

米国企業統治におけるモニタリング・モデルの展開

― 資本市場規制の視点を踏まえて

2017 年 11 月 10 日
監査懇話会 監査セミナー

明治大学法学部
教授 柿崎環

一 はじめに

- ・米国企業統治における「モニタリング・モデル」の起源とは？
- ・米国の企業法制に係る特殊性
 - ➡ 州会社法、連邦証券諸法、NYSE 等の自主規制機関規則の関係
- ・なぜモニタリング・モデルを資本市場規制の視点からみる必要があるのか？
- ・比較法としての米国のモニタリング・モデルの展開が示す日本法への示唆
 - ➡ 米国におけるモニタリング・モデルの特殊性と普遍性

二 米国におけるモニタリング・モデルの起源と展開

1 1960 年代以前の米国企業と法規制

(1) 時代的背景と特徴

- ・19 世紀を通じた米国産業革命期における農業国から工業国への転換。当初から巨大資本を必要とする鉄道等のインフラ事業等の発展➡外部からの巨大資金注入の必要性（株式の分散化・大衆資本化）・大規模かつ複雑化する企業経営➡経営専門性の高い取締役の必要性➡効率性の高い経営の実現へ➡経営者に対する権限の集中化
 - ☞ バリー・ミーンズがその著書『近代株式会社と私有財産』（1932 年）において指摘する「所有と経営の分離現象」が進行
- ・州による法人税獲得にむけた州会社法の緩和政策（Race to the Bottom）➡ ニュージ

ヤージー州会社法（1896 年）を皮切りに、後にデラウェア州会社法（1899 年）が台頭。公開会社の経営者に有利な会社法を指向。

- ・取締役会の構成員が、実質的に CEO から選任された社内取締役で占められ、取締役会の議事運営に必要な情報も CEO がコントロール。重要な経営方針や経営判断は、下位の経営委員会（Executive Committee）に委譲され、取締役会は、事後的な追認機関へ
 - ☞ 大規模公開会社において取締役会の無機能化が進行
- ・ 1929 年世界大恐慌発生

（２）モニタリング・モデルの前提となる法規制・運用の動向

➤1934 年連邦証券取引所法制定までの NYSE 規則の展開

＊ニューヨーク証券取引所（NYSE）；上場会社に対する情報開示を中心とした投資者保護のための自主規制機関

Ex. 1895 年に財務情報の開示を上場会社に要求 ➡ 1908 年には、新規上場申請時に開示される年次報告書に損益計算書および貸借対照表に対して独立の会計監査人による監査証明文書の添付を要求 ➡ 1909 年に発行者との上場契約により定時総会前に財務諸表の開示を要求 ➡ 1916 年に GM 社が連結財務諸表の半期開示に同意 ➡ 1924 年 Inland Steel 社は財務諸表の四半期開示に同意 ➡ 1926 年には、NYSE 上場委員会は、すべての上場会社に対して四半期報告書の開示を勧告

⇔ But 当時の NYSE 規則の遵守は、原則的に各上場会社との間の上場契約の内容にすぎず、開示書類の形式や内容が不統一 ➡ 投資家にとって比較可能性が確保された財務情報とはいえない ☞ 自主規制機関規則としての限界

➤1929 年世界恐慌を契機に連邦レベルでの証券取引規制が誕生

・ 1933 年連邦証券法 1934 年連邦証券取引所法

➡ 34 年法に基づき連邦証券規制監督機関として SEC（Securities Exchange Commission；米国証券取引委員会）が誕生

↓

上場会社に対する強制情報開示規制を中心に投資家の保護を図る

cf. 上場契約にすぎない NYSE 規制

●財務諸表に対する統一的な内容と開示方法に関する規制

●会計専門家の監査人が共通した公正妥当な監査基準に基づき行う監査証明

☞ 投資家の投資判断に際して財務情報の比較可能性を確保

＊ 無機能化した取締役会の現状・・・CEO に対する監督機能を期待できない ➡ SEC

は、証券市場監督機関として上場企業が開示する財務情報の公正性を確保する必要性がある ➡ 外部監査人による財務諸表監査を通じた経営陣への牽制機能を期待

⇔ But 当時の外部監査人は実質的に経営者によって選任される実態

➡ ソコデ、外部監査人の経営者からの独立性を確保するため、取締役会とは別個の会社組織に選任の推薦権限を付与すべき ➡ 1940 年に SEC は、外部監査人の推薦権限について執行役を含まない取締役からなる委員会に付与すべきことを提言。

* 外部監査人の独立性を確保することの証券規制上の意義

→ 比較可能性が担保された監査済財務情報 ➡これに基づく投資者の投資判断の集積により証券市場の価格形成が実現 ⇨ 外部監査人の監査の信頼性を確保することは、証券市場の公正な価格形成機能を支える生命線 (cf. 34 年法の規制理念「証券真実 (truth in securities)」)

➤1940 年 マッケンソン&ロビンス社の粉飾決算に対して、SEC は 34 年法に基づく SEC 規則により、会社に対して従業員ではない取締役 (Non-Employee Directors) からなる監査委員会の設置を要求。粉飾決算を防止する目的で、監査委員会が、会計監査人を選任し、株主に会計監査人の意見を報告すること、会計監査人の選任は監査委員会が行うことを勧告

➤1956 年、新規上場企業に社外取締役 2 名をおくことを NYSE 上場規則に規定、その後 1964 年にはすべての上場企業に要請 ➡ 取締役会の独立性を高め、業務執行者に対する独立かつ客観的な立場からの監視がなされ、適切にディスクロージャーを行う目的。1967 年 7 月に、AICPA (米国公認会計士協会) が、全上場企業につき社外取締役からなる監査委員会を設置すべきことを提言している趣旨も同様。

↓

連邦レベルの資本市場規制の整備が上場企業のガバナンス改革を促す端緒に

2 1970 年代

(1) 時代的背景と特徴

*連邦規制を通じたガバナンス改革の萌芽期

- ・1970 年ペンセントラル社破綻を契機にガバナンスに関する制度整備の議論が活発化
- ・1971 年のニクソンショックに続き、1972 年にウォーターゲート事件が発覚。

(このときの SEC の調査により、米国企業の違法不正な会社支出の蔓延が問題視 ➡内部統制規定を初めて導入した 1977 年の海外不正支払防止法制定へ)

- ・他方で、企業の社会的責任論の議論も ➡ 連邦会社法制定の機運に連結

(2) モニタリング・モデルに関連する法規制・運用の動向

➤ 1972 年 SEC が上場会社に対して社外取締役のみからなる監査委員会の設置を推奨し、その設置の有無について 1974 年に委任状説明書に記載することが要求された。

