられている」ことを指摘する。⁽²⁵⁾また、温笑侗は、アメリカの証券取引所の

コーポレート・ガバナンス規制とSECによる監督との関係を検討し、「取引所は、コーポレート・ガバナンス規制を行う際に、投資者よりも自己利益を優先してしまうインセンティブをもっているため、行政監督が必要となる」と述べ⁽²⁶⁾る。どちらの主張も、アメリカのSECの監督権限等を踏まえて行われており、SECの存在を好意的に捉えている。

これに対して、江頭憲治郎は、(実質的な意味での)会社法のルール形成主体が誰であるべきかという観点から、わが国において、金融庁が、一般的な監督権限を背景に東京証券取引所規則の規則改正を要請していることの当否について議論することの必要性を指摘する⁽²⁷⁾。それ以上に詳しい説明はされていないが、その文章に付された脚注で、SECの権限が特定の法律の授權に基づくと指摘されていることからすれば、江頭は、少なくとも、明示的に法の委任がないにも関わらず、経済官庁が法ルールの形成主体になることを好意的に捉えていないように思われる。

それでは、SECのコーポレート・ガバナンスの領域に対する規制は、どのような形で行われてきたのだろうか⁽²⁸⁾。本稿は、形式的なSECの監督権限を紹介するのではなく、当時の社会的背景やSECのインセンティブに着目して検討することで、SECがどのような理由で介入してきたのかを明らかにする⁽³⁰⁾。

第三章 モニタリング・モデルの普及を促した法ルールの形成

第一節 社外取締役の増加

アメリカの上場企業の取締役会に占める社外取締役の構成割合は、一九五〇年以降、一貫して増加傾向にあり(図1参照)⁽³¹⁾、一九五〇年に約四八%、一九七〇年には約五九%に達していた⁽³²⁾。一九五六年に、NYSEが、上場会社の取締役会に少なくとも二名の社外取締役を含むことを要求していたことを除くと、州法や連邦法などで、社外取締役の選任

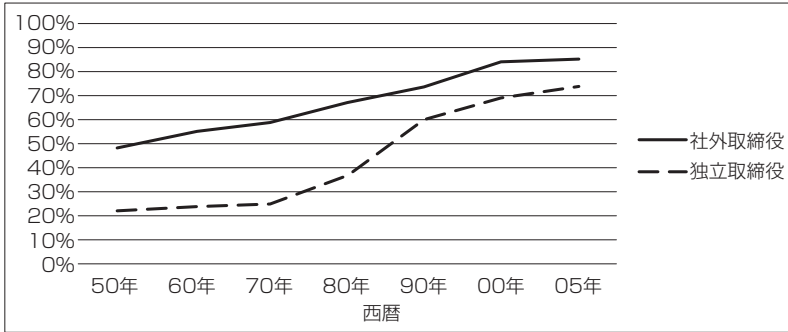
なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか?

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

五六 (五六)

図 1



Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1995-2005*, 59 Stan. L. Rev. 1465, 1565 table 1 (2007).

を義務付ける規定はなかったようである。⁽³⁴⁾ このことから、アメリカの経営陣は、社外取締役を自発的に選任していたと考えられ、社外取締役の選任自体にも比較的抵抗がなかったものと推測される。もともと、当時の社外取締役は、大半が「独立取締役」でない、「利害関係のある取締役 (affiliated director)」であり、⁽³⁵⁾ 取締役会も形式的な承認の場にすぎなかった。⁽³⁶⁾ また、社長 (CEO) が実質的な権限を持っており、社長職の指名だけでなく、⁽³⁷⁾ 取締役の選任にも強い影響力を及ぼしていたとされる。そのため、経営者にとって、社外取締役はそれほどやっかいな存在ではなかった。⁽³⁸⁾

ところが、一九七〇年以降、社外取締役の中でも、独立取締役の割合が大きく増加している。この独立取締役の増加に影響を与えたものとして、特に、一九七七年のNYSEの上場規則の改正、一九八〇年代のデラウェア州最高裁判所の敵対的買収に関する判例、二〇〇二年のSOX法の制定が挙げられる。⁽³⁹⁾ わが国の研究がアメリカのモニタリング・モデルを検討する場合にも、一九七〇年以降の取締役会の変遷を対象とすることが一般的である。⁽⁴⁰⁾ そこで、以下では、この三つのポイントに焦点を当てて検討していく。

第二節 一九七七年のNYSEの上場規則の改正

最初のポイントは、一九七七年のNYSEの上場規則の改正により、上場企業に経営者から独立した社外取締役のみで構成される監査委員会の設置が義務付けられたことである。⁽⁴¹⁾このような改正には、SECのインセンティブが大きく関係する。

(一) 企業スキャンダルと政治的注目の高まり

一九七〇年代には、当時最も大きな鉄道会社であったペン・セントラル社の倒産、そして、ウォーターゲート事件としてよく知られる、企業の違法な資金提供という二つの企業スキャンダルが生じた。⁽⁴²⁾

ペン・セントラル社の事案では、当社は、倒産の二年前から連転資金不足に陥っており、負債が増加していた。しかし、取締役会はそのことを認識しておらず、多額の配当を承認していた。⁽⁴³⁾このような取締役会の実態には、多くの批判がされたようである。⁽⁴⁴⁾当時のニューヨーク・タイムズの記事では、ペン・セントラル社の倒産が、投資家の信頼を傷つけるエピソードとして紹介されている。⁽⁴⁵⁾また、同時期に、ペン・セントラル社以外にも、いくつかの大企業の倒産が生じており、取締役会の働きに疑問が生じていた。⁽⁴⁶⁾

このペン・セントラル社の倒産に加えて、SECによるウォーターゲート事件の調査により、四五〇社以上の企業が事業機会を得るために海外の政府の役人に「疑惑の支払い」を行っていたことが明らかとなった。⁽⁴⁷⁾この「疑惑の支払い」において、社外取締役は、このような支払いの存在を把握していなかったことが指摘されており、また、そのようなことを把握するための調査は、当時の取締役会の職務を超えていたとされる。⁽⁴⁸⁾

図2は、一九七七年までの十年間について、プロクвест (ProQuest) が提供するニューヨーク・タイムズのアー

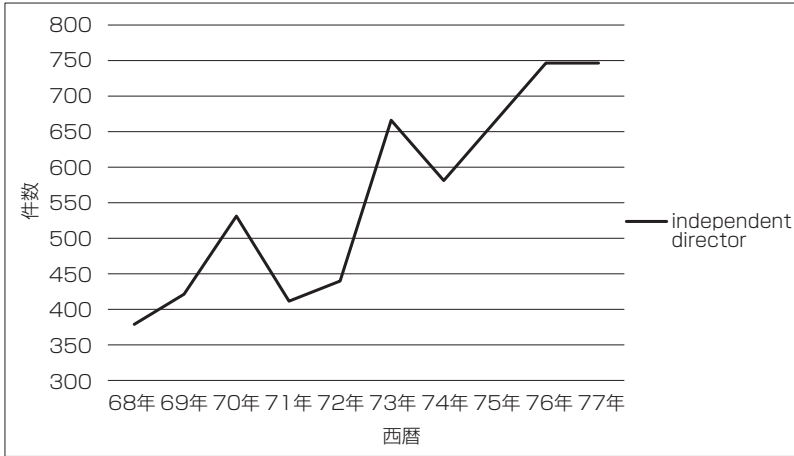
なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

五八 (五八)

図2



カイク全文データベースを用いて、「Independent director」で語句検索した場合の記事の件数を時系列にグラフ化したものである。一九七〇年代以前は、社外取締役について、それほど政治的注目が高くなかったものの、それ以降は、ほぼ右肩上がりに政治的注目が高まっている。

また、一九七〇年代は、このような企業スキャンダルに加えて、企業の社会的責任が大きくクローズアップされた時期でもあった。たとえば、社会活動家であるネーダー (Ralph Nader) は、大企業の活動が人々の生活の質に悪い影響を与えていると主張し、そのような主張は多くの人々から共感を得ていた。⁽⁴⁹⁾そして、ネーダーは、連邦レベルでの会社法を制定し、社会的問題に関する企業の開示を義務付けることなどを要求していた。⁽⁵⁰⁾

さらに、SECの元議長キャリー (William Cary) は、一九七四年に、コーポレート・ガバナンスの領域を中心に連邦レベルでの最低限の会社法のスタンダードを導入することを提案している。

「…アメリカの企業は、この国の多くの産業のガバナンスをコントロールするための便利な手段 (筆者注: 連邦会社法の制定)

を満場一致で排除するだろう。：しかしながら、デラウェア州法の病気を治すために、企業の責任に関する連邦のスタンダードが要求されているように思われる。このことは、各州で事業を行う会社に適用され、そして、連邦裁判官の基準により判断されるものとする最低限の会社法の規定を制定することによって最も達成されうるだろう。⁽⁵¹⁾

連邦議会においても、連邦レベルの会社法の制定が議論されており、SECの当時の議長ヒルズ (Roderick Hills) もネーダーなどの批判について一定の理解を示し、社外取締役の独立性を主張していた。

「あまりにも多くの取締役会が内部の取締役によって支配されている。：取締役の報酬は、実際の働きに見合わないことが明らかな価格で設定される。多くの事案で、取締役会に提供される情報は、もっぱら経営陣が生み出したものであり、：社外取締役に独立した調査を行う権限は与えられない。：多くの取締役会で欠けていることは、経営陣をモニタリングし、変更するという実質的な能力を持つ本当の独立性である。」⁽⁵²⁾

これらに加えて、一九七六年に、アイゼンバーク (Malvin A. Eisenberg) が監督機能に重点を置いた取締役会をモニタリング・モデルと呼び、少なくとも取締役会の過半数について、(経営者との間に経済的な利害関係を持たない) 社外取締役を置くことを提案している。⁽⁵³⁾

このように、一九七〇年代は、企業スキャンダルや企業の社会的責任の高まりの影響で、大企業における取締役会の役割について、多くの注目が集まり、議論されていた。⁽⁵⁴⁾

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

六〇（一六〇）

(二) 経営陣のインセンティブ

大企業の経営陣は、このような取締役会に対する批判についてどのように考えていたのだろうか。一九七七年のNYSEによる上場規則の改正以前に、経営陣がどのように考えていたのかは必ずしも明らかでない。しかし、一九七八年にBRTから公表されたステイトメントでは、取締役会の改革が（表面上は）歓迎されていた。⁽⁵⁶⁾

「：取締役会は、過半数の独立取締役により構成されることが望ましい。：監査委員会と報酬委員会はもっぱら独立取締役によって構成され、指名委員会の過半数は独立取締役により構成されることが望ましい。⁽⁵⁷⁾」

ところが、その後、一九八二年に、BRTの企業責任（The Corporate Responsibility）に関するタスク・フォースの議長は、アメリカ法律協会（以下、ALIとする）が公表したリステイトメントのドラフト⁽⁵⁸⁾に対して、激しく反対している。

「それは（筆者注…ALIの提案）、すべての取締役に、機能しないモニタリング手法を採用させる。そのことは、何も知らない人々の集まりによる機能しない方法での馬鹿げた要求である。⁽⁵⁹⁾」

