

5月26日に研究会に提示した報告書案からの最終報告書の修正点

2009年6月17日

経済産業省産業組織課

去る5月26日の企業統治研究会における審議において提示した報告書案からの最終報告書の修正点です。新しく追加した部分については下線を引いております。

本企業統治研究会は、2008年12月に、経済産業省経済産業政策局長の研究会として設置された。その設置趣旨は、近年のグローバル化の進展に伴い、企業統治の在り方全般の改善について大きな問題になっていることに鑑み、日本経済が安定的に成長し、将来にわたって持続的に繁栄していくためには、社会経済的に望ましい企業統治の在り方について、真摯に検討を行う必要があるとし、具体的には、特に適正な少数株主保護などの観点から、社外役員の導入などの議論が必要であるとされ、このような観点から、コーポレート・ガバナンス向上に向けたルールの在り方全体について検討を行うとされた（経済産業省産業組織課による設置趣旨紙）。このような設置趣旨にかんがみ、事業会社の経営層、機関投資家などの株主・投資家代表者、学識者など広範な識者が参集し、加えて、東京証券取引所の代表が委員として参加し、また、金融庁、法務省の代表が幹事に就任して、累次の審議を重ねてきた（座長：神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授）。討議は、議事を非公開にして、徹底的に、個々の論点を煮詰める形で行われ、相当に厳しい意見のやり取りが毎回行われたが、個々の委員の背景、意見の相違を乗り越えて、以下に記す範囲について、最終報告書としてのコンセンサスに至ったものである。なお、一般の方の参考に資するため、各委員から提起された意見については、個人名を伏せた上で、今般、すべて公開することとした（参考資料1「本研究会の審議において頂いた御意見」）。本最終報告書に至った議論の帰趨をご理解いただけると考える。

なお、審議の過程で、ヒアリングを実施した。ご協力いただいたエイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション(ACGA)事務局長ジェミー・アレン氏、在日米国商工会議所(ACCJ)会頭トーマス・ウィッソン氏、東京証券取引所グループ社長齊藤惇氏に感謝する。

1. 企業統治（コーポレート・ガバナンス）の基本的考え方について

以下のような基本的考え方が提起され、これらを前提として、各論の検討を行った。

株主総会は1年に1回しか開かれなことが多いため、一般株主には企業価値向上につ

いての日常的なモニタリングはできない。さらに、一般株主は経営のプロフェッショナルではないので、モニタリングすること自体もなかなか難しい。したがって、機関投資家などの一般株主には、自分たちに代わって、経営者に近いところで企業価値の向上についてモニタリングする機能を社外取締役、社外監査役に期待するという意見が根強い。

このため、審議の対象は、上場会社企業に限定することとする。

企業の統治機構については、形式的要件も重要であるが、いかにその仕組みを機能させるかという実質の確保がより重要である。そのためには、投資家と事業会社がお互いコミュニケーションがとれ、納得感が得られるような仕組みを作ることが重要である。

世界がグローバル化している中で、より世界の投資家が理解・納得しやすい制度を考えることは大切である。日本企業の多くがグローバルに展開しており、また、日本の株式市場も外国人比率が非常に高くなっている。このような中、社外取締役・社外監査役の独立性の強化や社外取締役の導入促進など我が国の企業統治に関するルールの在り方について、海外からも提言が寄せられている。いたずらに欧米の形式に倣う必要はないが、株式市場に国境がない以上、国際的な納得可能性は大切である。

2. 社外役員（取締役・監査役）の独立性について

我が国の会社法は、当該会社企業及びその子会社の業務執行取締役、執行役、使用人でないことという「社外性」を要求しており、経営陣との間で利害関係を有していないという「独立性」を要求していない。このため、現在の取締役・監査役の「社外性」要件を「独立性」要件に置き換えるべきとの論点があるが、この点について、どう考えるか、本企業統治研究会で、審議を行った。