➤ 1975 年 34 年連邦証券取引所法改正 ➡ 証券取引所上場基準の改正について SEC の承認が必要に ➡ SEC の政策が証券取引所の上場基準に反映可能に ➡ 公開会社の取締役会改革が上場基準改正によっても推進

➤ 1976 年 アイゼンバーグ「The Structure of Corporation」を刊行

➡ 取締役会のモニタリング・モデルの理論的基礎を付与

・取締役会の機能・・・CEO に対する助言・相談、主要な会社の行為に対する承認の付与、会社の意思決定において経営者以外の集団を代表すること、CEO の選任・評価および解任。☞ アイゼンバーグが主張する取締役会のモニタリング機能の中核は、CEO の選任・評価・解任権の行使により達成するもの

・取締役会構造・・・「上級執行役員には、株主ひいては企業社会の利益との間の利益衝突が起こる場合があるため、これを監視する機関のルールは上級執行役員および多数株主によって変更されてはならない」

・取締役会がモニタリング機能を有効に発揮するための条件・・・取締役が①監視・監督される者からの独立性が確保され、かつ②監視・監督の前提となる十分かつ客観的な情報を入手できなければならない。

➤ 1976 年 SEC「自主的開示プログラム」始動

・ペンセントラス社の企業不正を契機に、SEC 登録企業に対して自主的に不正会計の恐れのある活動を過去 5 年に遡り調査し、懸念が発見された場合には SEC に相談し、一定の不正支払いが明らかになれば取締役会で中止宣言を行い、最終報告書を SEC に提出するというプログラム。このプログラムに従った場合には、会社から問題支出の受領者の素性を明かさなくてもよいという恩恵があり、他方、従わない場合にのちに SEC から訴追を受けた場合には全面開示という脅威に曝すことで、その実効性を確保した。➡ プログラム実施の結果、SEC は不正支出の慣行、財務諸表の粉飾が予想以上に蔓延している事実直面 ☞ 取締役が知らない間に事態が進行する場合の多く、企業の会計責任を支えるプロセスに根本的な欠陥があることが露呈

➤ 1976 年 SEC「違法または疑いのある会社支出、会社慣行に関する報告」公表

➡ SEC は、会社の開示情報の信頼性を担保しうる抜本的な制度構築の提案

《 2つの提言》

- ① 経営者から独立した取締役から構成される監査委員会の設置要請
- ② 内部統制システムの整備充実の要請

➤1977 年 NYSE 規則により経営者から独立した取締役のみからなる監査委員会の設置を要求

➤1977 年 ロッキード事件等を契機に上場企業の不正会計蔓延が発覚 ……1977 年 FCPA 制定 ➡ 連邦証券取引所法において企業の内部統制構築義務を定める規定を世界で初めて創設 ☞ SEC が公開会社のガバナンスに関与するための足掛かり

《FCPA により導入された 2つの条項》

- a) 賄賂禁止条項；(⇒ 34 年法 30A 条に導入)

外国公務員に対し、汚職の意図をもって、営業上の利益をえる目的で、利益の申込み、供与、約束、承認又はこれらを助長する行為を禁ずる。

- b) 内部統制条項；(⇒ 34 年法 13 条 (b) (2) に導入)

①会社取引及び資産の処分を正確かつ公正に反映した帳簿・記録維持

②具体的権限委譲に基づく取引の実行、資産保全、GAAP に基づく財務諸表作成
→ これらを合理的に保証する内部会計統制システムの構築義務

☞ 世界初の内部統制システムの法制化

➤1978 年 SEC が National Telephone 社事件についての調査報告書の公表 ➡ SEC は情報開示に関する重要な役割（開示内容と事実との比較および積極的な調査責任）を社外取締役に期待、ディスクロージャーに関する権限を監査委員会に移譲する必要性に言及。

*1970 年代の SEC の法執行・・・SEC が、証券取引法違反の会社に対する差止請求訴訟（injunction）の際には、是正措置として違反会社の経営陣が証券取引法違反を繰り返さないように監視させるべく、付随的救済（ancillary relief）の内容として取締役会の過半数を社外取締役とすることを条件とした同意審決（consent decree）により解決

☞ 連邦規制における SEC の法執行によって、社外取締役の整備を推進する試み

⇔ ①株式会社の機関構造のあり方は、各州会社法の管轄事項ゆえ、SEC の法執行は越権行為

②取締役会の構成を強制されることは、変化する市場に柔軟に対応できない

③経営に精通していない者からのアドバイスは無意味

3 1980 年代

(1) 時代的背景と特徴

- ・1981 年レーガン大統領誕生 自由放任主義が反映された政策、市場の規制緩和が推進。1987 年 10 月 19 日ブラックマンデー。
- ・80 年代の M&A ブーム、機関投資家の株主アクティビズムが台頭 ➡ 機関投資家による積極的なコーポレート・ガバナンスへの関与 ➡ デラウェア州会社法における判例理論の展開 ⇨ 敵対的企業買収防衛策および代表訴訟における訴訟委員会判断の正当性確保ために独立取締役が必要に

(2) モニタリング・モデルに関連する法規制・運用の動向

➤1982 年 連邦会社法制定の機運と ALI プログラムの始動

*ALI プロジェクトの経緯・・・ALI (アメリカ法律協会) は、判例法の法体系をもつ米国において、多くの法分野について裁判上の規範的な意味をもつリステートメントの公表 ➡ But 会社法分野のみリステートメント化が未実現

⇨ 1970 年代後半から、ペンセントラル社などの大規模な企業不祥事の発覚、環境汚染、欠陥商品等の問題の発覚を契機に、企業に対する規制が不十分との批判の高まり

➡ 会社法分野もリステートメント化を推進すべきという機運

+

消費者運動を指揮する企業改革急進派のラルフネーダーがドラスティックな企業構造の改革案を提示

↳ これを牽制する意味からも、ALI はコーポレート・ガバナンス改革に正面から取り組むことに・・・

<1982 年公表第 1 試案>

取締役会の構造 ; ①大規模公開会社の取締役会は、過半数の独立取締役で構成されることを法定要件とし、小規模の公開会社では、少なくとも 3 名の独立取締役を採用すべき。(第一試案 3.03 条(a))、大規模公開会社に指名委員会・監査委員会の設置を要求 (同 3.06 条(a))、③監査委員会の全員が独立取締役であることを要求 (同 3.05 条)、④大規模公開会社の取締役会が通常継続的に会社経営を行うことを禁止 (同 3.02 条(b)(3))。また、取締役会の構成の変更は、定款によっても排除できない強行法規として採用されるべきなどを提案。

