

# 企業ガバナンス規制における 費用便益分析の視点

鈴木 裕

## 要 約

1. 規制の制定にあたり、その規制によって生じるコスト（費用）とベネフィット（便益）を事前に精査し最適な規制を探ることは、「規制の事前評価」といい、近年多くの国々で意識的に導入が進められている。
2. 米国では、規制のコスト/ベネフィット分析の不十分さを理由として、企業ガバナンス規制の導入を裁判所が阻むこともあり、企業ガバナンス規制をつかさどるSECでは、事前評価の手順書を公表するに至った。
3. 英国でも企業ガバナンス規制の事前評価は行われている。しかし、定量化が十分に行われているかは、疑問も生じる状況である。
4. コスト/ベネフィット分析の本質的な問題として定量化が困難であることは、早くから指摘されている。外部の批判的評価にさらすことによって、分析の精度を高めることが期待できるかもしれない。

## 目 次

- 1章 はじめに
- 2章 米国の企業ガバナンス規制におけるコスト/ベネフィット分析
- 3章 英国の企業ガバナンス規制におけるコスト/ベネフィット分析
- 4章 わが国の企業ガバナンス規制におけるコスト/ベネフィット分析
- 5章 むすび

## 1章 はじめに

リーマン・ショックやその後の欧州サブプライム危機は、米国や欧州の金融制度をはじめとした様々な規制の見直しを迫る契機となっている。規制見直しの対象は金融取引業や格付け業界だけではない。株式会社など企業が発行する株式や債券は、金融商品に他ならないのであるから、企業制度そのものも変化のうねりの中にあることは、拙稿「企業ガバナンス改革の国際動向」<sup>1</sup>で概略を記したとおりだ。

企業制度などを見直す目的は、金融市場の秩序を回復することにあるのだろう。金融市場の危機を招いた原因を探り、それを克服するための新たな規制作りに各国の規制当局は取り組んでいる。企業ガバナンスについては、経営者の独断を許さない仕組みとして、外部、特に株主の目を活用しようとする方向にある。米国では、経営者報酬の決定に株主を関わらせるようになったし、英国では機関投資家による経営監視機能の強化が模索されている。

様々な規制が改正され、また新設されようとしている。規制の欠如や不十分さゆえに、金融市場が混乱し、国民の富を減少させるという損失が生じたとすれば、規制を新設・改正することによって今後発生すべき損失を回避できると期待される。規制の新設・改正によって、損失を回避できるベネフィット（便益）が生まれるのである。一方で、企業に関する組織を規制したり、情報開示を強化したり、取引規制を設けたりすることは、

企業に新たなコスト（費用）負担を強いることでもある。コストがベネフィットを上回ることがあれば、それは過剰な規制によってかえってコストが増加したことになる。つまり、規制を新設・改正するには、規制によるコストが期待されるベネフィットを超えてはならないはずだ。規制の新設・改正には、コスト/ベネフィットの比較の視点を欠かすことはできないのである。

コスト/ベネフィット分析は、規制以外の分野で古くから行われてきた。例えば道路の新設であれば、用地の買収や道路の造成・維持に必要なコストと、道路利用によるベネフィットを比較して、ベネフィットの方が大きいのでなければ道路新設に公的資金を投じることは難しい。もっとも、コスト/ベネフィット分析自体も簡単ではない。道路新設は、ほとんどの周辺住民の生活にベネフィットを生じるだろうが、道路に面した家屋に居住する人には、騒音や振動といった新たな負担も生じる。コストを特定の者が負担したとしても社会全体の便益が上回るのであれば、コスト負担者に補償しつつ、道路の新設への合意は得やすくなるだろう。新たな事業への理解を得るための情報づくりのツールとしてコスト/ベネフィット分析は、強い力を発揮できるのである。

規制に関する事前評価は、規制影響分析（Regulatory Impact Analysis、以下、RIA）と言われ、OECD加盟諸国においても、さほど長い歴史を持つものではない<sup>2</sup>。今では全加盟国がこのような制度を設けているが、1990年代の半ばまでは加盟国中10カ国程度でしか、RIAを

1) 「企業ガバナンス改革の国際動向～引き続き経営者報酬問題へ高い関心～」『大和総研調査季報』2012年夏季号（Vol. 7）掲載

<http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/12090301cg.html>

2) OECD “Regulatory Impact Analysis”

<http://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/ria.htm>

制度化していなかった。しかし今やR I Aは、金融規制や企業ガバナンス規制の分野でも、行われるようになってきている。R I Aのプロセスの中核は、規制によるコストとベネフィットを比較し、他の代替的な規制手段との優劣を検討するコスト/ベネフィット分析であるが、金融危機の余波の中で、矢継ぎ早に行われてきた規制の新設・改正の中には、果たして十分なコスト/ベネフィット分析を経たか、疑わしいものもあるように思える。本稿では、米国や欧州の企業ガバナンス規制の新設・改正にあたり、このコスト/ベネフィット分析の視点から疑問が投げかけられる事例を紹介するとともに、わが国の企業ガバナンス規制におけるコスト/ベネフィット分析の事例を見つつ、今後への若干の示唆を示したい。