また、一九八三年に出されたBRTのステイトメントにおいても、ALIの提案が批判されている。

「基本的に、提案されたリステイトメントは、アメリカの株式会社に追加かつ不必要な規制の階層を課そうとい

う試みを表す。競争の現実やマーケットを無視することで、その提案者は、どのように株式会社を取締役会が構成されるべきか（たとえば、誰が取締役となり、取締役会はどのような委員会を持つべきか）、そして、株式会社の取締役会はどのような機能を果たすべきか（たとえば、一定の明確にされた範囲の監視）ということについて、ルールを正確に明記する意図を持っているようにみえる。⁶⁰」

なぜ、BRTは、当初は、モニタリング・モデルへの移行に賛成していたにも関わらず、その後、その立場を大きく変えたのだろうか。以下のような理由が考えられる。

すなわち、一九七〇年代の相次ぐ企業スキャンダルなどにより、BRTは、連邦レベルでの会社法の制定を恐れていた。⁶¹特に、一九七六年に大統領に選出されたカーター（Jimmy Carter）は、連邦レベルでの会社法の制定を支持していたとされる。⁶²そのため、BRTには、そのような連邦による規制介入を避けたいという意図があったと考えられる。一方で、一九八〇年にレーガン（Ronald Reagan）が大統領に選ばれたことを機に、連邦レベルでの会社法の制定の可能性が低くなった。⁶³レーガン大統領の政策の特徴は、連邦政府による経済・社会活動への介入の抑制や連邦政府と州との間の責任分担に基づく州の立場の強化、規制緩和である。⁶⁴したがって、BRTは、一九七〇年代のように、連邦レベルでの会社法の制定を恐れる必要がなくなった。そのため、BRTは、一九八〇年以降に、大々的に取締役会の改革に反対する立場をとることができたのだと考えられる。

以上のことをまとめると、経営陣は、一九七〇年代は、政治的注目の高い状況で、戦略的な観点から、取締役会の改革に反対しなかった。その後、経営陣は、連邦による規制介入の恐れがなくなったことから、取締役会の改革に反対しただと考えられる。⁶⁵

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

六一 (一六一)

(三) SECのインセンティブ

SECは、証券取引所や証券業協会による自主規制機能を維持しながらも、一方で、そのような自主規制を監視するために、一九三四年の証券取引所法に基づいて創設された公的機関である。⁽⁶⁶⁾ 委員会は、大統領から任命された五名の委員によって構成され、そのうち四名以上は同じ政党派員であつてはならないとされる。⁽⁶⁷⁾ このような制限が設けられている理由は、政治からの独立性・中立性を担保するためである。⁽⁶⁸⁾ もつとも、連邦議会がSECの人的リソースを含めた予算の配分を決定することから、SECは、連邦議会からの評価を高めようというインセンティブを有する。⁽⁶⁹⁾ たとえば、連邦議会が、SECが十分な働きをしていない、あるいは、それほど必要でないと考えた場合、SECへの予算配分や権限が縮小される恐れがある。特に、企業スキャンダルが発生した場合には、SECの働きが不十分だったのでないかといった批判につながりかねない。

SECの組織は、五つの部門と二三の局に分かれており、二〇一三年で計四五〇四人の職員が働いている。⁽⁷⁰⁾ 職員は、弁護士等の法律家が多いとされる。⁽⁷¹⁾ 職員のキャリアとしては、SECで一定の業務経験を積んだ後に、民間の有力な法律事務所や投資銀行に転職することが多い。そのため、職員は、そのような転職に役立つ専門的な法律知識や事案の処理等の実績を得るために、ルールの制定やエンフォースメントの実施を積極的に行おうとするインセンティブを有すると考えられる。⁽⁷²⁾ 法律事務所や投資銀行の立場からみても、このような職員を雇うことには、SECとの繋がりや情報へのアクセスをより簡単に確保できるといったメリットがある。したがって、SECの組織全体としても、法律事務所等からの需要を生むために、自身の法的権限を拡大・維持しようとするインセンティブを有するだろう。⁽⁷³⁾

それでは、SECは、一九七〇年代の一連の企業スキャンダルのなかで、具体的にどのようなインセンティブを有していたのだろうか。

第一に、SECは、連邦議会からの評判を気にすることから、一連の企業スキャンダルに対して何らかの対応を行ったことをアピールする必要があった。⁽⁷⁶⁾ 連邦議会も、政治的注目が高まった状況では、SECがどのような対応をしたのかということに関心を持つ。もっとも、SECは、当時、コーポレート・ガバナンスの領域について直接に規制する権限を（少なくとも明示的には）有しておらず、⁽⁷⁷⁾ このような企業スキャンダルに対して、わかりやすい形でアピールする手段を持っていなかった。

そこで、これに関連して、第二に、SECとしては、一連の企業スキャンダルをきっかけに、コーポレート・ガバナンスの領域への規制権限を獲得しようというインセンティブを有する。⁽⁷⁸⁾ SECは、ウォーターゲート事件において、企業の違法な資金提供に対してエンフォースメントを積極的に行ってきたが、その背景には、コーポレート・ガバナンスの領域で、その権限を拡大しようという意図をもっていたことが指摘されている。⁽⁷⁹⁾ さらに、SECの職員としても、企業スキャンダルにおいてどのような対応をしたかは転職する際の重要な経験になってくることから、積極的に介入するインセンティブを有していたと考えられる。

SECの意向がどれほど反映されたのかは必ずしも明らかでないが、一九七五年には、証券取引所法の改正によって、SECの権限が強化されている。改正前まで、SECは、証券取引所にヒアリング等を行った後、証券取引所の上場基準を取り消したり、修正する権限はあったものの、それ以上の権限を与えられていなかった。⁽⁸⁰⁾ しかし、改正後、証券取引所が新しい上場規則を設けたり、改正する場合には、SECの承認が要求されることとなった。⁽⁸¹⁾ また、SECが、単独で上場規則を変更することも可能になった。⁽⁸²⁾ もっとも、このような改正を行った連邦議会の意図は、コーポレート・ガバナンスに関する上場規則の改正を目的にしたものではなかったと指摘されている。⁽⁸³⁾ このことからすれば、この改正には、連邦議会の意向だけでなく、SECの意向も大きく影響していた可能性がある。

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

六四 (六四)

以上のとおり、SECは、一九七〇年代に、企業スキャンダルに何らかの対応を行ったことを積極的にアピールする必要があった。他方で、コーポレート・ガバナンスの領域でアピールするためには、証券取引所の上場規則を通じてそのようなアピールを行うしかないという状況であった。

(四) 法ルールの形成メカニズム

それでは、なぜ一九七七年にNYSEの上場基準が改正されたのか。先のアクターのインセンティブを踏まえると、以下のように説明できる。

BRTが懸念していたように、連邦議会としては、政治的注目が高くなっていたことから、連邦レベルの会社法を制定することも一つの選択肢であったかもしれない。しかし、実際には、その選択の可能性は、決して高くなかったと考えられる。なぜなら、連邦議会としては、海外腐敗行為防止法 (Foreign Corrupt Practices Act) を一九七七年に制定したことで、ウォーターゲート事件などの企業スキャンダルに対応したことを世間に示したからである。実際に、海外腐敗行為防止法が制定されてからも、法が適用された事案は少なかったことが指摘されている。⁸⁴このことからすれば、法の制定自体は、連邦議会のパフォーマンスとして用いられたといえるかもしれない。したがって、連邦議会は、少なくとも、企業スキャンダルへの対処として、取締役会に関する何らかの規制を行うインセンティブをそれほど有していなかったのではないだろうか。

一方で、SECとしては、企業スキャンダルに対処したことを連邦議会に対してアピールするために、取締役会について、何らかの規制を行う必要があった。そこで、SECは、NYSEの上場規則を改正することで、企業スキャンダルに対処したことをアピールしたものと考えられる。⁸⁵NYSEの上場規則の改正は、証券取引所が自発的に採用したの

ではなく、SECにより事実上強制的に採用されたという指摘の背景には、このようなインセンティブがあったといえる。⁽⁸⁶⁾

以上をまとめると、一九七七年のNYSEの上場規則の改正は、企業スキャンダルへの対処というよりも、むしろ、SECによる連邦議会へのアピールとして用いられたものといえる。

第三節 一九八〇年代の敵対的買取に関するデラウェア州最高裁判所の判決

次のポイントは、一九八〇年代の敵対的買取の事案で、デラウェア州最高裁判所が、対象会社の経営陣がとった防衛策の是非を判断する際に、社外取締役の関与を考慮したことである。⁽⁸⁷⁾ この決定によって、経営陣は、敵対的買取から自身の地位を守るために、社外取締役を選任するインセンティブを有することになったとされる。⁽⁸⁸⁾ それでは、なぜ、防衛策の是非がデラウェア州の立法ではなく、裁判所によって判断されたのだろうか。そして、なぜ、デラウェア州最高裁判所は、防衛策の文脈で社外取締役の関与を考慮したのだろうか。これらには、デラウェア州の立場やデラウェア州最高裁判所のインセンティブが関係する。

(一) デラウェア州の立場

敵対的買取に関する立法は、一九六八年に、バージニア州で初めて行われた。⁽⁸⁹⁾ その後、一九八一年までに、三六の州が、同様の立法を設けたとされる。これらの立法は、公開買付けを対象として、買取者による開示や監督官庁の承認を要求するもので、敵対的買取を実質的に困難にするものであった。⁽⁹¹⁾

デラウェア州は、ほとんどの州がこのようないわゆる反買収法を制定するなかで、一九八八年まで買取に関する立法

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

六六 (一六六)

を行ってこなかった。なぜ、デラウェア州は、立法を行わなかったのだろうか。一九八〇年代当時、デラウェア州に対しては、敵対的買収を困難にする立法を行うよう、様々な方面からプレッシャーがかけられていた。⁽⁹²⁾

たとえば、M & A分野で有名な弁護士であるリプトン (Martin Lipton) は、デラウェア州から (立法を既に行っている) 他の州に移転することを勧める発言を残している。⁽⁹³⁾

「たとえば、ニュージャージー、オハイオそしてペンシルバニア州は、この敵対的買収の時代に、会社を設立するにあたって、デラウェア州よりもはるかに望ましい州である。おそらく、デラウェア州から移動する時がやってきた」⁽⁹⁴⁾

また、BRTも敵対的買収を促進するような連邦法の制定に反対していた。⁽⁹⁵⁾ たとえば、BRTの企業責任に関するタスク・フォースの議長であったアトウォーター (Brewster H. Atwater, Jr.) は、公開買付けの改正法案が連邦議会で議論された時に、いくつかの細かい規定には理解を示しつつも、次のような証言を残している。

「(筆者注：その法案は) 大きな欠点をもつ。…それは、その他のポジティブな特徴のすべてを減殺するだろう。」
そして、その欠点として、コーポレート・ガバナンスという伝統的な州の規制領域に対する連邦の介入が挙げられている。さらに、連邦の介入が、なぜ欠点になるのかということについて、次のように説明される。

「まず、州法が会社を定義し、つくりだす。その上で、州法以外では、既存の、あるいは、今後つくりだされる濫用のすべてをカバーすることはできないだろう。」

最終的に、アトウォーターは、連邦法は「あまりにも融通がきかない」とする。⁽⁹⁶⁾

このように、弁護士や経営陣といったデラウェア州の立法に影響力を持つアクターは、敵対的買収や連邦法の制定に反対の立場であった。そのため、デラウェア州も、他の州と同様に何らかの立法を行ってもよかつた。⁽⁹⁷⁾たとえば、同期に取締役らの善管注意義務違反が問題となった事案で（ヴァン・ゴルフコム判決⁽⁹⁸⁾）、取締役らの損害賠償責任が認められた後に、デラウェア州は、経営陣をなだめるために、すぐに立法で対応したことが指摘されている。⁽⁹⁹⁾