⇨ 取締役会を業務執行機関ではなく、監督機関として位置づける本格的なモニタリング・モデルの採用を提唱

cf. Based on 「the Structure of Corporation」

➤1983 年 Weinberger 判決；支配株主による少数派の締め出し合併判決

i) 概要； 親会社による子会社合併の際に、子会社の少数派株主が、不当締め出しを理由に親会社の忠実義務違反に基づく合併取消、株式の公正価格による損害を請求するクラスアクションが提起された

ii) 判決のポイント

＊経営判断原則の適用をうけない場面（主に利益相反取引等の場面）では、取締役の信認義務の判断には「完全な公正基準」が適用される。

Cf. 「完全な公正基準 (entire fairness test)」 は以下の 2 つの公正さから判断

①「価格の公正 (fair price)」・・・浪費 (waste) 等の限定された場合で問題

②「取扱いの公正 (fair dealing)」・・・公正な意思決定がなされたかの判断

➡ ②につき、利害関係がなく (disinterested)、独立した (independent) 取締役によって意思決定が行われたか否かが審査

＊本件について、親子会社合併の場合には、完全な公正基準が適用。さらに②については、子会社株主に重要事項をすべて開示したこと、独立当事者としての交渉の存在が必要。本件では、合併の判断の際に兼任取締役の判断だけでなく、独立した取締役による第三者委員会の判断がなかったことを問題視

☞ 利益相反状況のある取締役会決議の有効性判断について、独立かつ利害関係のない取締役・委員会の判断があったかを重要な要素として検討。ただし、この時点では、常時独立取締役を確保すべきとはされていない。

➤1985 年 Unocal 判決

i) 概要

二段階公開買付（第一段は現金で対象会社の発行済み株式の過半数を取得し、二段階目には、劣後債を対価として残存株主を排除する）を Unocal 社に仕掛けた Mea 社に対して、Unocal 社は、対応策として自己株式の差別的条件の交換買付（Mea 社が 51%の株式を取得した場合には、残り 49%の株式を自社発行の社債と Mesa 社以外の株主との交換）を実施しようとしたところ、Mea 社から差止め請求が提訴された。

ii) 判決の流れ

「・・・会社経営の支配権に対する脅威として敵対的な買収者が現れた場合、会社資金を用いて自己株式を取得するときには、取締役会は利益相反に直面するため、客観的な判断ができない。そのため、取締役会は、第三者の株式保有により会社の方針および効率性に対する危険が存在したと信じたことに合理的な根拠があることを立証しなければならない。この立証は、誠実かつ相当の調査 (good faith and reasonable investigation) を行ったことで足りる。さらに独立取締役が過半数を占める取締役会の決議があることは、この立証のための有力な証拠となる。

防衛策が経営判断原則の範囲内といえるためには、さらに当該防衛策が、提示され

た脅威に対して合理的なものでなければならない。この判断には、取締役会は、第三者の公開買付の性質および会社を与える影響（具体的には、提示された買収価格の不適切さ、買収提案の内容および時期、違法性の疑い、株主以外の利害関係者（会社債権者、消費者、従業員および地域社会一般等）に与える影響、買収が達成されないリスク、交換の対価として提示された証券の質等）を考慮すべきである。」

iii) Unocal 基準

＊防衛策の妥当性を 2 段階に分けて検討

- ①脅威の存在・・・会社の方針および効率性に対して危険が存在したと取締役会が合理的に確信したこと ➡ デラウェア州最高裁判所は、脅威の存在につき第一の判断者を取締役会とした
- ②防衛策の相当性・・・防衛策が提示された脅威に対し合理的なものであること ➡ その後の判例の展開により、②の基準が進展し、脅威に対して過剰な（強圧的または排他的）防衛策は無効とした

⇒ ①、②の立証責任は取締役会が負い、立証に成功した場合には取締役会の判断は経営判断原則の範囲内として保護

☞ 企業側がとる敵対的企業買収防衛策の①の基準をクリアするための要素として、社外取締役が取締役会の過半数を構成することが重要 ➡ 結果的に経営判断原則の適用を受ければ企業の経営陣や他の取締役にも恩恵が付与

➤1985 年 Smith v. Van Gorkom 事件判決の影響

i) 概要； 完全子会社との締出合併の際に、親会社の CEO である Van が、その決議をおこなう臨時取締役会の前に社外取締役らに議題を知らせず、取締役会の最中に合併契約書を検討する時間的余裕もなく、合併に至る詳細な経緯の説明もなかったところ、子会社の株主が締出合併の取消し、ならびに親会社の取締役等に対する損害賠償責任を求めた事件。

ii) 判旨の流れ

「・・・取締役は、合理的に取得可能であると考えられる重要情報を予め取得し、必要な情報を得たうえで経営判断を行うことが取締役の善管注意義務注意義務の履行となる。その場合、重過失なく善管注意義務を果たしたときには、経営判断原則の適用がなされる。本件では、取締役は一株あたりの内在的価値についての情報を得ておらず、・・・少なくとも、事前の通知なしで、かつ緊急の事態もないのに、2 時間の信義のみで合併契約を承認した点について、重要な重過失があると認められ、必要な情報に基づく経営判断であったと、結論づけざるを得ない」

iii) 経営判断原則では軽過失の取締役の責任は免責されているが、同判決で、社外取締役に重過失を認める事実認定。取締役会決議において、十分な情報が提供された意思決定ではないとして、経営判断原則の適用をうけず、厳格な公正性の基準を適用 ☞ デラウェア州会社法を準拠法とする企業に激震

➤1986 年 デラウェア州会社法 102 条(b)(7)の改定

➡ 経営判断原則の適用において、重過失があっても取締役の責任を免責することが可能な選択的定款条項が認められる。現在 40 超の州会社法で同様の規定が導入

☞ 取締役の任務懈怠責任について州会社法は実質的に骨抜きに

《80 年代の M&A 関連判例が取締役会にもたらした影響》

①敵対的企業買収に対し対抗措置を取締役会が決定するにあたって、独立した社外取締役が存在することが司法審査において有利になること

②敵対的企業買収に伴い増加した派生訴訟を訴訟委員会が却下する際の司法審査基準においても独立取締役の存在が有益であること

☞ 州会社法判例において、企業自らが独立した社外取締役の採用数を増加させるインセンティブを付与

➤1987 年 トレッドウェイ委員会報告の公表 (⇒1992 年 COSO 報告へ繋がる)