## 2章 米国の企業ガバナンス規制におけるコスト/ベネフィット分析

### 1. SEC規則の無効化訴訟

米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission、以下、SEC）による規則制定に際して、コスト/ベネフィット分析を行うことを義務として定める明確な法規は存在していないが、1990年代の数次にわたる証券関連法規の改正によって、規則が公益に合致するかを審査することが求められてきた。証券取引法第23条(a)(2)は、規則が過剰な負担を引き起こすことのないように、規則の影響を十分に検討することを義務付

けている。コスト/ベネフィット分析という用語こそ使っていないが、規則の経済分析を行うことは義務付けられてきたと言えるだろう。規則の経済分析、事前評価は行われてきたのだが、2006年にはその手順をさらに具体的・科学的に定立すべきであるとするSECの内部報告<sup>3</sup>が出されており、コスト/ベネフィット分析の手法も洗練され続けてきた。このようにSECは、規則制定にあたり一応のコスト/ベネフィット分析を行ってきたものの、最近になってコスト/ベネフィット分析に関するガイダンス（手順書）<sup>4</sup>を策定するに至った。これは、SECの規則制定手続きが適正なものであることを広くアピールする必要性が生じたためであると思われる。

コスト/ベネフィット分析の適正さを明らかにする必要が生じたのは、SECがいったん採択したProxy Access規則が裁判所によって無効とされたからであると考えられる。Proxy Accessとは、米国の株主総会において、株主が特定の取締役候補者の選任を株主総会議案として提案し、会社から株主に送付される書類に記載することを請求できる権利のことである。会社が株主に送るProxy materials（委任状勧誘書類）に株主が提案する取締役候補者を記載することを認めることからProxy Accessという。2010年7月に可決・成立した米国金融改革法（ドッド＝フランク・ウォール街改革及び消費者保護に関する法律：Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、以下、DF法）971条により制度化され、SECに規則制定が委ねられた。

3) “INTERIM REPORT OF THE COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION” (November 30, 2006)  
[http://www.capmktreg.org/pdfs/11.30Committee\\_Interim\\_ReportREV2.pdf](http://www.capmktreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf)

4) “Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings” (March 16, 2012)  
[http://www.sec.gov/divisions/riskfin/rsfi\\_guidance\\_econ\\_analy\\_secrulemaking.pdf](http://www.sec.gov/divisions/riskfin/rsfi_guidance_econ_analy_secrulemaking.pdf)

従来は、SEC規則 14a-8 によって、株主提案が取締役の選任に関連するものである場合、その提案を会社側は除外することが認められてきた。DF法は、この例外としてSEC規則 14a-11 を設け株主の Proxy Access を認めるというものである。同規則 14a-11 の案は、ある会社の株式の 3%以上を 3年間以上継続して保有する株主（または株主グループ）は、取締役数の 25%以下（または 1名）の取締役候補者を提案し、会社が作成・配布する委任状勧誘書類（株主総会議案を詳細に説明する）に記載できるというものであった。これによって、株主は低コストで取締役選任議案を争うことができるようになるはずだった。

SECでは、当初 2011 年の株主総会シーズンからの実施を予定していた。しかし、Proxy Access に対する経営者団体の警戒感は強く、これが許されれば特殊な意図を持った者が取締役になり、むしろ企業価値を減少させるような経営判断を下す恐れもあるとして反発し、規則の無効化を訴え出た。米国の経営者団体であるビジネス円卓（The Business Roundtable）の訴えにこたえて、ワシントン特別区控訴裁判所は、規則案の無効を決定したのである<sup>5</sup>。裁判所の判断では、SEC が規則策定にあたって行うべき経済分析が不十分であり、考慮すべき重大なコストへの配慮が足りないということであった。Proxy Access が実施されれば、特殊な意図を持った株主が取締役を送り込むことで、一般株主の利益にそぐわない企業経営が実施される恐れがあるはずだが、これによる損失（コスト）を考慮していないということである。こうした株主利益の毀損を恐れる見解は、当

時から多く出されたし、それが多大な損失を生じる恐れがあるという試算もあったのに、SEC の考慮は不十分だったという批判であった。この無効化の判断の後、新たな規則案の制定作業は遅延しており、Proxy Access の実施のめどは立っていない状態である。

もちろん、裁判所の判断の妥当性を疑う見解もある。法定された Proxy Access の具体化を阻むほどの瑕疵が SEC の規則制定にあったとは言えないとも思えそうであるが、裁判所の判断は、規制当局にとっては重いものである。

## 2. SECにおける規則の事前評価の手順と限界

Proxy Access の無効化判決を受けて、SEC が公表したガイダンスの記す規則の経済分析手順の概略は、次のとおりである。経済分析は、大きく 4 つのパーツに分けられる。すなわち、規則の必要性に関する明確な説明、規則案の効果を測定する対象であるベースライン（規制がない状態）を定義する、他の代替的規制手段を検討する、規則案とそれに代わる代替的規制手段についてコスト/ベネフィット分析を行う——の 4 段階である。