それにも関わらず、デラウェア州が一九八〇年代前半に敵対的買収に関する立法を行わなかつたのは、連邦議会やSECによる介入をおそれていたからだとされる。当時は、敵対的買収について、州、あるいは、SEC等の連邦側のどちらがその分野を規制すべきなのが問題になっていた。⁽¹⁰⁰⁾さらに、敵対的買収を含めた公開買付規制は、連邦議会でも実際に検討されていた。⁽¹⁰¹⁾特に、SECは、対象会社の経営陣に防衛策を認めることに反対しており、実際に、デラウェア州の動きを牽制していたようである。⁽¹⁰²⁾もし、デラウェア州が敵対的買収を困難にするような立法を行うことで、SECの反感を買った場合、連邦側からの介入が行われて、会社法を中心としてのデラウェア州の地位が脅かされる可能性があった。したがって、このような状況のもとで、デラウェア州が、何らかの立法を行うことは困難であった。そこで、デラウェア州としては、裁判所にその判断を委ねることで、政治的な色彩を薄め、その対立を回避したのだと考えられる。⁽¹⁰³⁾

(二) デラウェア州最高裁判所のインセンティブ

デラウェア州最高裁判所のインセンティブを検討する上では、次の三つの点が重要である。

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

六八 (一六八)

第一に、デラウエア州最高裁判所の裁判官の選任方法が挙げられる。デラウエア州最高裁判所の裁判官は、指名委員会の過半数の承認を得た上で、最終的に、州知事によって任命される⁽¹⁶⁾。このような選任方法を設けた理由は、一般的に、政治的な影響や対立から裁判官を独立させるためであると説明される⁽¹⁷⁾。もともと、実際には、指名委員会のメンバー一人の候補者のうち少なくとも四人が法律家（弁護士）から選任されることとなっている⁽¹⁸⁾。そのため、このような選任方法は、州議会の中で政治的な対立は避けられるかもしれないが、有権者の投票によって選任される公選制よりも、弁護士グループからの影響を受けやすい。デラウエア州最高裁判所の裁判官は、その選任過程を通じて、弁護士グループのコントロールを受けるのである⁽¹⁹⁾。

第二に、裁判所の決定に最も関心を持つ、あるいは、影響を与えることができるアクターは、弁護士だということである⁽²⁰⁾。弁護士は、会社法上の紛争や相談から手数料収入を得ることから、裁判所の決定に強い利害関係を持つ⁽²¹⁾。デラウエア州の裁判所は明確な法原則の提供に消極的であると指摘されるように、デラウエア州の判例法理は、曖昧な部分が多く⁽²²⁾、事後的な争いが生じやすくなっている。デラウエア州の裁判所は、独立取締役の定義でさえ、明確な基準を提供せずに事案に応じて判断することが指摘されている⁽²³⁾。このことは、弁護士の立場からみれば、自身の収入機会を得やすい法ルールが裁判所によって設定されているともいえるだろう。さらに、弁護士と裁判官は、個人的なネットワークで結び付いていることも指摘されている⁽²⁴⁾。

もちろん、経営陣も、特に州の立法においては、その影響力を行使することができる有力なアクターである⁽²⁵⁾。しかし、経営陣の場合には、（デラウエア州において）それほど組織化されていないことやフリーライドの問題により、弁護士グループと比較して、その影響力が小さいことが指摘されている⁽²⁶⁾。また、経営陣は、裁判官の選任過程において、弁護士のように強い影響力を及ぼすことはできない⁽²⁷⁾。以上のことからすれば、デラウエア州最高裁判所は、弁護士にとって

望ましい(その次に経営陣にとって望ましい)判決を下すインセンティブを有することとなる。⁽¹⁰⁾

第三に、デラウエア州の裁判所の優位性が挙げられる。デラウエア州の事実審裁判所である衡平法裁判所は、陪審制度を採用していないことから、通常の裁判所と比較して、より短い時間で事件に対応することができる。⁽¹¹⁾さらに、デラウエア州の裁判所は、ビジネス関係の訴訟に関して、判決を下すまでの所要時間も短いことが指摘されており、このことは一般的によく知られている。⁽¹²⁾これらは、衡平法裁判所に関する指摘ではあるものの、デラウエア州最高裁判所もまた、このようなデラウエア州の裁判所の優位性を失うような法ルールの運用―判決を下すまでに過度に時間を要するような法ルールの運用―を避けるようなインセンティブを有すると考えられる。⁽¹³⁾

以上をまとめると、デラウエア州最高裁判所は、明確な要件を示すよりも、曖昧な法ルールを設けようとするインセンティブを有する一方で、その法ルールの運用にあたっては、できるだけ迅速な対応を行うことが要求されるといえるのである。

(三) 法ルールの形成メカニズム

デラウエア州最高裁判所は、対象会社の経営陣がとった防衛策について、経営判断原則が適用される前提として、社外取締役の関与を考慮した。⁽¹⁴⁾たとえば、その後の敵対的買収に大きな影響を与えたユノカル判決⁽¹⁵⁾では、敵対的買収が対象会社の経営方針や効率性に脅威であると信じたことを取締役会が証明するにあたって、社外取締役が取締役会の過半数を占めることが考慮された。⁽¹⁶⁾また、その後に出されたモラン判決⁽¹⁷⁾やパラマウント判決⁽¹⁸⁾でも、社外取締役が過半数を占めていたという事実が対象会社の取締役会の責任を判断する際に有利に働くことが指摘されている。⁽¹⁹⁾なぜ、デラウエア州最高裁判所は、対象会社の経営陣が防衛策をとることを認めた上で、社外取締役の関与を考慮したのだろうか。

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号 七〇（七〇）

表1

	弁護士	経営陣	連邦側
防衛策を無条件に禁止	×	×	○
条件付きで防衛策を認容	○	△	△
防衛策を無条件に認容	△	○	×

一九八〇年代の有力な学説は、デラウェア州最高裁判所とは異なる立場であった。たとえば、一九八一年のイースターブルックとフィッシュェル (Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel) の論文は、対象会社の経営陣が防衛策をとること自体に反対している⁽¹³⁾。また、同じ年に公表されたギルソン (Ronald J. Gilson) の論文も、防衛策を採用すべきでないとした上で、対象会社の経営陣は、株主への情報提供や株主にとってより好ましい公開買付けを探すといった役割を担うべきであると述べる⁽¹⁴⁾。その翌年に公表されたベブチャック (Lucian A. Bebchuk) の論文も、ギルソンと同様の立場で、経営者が潜在的な買付者に情報を提供することと、敵対的買収をオークションのようなものにすることが望ましいと主張した⁽¹⁵⁾。このように、当時の学説は、対象会社の経営陣が防衛策を採用すること自体に否定的な立場であった。

また、社外取締役の関与についても、そのようなことを主張する学説もないことはなかった⁽¹⁶⁾。社外取締役の中立性がそれほど期待できないことや経営陣の利益相反を解消するために用いられる特別委員会も実務ではそれほど効果を發揮していない⁽¹⁷⁾といった指摘を考慮すると、機能的な面からも決して望ましいものではなかったと考えられる。むしろ、敵対的買収における利益相反を解消したいのであれば、社外取締役の関与よりも、経営陣から独立した意思決定主体に委ねることが望ましかったといえる⁽¹⁸⁾。

ゴードン (Jeffrey N. Gordon) によれば、この当時、デラウェア州の裁判所には、三つの選択肢があったとされる。すなわち、買収防衛策を完全に禁止して株主にその判断を委ねるか、経営陣に敵対的買収に反対する自由な裁量を与えるか、裁判所に買収防衛策の合理性を判断さ

せるか、である⁽¹⁸⁾。デラウェア州最高裁判所の判断は、これら三つの選択肢の中では、最後の選択肢に近い。しかし、このような選択肢だけでは、デラウェア州最高裁判所以外のアクターのインセンティブが考慮されていない上に、社外取締役の関与を考慮した理由を説明できない。

表1は、弁護士・経営陣・連邦側（特にSEC）の防衛策についての選好を整理したものである⁽¹⁹⁾。

デラウェア州最高裁判所にとって、最も難しい選択肢は、防衛策を無条件に禁止するということであった。なぜなら、裁判所に大きな影響を与える弁護士や経営陣といったアクターからの支持を得ることが難しかったからである。他方で、防衛策を無条件に認容することも難しかった。なぜなら、連邦側の介入が生じるかもしれない（と考えられた）からである。

したがって、デラウェア州最高裁判所は、消去法的に、条件付きで防衛策を認容した。このような選択は、弁護士にとって最も好ましい⁽²⁰⁾。なぜなら、裁判所が防衛策を無条件に認容すると、経営陣としては、弁護士に相談する必要性が減るからである。むしろ、一定の条件が加えられることで、経営陣は、弁護士に相談する必要性が生じる。また、その条件として、「株主総会の承認があれば防衛策を認める」といったルールであれば、明確な基準であることから、経営陣は、弁護士に相談することなく、防衛策をとることが可能になってしまう。一方で、「裁判所が防衛策の内容や買収価格などについてすべて審査する」というルールであれば、それらの審査に時間を要することから、デラウェア州の裁判所がもつ迅速な判断という優位性を失うことになる。そこで、デラウェア州最高裁判所は、裁判所が事後的に審査するような法ルールを設けつつも、社外取締役の関与を考慮することで、審査に要する時間を抑えようとしたと考えられる。

このようなデラウェア州最高裁判所の決定は、経営陣にとっても悪いものではなかった。なぜなら、当時、社外取締

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

七二（七二）

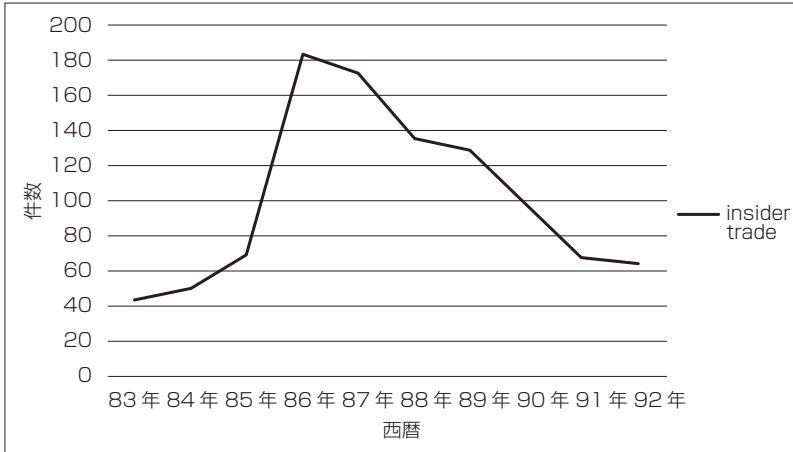
役の選任は、経営陣の事前の承認を経た上で行われており、経営陣はそれによって社外取締役に影響力を行使することができたからである。⁽¹⁴⁾

(四) 連邦側はなぜ介入しなかったのか？

(三)の表1にあるように、連邦側にとつては、デラウェア州最高裁判所の決定は、最も望ましい選択肢ではなかった。そのため、連邦側が何らかの介入を行ったとしても不思議ではない。なぜ、連邦側は、行動を起こさなかったのだろうか。