* 1980 年代の会計不正に起因による企業倒産をうけて、米国公認会計士協会、米国会計学会、財務担当 経営者協会、内部監査人協会、管理会計士協会の支援のもと「不正な財務報告に関する全米委員会(National Commission on Fraudulent Financial Reporting)」(いわゆるトレッドウェイ委員会)の設立。目的; 不正財務報告の発生要因を識別、その是正のための勧告。➡ 1987 年に報告書を公表。対象は、会計士だけでなく、広く企業関係者全般へ(∵ 財務報告不正は、会計士のみでは解決不能という理解)。内部統制については、「内部会計統制」ではなく「内部統制」という用語を用いて、財務報告に影響を及ぼすのは内部会計統制に限定されないことを示したうえで、統制環境、企業 の行為要領、内部監査機能や監査委員会の重要性を強調。さらに、経営者による内部統制の有効性評価を記載した経営者報告書の必要性を確認。内部統制に対する監査人の評価を監査報告書で明示すること勧告。さらに、同委員会は、内部統制について統一的な定義や指針の策定をトレッドウェイ委員会支援組織委員会(Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission)に対して指示。

4 1990 年代

(1) 時代的背景と特徴

- ・ 1991 年ソビエト連邦解体により資本主義の勝利とその資本主義経済の発展を謳歌する米国経済。クリントン政権時代の 10 年間の好景気時代。IT 革命と金融革命を主導した米国経済を支えた米国型会社システムが「グローバル標準」へ。
 - ➡ モニタリング・モデルを採用する取締役会制度の普及。他方で、より本格的なコーポレート・ガバナンス改革を連邦規制により推進するための基盤作りが進展した時代。

(2) モニタリング・モデルに関連する法規制・運用の動向

➤ 1990 年 証券法執行救済法制定

- ➡ SEC の申立てにより、裁判所の役員排除命令が可能に
 - ☞ 役員の解任に関与できる権限が SEC に付与

➤ 1991 年 連邦量刑ガイドライン (United States Organizational Sentencing Guideline) の改訂

- ➡ 米国の企業犯罪に対して高額の罰金刑を定める一方で、裁判所がその量刑を判断するにあたり、一定レベルのコンプライアンス・プログラムを備えていた企業には、量刑上の軽減を認めるガイドラインを示したもの
 - ☞ 内部統制システム構築により罰金額の軽減効果を生み出すもの
 - ⇒ 会社の利益のために行うべき取締役の義務の内容へ

Cf. 1996 年ケアマーク判決

- * 司法省が訴追にあたり司法取引を通じたコンプライアンス・プログラム導入への足掛かりを付与

➤ 1992 年 COSO (トレッドウェイ委員会支援組織委員会) による「内部統制の統合的枠組み」の公表

- * 内部統制のデファクト・スタンダードへ
 - ➡ 内部統制とは、「業務の有効性と効率性、財務報告の信頼性、関連法規の遵守という目的の達成に関して合理的な保証を提供することを意図した、事業体の取締役会、経営者、およびその他の構成員によって遂行されるプロセス」と定義、その構成要素として、①統制環境、②リスク評価、③統制活動、④情報と伝達、⑤モニタリングが示された。
 - ☞ 経営者、取締役、従業員、外部監査人等、企業を取り巻く利害関係者間で、内部統制概念の共通化に貢献・・・→ 内部統制規制に関する法規規範性の明確化へ

➤1994 年 ALI「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の公表

cf. 1982 年から第 11 試案まで 10 年検討。

＊「コーポレート・ガバナンスの原理」最終案が示す取締役会のモニタリング・モデルとは？

a. モニタリング・モデルにおける取締役会の役割

①経営トップ（主要上級執行役員）の選任、定期的な評価、報酬の決定、必要な場合にはその解任、②会社の業務が適切に行われているかを評価すべく事業活動を監督すること、③会社の財務事項、主要計画及び行動についての審査と必要な場合には承認を与える、④財務諸表の作成に関わる監査・会計原則・慣行の変更等に関する審査及び必要な場合には承認を与えることを明確化（3.02 条(a)）

b. モニタリング・モデルの取締役会の目的を実現するための組織体制

i) 法的要請

➡大規模公開会社に監査委員会の設置。監査委員の構成員は、社外取締役（少なくとも 2 年間は会社と雇用関係なし）でなければならず、その過半数は独立性を必要とした（3.05 条）

ii) 会社慣行として推奨

- ①大規模公開会社では、過半数が独立取締役。それ以外の公開会社では、3 名以上を要求（3A.01 条）
- ②小規模公開会社にも監査委員会を設置（3A.02 条、3A.03 条）
- ③公開会社には指名委員会を設置。構成員は、全員社外かつ過半数は独立取締役（3A.04 条）。
- ④大規模公開会社において、全員社外かつ過半数は独立性ある取締役で報酬委員会を設置。上級執行役員の各種報酬の審査や役員の報酬計画の審査を実施し取締役会の監督機能を補完（3A.05 条）
- ⑤取締役会の監督機能の実現のため、取締役に情報請求権を規定（3.03 条）、独立取締役に、職務遂行に必要な外部補助者の使用権限を明示（3.04 条）

c. 第一試案からの変更点

➡ 最終案の「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の内容は、1980 年代の会社経営の裁量を広範に求める実務界からの声に押され、第一試案が掲げた理想の実現は大幅に後退。当初の会社法分野に裁判規範を提供するリステートメント化の作業は断念され、監査委員会の過半数を独立取締役とすることを強行法規化する勧告がある点を除けば、各企業の自主性を重んじる形となり、その多くは最も規制が緩いデラウェア州会社法の判例動向を後付

する程度の内容に終始。cf. 1982 年の第一試案参照

➤1995 年 証券民事訴訟改革法 10A 条

- ➡ 外部監査人が監査の過程で発見した不正を、経営者、監査委員会ないし取締役会に報告すべきであり、その後も適時の是正措置が取られず、財務諸表監査に影響を及ぼすおそれがあると判断されるときには、SEC に対する通報が要請された。

☞ 企業のガバナンス改革に貢献するゲート・キーパーとしての外部監査人の役割をクローズ・アップ

➤1996 年 デラウェア州衡平法裁判所 Caremark 事件判決

- ➡ 取締役には情報収集のための内部統制システムを確立すべき義務があることを明示。その根拠の一つに 1991 年の量刑ガイドラインの改定によるコンプライアンス・プログラムの導入が量刑減輕の判断事由となったことを挙げる。