この 4 つの段階のうちコスト/ベネフィット分析は、特に詳しくその内容が説明されている。Proxy Access に関する規則案は、4 番目のコスト/ベネフィット分析が適正に行われていなかったことを理由にして無効と判断されたので、SEC のガイダンスはこの点を深掘りしているものと思われる。ガイダンスによれば、コスト/ベネフィット分析は、次の 4 つのステップで進められる。

5) Business Roundtable v. SEC, 647 F.3d 1144, 1150 (D.C. Cir. 2011)

- ①規則案と代替的規制手段に生ずべきコスト／ベネフィットを特定して記述する
- ②それらのコスト／ベネフィットをできる限り定量的に算定する
- ③定量化されたコスト／ベネフィットについて、定量化の方法または根拠を明らかにするとともに、推計の不明確さを検討する
- ④定量化できないコスト／ベネフィットがあればその理由を説明する

規則の事前評価では、コスト／ベネフィットの算定が困難であり、時には不可能であることが珍しくない。そのような場合でも、定量化を可能な限り行い、前提条件等が定量化可能であるなら、そうした情報を公表すべきであるとされる。また定性分析の限界に留意しつつも、そのような情

報にも有用性は認められるので、これを公表すべきであるという。

このように、一見明確にマニュアル化されたように見える規則のコスト／ベネフィット分析であるが、企業ガバナンス規制や金融規制においては、ベネフィットがどの程度であるかが分かりにくく、入り口から困難に直面することになる。金融危機では、市場破壊的なモラルハザードが一因であろうと考えられているが、これを防止できるのであればそのベネフィットは計り知れない。金融危機のコストは、GDPの1%～20%とも推計されており<sup>6)</sup>、これを回避できるのであれば規制のベネフィットは絶大であり、コストを凌駕することは明らかなので、どのような規制であっても導入を進めるべきという結論になりやすくなるだろう。

図表1 SECの規則制定における経済分析

手順	概要
規制の必要性に関する明確な説明	提案される規則案がなぜ必要か、また規則案が問題を解決するのに実効的であるかを説明する。
規則案の効果を測定する対象であるベースライン（規制がない状態）を定義する	規則があることによってどのように社会が改善するかを評価するには、規則が存在しない状態と比較する必要があり、そのためベースラインを明らかにする。
他の代替的規制手段を検討する	SECの権限内で利用可能な他の手段で規則の目的を達成できるのであれば、それについて検討を加える。意見募集などによって、他の代替的手段を収集するべきである。
コスト／ベネフィット分析	
規則案と代替的規制手段に生ずべきコスト／ベネフィットを特定して記述する	規則案の策定部署は、経済分析部署と共同の作業によって、規則案と代替的規制手段に生ずべきコスト／ベネフィットを検討する。直接的なコスト／ベネフィットだけでなく、付随して生じ得る重要なコスト／ベネフィットも考慮する。
それらのコスト／ベネフィットをできる限り定量的に算定する	規則案のコスト／ベネフィットに関するデータを収集し、推計の方法を検討する。このようなデータに関する意見募集も行う。
定量化の方法または根拠を明らかにするとともに、推計の不明確さを検討する	コスト／ベネフィットが定量的に明らかにならないものがあつたとしても、定量化が可能なものについては可能な限り定量化する。定量的な数値が得られない場合でも、ある程度の前提条件等について明らかにするべきである。
定量化できないコスト／ベネフィットがあればその理由を説明する	定量化できないコスト／ベネフィットがあればその理由を説明し、定性的な分析結果を示す。また、定性的な分析結果の長所と短所を説明する。

(出所) SECガイダンス（脚注4）をもとに大和総研作成

6) Eric Posner and E. Glen Weyl "Benefit-Cost Analysis for Financial Regulation" <http://ssrn.com/abstract=2188990>



### 3. 規則制定過程におけるコスト/ベネフィット分析の現状

S E C等の金融規制機関は、議会で制定される法律に基づき規則制定権限が与えられる。法律に定められた規制目的を達成するための具体的な手法は、専門的な知識経験を有する規制機関の検討に委ねられるが、規制機関は目的を達成するためのコストが最も小さくなる手法を検討するためにコスト/ベネフィット分析などの経済的な評価を行う<sup>7)</sup>。D F法でも、多くの規則制定をS E C等の行政機関に委任している。D F法は400件程度の規則の新設・改正を予定しており、規制機関の作業は膨大になるが、規則のコスト/ベネフィット分析を避けるわけにはいかない。

民間調査機関のThe Committee on Capital Markets Regulation（資本市場規制委員会）が行った調査によれば<sup>8)</sup>、D F法に基づいて2011年11月までに制定された主に金融行政に関する192の規則のうち、定量的なコスト/ベネフィット分析を行ったものは、50にすぎなかったという（図表2）。S E Cが規則制定に関わるものは192のうち54で、このうち定量的なコスト/ベネフィット分析を経たものは24