その理由として、おそらく、一九八五年以降のインサイダー取引に関するウォール街の一連のスクandalが考えられる。一九八〇年代の企業買収の増加に伴い、大手証券会社などの金融機関や法律事務所がその未公開情報を利用して、インサイダー取引を行うことが問題となっていた。⁽¹⁵⁾ プロクエストが提供するニューヨーク・タイムズのアーカイブ全文データベースを用いて、「insider trade」で語句検索したところ（図3参照）、一九八五年には、六九件のヒットであるにも関わらず、一九八六年には一七二件、一九八七年も一三五件、一九八八年も二二八件と件数が大きく増加している。このことから、インサ

図3



イダー取引について、一九八六年以降、政治的注目が飛躍的に高まっていたといえるだろう。

また、有権者は、敵対的買収を好意的に捉えていなかったことが指摘されており、むしろ、インサイダー取引の温床になっている企業買収への批判が高まっていた。⁽¹⁵⁾したがって、連邦側としては、敵対的買収の問題に介入するよりも、国民の注目や批判が集まるインサイダー取引に力を注ぐことが重要であったと考えられる。実際に、一九八八年には、頻発するインサイダー取引を規制するために、内部者取引・証券詐欺執行法 (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act) が制定されている。⁽¹⁶⁾この法では、金融機関によるインサイダー取引を防止するための規則が導入された。⁽¹⁷⁾

以上をまとめると、経営陣による防衛策の採用および社外取締役の関与には、直接的には、デラウェア州最高裁判所のインセンティブが関係していたといえる。もともと、このようなデラウェア州最高裁判所の決定は、連邦議会やSECが介入していれば、その重要性が失われていた可能性があった。介入が行われなかったのは、ウォール街の一連のインサイダー取引の問題により、特に、SECが敵対的買収に介入するインセンティブを失っていたからである。⁽¹⁸⁾

第四節 二〇〇二年のSOX法の制定

最後のポイントは、二〇〇二年に制定されたSOX法である。SOX法は、企業の会計不祥事を受けて制定されたことから、監査法人の監督制度やディスクロージャーの強化を中心とする。それに加えて、SOX法は、監査委員会の独立性等を確保する要件を設けて、この要件を充足しない発行者の証券の上場を認めないようにすることを証券取引所に對して命じることができる規則の制定をSECに義務付けた。これを受けて、SECは、一九三四年証券取引所規則法規則一〇A—三を採択した。この規則は、監査委員会の取締役がその取締役としての地位以外での報酬を受領すること

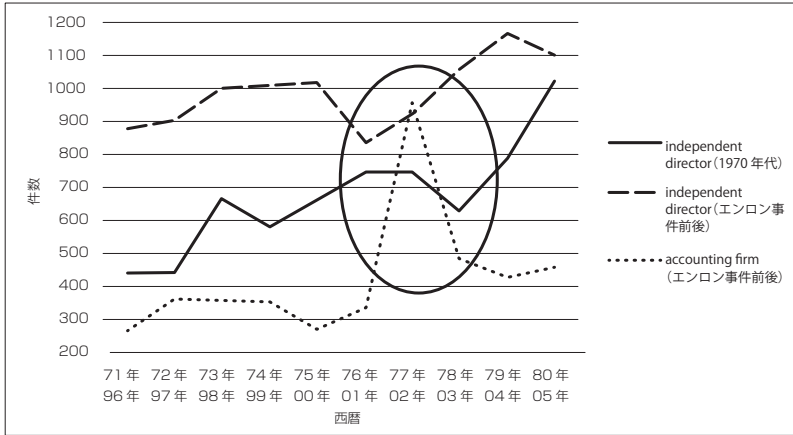
なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

七四 (七四)

図 4



の禁止および発行者やその子会社の関係者でないこと（以下では、監査委員会の独立性とする）、などの要件を充足しない場合、証券取引所は、発行者の証券の上場を認めてはならないとする。もともと、最終的に、二〇〇三年に行われたNYSEの上場規則の改正では、取締役会の過半数が独立取締役によって構成されることや独立取締役のみで構成される指名委員会・報酬委員会の設置が要求されるなど、SOX法よりも厳しい規制が設けられている¹⁹⁾。このようなSOX法の規定が導入された背景にも、SECのインセンティブがある。

(一) 企業スキャンダルと一九七〇年代との違い

わが国でもよく知られるように、アメリカでは、二〇〇一年のエンロン、二〇〇二年のワールドコムなど、大企業の会計スキャンダルが立て続けに生じた²⁰⁾。

エンロン事件では、天候デリバティブ等の金融商品が適切に時価評価されていないことに加えて、特別目的会社（SPC）に不良資産を売却することで、その損失がエンロンから切り離されて会計処理されていた²¹⁾。しかも、当時の監査法人は、このような不正な会計処理を認識していたにも関わらず、そのことを指摘していなかった。また、ワールド

コム事件も、通常は費用処理すべきものが繰延資産として不正に処理されていた。両社とも、アメリカにおいて名の知られた企業であり、その不正な会計処理およびその後の倒産は、有権者の注目を集めた。

もともと、プロクエストが提供するニューヨーク・タイムズのアーカイブ全文データベースを用いて、「Independent director」で語句検索したところ（図4参照…一九七〇年代と比較）、二〇〇一年、二〇〇二年頃は、社外取締役に関する政治的注目は高まっておらず、むしろ落ち込んでいたことがわかる。一九七〇年代のように、次第に政治的注目が高まってきたという状況とは異なる。また、社外取締役よりも、監査法人に関する政治的注目が急激に高まっている（図4参照：「accounting firm」で語句検索）。このことからすれば、連邦議会やSECは、今回の企業スキャンダルに対して何らかの対応を行う必要性はあったかもしれないが、監査委員会の独立性に関する規定を立法により新たに設ける必要性があったかは疑わしい。しかも、すでに一九九九年のNYSEの上場規則の改正で、監査委員会の独立性は、より厳しくされていた。⁽¹⁴⁾ 同改正では、上場企業の監査委員会が三名以上の独立性の要件を満たす社外取締役にによって構成されることや、そのうち少なくとも一名以上が財務もしくは会計の専門的知識を有することが要求されていた。⁽¹⁵⁾

(二) 経営陣およびSECのインセンティブ

BRTは、今回の企業スキャンダルが発生した後に、「計算書類・財務報告の誠実さや透明性に焦点を当てる上で、独立取締役の重要性や取締役会への独立性」を強調していたとされる。⁽¹⁶⁾ また、BRTの一部のメンバーは、コーポレート・ガバナンスが完全に変貌することを望むコメントを残していた。⁽¹⁷⁾ さらに、連邦議会の下院の委員会の公聴会で、BRTのコーポレート・ガバナンスに関するタスク・フォースの議長であったレインズ (Franklin D. Raines) が、次のようにコメントしている。

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

七六 (七六)

「：取締役会や監査委員会の監視のもとで、会社の財務状況を正直に提出し、その事業や会社の財務の健全性を投資家が評価できるよう十分な開示を行うことは、経営陣の責任である」⁽¹⁸⁾

このコメントは、レインズが挙げたコーポレート・ガバナンスに関する六つの指針のうちの一つである。以上の発言からすると、経営陣は、今回の企業スキャンダルにより、取締役会について何らかの規制が加えられるかもしれない、加えられても仕方ないと考えていたかもしれない。

しかしながら、機関投資家や学者は、このようなBRTの発言を信じていなかった⁽¹⁹⁾。たしかに、同時期に問題になっていたストックオプションに関する規制について、BRTが反対していたことを踏まえると、BRTが素直にその改革を望んでいたとは考えにくい。むしろ、一九七〇年代と同様に、経営陣としては、企業スキャンダルが高まったことにより、過剰な規制介入が行われることを避けるために、このような発言を行っていたと考えられる⁽²⁰⁾。

他方で、SECは、今回の企業スキャンダルについて、どのように考えていたのだろうか。SECには、企業スキャンダルに対処したことをアピールする必要があったと考えられる。なぜなら、本章第二節(三)に述べたように、政治的注目が高まっている状況では、連邦議会や有権者の注目が集まることから、何らかの対処を行ったことをアピールする必要があるからである。また、今回の企業スキャンダルは、コーポレート・ガバナンスの領域に、(連邦法上に基づいて)SECの規制権限を拡大するチャンスでもあった。

実際に、SOX法は、SECの提案が基礎にされたものであったとされる⁽²¹⁾。また、SOX法は、後でみるように、上院の民主党のドラフトが元になっているが、その上院の審議や公聴会においても、過去のSECの議長や関係者の発言がたびたび引用されている⁽²²⁾。さらに、SOX法制定後に行われた二〇〇三年のNYSEの上場規則の改正も、SECの

以前の議長のアイデアとそれほど変わらない⁽¹⁶⁾。

以上のことからすれば、経営陣は、一九七七年と同様に、企業スキャンダルの影響により法改正に強く反対できない一方で、SECは、積極的に介入するインセンティブを有していたといえる。もともと、(一)でみたように、SOX法に監査委員会の独立性の規定をあえて設ける必要性は認められない。それにも関わらず、なぜSOX法で監査委員会の独立性の規定が設けられたのだろうか。以下では、このことを説明するために、連邦議会におけるSOX法の立法過程について、ロマーノ (Robert Romano) の研究を参考に検討していく。

(三) 法ルールの形成メカニズム (下院)

連邦議会は、上院と下院、二つの議会から構成される。二つの議会は、議員の定数や任期はそれぞれ異なるものの、法案を審議し法律を制定する過程においては、ほとんど同じ権限をもつ。法案は、議員によって、まず所属する議会に提出され、その後、委員会で審議されることになる⁽¹⁶⁾。この委員会では、重要法案の場合、公聴会という場が設けられて、多くの関係者が委員会所属の議員からの質問に答えなければならぬ。もともと、委員長が誰を公聴会に呼ぶかということについて強い権限を持っていることから、公聴会は主に「政治的なショー」となっている⁽¹⁶⁾との見方もある。法案は、委員会で可決されれば、本会議にかけられ、そこで可決されれば、もう一方の議会に送付される⁽¹⁶⁾。SOX法の場合、下院で可決された法案は、上院ではそのままの形で採用されず、より厳しい法案が提案され、最終的に上院の法案をベースにしたものが採用された⁽¹⁶⁾。

上院で採用されなかった下院の法案は、下院の多数党であった共和党によって作成された。下院において、その法案は、一日限りの審議で通過したようである⁽¹⁶⁾。民主党は、当初は、その法案に反対していたが、選挙が迫っていたことも

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

七八（七八）

あり最終的に支持した。⁽¹⁷⁾ このような企業スキャンダルの後では、まず何よりも立法により対処したことを示すことが重要で、共和党の法案が内容的に十分でないことを理由に反対したことを有権者に理解してもらうことは、難しいと考えられたからである。

もつとも、下院で当初提案された法案には、監査委員会の独立性の規定がなかった。⁽¹⁷⁾ たとえば、下院の金融サービス委員会のレポートの少数意見では、SECの元議長が同様の趣旨の発言を行っていることが引用された上で、次のようなことが指摘されている。

「委員会から報告された法案には、独立取締役が本当に独立していることを確保する規定を含んでいない。その法案は、独立取締役が、取締役会の一員として働く一方で、コンサルタントとして報酬を受け取っている実務を中止させるであろう規定を含まなければならない」⁽¹⁸⁾

さらに、下院の審議では、監査委員会の独立性の基準について触れられておらず、⁽¹⁹⁾ 監査委員会の独立性が重要なテーマだと考えられていなかった。⁽¹⁸⁾ 下院議員は、企業スキャンダルへの対処のために、監査委員会の独立性の規定を設ける意図を持っていなかったといえる。