☞ 取締役の不作为の義務違反の指針を検討するうえで重要な意義

cf. アリスチャルマーズ事件 デラウェア最高裁判決（1963 年）

➤1999 年ブルーリボン委員会報告書の公表

- ・ SEC、NYSE、NASDAQ による諮問委員会、
- ・ 目的；監査委員会が取締役会、外部監査、内部監査と連結を強めることで、監督システムの充実を図り、財務報告の質の向上に資する 10 の勧告を提言（勧告 1・2 は監査委員会の独立性の強化、勧告 3～5 は監査委員会の実効性の向上、勧告 6～10 は、監査委員会、外部監査人、経営者相互間の説明責任のメカニズムについて）

➤90 年代までのモニタリング・モデルを採用した取締役会による「会社の業務執行の監督」の視点とは

- ①経営者の業績評価（効率性の観点から統制）
- ②利益相反が生ずる業務執行の統制
- ③会社運営の適法性確保のための統制

➡ 米国のモニタリング・モデルの歴史的展開・・・70 年代に③の会社運営適正性確保のための統制の必要性が契機となり、モニタリング・モデルの採用が提唱されたが、80 年代には①の効率性の観点からの監督という意味で、非効率な企業経営を改善、経営者の交代を図る M&A が隆盛し、会社側の対抗措置として企業買収防衛策の正当性を示すために、あるいは代表訴訟において訴訟委員会の判断の合理性を示すために、②の利益相反関係問題の判断者としての社外取締役の導入が促進されていったが、90 年代は、モ

モニタリング・モデルの実効性を高めるために、内部統制システムやコンプライアンス・プログラム等の整備による社内における迅速な情報伝達システムの構築にフォーカスが当てられた。

5 2000 年代

(1) 時代的背景と特徴

- ・ 2001 年同時多発テロ、IT バブル崩壊、2002 年 エンロン・ワールドコム等の巨大企業の不祥事 (➡ SOX 法制定へ) 2008 年金融危機 (➡ D・F 法制定へ)
- 米国内の経済格差の拡大による歪みが露呈 (トランプ政権の誕生へ)

＊連邦証券規制によるコーポレート・ガバナンス改革の実現へ

(2) モニタリング・モデルに関わる法規制・運用の動向

➤ 2002 年 SOX 法制定

- ・ SOX 法制定により連邦証券規制によるガバナンス関与の傾向が鮮明に
 - ➡ 公正な証券市場の機能を回復するためには、SEC が企業のガバナンスに積極的に関与しているアプローチに舵を切る

☞ 州会社法との管轄問題に一応の解

<SOX 法においてモニタリング・システムの実効性を高めるために採用された規定>

i) SOX 法 301 条 (34 年法 10A 条(m)に導入)

SEC 登録会社の監査委員会に対して、以下の事項を要請。

①発行者の外部監査人につき選任・監督等を負う責任

②構成員たる各委員の独立性

＊独立取締役のみで構成される監査委員会の設置を要求

➡ 従来は NYSE 規則で要請。これを連邦証券規制である法令レベルに

③疑わしい会計・監査の問題について従業員による通報を受領し、評価する手続きの確立

④外部アドバイザーを雇用する権限

⑤外部監査人および外部アドバイザーへの報酬に関する責任

・・・→ 以上の事項について、NYSE 等に自主規制機関の上場要件とすることを命じる規則の策定を SEC に要請

ii) SOX 法 406 条 ; 監査委員のメンバーに財務専門家を採用しているかにつき開示を要求

iii) SOX 法 806 条・1107 条 ; 内部告発者に対する不利益取り扱いの禁止(806 条)、および雇用者に対する刑事罰 (1107 条)

- iv) SEC 規則によって、監査委員会の権限の強化
 - ➡ 監査委員会の目的に、これまで同様に財務諸表の公正性の確保のほかに、法令遵守の確保、内部監査機能の支援を追加
- v) SOX 法 302 条・404 条等；内部統制規定関係および内部統制監査の整備
 - ➡ 1977 年 FCPA の内部統制構築義務に加えて、SOX 法では、経営者による内部統制の有効性評価、これに対する外部監査人の内部統制監査を追加
- vi) SOX 法 1105 条・305 条（33 年法 8A 条（f）・34 年法 21C 条（f）・34 年法 21 条（d）等）；SEC による SEC 登録企業のガバナンスに関する法執行力の強化 ➡ 証券詐欺禁止規定違反の役員および取締役の就業禁止命令が SEC の排除措置手続（cease and desist order）により可能に
 - cf. SOX 法制定以前・・・就業禁止命令は連邦裁判所への申立て権限のみ

➤2003 年 NYSE 規則改定（SOX 法制定を受けて）

- ・ 303A.01 独立取締役
 - ➡ 上場会社の取締役会メンバーに独立取締役の過半数を要求
- ・ 303A.03
 - i) Executive Sessions エグゼクティブ・セッションズ
 - ・ 非業務執行取締役または独立取締役のみによる定期的会合の開催を要求（§ 303A.03）☞ 趣旨；CEO 等の業務執行取締役の影響力のない非業務執行取締役または独立取締役のみによる率直な議論の場を定期的に確保することにより、経営監視機能の実効性を確保
 - ii) Presiding Director または Lead Director
 - ・ ES の議長として選ばれる非業務執行取締役
 - ☞ 役割と機能；非業務執行取締役の議論の取り纏め役を超えて、取締役会の招集権限を付与するなど取締役会の監督機能の実効性向上に貢献
- ・ 303A.07(c) 監査委員会の内規に以下の事項を含むことを要求
 - (i) 監査委員会の目的 少なくとも以下を含むこと
 - (A) (1) 上場会社の財務諸表の公正性、(2)上場会社の法律・規制要件の遵守、(3)独立監査人の資格および独立性、(4) 上場会社の内部監査機能および独立監査人の職務遂行、に関する取締役会の監視の支援、および (B) 上場会社の年次委任状説明書に含まれることが SEC によって要求されている監査委員会報告書の作成・・・
 - (iii) 監査委員会の義務と責任
 - ・・・・(E) 経営者、内部監査人、および独立監査人との間での別々な定期的会合をもつこと

- ・ 303A.07 (d) 内部監査機能の整備を要求

➤2010 年 リーマンショックを契機に Dodd・Frank 法制定

* 報酬委員会の独立性を強化 (法令で義務化)

- ➡これまで上場規則によっても開示規制しかなかった報酬委員会については、D・F 法に基づき新設された 34 年法 10C 条(a)に基づく SEC の Rule10C-1 では、上場基準の一部として、報酬委員会の独立性、報酬コンサルタント等の利用権限、財政的措置等の定めを置くことを NYSE 等に要求。