であった。コスト/ベネフィット分析の難しさや、共管規則の場合の責任の所在の不明確さなどもあるが、規則案の多くが非定量的な検討にとどまっていたことが分かる。

規則制定にあたり、コスト/ベネフィット分析を行うことが望ましいし、定量的な比較ができれば、規則の必要性や相当性がよく分かるので、規則の適用を受ける側からの反発も抑えられる。しかし、定量的に評価するのが困難なコストやベネフィットもある以上、説得力のある分析結果を示すことができない場合も当然多くあろう。図表2は、企業ガバナンス規制や金融規制における定量的なコスト/ベネフィット分析の困難さを浮き彫りにしているように思える。

企業ガバナンス規制において定量評価を困難にするのは、主にベネフィット側であろうと考えられる。コスト側は情報開示のコストであるとか、コンプライアンス部門の人的コストなどが中心となり、定量的な把握が容易であるところも多い。しかしベネフィット側は難しい。S E Cのガイダンスでは、規制のベネフィットの例示として、集合行為問題（collective action problems）の克服や、エージェンシー問題に起因するモラルハザー

図表2 D F法関連規則におけるコスト/ベネフィット分析

	金融行政関連規則案	うちS E Cによる規則案
コスト/ベネフィット分析がないもの	57	4
非定量的コスト/ベネフィット分析	85	26
定量的コスト/ベネフィット分析	50	24
合計	192	54

（出所）The Committee on Capital Markets Regulation（2012）をもとに大和総研作成

7) “Keynote Speech at the 7th Gulf Cooperation Council Regulators’ Summit” (February 26, 2013)  
<http://www.sec.gov/news/speech/2013/spch022613dmg.htm>

8) “CCMR WARNS THAT INADEQUATE COST-BENEFIT ANALYSIS OPENS DODD-FRANK RULEMAKING TO CHALLENGE AND DELAY” (March 7, 2012)  
<http://capmktreg.org/2012/03/lack-of-cost-benefit-analysis-in-dodd-frank-rulemaking/>

ドの縮減などが挙げられているが、これらは果たして精度の高い定量化ができるのであろうか。集合行為問題とは、ある集団において合理的で利己的個人は、集団目的達成のために行わないので、集団の利益を最大化できないという問題である。金融取引に例をとれば、一部の債権者が抜け駆的に回収を急ぐことで、債務処理が混乱してしまい他の債権者に損失が生じる問題<sup>9</sup>で、こうした債権者の集合行為問題を解決するために、債権契約に迅速で秩序だった債権回収の実現を目的とする条項を置く場合もある。また、エージェンシー問題は、株主のエージェント（代理人）であるはずの経営者と株主の利害が一致せず、経営者と株主の間に情報の非対称性が存在する場合には、経営者が株主の利益を害する経営判断を行うことが考えられるということである。特に、報酬体系によっては不相当に大きなリスクを経営者が選好する動機となることもあり、結果的に企業の存続を危うくするだけでなく、金融システム全般を危機にさらすことにもなりかねない。集合行為問題やエージェンシー問題を避けることができれば、金融危機の再発を防止できるかもしれないので、ベネフィットは大きいと言えるだろう。

このように、金融危機の再来を防ぐという効果があるならば、前記のとおりベネフィットは膨大である。そのため、コストが相当大きな場合であっても規制を実施すべきという判断になりやすい。社会に大きな負担を強いている金融危機の記憶が生々しい中で、規制を検討することになれば、規制を強化する圧力がどうしても強くなるの

ではないだろうか。

### 3章 英国の企業ガバナンス規制におけるコスト/ベネフィット分析

#### 1. 英国におけるR I A

英国でも、規制を設けるに先立って、R I Aが行われる。これは、1998年8月のブレア首相（当時）声明に基づくもので、法律上の根拠を持つものではない。具体的な評価項目・内容についてはCabinet Office（内閣府）がR I A ガイダンス<sup>10</sup>で規定している。現在は、Regulatoryの語を削除し、Impact Assessmentと呼んでいるが、これは社会に影響を及ぼす規則の制定主体が必ずしも政府の規制機関に限定されないため、より広く影響分析を行う必要があると考えられたからである。

R I Aは、いくつかのステップに分けて行われ、それぞれの段階で行われるべき検討は次のとおりだ。

① Development stage：規制の目的や合理性を明確にし、規制の必要性等に関する事実を収集する。② Options stage：規制目的を達成するための代替的手段が検討される。規制当局による法的規制だけでなく、自主規制など他の手段を利用した場合のコスト/ベネフィットを推計する。また、規制によって影響を受ける個人や団体を特定する。③ Consultation stage：規制の実施にともない、どのような影響が生じるかについて関係者の意見を募集する。代替的規制手段のコスト/ベネフィットを可能な限り定量的に計測する。広く

9) Bank of England "Collective action problems and collective action clauses"  
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2000/fsr08art8.pdf>

10) UK Cabinet Office "Impact Assessment Guidance"  
<http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/better-regulation/docs/i/11-1111-impact-assessment-guidance.pdf>