(四) 法ルールの形成メカニズム（上院）

上院では、正規の上院規則とは関係なく、伝統的に、法案の可決には全会一致が要求される。⁽¹⁸⁾ そのため、多数党がその数の力で押し切ることはできず、少数党との調整が必要になる。

上院の法案は、先に述べたように、民主党によって作成された⁽¹⁷⁾。民主党の法案には、下院の法案よりも厳しい規制が設けられていた。当初、共和党は、その法案の成立を遅らせようとしていたが、最終的には、討論の終結を優先させている。下院と同様に選挙を控えていたことから、共和党にとっても、まずは迅速に立法化することが望ましかったからである⁽¹⁸⁾。

上院の法案には、下院の法案に含まれていなかった監査委員会の独立性に関する規定が含まれていた⁽¹⁹⁾。もともと、上院でも、監査委員会の独立性についてはそれほど議論されていない⁽²⁰⁾。また、上院としても、企業スキャンダルへの対処という意味では、監査委員会の独立性のようなテクニカルな規定をアピールするよりも、刑事的なサンクションを設けたことをアピールする方が望ましかった。したがって、上院においても、監査委員会の独立性に関する規定が重要なものとして捉えられていたとは考えにくい⁽²¹⁾。

それでは、なぜ、下院のみならず上院の議員にとってもそれほど重要でない規定が、上院の法案に反映されたのだろうか。その理由は、上院の委員会の公聴会にSECの関係者が数多く呼ばれ⁽²²⁾、その意見が反映されたことにある⁽²³⁾。下院の委員会の公聴会で証言したSEC関係者は三名であった一方で、上院の委員会の公聴会で証言したSEC関係者は十名であった⁽²⁴⁾。さらに、両方の公聴会に呼ばれたSECの元議長ヒルズ（一九七七年に社外取締役の独立性を強く主張していた）は、監査委員会の独立性を立法化することについて、上院で次のように述べている。

「私は、法的資格のある独立した監査委員会が一定の株主数以上で保有される会社すべての取締役会に提供されなければならないということを、議会が立法化すべきであることを提案した。二五年を経て（筆者注・NYSEの上場規則で監査委員会の独立性が要求されてから二五年）、監査委員会は、法的な支持に値する。：監査委員会

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

八〇（八〇）

の権限は、その責任と同様に、立法による強さを必要とする。」⁽¹⁸⁶⁾

ヒルズ以外にも、SECの関係者が上院の公聴会で監査委員会の独立性を主張していた。⁽¹⁸⁷⁾一方で、SEC関係者でない者は、監査委員会の独立性について特に触れていなかった。⁽¹⁸⁸⁾監査委員会の独立性について尋ねられた時にも、次のように答えている。

「それ（筆者注：監査委員会の独立性）は、すでに要求されている。今日の証券取引所の上場基準の要件は、監査委員会はすべて独立した取締役であるべきことを規定している。」⁽¹⁸⁹⁾

以上のことからすれば、SEC関係者以外は、監査委員会の独立性を重要だと考えていなかったといえる。なぜなら、監査委員会の独立性の規定は、企業スキャンダルへの対処として有用でなく、また、既の上場規則で規定されている内容とそれほど変わらないと考えられていたからである。むしろ、SOX法に監査委員会の独立性の規定が設けられた背景には、自身のアピールや法的権限を拡大しようとするSECのインセンティブがあった。⁽¹⁹⁰⁾最終的に、二〇〇三年のNYSEの上場規則では、SOX法よりも厳しい基準が設けられたことは既に述べた通りである。

第五節 結論

これまでの検討をまとめると、アメリカでモニタリング・モデルの普及を促した法ルールの導入には、SECのインセンティブが大きく関係していたといえる。

たしかに、モニタリング・モデルの普及を促す法ルールは、タイミン的に企業スキャンダルとの関係で導入されてきたが、単純に、企業スキャンダルへの対処として用いられたものではない。むしろ、SECが、企業スキャンダルを受けて、連邦議会へのアピールや自身の法的権限の拡大のために、法ルールの導入を促してきたといえる。

また、一九八〇年代の敵対的買収において、経営陣による防衛策の採用および社外取締役の関与が考慮されたことは、直接的には、デラウエア州最高裁判所のインセンティブが関係していたといえる。デラウエア州最高裁判所は、弁護士にとって望ましい法ルールの設定を行う一方で、その他のアクターのインセンティブや自身の優位性も考慮した。もつとも、このようなデラウエア州最高裁判所の決定は、連邦議会やSECが介入していれば、その重要性が失われていた可能性もあった。それにも関わらず、SECがこの問題に介入しなかったのは、同時期に問題となっていた企業買収に関わるインサイダー取引問題に対処することが、SECにとって最も望ましかったからである。

第四章 おわりに

わが国において、SECに似た組織として、証券取引等監視委員会が挙げられる。しかし、証券取引等監視委員会は、金融庁のもとでの「審議会等」という位置づけであり、自ら行政処分を行うことはできず、証券取引所の上場規則の制定に参与する権限なども与えられていない。^(四)したがって、わが国のコーポレート・ガバナンスの領域において、証券取引等監視委員会がSECのような強いインセンティブを有して行動することは考えにくいだろう。

また、わが国では、会社法を改正する場合、まず法制審議会が設けられて、そこで審議されることが多い。この法制審議会には、様々な利害関係者が参加している上に、長い時間をかけて審議が行われる。したがって、企業スキャンダ

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

八二（八二）

ルが生じて政治的注目が高まるたびに、劇的な改正が行われる可能性というものもそれほど高くはない。このような意味でも、わが国において、アメリカのようにモニタリング・モデルの普及が促されないということを説明できるのかもしれない。

本稿の検討では、様々なアクターが「これこれのようなインセンティブ」を有しているという一定の仮定を置いた。もともと、本稿は、このような仮定がどこまで他の文脈でも有用なのか、どれほどの一般性を有するのかということについては検討できていない⁽²⁾。また、証券取引所自身のインセンティブについても検討していない。これらの点については、今後の課題としたい。

(1) 義務付けに至らなかった背景には、「そもそも社外取締役の導入がコーポレート・ガバナンス強化に役立つか確実な効果があるわけではない」「各会社の創意工夫による最適なガバナンスを阻害する」といった経済界からの反対が一つの理由として挙げられる。岩原紳作「会社法改正の見直しに関する要綱案」の解説」別冊商事法務三七二号（二〇二二年）七頁。

なお、一九七〇年代には、すでに社外取締役に関する議論はあったようである。たとえば、一九七五年に法務省から公表された「会社法改正に関する問題点」で取り上げられた時は、歴史的・社会的基盤がなく時期尚早である等の理由により反対された。森本滋「社外監査役制度」民商法雑誌 一〇八巻四・五号（一九九三年）五五二頁参照。

(2) わが国では、社外取締役を法規制により導入すべきという見解が多いとされる。大杉謙一「社外取締役（独立取締役）」アメリカ法二〇〇四（一九九四年）二二頁参照。

(3) 本稿では、文脈によって厳密に使い分ける必要がある場合にのみ、独立取締役という言葉を用いる。それ以外の場面では、独立取締役も含めた意味で社外取締役という言葉を用いる。アメリカにおける社外取締役の独立性について、釜田薫子「米国における社外取締役の独立性と構造的偏向」法学雑誌五八巻二号（二〇一一年）四五頁参照。

(4) モニタリング・モデルに関する説明の仕方は、論者によって微妙に異なっている。たとえば、江頭憲治郎『株式会社法（第六版）』（有斐閣、二〇一五年）三八〇頁は、「取締役会は経営の基本方針の決定、業績評価、業務執行者の選任・解任しか行わず、かつ、取締役会の構成員の全部または

大多数は業務執行に関与しない形の機関構成」、神田秀樹『会社法（第一六版）』（弘文堂、二〇一四年）一七九頁注二は、「取締役会の役割としては業績評価を社外取締役により行うことを重視する考え方」をモニタリング・モデルとよぶ。本稿では、モニタリング・モデルという言葉について、特定の役割や機能を念頭に置いた意味で用いるのではなく、単に、本文のような意味で用いる。

(5) 川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋ほか『企業の健全性の確保と取締役の責任』（有斐閣、一九九七年）一四頁。

(6) 川濱・前掲注（5）三二頁。

(7) 川口幸美「社外取締役とコーポレート・ガバナンス」（弘文堂、二〇〇四年）一八四～一八五頁。

(8) 戸矢哲郎『金融ビッグバンの政治経済学』（東洋経済新報社、二〇〇三年）四四頁参照。また、合理的行動の意味について、神取道弘『ミクロ経済学の力』（日本評論社、二〇一四年）一〇頁以下参照。

(9) 本稿では、組織全体を一つの単位として検討する。これについては、組織の構成員のインセンティブは、必ずしも組織全体のインセンティブに一致しないとの批判もありうるだろう。しかし、組織内部で様々な仕組み（報酬や昇進など）を用いて、組織全体と構成員のインセンティブを一致させることは可能である（戸矢・前掲注（8）四三頁）。また、本稿のような単純な仮定を置くことにより、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたメカニズムを明らかにすることができると考えられる。単純な仮定を置くことの一般的な意義について、たとえば、斉藤淳『自民党長期政権の政治経済学』（勁草書房、二〇一〇年）一〇頁参照。

(10) なお、経団連は企業が会員であることに對して、BRTは企業のCEOが会員である。また、会員CEOの企業の株式時価合計額は、アメリカの証券市場全体の四分の一以上とされる。BRTのHPで確認べ。 <http://businessroundtable.org/about> (last visited Dec. 22, 2014).

(11) Amy J. Hillman et al., *Corporate Political Activity: A Review and Research Agenda*, 30 J. Mgmt. 837, 839 (2004). 会社の規模が大きいほど政治的な活動を行うことが指摘されている。

(12) BRTのロビー活動の例として、Lucian A. Bebchuk, *The Case for Shareholder Access: A Response to The Business Roundtable*, 59 Bus. Law. 43 (2004). BRTは、会社の委任状説明書に株主が提案する取締役候補者の説明を記載するといふSECの提案に、様々な理由を付けて反対した。

(13) 戸矢・前掲注（8）四六頁。Pepper D. Culpepper, *Quer Politics and Business Power* 4 (2011).