具体的には、

当該会社企業及びその子会社のCEO等でないことに加えて、

親会社のCEO等でないこと、

重要な取引先のCEO等でないこと、

親族が当該会社企業のCEO等でないこと等を「独立性」の要件として要求し、

他方、過去一定期間（3年ないし5年等）この要件に抵触していなければ、「独立性」を満たすものとする過去要件を復活させる等の指摘がある。

といった点についてどのように整理を行うかである。

この点に関して、本企業統治研究会として、下記のとおり報告書を取りまとめる。

「独立性」とは、経営陣から独立した立場で、利害関係を経営陣との間で有していないことをいう。このような観点から検討が必要な場合としては、経営陣から著しいコントロールを受けうる場合と、経営陣に対して著しいコントロールを及ぼしうる場合、の二つのケースがあるが、いずれの場合も、独立性を有しているとは言えない。

については、当該企業、子会社、下請企業などの取引先の役員・従業員、当該企業から報酬を得ているコンサルタント、親族等が該当し、については、親会社、メインバンクなどの取引先の役員・従業員、親族等が該当しうると言われている。

、ともに、客観性に関わり、経営陣からの距離に関わる要件であるが、が経営陣からの圧力によって判断にバイアスがかかるおそれがあり、ガバナンス上問題を惹起する蓋然性が高いのに対し、の場合のガバナンス上の功罪については、より慎重な検討が必要になる。

大切なのは、企業統治の「実効性」の確保と、市場で株式を売買する一般株主の利益と衝突しない「独立性」の確保の関係である。近年の研究では、国際的にも、この追求すべきとされる2つの価値の間には、トレードオフの関係が認められる。

との結果がある¹。すなわち、監視の実効性を確保する観点からは、当該企業の企業価値の向上に実際の多大な利害（ステーク）を有する者（例えば、取引先の銀行、親会社など）の方が、当該企業についての知見を有しており、かつ、監視にかける努力量も大きいと判断される。つまり、企業価値向上の観点からの企業統治の「実効性」確保が図りやすく、少なくともこの点に関する限り、一般株主の利益にも貢献すると考えられる。「社外性」の要件を「独立性」の要件に置き換え、親会社や取引先の役員・従業員等であるということだけで、対象から形式論で一切除外するとなると、当該会社企業の企業価値向上に多大な貢献が可能であり、かつ当該会社企業の内容について知識や経験を持つ関係者（取引先等）が排除されてしまうおそれがあり、かえって十分なガバナンス上の効果を発揮しえないのではないかと、という懸念がある。

一方で、一般株主との利益相反問題の回避を考えると、特に、利益相反が生じやすい局面においては、逆に当該企業に多大な利害を有すること自体が、一般株主からの信頼を得にくい理由となりうる。事実、OECDのコーポレート・ガバナンス原則を始めとして、企業年金連合会の定めた原則等、「独立性」の意義を説いた見解は多い。また、東京証券取引所における投資家向け意見募集においても、「独立性」の強化を主張する意見は多か

1 たとえば、OECDレポート(Grant Kirkpatrick, The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis: OECD, 2009)や Arnoud W.A. Boot, and Jonathan R. Macey, Monitoring Corporate Performance: The Role of Objectivity, Proximity, and Adaptability in Corporate Governance: Cornell Law Review, Vol. 89, pp. 356-393, 2004; など。

った。この点は、MBO、買収防衛策の導入等、近年のように利益相反に関わる争点が多く生じている状況下においては、看過しえない。

企業統治の改善のためには、以上のような独立性の確保とガバナンスの実効性の確保の両面のトレードオフ関係の存在要請を認識した上で、両者の適切な組み合わせを図り、最適な統治構造を決定することが必要になる。しかしながら、以上の議論を前提とすると、その最適な統治構造は、対象となる企業の性格、置かれている環境・状況如何によって、具体的にどちらの価値にどれだけウエイトをおくべきかについて、相違があることとなる。

そうであるとすれば、一般株主・一般投資家が存在する上場企業としてのこれらの保護のための最低限の枠組みを満たしていることを前提として、最終的には、個々の企業の最適な統治構造は、個々の企業ごとに、企業側でその案及び考え方を提示し、説明責任を果たした上で、その企業に関わる一般株主・一般投資家との対話と合意形成の中で、決定される枠組みとすることが適当と判断される。