意見を募集する場合には、Impact Assessment の公表が必要とされる。④ Final Proposal stage：検討された複数の規制手段から選択された最終的な規制案におけるコスト/ベネフィットについて説明する。規制導入後の事後評価の時期や手法についても明らかにする。また、最終案が決定された段階で、あらためて Impact Assessment を公表する。⑤ Enactment stage：Final Proposal stage以降、議会などで規制案に修正があった場合に Impact Assessment の修正が行われる。⑥ Review stage：規制導入後、実際に生じた変化を明らかにする。修正すべきことがあれば、新たな Impact Assessment の契機となり、①のプロセスが開始される。

## 2. R I Aの実態

このように、英国においても、R I Aの手順は詳細に決められている。しかし、実際の運用を見ると、必ずしも十分に機能していないのではないかとも思える。規制の事前評価の実態について調査している会計検査院（National Audit Office、以下、N A O）の2010年報告書によると、R I Aの過半数に何らかの問題点が見られ、改善の余地は大きいという<sup>11)</sup>。196件のImpact Assessment報告書のうち、N A Oが調査した50件について、どれくらい他の代替的規制手段を検討したかを記したものが、図表3である。2つ以上の選択肢を規制手段として実質的に検討したImpact

図表3 Impact Assessmentにおいて検討した規制手段の件数

規制手段の件数	サンプル数
4つ以上の規制手段を検討したもの	5
3つの規制手段を検討したもの	14
2つの規制手段を実質的に検討したもの	3
2つの規制手段を検討したが、うち1つは「無規制」としたもの	4
2つの規制手段を検討したが、うち1つは「無規制」としたもので、「無規制」としたものについて影響を検討していないもの	14
1つの規制手段のみを検討したもの	10

（出所）N A O "Assessing the impact of proposed new policies"から大和総研作成

図表4 最終的に規制手段として選択された手段についてのコスト/ベネフィット分析

規制手段の件数	サンプル数
コスト/ベネフィット双方を定量化したもの	28
コストのみを定量化したもの	15
ベネフィットのみを定量化したもの	2
コスト/ベネフィット双方を定量化していないもの	5

（出所）N A O "Assessing the impact of proposed new policies"から大和総研作成

11) [http://www.nao.org.uk/publications/1011/impact\\_assessments.aspx](http://www.nao.org.uk/publications/1011/impact_assessments.aspx)



Assessment 報告は、22 件（44%）にすぎず、多くは規制案として最終的に提案する規制手段以外の選択肢を十分に検討していないように見える。

とはいえ、最終的に規制手段として選択された手段については、高い頻度で定量化作業が行われたことも示されている。最終的に規制手段として選択された手段については、定量化が難しいと考えられるベネフィットについて、30 件（60%）が数値を示しており、定量化への取り組みは進んでいると考えられる。もっとも、定量化をしている場合でもコスト面で 5 件（10%）、ベネフィット面で 1 件（2%）が数値を 0 英（コスト/ベネフィットなし）としていることも説明されており、定量化を行った件数が多めにカウントされているかもしれない点には、注意が必要であろう。

### 3. 営業財務報告の法制化に関するコスト/ベネフィット分析

コスト/ベネフィット分析の一例として、企業情報開示に関する新たな規則案について簡単に見てみよう。英国では、1990 年代以降、企業に対して非財務情報の開示を義務化しようとする動きが強まった。社会問題や環境問題に対する企業の取り組みが業績に影響を及ぼすと考えられることを理由として、そうした取り組みに関する説明的な記述を義務付ける検討が繰り返されたのである。これは、営業・財務概況（Operating and Financial Review、以下、OFR）と呼ばれ、その開示がいったんは義務化されたが、短時間で撤回された。その後、2006 年 1 月に公表され

た英国の会計基準審議会（ASB）「報告意見書（Reporting Statement）」により、任意開示として OFR は位置付けられることになった。

OFR の検討にあたってはRIA も行われており<sup>12</sup>、複数の選択肢を検討し定量的なコスト/ベネフィットも示されている。これは、コスト/ベネフィット分析の手順に沿っているようにも思える。しかし、OFR の導入によるコスト増の想定を、最善のケースで 10%、最悪のケースで 20% ときりのいい数字を利用したり、監査負担を一部軽減した場合のコスト減を一律に 60% としたりしているなど、大胆な前提に基づく推計を行っている点は気になる。

コスト/ベネフィットを定量化する場合には、前提条件によってかなり大きな差異が生じることが避けようもない。推計の前提条件を精査することこそ、規制のコスト/ベネフィット分析を読み解く上での課題であることを、英国の事例は教えてくれるように思える。

## 4 章 わが国の企業ガバナンス規制におけるコスト/ベネフィット分析

### 1. 行政評価法による規制の事前評価

日本でも 2002 年 4 月からは、「行政機関が行う政策の評価に関する法律」（行政評価法）に基づき、政策評価が行われるようになっている。各省庁では、政策評価に関する「基本計画」（3～5 年を対象）を策定し、政策の特性などに応じ

12) “Final Regulatory Impact Assessment on the Operating and Financial Review and Directors’ Report Regulations”  
<http://www.bis.gov.uk/files/file21361.pdf>