(14) Culpepper, *supra* note 13, at 20. カルベッパー（Pepper D. Culpepper）は、ニューヨーク・タイムズの報道にはバイアスがかかっているとの認識から、他の新聞報道も併せて用いる。しかし、本稿は、カルベッパーの研究とは異なり、政治的注目に着目してどのように説明できるかということなぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

八四 (八四)

を主眼に置くものではないことから、ニューヨーク・タイムズのみを用いても特に問題ないと考えられる。

- (15) 松中学「わが国の敵対的買収と防衛策をめぐるルール形成」新世代法政策学研究二号(二〇〇九年)三六五頁参照。松中は、わが国の買収防衛策をめぐるルールの形成過程を検討する意義の一つに、「整理」としての意義を挙げる。

- (16) アメリカのモニタリング・モデルに関する研究は数多くある。本稿で紹介する文献以外にも、三和裕美子「機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス」(日本評論社、一九九九年)、新保博彦「日米コーポレート・ガバナンスの歴史的發展」(中央経済社、二〇〇六年)などがある。

- (17) 呉暁青「独立取締役とコーポレート・ガバナンス」一橋法学一〇巻二号(二〇一一年)二八三頁。

- (18) 川濱・前掲注(5) 三九頁。

- (19) 川口・前掲注(7) 一八五頁。川口は、このことを根拠として、「業務執行機関とは別個独立した監視・監督機関の必要性を示す」と述べるが、その理由は明らかでない。なお、初出の論文(尾関幸美「アメリカ法における社外取締役制度の一考察」一橋論叢一九巻一号(一九九八年)一五二頁)では、「ひいては社会的責任の実現にあった」とされており、いずれにしても、川濱とは異なる理解が述べられている。

- (20) 落合誠一は、わが国における社外取締役の役割に関する見解について、「これらの見解の背景となる理念が相違することから、その内容にはかなりばらつきがある」とした上で、「問題の解決の糸口」は、「モニタリング・モデル」の基本的な原理を再確認することが近道」とする。落合誠一「社外取締役・取締役会に期待される役割」商事法務二〇二八号(二〇一四年)一八一―一九頁。

- (21) 法ルールの内容や機能そのものではなく、その法ルールの形成過程を検討する意義は、一般的に、なぜそのような法規定が存在しているのかということをより説得的に説明できるということが挙げられる。森田果「透明化の意義と法形成過程」ジュリスト一三九四号(二〇一〇年)二〇頁、京俊介「著作権政策形成過程の分析―利益団体、審議会、官庁の行動による法改正メカニズムの説明―」阪大法学五七巻二号(二〇〇七年)三〇八頁参照。

- (22) 本稿の問題意識に近いと思われる論文として、大杉・前掲注(2) 一三頁以下。より詳細な検討として、大杉謙一「コーポレート・ガバナンスと日本経済」金融研究三三巻四号(二〇一三年)一三三頁以下参照。また、竹下ちえ子(訳)王子田誠「アメリカにおける社外取締役の役割とコーポレート・ガバナンス(上)」商事法務二二三七号(一九九三年)三頁は、アメリカにおける社外取締役の普及が社会的・政治的圧力によってもたらされたものであることに留意する必要があると指摘する。

- (23) 花崎正晴「コーポレート・ガバナンス」(岩波書店、二〇一四年)二六頁は、アメリカのエンロン事件等を踏まえて、「アメリカの制度改革が対症療法的な性格を有し、そのプロセスが暗中模索の状態にあると冷静に理解すべき」と述べる。

- (24) 江頭憲治郎「経済団体等による法の形成・執行と利益相反問題」江頭憲治郎・碓井光明編『法の再構築』(丁) 国家と社会(東京大学出版会、二〇〇七年)二〇三頁以下参照。このような議論は、わが国に限られた話ではない。たとえば、Stavros Gadinis & Howell E. Jackson, *Markets as Regulators: A Survey*, 80 S. CAL. L. REV. 1239 (2007) は、世界の主要な取引所(八か国)をサーベイし、政府当局と証券取引所の間でのような権限分配が行われているのかを検討する。
- (25) 河村賢治「自主規制と会社法—証券取引所による上場会社規制を中心にして—」商事法務一九四〇号(二〇一二年)五五頁。
- (26) 温笑侗「アメリカ証券取引所のコーポレート・ガバナンス規制」ソフトロー研究二〇号(二〇一二年)一七七頁。
- (27) 江頭憲治郎「会社法改正の理論と展望」商事法務一九四〇号(二〇一二年)五頁参照。
- (28) 江頭・前掲注(27)六頁注六。
- (29) 証券取引所を取り巻く経済環境の変化や証券取引所自身の株式会社化は、政府規制と自主規制の役割を再検討する必要性を示しているといった指摘やSECと比較するとほとんどの国の規制機関は人的物的資源に乏しいといった指摘もされている。加藤貴仁「コーポレート・ガバナンスをめぐるルールのコンバージェンス—独立取締役の導入と証券取引所の役割を題材にして—」ソフトロー一八号(二〇一二年)八二頁注六八。
- (30) なお、本稿では、SECの介入自体が望ましいかどうかという点については検討していない。介入の望ましさを検討するにあたっては、どのような基準でその望ましさを判断するのかということが重要になると思われる。SECのような公的機関によるエンフォースメントと資本市場の関係について Howell E. Jackson & Mark J. Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence*, 93 J. FIN. ECON. 207 (2009)。
- (31) この図の社外取締役とは、会社の役員や従業員といった会社内部の者以外、すなわち「利害関係のある取締役 (affiliated director)」と「独立取締役」である。Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1995-2005*, 59 Stan. L. Rev. 1465, 1565 table1 (2007)。
- (32) 川濱・前掲注(5)九頁は、一九三八年段階で、公開企業の約半分が社外取締役と社内取締役を同じだけ選任していたと指摘するが、参考にされた資料が引用されておらず、確認することはできなかった。
- (33) 温・前掲注(26)一四二頁。
- (34) 川口・前掲注(7)四〇頁注一九によれば、ミシガン州は、一九八九年に、社外取締役の採用を任意規定として導入したよってである。
- (35) Gordon, *supra* note 31, at 1565 table1.
- (36) Charles M. Elson & Christopher J. Gyves, *In re Caremark: Good Intentions, Unintended Consequences*, 39 WAKE FOREST L. REV. 691, 693 などで、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか?

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

八六（八六）

(2004).

- (37) マイルズ・L・メイス（訳：道明義弘）『アメリカの取締役』（文真堂、一九九一年）七五頁以下参照。
- (38) たとえば、石田宣孝「アメリカにおける社外取締役の実態」比較法制研究三巻（一九七八年）一一八頁では、社外取締役が何もしないとして非難されていたことが指摘されている。
- (39) Gordon, *supra* note 31, at 1510-40では、一九五〇年から二〇〇五年までの取締役会の役割の転換（アドバイス機能からモニタリング機能へ）が検討されており、これら三つのポイントが詳細に検討されている。
- なお、ゴードン（Jeffrey N. Gordon）の論文は、独立取締役の役割をエージェンシー問題との関係のみで説明するのではなく、株主利益の最大化という規範の発展と結び付けて説明しようとするものである。本稿は、ゴードンのような社会規範の観点から説明するのではなく、より具体的なアクターのインセンティブから説明しようとするものである。
- (40) たとえば、川口・前掲注（7）三四〜六〇頁では、「アメリカのコーポレート・ガバナンスと社外取締役の展開」というタイトルで、一九七〇年以降の社外取締役の展開が詳細に検討されている。
- (41) Gordon, *supra* note 31, at 1491. *see also*, この上場規則は、利害関係があっても実質的独立性があればよいという妥協的なルールであったとされる。大杉・前掲注（22）一二五頁。
- (42) Joel Seligman, *A Sheep in Wolf's Clothing: The American Law Institute Principles of Corporate Governance Project*, 55 Geo. Wash. L. Rev. 325, 330-33 (1987).
- (43) Gordon, *supra* note 31, at 1515. その後、ベン・セントラル社の粉飾決算が発覚したこと、問題がより大きくなったようである。川口・前掲注（7）三四頁注四参照。
- (44) Seligman, *supra* note 42, at 330.
- (45) Busson Tom, *The Nation: A Scandal Rocks The Street Equity Funding*, N.Y. Times, Apr. 8, 1973, at 239.
- (46) Gordon, *supra* note 31, at 1515.
- (47) Roberta S. Kannel, *Realizing The Dream of William O. Douglas: The securities and Exchange Commission Takes Charge of Corporate Governance*, 30 Del. L. Rev. 79, 87 (2005).
- (48) Gordon, *supra* note 31, at 1516.

- (49) Karmel, *supra* note 47, at 87.
- (50) RALPH L. NADER ET AL., "TAMING THE GIANT CORPORATION 61, 157 (1976).
- (51) William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 YALE L.J. 663, 700-01 (1974).
- (52) Seligman, *supra* note 42, at 337.
- (53) *Id.* at 338 (紹介されたコメントを引用)。
- (54) MELVIN EISENBERG, *THE STRUCTURE OF THE CORPORATION: A LEGAL ANALYSIS* (1976). ここで、独立取締役による監視を強調する主張に対しては、批判された。 Lewis D. Solomon, *Restructuring the Corporate Board of Directors: Foul Hopedam Promise?*, 76 MICH. L. REV. 581, 586 (1978).
- (55) ここで、一九七八年に「アメリカ法曹協会」Corporate Director's Guidebook (rev. 1978) の中で、同様の改革を主張している。
- (56) Victor Brudney, *The Role of the Board of Directors: The ALI and Its Critics*, 37 U. MICH. L. REV. 223, 224 (1982).
- (57) *The Business Roundtable, The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation*, 33 BUS. LAW 2083, 2108 (1978).
- (58) 一九九四年に公表された「AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS (1994) のコメントである。
- (59) Tamar Lewin, *The Corporate-Reform Furor*, N.Y. Times, June 10, 1982, at D1 (紹介されたコメントを引用)。
- (60) Seligman, *supra* note 42, at 325 (紹介されたコメントを引用)。
- (61) Brudney, *supra* note 56, at 224.
- (62) Seligman, *supra* note 42, at 339.
- (63) *Id.* at 345.
- (64) GP2001『レーガンの新連邦主義』(東洋経済新報社、一九八四年)五七七頁参照。
- (65) 川口・前掲注(7)四〇頁は、BRTがモニタリング・モデルに賛成していたことを紹介している。しかし、その後のBRTの対応を見ると、そのことだけを紹介することは、当時の経営陣の考え方に関する誤解をうみかねないと思われる。
- (66) 梶朋美「証券取引等監視委員会 組織 活動の現状とあり方をめぐる議論」調査と情報五四五号(二〇〇六年)九頁。
- (67) SECOPDで確認可能。 <http://www.sec.gov/about/wlatwedo.shtml#VF71SUXIMS> (last visited Dec. 23, 2014).
- (68) 西村尚剛「米国証券取引委員会 (USSEC) に係る「考察」東証取引参加者協会レポート七巻三号(二〇〇三年)三五頁。

なぜ、このようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

八八 (八八)