* 内部告発者報奨金プログラムを導入

- ➡内部告発者報奨金プログラム制度 (Whistleblower Bounties Program) 導入
; 内部告発者から自主的に提供された連邦証券諸法違反に関する独自の情報を契機として、企業に対して 100 万ドル以上の制裁金 (Monetary Sanctions) を課す法執行がなされた場合には、徴収された制裁金のうち 10%から 30%の範囲で、当該内部告発者に対して報奨金を与える制度である (Dodd&Frank 法 922 条等)。
☞ SEC に対する内部告発を奨励することで SEC が不正リスク情報を早期に入手可能に。企業に対しても従業員による SEC への告発前に自浄能力の発揮を期待。

* SEC の法執行権限が強化

- ➡ 従来は、民事制裁金について SEC が行政審判で命じられるのは、ブローカー・ディーラーや投資アドバイザーに限定されていたが、D・F 法により、誰に対しても SEC の行政手続のみで民事制裁金を課すことが可能に ➡ 不正発覚後、企業が SEC の調査に協力せず、社内の是正措置が不十分であった場合には、利益に吐き出しに限らず、行政手続のみで高額な民事制裁金が課せられる可能性が高く、他方で、徹底したコンプライアンス・プログラムを整備し、誠実に調査協力を行った企業とは、訴追延期合意・訴追免除合意を結ぶ一方、実際に不正に関与した個人の責任追及を強める傾向が生ずる。
⇒ SEC の法執行手法が変化
☞ SEC との訴追延期合意の手法から排除措置命令等による行政手続のアプローチへ (2014 年ころから逆転現象)

<参考>

* SEC の法執行手法について

- ➡ 連邦証券犯罪については、司法省が、採用していた訴追延期合意 (DPA; Deferred Prosecution Agreement) という司法取引手法と類似の手法を、2011 年になって SEC も自らの法執行を行う際に導入していた。DPA とは、DOJ との間で、合意し

た項目を一定期間（通常 2～3 年）遵守すれば、訴追を延期する米国刑事手続上の運用。事実認定の範囲、罰金の支払い、公表内容、是正措置等について合意交渉を行うが、その前提として関連する捜査への継続的な協力義務、一定レベルのコンプライアンス・プログラムの導入（米国量刑ガイドライン基準等への合致を要求）、独立法令遵守監視人（Independent Corporate Monitor）の受け入れ、または自己監査・報告、将来の法令違反の報告義務が要求されるもの。

Cf. SEC の訴追延期合意

； SEC と個人 or 企業との文書による法執行の延期についての契約合意

＜一般的な合意条件＞

- ① SEC の調査および関連処分に対して誠実に徹底して協力すること
- ② 出訴期限の延期合意（tolling agreement）
- ③ 訴追延期期間には合意条項に従うこと
 - ☞ コンプライアンス・プログラムの実施、法令遵守監視人の受け入れ
- ④ 一定の条件のもと、SEC が連邦証券諸法違反を主張する基礎となる事実について承認するか争わないことに同意すること。

＜SEC による FCPA 法執行の狙い＞

* コーポレート・ガバナンスを巡る SEC と州会社法の管轄問題

☞ 1977 年 FCPA 制定は SEC による上場企業ガバナンスへの介入の足がかり

cf. 1977 年 FCPA 制定後の最初の SEC 法執行事例は、国内の粉飾決済

↓ ☞ But 内部統制構築義務を課すことのみの限界

2002 年 SOX 法に基づき、内部統制構築+経営者による有効性の評価と開示+監査人による内部統制監査のフルセット規制（SOX 法 302 条・404 条等）が導入

↓ ☞ But 財務報告・開示に対する事後的規制の限界。当局による企業内部情報への迅速なアクセスの限界

DOJ との連携による「アメとムチ」の法執行運用 ➡ FCPA の内部統制規定に基づく法執行の増加

↓

連邦証券規制に基づく SEC の法執行を通じた内部統制システムの普及

☞ モニタリング・モデルの実質化にあたり情報コントロールの面を確保

➤ 2010 年 D・F 法を受けて、連邦量刑ガイドラインの改訂

《注目点》

→ 上級役員が違法行為に関与した場合も、以下の条件を満たすコンプライアンス・プログラムであれば、企業の量刑上の軽減が可能（cf. 従来は、上級役員が関与する場合

には、量刑軽減は不可)

①倫理・コンプライアンス・プログラムの運用責任担当者による会社の統治機関等（取締役会）に対する直接の報告義務

②違法行為を外部者よりも早期に or 合理的な期間内で発見可能な体制であること

③会社が違法行為を発見後、しかるべき規制機関に対して直ちに報告したこと

④コンプライアンス・プログラム担当者に、不正への関与、黙認、意図的な無視がなかったこと

☞ 自主的な調査に基づき企業が自ら不正を発見し、これを最初に規制当局に報告した場合には、量刑軽減の考慮事由とすることで、企業内の情報ラインの透明化、不正発見時の企業の迅速な対応と改善を可能とするコンプライアンス・プログラム を要求

➤2012 年 DOJ 及び SEC の共同所管で FCPA 法執行に対する指針 (A Resource Guide to the Foreign Corrupt Practices Act) を公表

⇒ FCPA に関する歴史的経緯と内容を総括的に記述し、DOJ と SEC が FCPA 違反に対して法執行を行う際の考慮事項を提示。ただし、あくまでガイダンスであり、FCPA 違反に対する積極的抗弁事由の明示なし。(適用対象となる外国公務員の範囲、許容される潤滑油的支出、汚職防止のための効果的なコンプライアンス・プログラム、FCPA 問題に対処する多様な解決方法の提示等)

➤2013 年 COSO 改訂

* 内部統制の目的の一つである「財務報告の信頼性確保」 ➡ 「報告の信頼性確保」へ

➡ 内部統制の目的については、財務情報のみならず非財務情報を含めた報告の信頼性を確保する目的に変更。それ以外の基本的な構成要素の変更はないが、内部統制の有効性評価にあたって 17 原則と 87 の着眼点を提示し、より理解しやすい内容へ。