て、事前的な事業評価方式、事後的な実績評価方式・総合評価方式やこれらの要素を組み合わせたものなど、適切な方式を用いて行うものとされている。

政策評価は、各府省がその所掌する政策について、自ら行う。各府省の各部局で評価が行われ、政策評価担当課が取りまとめ、評価書として公表される。その過程では、評価の客観性を確保するために外部有識者からの意見聴取やパブリック・コメントの募集等が行われることもある。

規制の新設、改廃の際には、評価法の枠組みのもとで規制の事前評価を実施することが各府省に義務付けられている。規制は、投資家保護や消費者保護等の行政目的を実現するというベネフィットもある一方、国民の権利・活動を制限し義務を課すことによって国民にコストを発生させるものもあるので、コストやベネフィットを客観的に分析し、公表することで規制の必要性や相当性を検証しなければならないからである。

企業ガバナンスに関する規制も、例えば情報開示規制であれば、投資家に情報を提供することで投資判断の適正確保を期待できるというベネフィットがある反面、開示義務を負う企業には、開示内容の調査や開示事務のコストが生じるし、

開示される情報の内容によっては、競争上の不利益も生じ得る。こうしたことから、企業ガバナンス規制も、規制のコストやベネフィットを比較する必要があり、事前評価の枠組みに乗ることとなる。

## 2. 企業ガバナンスに関連する規制の事前評価の事例

2010年は、企業ガバナンスに関する情報開示が大きく進展した。2010年3月から施行された「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正によって、次の事項が新たに開示されるようになった。

- ①コーポレート・ガバナンス体制について
- ②役員報酬
- ③株式保有の状況
- ④議決権行使結果について

②は、報酬等の額が1億円以上である取締役や監査役の報酬等を個別に開示するというものである。③は、株式保有を詳細に開示することで、いわゆる株式持ち合いの状況を透明にするという効果が期待された。従来の株主総会では可決承認された旨が報告されるのみであったが、④を開示することで、どれほどの賛成があったのかが明らかになり、株主の意向の分布が分かるようになる。

図表5 規制の事前評価の実施内容

1. 規制の目的、内容及び必要性の説明
2. 規制の費用の推計
3. 規制の便益の推計
4. 政策評価の結果の提示（費用と便益の関係の分析・代替案との比較）
5. 有識者の見解その他関連事項の提示
6. レビューを行う時期又は条件の提示

（出所）総務省「政策評価Q & A（政策評価に関する問答集）」（平成23年12月版）

図表6 議決権行使結果の開示に関するコスト/ベネフィット分析

費用	(遵守費用) 新規の費用負担は特段発生しない。なお、法定開示書類である臨時報告書の作成に要する費用は発生する。 (行政費用) 法定開示書類である臨時報告書の受理業務に係る行政費用が発生する。 (その他の社会的費用) 特段の社会的費用は発生しない。
便益	上場会社等の株主の意思が明確化されることにより、市場を通じた経営陣への牽制効果が期待できることから上場会社等に対するコーポレート・ガバナンスの充実・強化が図られる。
評価結果	(費用と便益の関係の分析) 対象企業における事務負担の増加等の規制の費用が発生する可能性があるが、開示の充実により、我が国の上場企業等におけるコーポレート・ガバナンスの水準が向上し、我が国資本市場に対する投資者の信頼が確保されるといった便益をもたらすこととなる。このような規制の便益の増加というプラスの効果は、規制の費用の増加というマイナスの効果を上回るものと考えられる。

(出所) 金融庁「規制の事前評価書」(コーポレート・ガバナンスの強化に向けた開示の充実)  
<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100212-2/08.pdf>

金融庁による規制の事前評価は、④に関するものが公表されている。図表6は、この事前評価書からの抜粋である。

### 3. 日本の企業ガバナンス規制における今後の展望

#### (1) 情報開示の簡素化のコスト/ベネフィット

企業が定期的に開示する情報が、投資家の判断に強い影響を及ぼしていることは言うまでもない。将来の業績にわずかな変化の兆しがあれば、判断を変えることも十分にあり得る。適時に的確な情報が開示されることは、証券市場の機能を保つ上で欠かせないだろう。この情報開示については、より頻回に、より多くの情報を開示する方向で改正が積み重ねられてきたが、最近では、情報開示の簡素化も行われるようになってきている。四半期開示制度は、金融商品取引法に基づく四半期報告書(法定開示)と証券取引所における決算短信(自主開示)の2種類があるが、双方で見直しが行われている。

四半期報告制度は、2008年4月1日以後開始する事業年度から導入された、金融商品取引法に

基づく企業情報の開示制度である。上場会社等は、3カ月ごとに四半期報告書を各期間経過後、原則として45日以内に内閣総理大臣に提出することが義務付けられている。これは、常に変化し得る企業に関する諸情報を適時に、また迅速に投資家等に周知させるためである。この四半期報告制度は、創設から約3年で、簡素化が図られた。財務諸表を作成する企業側の負担が過重であるという批判があったことや、2010年6月に閣議決定された「新成長戦略～『元気な日本』復活のシナリオ～」(以下、「新成長戦略」)において、四半期報告の簡素化が盛り込まれたことなどをを受けて会計基準が改正されたのである。