- (69) Jonathan R. Macey, *The Distorting Incentives Facing the U. S. Securities and Exchange Commission*, 33 *Haw. J. L. & Pub. Pol'y* 639, 641 (2010). メイシー (Jonathan R. Macey) は、SECの中でも特にエンフォースメント部門に焦点を当てて、連邦議会からの評価を高めようとするインセンティブは、SEC全体に当てはまるといえるだろう。たとえば、やや古いものの、デイビット・ルーダーほか「八座談会」米国SECと証券取引等監視委員会の相違(上)「商事法務」二一九九号(一九九二年)六頁では、規則の制定も具体的な案件の処理もどちらも重要であるという。SECの元委員長ルーダー氏の発言が記載されている。このように、SECとしては、特定の部門を特に重要だと考えているわけではない。さらに、たとえば、法制度としては、その独立性が担保されていたとしても、SECが連邦議会から完全に自律してその決定を行えるわけではない(上川龍之進「日本銀行と政治」(中央公論新社、二〇一四年)三三頁参照)。連邦議会は、委員の選任や予算の決定を通じて、SECに圧力をかけることがあからずである。
- (70) <http://www.sec.gov/about/reports/sec-fy2014-budget-request-tables.pdf> (last visited Dec. 23, 2014).
- (71) 梶・前掲注(6)九頁注四九参照。
- (72) 日本経済新聞社編『SECの素顔』(日本経済新聞社、一九八九年)二五頁以下参照。
- (73) Macey, *supra* note 69, at 649.
- (74) *Id.* at 641, 648.
- (75) たとえば、わが国でも、官僚組織がこのようなインセンティブを有していると考えられる。戸矢・前掲注(6)八三頁参照。
- (76) Macey, *supra* note 69, at 644.
- SECは、議会が決定する年間予算をより多く獲得するために、議会からの政治的な干渉に対処しなければならないことが指摘されている。John Swolella, *Do Politics Matter to this Watchdog? The Effects of Ideology on Civil Enforcement at the U. S. Securities and Exchange Commission* 230 (2013) (unpublished Ph.D. dissertation, Columbia University), available at <http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:163348>. また、S評摘を踏まえ、SECは、議会から高く評価されるような決定を行うインセンティブを持つてゐることによって、Barry R. Weingast, *The Congressional-bureaucratic System: A Principal Agent Perspective (with Applications to the SEC)*, 44 *Pub. Choice* 147, 180 (1984).
- 他方で、SECは公衆の利益よりも、むしろ特定の利害グループに影響されるよう指摘もある。Jonathan R. Macey & David D. Haddock, *Shaking at The SEC: The Future of The National Market System*, 1985 *U. Ill. L. Rev.* 315 (1985). 本稿の立場は、SECのような指摘と決して矛盾するものではない。通常時、すなわち政治的注目が高くない時には、議会もまたSECにその裁量を委ねて、それほど厳しく監視するインセンティブ

プを持たない。したがって、専門的な分野や技術的な分野であれば、SECは、特定の利害グループからのロビー活動の影響を受けやすいと思われる。一方で、企業スキャンダルの後であれば、政治的注目も高く、連邦議会の監視も強い場面である。この場合、SECは、特定の利害グループよりも、むしろ、連邦議会や有権者の視線を気にして行動することになるだろう。

(77) たとえば、SECは、一九八八年に議決権に関する規則を導入したところ、その後の裁判で、その規則はSECの権限を越えていると判断されている。鈴木隆元「アメリカにおける一株一議決権原則」一法学論叢一二二巻一号（一九九二年）六五頁以下参照。

(78) Weingast, *supra* note 76, at 165.

(79) Karmel, *supra* note 47, at 87, 97. SECは、取締役会構成に関する規制がないことをネガティブに捉えていたようである。

(80) Special Study Group, *Special Study on Market Structure, Listing Standards and Corporate Governance*, 57 Bus. Law. 1487, 1517 (2002).

(81) Exchange Act § 19 (b), Karmel, *supra* note 47, at 92.

(82) Exchange Act § 19 (c), Karmel, *supra* note 47, at 92.

(83) Special Study Group, *supra* note 80, at 1522.

(84) 「米贈賄禁止法へ摘発急増、当局、法令を積極適用、外国勢の海外案件も対象。」日本経済新聞朝刊二〇一四年五月十二日、十七面。

(85) Karmel, *supra* note 47, at 92.

(86) 梅本剛正「上場規則とコーポレートガバナンス」甲南法学四一卷三・四号（二〇〇一年）七三頁。

(87) Gordon, *supra* note 35, at 1523.

(88) *Id.* at 1522.

(89) Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Federal Corporate Law: Lessons from History*, 106 *COLUM. L. REV.* 1793, 1801 (2006).

(90) Roberta Romano, *Law as Product: Some Pieces of The Incorporation Puzzle*, 1 *J.L. Econ. & Org.* 225, 234 fig. 1 (1985).

(91) 神田秀樹「企業買収に関するテラウエア州会社法改正」商事法務一一四六号（一九八八年）三頁参照。

(92) Mark J. Roe, *Delaware's Competition*, 117 *HARV. L. REV.* 588, 626 (2003).

(93) Stephen Labaton, *The "Poison Pill" Takes a Beating*, *N.Y. TIMES*, Nov. 14, 1988, at D2.

(94) Roe, *supra* note 92, at 626（船名をわづらひアーンソコメントを引用）。

(95) Mark J. Roe, *Delaware's Politics*, 118 *HARV. L. REV.* 2491, 2521 (2005).

なぜ、このようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

九〇（九〇）

(96) *Witnesses at Takeover Bill Hearing Split on Preemption of State Regulation*, 19 *Sec. Reg. & L. Rep.* 851,861 (1987).

(97) 実際には、経営者団体のロビー活動を受けて、短期間で立法を行った州もあったようである。吉原和志「州による企業買収規制の展開と現況（下）」
商事法務 一二二二号（一九九〇年）一四頁参照。

(98) 488 A.2d 858 (Del. 1985).

(99) *Ree, supra* note 92, at 626 n.156.

(100) *Id.* at 627. 本章第二節で述べたように、レーガン政権は、経済活動に連邦政府が介入することに抑制的な立場であった。このことを踏まえると、デラウェア州が連邦政府の介入をおそれる理由はないのかもしれない。しかし、敵対的買収の分野については、一九六八年にウィリアムズ法という連邦法が設けられており、必ずしも州法に委ねられていたわけではなかった。また、BRTのように自身にとって不利な法ルールの改正が行われるかどうかだけでなく、デラウェア州の場合には、新たな法ルールが連邦法によって導入されること自体が望ましいものではなかった。したがって、デラウェア州が連邦政府の介入をおそれていたということは十分に考えられる。

なお、連邦議会とSECでは、スタンスが異なっていた。すなわち、当時の世論は、敵対的買収をネガティブに捉えていたことから、連邦議会で議論される内容も対象会社に防衛策を認める方向性で議論されていたようである。他方で、SECは、そのような方向性に反対していた。Steven M. Davidoff, *The Second The Future of Federal Takeover Regulation*, 34 *F.La. St. U. L. Rev.* 211, 225-26 (2007).

(101) Tamar Lewin, *Business and the Law: State Controls On Takeovers*, *N.Y. Times*, Nov. 27, 1984, at D2.

(102) Davidoff, *supra* note 100, at 226.

(103) *Ree, supra* note 92, at 627.

(104) 玉井利幸「会社法の規制緩和における司法の役割」(中央経済社、二〇〇九年)六四頁参照。

(105) 玉井・前掲注(104)七六頁参照。なお、最高裁判所以外の裁判所も同様の選任方法である。

(106) *Del. CONST. ART. IV, § 3. E. Norman Veasby, An Economic Rationale for Judicial Decisionmaking in Corporate Law*, 53 *Bus. Law.* 681, 682 (1998). 米国州裁判所センター(NCCUSO)のHPでも確認可能。http://www.judicialselection.us/judicial_selection/methods/selection_of_judges.cfm?state=DE (last visited at Dec. 24, 2014). なお、このような選任方法がデラウェア州で導入されたのは、一九七七年以降とされる。

(107) 岩田太「合衆国における法曹二元制度の一考察—裁判官選任過程研究からみえるもの—」上智法学論集四八巻一号(二〇〇四年)一八頁。アメリカ

カの州裁判所の裁判官の選任の仕組みやその変遷に関するより詳しい説明については、F. Andrew Hanssen, *Learning about Judicial Independence : Institutional Change in the State Courts*, 33 J. Legal Stud. 431 (2004).

- (108) http://www.judicialselectionus/judicial_selection/methods/judicial_nominating_commissions.cfm?state=DE (last visited at Dec. 24, 2014)
- (109) 岩田・前掲注(107)一八頁注五六参照。法律家が公選制よりも指名委員会制度を支持するのは、影響力を行使しやすいためであるといわれる。
- (110) アメリカの裁判官は、わが国の裁判官のように、キャリア制度のもとで生涯の大部分を裁判官として過ごすわけではない。したがって、わが国の裁判官とは異なるインセンティブを有することになる。わが国の裁判官のインセンティブについて、たとえば、森田果「消費者法を作る人々―法形成におけるインセンティブ構造の解明にむけての一試論」新世代法政策学研究会十五号(二〇二二年)二七二頁以下参照。
- (111) Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law*, 65 Tex. L. Rev. 469, 506-07 (1987).
- (112) *Id.* at 502.
- (113) 玉井・前掲注(104)九七頁。
- (114) 白井正和「『友好的買収の場面における取締役に對する規律』(商事法務、二〇一三年)一九四〜九五頁では、裁判所による事実集約的なスタンダードの提供に伴う不明確性が指摘されている。
- (115) Brian R. Cheffins, *Delaware and the Transformation of Corporate Governance* 25 (University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 64, 2014), available at <http://ssrn.com/abstract=2531640>.
- (116) Macey & Miller, *supra* note 111, at 502.
- (117) Stephen M. Bainbridge, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, 95 Minn. L. Rev. 1779, 1785 (2011).
- (118) Macey & Miller, *supra* note 111, at 507.
- (119) Jeffrey N. Gordon, *Corporations, Markets, and Courts*, 91 Colum. L. Rev. 1331, 1367 (1991). 裁判官がどのような政治的圧力に直面しているかは、難しい問題であると指摘されている。
- (120) Macey & Miller, *supra* note 111, at 502. マンシー・ミラー (Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller) は、デラウェア州の裁判官が、弁護士が相談しなければならぬような法ルールを設定する行為を期待されることを述べた。
- (121) Jill E. Fisch, *The Regular Role of The Delaware Courts in The Competition for Corporate Charters*, 68 U. Cin. L. Rev. 1061, 1077 (2000).
なぜ、このようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されたのか?
同志社法学 六七巻一号 九一(九一)

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか? 同志社法学 六七巻一号 九二(九二)

(122) Stephen J. Massey, *Chancellor Allen's Jurisprudence and the Theory of Corporate Law*, 17 *Del. J. Corp. L.* 683, 704 (1992).

(123) Fisch, *supra* note 121, at 1077.

(124) もちろん、白井・前掲注(114)二二〇頁注六五四で、衡平法裁判所と最高裁判所の間においても、基準の適用に関して温度差があることが指摘されているように、衡平法裁判所と最高裁判所のスタンスが完全に一致するわけではない。たとえば、多くの事案を短期間で処理する必要性が高い衡平法裁判所は、迅速な対応をより重要視するかもしれない。

(125) 他にも「脅威の要件」や「相当性の要件」といった枠組みの中で、様々な要素が検討される。白井・前掲注(114)三七〇頁以下参照。

(126) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del.1985).

(127) ユノカル判決の解説について、伊藤靖史「ユノカル判決」野村修也・中東正文編『M&A判例の分析と展開』(経済法学会研究会、二〇〇七年)二四六頁以下参照。

(128) Moran v. Household International, Inc., 500 A. 2d 1346 (Del. 1985).

(129) Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A. 2d 1140 (Del. 1990).

(130) Gordon, *supra* note 31 at 1524-25, 川口・前掲注(一)二二六頁以下参照。

(131) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 *Hav. L. Rev.* 1161 (1981).

(132) Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 *Stan L. Rev.* 819 (1981).
Easterbrook & Fischel による Gilson の主張について、村上康司「企業買収における取締役の賠償責任」立命館法学三三三三号(二〇〇九年)六八～七一頁参照。

(133) Lucian A. Bebchuk, Note, *The Case for Facilitating Tender Offers*, 95 *Hav. L. Rev.* 1028 (1982).