三 まとめにかえて

1 米国におけるモニタリング・モデルの展開と課題

以上みてきたように、米国のモニタリング・モデルの議論は、1960 年代以前の無機能化した取締役会の監督機能をただちに強化するのではなく、まずは、経営者に対して外部監査人の財務コントロールによる牽制を効かせるために監査委員会の機能を確保することが始まっている。しかし、取締役会のモニタリング・モデルに繋がる改革は、大恐慌後に証券市場の機能の向上を担う市場監督規制機関である SEC によって推進されていく。本来 34 年法の規制理念である「証券真実 (truth in securities)」は、証券業者の信用に依存していた大恐慌以前の証券取引を、公認会計士が共通の監査基準に基づく監査証明を制度的に要請することで、取引客体である有価証券の真実の価値を明らかにさせ、その上で投資家の真摯

な投資判断の集積が公正な市場機能をもたらすとシステムの確立によって実現されるものであった。34 年法に基づく公認会計士による財務諸表監査の強制は、上場契約にすぎなかった証券取引所での個別の監査人監査とは異なり、財務諸表の比較可能性を確保し、証券市場の価格形成機能の確立に向けた礎として欠くべからざる意義があった。当時すでに全米各州に制定されていた公認会計士法により一定のレベルのある公認会計士の独立性をガバナンス改革により制度的に確保することは、その監査証明の信頼性を高めることに直結し、他方、無機能化していた取締役会そのものに経営者に対する監督機能の強化を求めるよりも、取締役会からモニタリング機能を抽出し CEO の影響を受けていない社外取締役が構成する監査委員会に委譲し、監査委員会が財務コントロールの一環として監査人の選任を行うアプローチをとる方が現実的であったし、また、米国会社法の授權法理論に基づく、取締役会の機能の一部を下部の委員会に委ねることには抵抗感も少なかったといえる。こうした社外取締役の導入が州会社法改正では難しかったことは、**Race to the Bottom** に象徴される規制緩和競争状態にある州会社法には期待できなかったという米国特有の事情があった。また、社外取締役の採用が連邦証券諸法そのものに直接、規定できないことも、米国特有の州法と連邦規制の管轄問題が色濃く反映しており、それを補完するために NYSE 等の自主規制機関の上場規則という手段を利用して社外取締役の導入を進めていかざるを得なかった。しかしながら、1970 年代になるとペンセントラス社の破たんを契機に、SEC は、1975 年に自主規制機関の規則改正に関する承認権限を獲得することにより、SEC の政策を上場規制に反映させる主導権を握ることとなった。さらに連邦証券規制違反の企業に対する SEC の法執行において、将来の違法行為を差止めるインジャンクションに付随する条件として社外取締役の採用を求める法運用を行っていった。もっとも、監査委員会の財務コントロールの実効性を高めるためには、社外取締役を採用するだけでは機能せず、いかに客観的な情報を社外取締役に提供するシステムを社内に構築させるかが鍵となっていた。ここでロッキード事件を契機とする 1977 年 FCPA 制定により内部統制規定が連邦規制のなかに位置づけられたことは、管轄権問題で批判されていた SEC にとっては画期的な出来事であった。その後、内部統制規定に基づき SEC が法執行の運用を駆使して、取締役会の社外取締役の採用を増加させ、情報の伝達にかかわるコントロール機能を企業に整備させる取り組みは、取締役会のモニタリング機能の実質化を図るうえでの伏線となっている。

他方で、60 年代後半から 70 年代にかけての一連の上場企業の企業不祥事によって、企業の社会的責任論の議論や連邦会社法制定の機運が高まっており、ガバナンス改革を求める声は、取締役会そのものの監督機能の強化に向けられ、これが 1980 年代の ALI のガバナンス・プロジェクトによって取締役会のモニタリング・モデルの採用として正面から取り上げられていく。もっとも、80 年代は同時に M&A の隆盛期でもあり、企業は会社訴訟において、敵対企業買収を巡る対抗措置の正当性や代表訴訟の訴訟委員会の判断の合理性を証明する要素として独立取締役の数を増加させ、取締役会自体の独立性を高めていった点も見逃してはならない。この時期の株主アクティビストからの圧力は、ALI が進めるガバナ

ンス改革にも影響を及ぼし、1994年にALIプロジェクトの最終版が公表されたが、当初のリステートメント化の計画は頓挫し、モニタリング・モデルに関しても、監査委員会の全員を強行法規的に社外取締役かつ過半数を独立取締役とする勧告を除けば、当時のデラウェア州判例を追従する形に終わった。しかしながら、90年代にも連邦規制レベルでモニタリング・モデルを実質化するための取組みは着実に進み、とくに1991年の連邦量刑ガイドライン改正が、組織犯罪を犯した企業に対して、コンプライアンス・プログラムの導入を量刑減軽事由とした点は特筆に値する。後に司法省の訴追延期合意などの司法取引の条件として利用され、SECもこれに連動する形でコンプライアンス・プログラムの活用を法執行に採用し、これが新たに企業内において迅速な情報伝達コントロールの整備、不正リスクの早期発見・是正・報告を促進するツールとして注目を浴びていくことになる。これは、モニタリング・モデルの核となる独立取締役に対する客観的な情報提供機能を確保するうえで不可欠の体制整備を促すものとなっていく。さらに1992年にCOSOが公表した「内部統制の統合的枠組み」は、これまで企業関係者間でも統一されていなかった内部統制概念の要素を共通化することで法規範として機能するための明確化に貢献し、次に迎える2000年代のSOX法によるモニタリング・モデルの実質化の取組みに繋がる重要な足固めとなった。

2000年代に入り、2002年のSOX法制定は、連邦証券規制による上場企業に対するガバナンスの関与を正面から認めた点で、米国の企業統治の歴史上、エポック・メイキングな事件であるともいえる。監査委員会のすべての構成員を独立取締役として法定することは、ALIプロジェクトの勧告により最後まで死守された要請であり、アイゼンバーグが、モニタリング・モデルの出発点として掲げた事項でもあった。SOX法はさらに1977年FCPAで連邦規制に導入した内部統制構築義務に加えて、経営者による内部統制の有効性評価と外部監査人による内部統制監査を追加し、フルセットの内部統制規制を完成させ、また、内部告発に対する報復禁止規定を設けることで、不正リスク情報が現場から円滑に監査委員会に伝達される情報コントロールの実質的な担保を図った。さらに2003年NYSEの上場規則では、取締役会の過半数を独立取締役とすることが求められ、取締役会自体の独立性の確保が進み、モニタリング機関としての機能を高めるためにリード・ディレクターやエグゼクティブ・セッションなどの取組みが始まっている。金融危機後のD・F法では、報酬委員会の独立性を強化する一方で、内部告発については報奨金プログラムを導入し、SECに対して早期に不正リスク情報を集約させることで、証券市場での不正リスクの顕在化を阻止し、企業の自浄能力の強化を促す規定を定めた。