改正は、一定の注記を条件に第1四半期と第3四半期の(連結)キャッシュ・フロー計算書の作成の省略、四半期損益計算書および四半期包括利益計算書(3カ月情報)の開示の任意化、および注記の簡素化の3点であった。

自主開示とされている決算短信でも、柔軟化が進められている。証券取引所に上場する会社が通期または四半期の決算発表等に際して「次期の業績予想」として公表することが、長年の実務慣

行として広く定着している。この「次期の業績予想」は、企業の自主開示という位置付けのままであるが、多くの企業側は積極的に業績予想の開示に取り組み、投資家に判断材料を提供し続けてきた。「新成長戦略」では、「四半期報告の大幅簡素化」とともに、「取引所における業績予想開示の在り方の検討」「取引所の取組の態勢」が掲げられたこともあり、業績予想開示の見直しが行われ、2012年3月に決算短信の様式が改められた。表形式での開示以外に自由記載方式の開示も選択可能にし、また表形式で開示する場合も上場会社の実情に応じて開示対象項目、開示の形式（特定値による予想か、レンジによる予想か）、開示対象期間等の選択が可能になった。

改正後も自主開示であることに変わりはないものの、2012年3月期決算短信で業績予想を開示しているのは1,641社であり、非開示としているのは63社にすぎない<sup>13</sup>。しかし、東京証券取引所（2012）によれば、162社が通期予想のみを開示するようにしたほか、業績予想のうち一部の項目のみを開示したのが75社であるなど、業績予想開示制度の柔軟化に合わせて開示を後退させた会社は少なくない。

こうした短期的な企業情報の開示制度で、簡素化や柔軟化が進められたのは、開示書類の作成者である企業側の負担を軽減するというベネフィットがあることは言うまでもない。しかし、短期的な情報開示を撤廃すれば、より広く証券市場の機能を高めるベネフィットが期待できるのではない

かという見解もある。2007年に全米商工会議所（The United States Chamber of Commerce）が発行した報告書<sup>14</sup>では、四半期業績予想ガイダンスを廃止し、それに代えて、長期の企業戦略に関する追加情報を提供すべきであると提唱された。これは、相対的に競争力を失いつつあった米国証券市場の強化を目指して、企業経営を短期志向から長期の企業価値増大へ転換するための政策提言であった。最近でも、2012年に英国ビジネス・イノベーション・職業技能省（Department for Business, Innovation and Skills）がL S E（ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス）のJohn Kay教授に依頼して作成されたKay Reviewと呼ばれるレポート<sup>15</sup>では、義務的の四半期報告の撤廃や財務情報に限定しない簡潔で良質な叙述的（narrative）情報開示の実施などが提案された。こうした企業情報の短期的な開示に対する批判は、投資家や経営者が短期的情報に依存すると、企業の長期的成長を軽視するようになり、企業価値の損失、市場の効率性低下、投資リターン減少など、好ましくない結果を招く恐れがあると考えられるとの視点からのものである。企業経営と投資判断における短期志向を是正するため、四半期開示制度について撤廃も含めて、あらためて検討すべきであるということである。

一方で、短期的な情報開示を有用と考える利用者も多いことは言うまでもない。投資判断はもとより、企業との取引を進める上でも、適時に迅速な企業情報が安価に入手できれば、ベネフィット

13) 東京証券取引所「平成24年3月期決算短信の開示状況について」（2012年6月13日）

14) “Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century”  
[http://www.uschamber.com/sites/default/files/reports/0703capmarkets\\_full.pdf](http://www.uschamber.com/sites/default/files/reports/0703capmarkets_full.pdf)

15) “THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING”  
<http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report>



は大きいはずである。しかし、短期的な情報を利用した投資行動によって、企業価値の最大化が阻害されるコストが大きいのであれば、コスト/ベネフィット分析によって、情報開示制度を見直すべきという結論を得ることになる。

日本でも、こうした四半期開示についてのコスト/ベネフィットを再考し、社会全体のベネフィットを最大化するための企業情報開示制度の在り方が問われるようになるのではないだろうか。四半期開示が果たして、投資家や取引先の行動を変えたのか、変えたとすればそれはどのようなコスト/ベネフィットを生んだのか、事後的な評価も必要になるかもしれない。

## (2) 社外取締役義務付けの是非

上場企業等に対して社外取締役の選任を義務付けるべきか、また社外取締役に求められる独立性はどのようなものであるかは、企業ガバナンスの重要な問題として長く検討され続けている。独立性のある社外取締役が果たすべき役割については、様々な考え方があるだろうが、企業の業務執行への関与ではなく、あくまで自らの有する知識・経験に基づく経営者への監督・評価と考える見解が有力であろう。このような機能がもたらすベネフィットが大きいのであるから、経営陣から独立した取締役（独立取締役）が、少なくとも複数名存在することが必要不可欠である、という義務化を促す有力な意見<sup>16</sup>がある。