(134) たかやま⁴⁴ Richard L. Gelfond & Steven B. Sebastian, *Reevaluating the Duties of Target Management in a Hostile Tender Offer*, 60 *B. U. L. Rev.* 403, 468-69 (1980) は、経営判断原則が適用される場面において、会社がどのような手続きで決定を行ったかというプロセスに着目し、社外取締役の関与を強調する。

(135) 森田果「企業買収防衛策をめぐる理論状況(上)」商事法務一六六二号(二〇〇三年)一四頁。

- (136) Gordon, *supra* note 31, at 1494.
- (137) 川濱・前掲注 (5) 二六頁。
- (138) Gordon, *supra* note 31, at 1523-24.
- (139) 各アクターの選好は、○▽△×である。なお、異なるアクター間の選好を比較することはできない。
- (140) デラウェア州の弁護士協会は、その後、一九八八年にデラウェア州で立法化された反買収法も支持していたようである。Stephen Labaton, *Anti-Takeover Move Advances in Delaware*, N.Y. Times, Jan 5, 1988, at D4.
- (141) Victor Brudney, *The Independent Director-Heavenly City or Potemkin Village*, 95 *Haw. L. Rev.* 597, 610 (1982).
- (142) なお、本稿では、同時期に議論された株主代表訴訟における訴訟委員会については触れていない。訴訟委員会に関するデラウェア州の判決は、どちらかという社外取締役の独立性やその役割が中心となっており、取締役会における社外取締役の構成自体に直接言及するものではないからである(もちろん、言及した判決もある)。Chelms, *supra* note 115, at 41. もともと、デラウェア州の裁判所は、訴訟委員会の独立性の問題についても、弁護士の利用を重要視していることが指摘されている(川口・前掲注 (7) 一一三頁、釜田薫子「株主代表訴訟の日米比較」米国の代表訴訟終了制度を中心に」監査役四七三号(二〇〇三年)八四頁。このことは、本稿が指摘するような裁判所のインセンティブからも説明できるだろう。
- (143) 「ウォール街の犯罪続発、内部情報で不当に利益——個人客逃げる」当局、危機感」日経新聞朝刊一九八六年六月一日、五頁。
- (144) MARK J. ROE, *STRONG MANAGERS, WEAK OWNERS* 152-53 (1994), Roberta Romano, *The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion*, 57 *U. Cin. L. Rev.* 457, 490-503 (1988).
- (145) 中川寛之「ウォール街に広がるインサイダー取引の衝撃波」世界週報六七巻五一号(一九八六年)三四頁参照。
- (146) 黒沼悦郎「アメリカ証券取引法(第二版)」(弘文堂、二〇〇四年)一七二頁。
- (147) 張小寧「証券犯罪の総合的研究(一) 立命館法学三三四二号(二〇一二年)九七〇頁。
- (148) デラウェア州の裁判所が防衛策を認めてしまうことで、結果として敵対的買収の案件が減り、弁護士の収入も減るのではないかといった指摘があるかもしれない。しかし、一九八〇年代にポイズンピルを認める立法が行われた後でも、むしろ、敵対的買収により買収される企業の割合自体は増加していることが指摘されている(Matthew D. Cain et al., *Do Takeover Laws Matter? Evidence from Five Decades of Hostile Takeovers* 19-20 (Oct. 31, 2014), available at <http://ssrn.com/abstract=2517513>).

なぜ、このようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか?

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号 九四（九四）

(149) 監査委員会の独立性以外にも、いくつか要件が規定されている。これらの要件に関する詳しい解説について、石田真得編『サーベンス・オクスレー法概説』（商事法務、二〇〇六年）一三〇頁以下参照（釜田憲子）。監査人の選任等に関する責任や内部告発などが規定されている。

(150) SEC, *Notice of Filing of Proposed NYSE Governance Changes*, Rel. No. 2003-154 (Nov. 7, 2003). NYSEの上場規則改正の詳細については Klein, *Likely Effects of Stock Exchange Governance Proposals and Sarbanes-Oxley on Corporate Boards and Financial Reporting*, *Acct. Horizons*, Dec. 2003, at 343, 347-52, 太田洋・佐藤丈文「米企業改革法とNYSE・NASDAQ新規則の概要（中）」商事法務一六四〇号（二〇〇二年）三七頁以下参照。

(151) Gordon, *supra* note 31, at 1335.

(152) 中田直茂「エンロン破綻と企業統治・ディスクロージャーをめぐる議論（上）」商事法務一六二九号（二〇〇二年）二八頁、鎌田信男「エンロン事件のコーポレートガバナンス改革」東洋学園大学紀要二二号（二〇〇四年）一三三頁、野口悠紀雄「エンロン不正経理のメカニズム（その一）デリバティブの価格評価」週刊東洋経済六一四八号（二〇〇八年）九八〜九九頁。

(153) 岸田雅雄「エンロン事件とSOX法」法学教室三五二号（二〇〇九年）二〇頁、野口悠紀雄「エンロン不正経理のメカニズム（その二）資産のオフバランス化」週刊東洋経済六一四九号（二〇〇八年）一一六〜一七頁。

(154) Klein, *supra* note 150, at 346.

(155) 川口・前掲注（一）九〇頁。このような改正が行われた背景には、SECが中心となって設置した諮問委員会の勧告がある（井上輝一「米国諮問委員会の監査委員会に関する報告と勧告」SEC等の諮問委員会「ブルーリボン委員会」報告書「商事法務一五二五号（一九九九年）六六頁参照）。

(156) Gordon, *supra* note 31, at 1539. BRTが出しているレポートにそのコメントが掲載されていたよつであるが、ゴードンが引用するBRTのHPではすべてに削除されており、原典を参照することができなかった。

(157) Mary W. Walsh, *Is True Reform Possible Here? Mighty Business Roundtable has Resisted Change* *Mighty Business Roundtable Embraces Change, Selectively*, N.Y. Times, Jul 14, 2002, at B1.

(158) H.R. 3763-*The Corporate and Auditing Accountability, Responsibility, and Transparency Act of 2002: Hearings Before the House Comm. On Fin. Servs.*, 107th Cong. 100 (2002) (statement of Franklin D. Raines).

(159) Walsh, *supra* note 157, at B1.

- (160) Gretchen Morgenson, *Business Lobby Seeks to Limit Investor Votes On Opinions*, N. Y. Times, Jun 6, 2002, at C1.
- (161) Gordon, *supra* note 31, at 1539.
- (162) Karmel, *supra* note 47, at 98.
- (163) Robert Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 YALE L.J. 1521, 1549 (2005). 公聴会での証言はもちろん、議会においても、頻繁にSECの主張が引用されている。See, 148 Cong. Rec. S6331 (daily ed. July 8, 2002) (statement of Sen. Sarbanes).
- (164) Karmel, *supra* note 47, at 88.
- (165) 久保文明編『アメリカの政治(新版)』(弘文堂、二〇一三年) 七四頁(武田興欣)。条約の批准等いくつかの点で権限は異なるとされるものの、本稿の検討には特に関係のないものである。
- (166) アメリカでは、議員内閣制が採用されておらず、大統領も立法権を持たない。法案を作ることがまさに議員の仕事であり、議会は国民に代わって政策を形成する場として捉えられる。したがって、議会は活発に立法活動を行うが、そこで通る法案は一貫した政策になりにくいとされる。久米郁男ほか『政治学(補訂版)』(有斐閣、二〇一一年) 一九五〜九八頁。
- (167) 久保・前掲注(165) 八三頁(武田興欣)。
- (168) 久保文明ほか『アメリカ政治(新版)』(有斐閣、二〇一〇年) 一五七頁(森脇俊雅)。
- (169) 連邦議会資料のデータベースで確認する。 <https://www.congress.gov/bills/107th-congress/house-bill/3763/actions> (last visited Dec. 28, 2014).
- (170) 当時の下院は、共和党が多数党であった。久保・前掲注(166) 七七頁表一参照(武田興欣)。
- (171) Romano, *supra* note 163, at 1551. 中間選挙がその年の十一月に迫っていた。
- (172) HOUSE COMM. ON FIN. SERVICES, CORPORATE AND AUDITING ACCOUNTABILITY, RESPONSIBILITY, AND TRANSPARENCY ACT OF 2002, H.R. REP. NO. 107-414, at 14 (2002) § 15 (A) (3) は、「独立取締役が実際に独立しているかを決定することに関連する規則や基準、実務が十分かどうか」をSECに調査することを要求するが、特にそれ以上のことを要求していない。
- (173) *Id.* at 49.
- (174) Romano, *supra* note 163, at 1551, 1552 table 2.

なぜ、このようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか?

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか。

同志社法学 六七巻一号

九六（九六）

- (175) *Id.* at 1552 table2, 1554.
- (176) 松橋和夫「アメリカ連邦議会上院における立法手続—レファレンス五四巻五号（二〇〇四年）八頁。
- (177) 当時の上院は、民主党が多数党であった。久保・前掲注（165）七七頁表一参照（武田興欣）。
- (178) Romano, *supra* note 163, at 1557.
- (179) SENATE COMM. ON BANKING, HOUSING, AND URBAN AFFAIRS, PUBLIC COMPANY ACCOUNTING REFORM AND INVESTORS PROTECTION ACT OF 2002, S. REP. NO. 107-205, at 52 (hereinafter *Pub Act*) の § 301 は「監査委員会の独立性を要求する」。
- (180) Romano, *supra* note 163, at 1552 table2. Romano の集計によれば、上院では、刑事的なペナルティや非監査サービスの制限、会計産業の規制などが議論の中心であった。
- (181) *Id.* at 1586-87.
- (182) *Id.* at 1563.
- (183) 下院に SEC の関係者がそれほど呼ばれなかったのは、下院の多数党であった共和党は、民主党と比べて、会計士や経営陣と密接に結びついていないからだと考えられる。*Id.* at 1528.
- (184) *Pub Act*, *supra* note 179, at 24.
- (185) 公聴会でのインタビューレポートの肩書に「U.S. Securities and Exchange Commission」と記載されている者の SEC 関係者としてカウントした。
- (186) *I Accounting Reform and Investor Protection: Hearings Before the Senate Comm. On Banking, Housing, and Urban Affairs*, 107th Cong. 92 (2002) (statement of Roderick Hills) (hereinafter *I Senate Hearings*).
- (187) *Id.* at 67 (statement of Richard C. Breeden), at 73 (statement of David S. Ruder), at 75 (statement of Harold M. Williams).
- (188) Romano, *supra* note 163, at 1575.
- (189) *I Senate Hearings*, *supra* note 186, at 362 (statement of Ira Millstein).
- (190) SEC は「監査委員会の独立性と不正会計の間に相関があるという前提にたっているとの指摘もある」。April Klein, *Audit committee, board of director characteristics, and earnings management*, 33 J. ACCT & ECON. 375, 376 (2002). たしかに、社外取締役の独立性と不正会計の相関を支持する実証研究もいくつかある「ことから、その前提自体は間違っていない。しかし、SOX 法の場合、公聴会では特に実証研究について触れられて

いない)ことからすると (Romano, *supra* note 163, at 1577) SECがそれらの実証研究を理解して、そのような前提にたっていたとは考えにくい。

(191) 松尾直彦『金融商品取引法(第三版)』(商事法務、二〇一四年)二九〇三頁参照。

(192) たとえば、SECは、他国の機関と比較して、より積極的にエンフォースメントを行うことが指摘されており、本稿が指摘するようなインセンティブが関係するのかもしれない。John C. Coffee, Jr., *Law and The Market: The Impact of Enforcement*, 156 U. Pa. L. Rev. 229, 261 (2007).

なぜ、どのようにして、アメリカでモニタリング・モデルの普及が促されてきたのか？

同志社法学 六七巻一号

九七 (九七)