このように米国における取締役会のモニタリング・モデルの進展は、現在では、その実効性を一層高めるために、適時の情報伝達コントロールの強化、取締役会のリスク評価機能の向上、自浄能力の強化などに対して取締役会が監督機能を発揮していくことが求められている。これは、逆説的にみれば、高度に発達し時々刻々変化する現在の資本市場において、適時性とリスク情報に重点を置いた開示が要請されるようになったことから、モニタリング・モデルによる取締役会の監督機能に期待する内容が変化していることを示している。

いえよう。

2 日本法への示唆

(1) モニタリング・モデルの特殊性と普遍性

以上、米国において連邦証券規制と州会社法の管轄問題における両者の相克が、ガバナンス改革の推進力を生み出し、取締役会のモニタリング・モデルの普及とその実質化をもたらした発展過程を辿ってきた。もっとも、そのような管轄問題を抱えていない我が国においては、米国の州会社法にみるガバナンス上の隘路を証券規制や上場規則によって克服するというアプローチを探る必要はない。しかしながら、モニタリング・モデルの分析は、株式市場の問題を内包する本来の意味での株式会社を対象とする議論である点では、我が国においても共通の課題といえる。米国の取締役会改革の展開が、一貫して証券市場規制改革に沿って推し進められてきたが、これは証券市場の公正な価格形成機能の実現のための情報開示・監査・内部統制制度は、有効に監督機能を発揮する取締役会があって初めて実現するという理解に支えられてきたからであり、株式市場を用いる株式会社制度を採用する以上、この点の重要性には彼我の差はなく普遍的な要請であると考えられる。

(2) 平成 26 年改正による社外取締役導入論とモニタリング・モデル

平成 26 年会社法改正により、日本においても、社外取締役の導入を推奨する方向で法改正がなされ、またコーポレート・ガバナンス・コードでは、2 名以上の独立取締役の採用が求められるようになった。日本の現在の会社法制では、取締役会の機能として、業務執行の意思決定を主たる機能とするマネジメント・ボードと経営に対する監督機能を主たる機能とするモニタリング・ボードのどちらを選択することも制度的には可能である。しかしながら、マネジメント・ボードとしての取締役会を維持したままで、社外取締役のみにモニタリング機能を果たす役割を期待しうるのかは疑問である。たとえば、ALI のガバナンス原則においても、独立取締役の役割のひとつに助言機能が挙げられているが、これは、あくまでモニタリング・モデルを前提としているため、そこでの助言とは企業の基本的・戦略的な方針決定に関わるものであり、当該企業についての専門知識がない場合も大局的な観点からの助言が可能であり、またその方がふさわしい場合も多い。これに対して、マネジメント・ボードの取締役会が求める助言は、企業の具体的意思決定に関わる以上、当該企業の専門知識のない社外取締役が貢献することは難しい。したがって、日本の多くの企業がマネジメント・モデルの取締役会を維持しながら「社外取締役を入れても、企業の業績向上に直接、結びつかない」と批判するのは、この前提を取り違えているように思われる。

取締役会をマネジメント・ボードとして把握する場合、そこでの監督機能とは、経営者が取締役会の意向に沿う形で経営を行っているかを監視する一種の自己監査という性質を持たざるを得ない。取締役会のモニタリング・モデルを提唱した ALI プロジェクトの第 1 試案は、このような自己監査の弊害を避けるために、取締役会内の各種委員会に監視を委ね、このシステムの機軸に独立取締役を置くことで、取締役会の機能から、より純化した監督機

能を抽出しようとする試みであったということもできる。即ち、第 1 試案を通じて提唱された取締役会のモニタリング・モデルが目指したことは、取締役会が定めた基本方針に沿って上級執行役員らが業務執行を行っているかの評価だけでなく、法秩序全体に照らして企業が公正な運営を行っているかまでも監督機能の内容として取締役会に期待して、そのための役割を独立取締役に託していた。ALI プロジェクトにおいて独立取締役に期待されていた役割とは、事業の効率性、あるいは利益追求への貢献のみならず、事業活動と社会の利益の調和を図ることであった点を忘れてはならない。

(3) 監査役（会）設置会社とモニタリング・モデル

現在の委員会型設置会社は、最高経営者の選任・評価・解任によりモニタリング機能を発揮する取締役会を標榜したものであるが、では監査役（会）設置会社の取締役会は、モニタリング・モデルを採用することはできないのだろうか。

取締役会のモニタリング機能の内容には 3 つのコントロール、即ち①効率性コントロール、②利益相反のコントロール、③適法性コントロールが求められている。もっとも、モニタリング・モデルを採用する取締役会が行う業務執行の監督については、とくに①や③の効率性や適法性のコントロールに関していえば、個別取引の効率性や適法性の監督ではなく、今日では内部統制システム構築・整備に対する監督を通じて行われるものである。この点の内部統制システムの評価の重要性に関しては、監査役会設置会社においても異なることはない。そして、②の利益相反リスクのある会社行為をチェックする承認機関としては、独任制の監査役の方が、適格性があるともいえよう。監査役（会）設置会社であっても、監査役の業務・財産調査権が適切に行使され、監査役と独立取締役の有機的な連携が取締役会において確保されていれば、経営者の選任・解任を通じた取締役会の監督機能の発揮についても、それ以外の委員会型の機関構造の場合と大きな違いはない。アイゼンバーグが最初にモニタリング・モデルを提唱した際に強調したのは、十分に情報を与えられた独立性の高い取締役の存在こそが取締役会の監督機能を支える中核となる点である。むしろ、日本におけるモニタリング・モデル採用に向けた今日的課題は、どの機関構造を採用すべきかではなく、社外取締役や社外監査役に対していかに客観的で有用な企業リスク情報をタイムリーに提供する体制ができているかであり、そのためには、時々刻々変化する資本市場および企業環境を把握して、現場の変化からリスク情報を入手し、情報の適時開示に備える体制の在り方が問題となってくる。したがって、我が国の場合には、むしろ金商法や東証規則によって要請される「財務報告に係る内部統制」や「適時開示体制」の有効性についても会社法上の取締役会の監督事項としてフォーカスすることが必要である。資本市場規制の視点からみれば、情報化社会において IT の発展により、リアルタイム・ディスクロージャーが可能となりつつある昨今、資本市場に対する適時開示体制の充実に向けて、取締役会によるリスク情報の評価が強調されている点は、米国のモニタリング・モデルの展開からのひとつの重要な示唆といえよう。