一方で、「一律の義務付けは、各社に適したガバナンス体制の構築を制約する。そのため、義務付けには反対である」「従来の社外取締役等の要件に加えて、親会社や取引先関係者等も認めないこととすれば、かえって実効的なガバナンスを阻害することになりかねない」<sup>17</sup>として、社外取締役選任の義務化や独立性要件の新設に反対する意見も、繰り返し表明されている。このように、社外取締役の選任義務化や独立性要件の導入は、見解の対立が厳しいのだが、コストよりもベネフィットの方が大きいのであれば、新たな制度の導入は好ましいはずである。しかし、こうした分析が困難であることは言うまでもない。

民主党政権下で2012年9月に法制審議会から答申された「会社法改正要綱案」では、社外取締役の選任義務化は見送り、社外取締役を選任しない場合には、その理由を事業報告に記載することとするものであった。もっとも、上場会社については証券取引所規則等によって義務化すべしという附帯決議もあり、義務化の方向は明確になっていた。自民党では、政権復帰前の2012年3月に「企業統治改革案」を取りまとめている。社外取締役を独立取締役に改称するとともに、独立性について一定の基準を設けることとされた。また、上場企業については、複数の独立取締役の選任を義務化するが、その根拠規定について取引所規則によるか法律に定める方法とするか、の双方が提案されている。

16) 一般社団法人日本取締役協会「日本企業がめざすべきコーポレート・ガバナンスについての意見書」（2012年5月21日）

[http://www.jacd.jp/news/odid/120521\\_01report.pdf](http://www.jacd.jp/news/odid/120521_01report.pdf)

17) 一般社団法人日本経済団体連合会「『会社法制の見直しに関する中間試案』に対する意見」（2012年1月24日）

<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2012/007.html>

18) Kenneth J. Arrow, et al. "Is There a Role for Benefit-Cost Analysis in Environmental, Health, and Safety Regulation?" (SCIENCE .VOL. 272 .12 APRIL 1996)

19) 総務省行政評価局「規制の事前評価の費用・便益分析における定量化の手法に関する調査研究」（平成22年1月）



企業団体からは、警戒感の強い社外取締役の選任義務化であるが、諸外国の企業と比較して社外取締役が日本企業に少ないのは確かである。企業ガバナンスの仕組みの違いが、海外投資家から見て好ましくないのであれば、社外取締役の選任義務化は、日本株への投資を促進する効果が期待できるかもしれない。しかし、そうした効果は実証困難であり、定性的な期待とならざるを得ない。

## 5章 むすび

企業ガバナンス規制や金融規制に限らず、コスト/ベネフィット分析には、様々な困難がつきまとう。インフラ事業や医薬品事業に関する規制でのコスト/ベネフィット分析の経験からは、分析にあたっての8つの原則が提唱されている<sup>18</sup>。そのうちの一つは、「提案される政策の便益と費用は、可能な限り定量化されるべきである」「しかし、すべての影響が定量化できるわけではない」という定量化の困難さを強調するものである。これから実施されようとする規制のコスト/ベネフィットを定量化する作業には困難がつきまとうものであることが分かる。日本においても規制の事前評価の現状について、「費用・便益の分析手法について定性的記述により分析されているものがほとんどで、金銭価値化又は定量化により分析されているものは少ない等、とても充分とは言い難い状況である」<sup>19</sup>と総括されている。

経済や社会と複雑に結びついている企業ガバナンス規制や金融規制においては、ベネフィットが大きな規模で広範に生じるであろうと考えられる。企業や金融機関の破綻が連鎖的に広がれば、国の経済をも危うくしかねないだけでなく、国境を越えて世界的な危機を招くことも十分にあり得

る。膨大な富が失われることになるため、それを避けるための政策であれば、コストを上回るベネフィットが期待できるとの結論は得やすいだろう。しかし、それを定量的に示すことは極めて難しい。いつ来るか分からぬ危機的状况に対して常に備えるためにコストを費やし続けることにも、反発は生じよう。また、めったに起こらぬ危機への備えとして、提案される規則が効果を持つのかを実証的に吟味することもできない。こうした不明確さを埋めるための定性的な説明は有用であるし、むしろ説得力のある定性的評価こそが必要とされる場面であろう。

規制の必要性や相当性を検討する際には、Arrow, et al. (1996) が「規制に関する分析が外部からの評価にさらされるほど、分析の質は向上する」と指摘するように、外部からの評価を募ることも極めて重要である。外部評価は、コスト/ベネフィット分析の精度を高めると期待できるだけでなく、規制を検討するプロセスにおいて規制によってコストを負担する者との対話の契機ともなる。規制のベネフィットを抽象的に記述するのみではなく、可能な限り定量化して示すとともに、説得力のある定性的評価を行い、それらを利害関係者等の外部の批判的評価に委ねることは、コスト/ベネフィットが明らかになりにくい規制分野で特に強く期待されよう。

[著者] \_\_\_\_\_  
鈴木 裕 (すずき ゆたか)



環境調査部  
主任研究員  
担当は、企業ガバナンス、  
投資家行動