したがって、本件に関し、本企業統治研究会としては、次のとおり結論する。

最低限、一般株主保護のため、一般株主との利益相反が生じるおそれのない「独立」な役員が存在することを前提としてする。その上で、我が国の上場企業が満たすべき枠組みとしては、社外性に多様性を認め、一律に「社外性」要件を「独立性」要件に置き換えることは行わないこととする。

個々の上場企業の対応については、独立性の確保とガバナンスの実効性の確保の両面の要請を勘案して当該企業にとり最適な統治構造が株主・投資家との対話の中で合意形成できるよう、企業側の考え方につき、開示の充実等を求めることとする。

3. 社外取締役の人数を巡る意見導入について

取締役会に一定数又は一定割合の社外取締役を導入すべきとの論点があるが、この点について、どう考えるかについて、本企業統治研究会で、審議を行った。

具体的には、監査役会設置会社についても、一定数の社外取締役の導入をルール化するか否かといった点についてどのように整理を行うかである。

この点に関して、本企業統治研究会として、下記のとおり報告書を取りまとめる。

本企業統治研究会の審議においては、社外又は独立役員を導入する際にチェック機能と

いう面が期待されているとすれば、実体上、取締役と監査役で決定的な違いはないとの事業会社サイドの意見が出された。一方、投資家サイドには、監査役が実体上、企業価値、株主価値の観点から意見を述べるができるとはいっても、制度的には現在の監査役制度だけでは監督・モニタリング機能が不十分との意見が根強かった。

このような観点に立てば、監査役会設置会社においても社外又は独立取締役を自主的に設置する個々の企業の対応は意義があると考えられるものであり、その意義は、取締役の業務執行に対する監督に加え、当該社外又は独立取締役の持つ識見等に基づき、外部的視点から、いかに企業価値を高めていくかといった助言機能が期待されることに求められる。事実、例えば東証上場会社企業において監査役会設置会社の4割強が社外取締役を設置しており、この割合は増加傾向にある。

ただし、監査役会設置会社において社外取締役の設置を例外なく義務付ける場合のガバナンス上の功罪については、より慎重な検討が必要になる。コーポレート・ガバナンスの改善については、形式のみではなく、実質に着目して、実効性のある取り組みを推進すべきであり、現に制度が要求する以上に、当該企業独自の方法で、実体的にガバナンスに力を入れている企業も見受けられる。例えば、社外の有識者から構成されるアドバイザリー・ボード等を置き、経営判断に反映させているなど実質的に当該企業独自の努力をしている例が見られる。また、当該企業の従業員としては勤務したことのない独立な立場の社外出身の業務執行取締役が選任されているが、会社法上、社外取締役は、現在及び過去において当該会社企業の業務執行取締役でないという定義であるため、会社法上の社外取締役とはされていないケースもある。そのような企業についてまで、我が国の上場企業が満たすべきルールにおいて、形式的な社外取締役の導入を一律、画一的に押し付けることは、一般株主・一般投資家の立場からみて実質的に当該企業にとり最適な統治構造をつくりあげる上でも、かえって妨げになる場合も想定される。

したがって、本件に関して、本企業統治研究会としては、次のいずれかの対応を選択することを求めることとすることと結論する。

社外取締役を設置し、企業統治体制を整備、実行することについて、開示する（社外取締役の役割、機能の開示等）。

を選択しない場合、当該企業独自の方法で、企業統治体制を整備、実行することについて、開示する。

4. 手段の選択について

枠組みを定める手段の選択についても、本企業統治研究会として審議を行ったが、我が

国の上場企業が満たすべき枠組みの内容として、上記のとおり、一定の範囲で、企業実態に応じた対応が必要との結論に至ったため、今般は、法改正を行わない対応を採用することとし、金融商品取引所による対応に委ねることが現実的と本企業統治研究会としては、結論する。このため、過去一定期間（3年ないし5年等）社外性の要件に抵触していなければ、「社外性」を満たすものとする（いわゆる過去要件の復活）についても、法改正の議論となるため、今般は、結論を出さないこととする。

金融商品取引所の対応に委ねる合理性については、取引所は市場の開設者として、一定の質を備えた企業を、一般投資家が誰でも投資できるように提供していくということが役割である。したがって、そのクオリティ・コントロールの一つとして、コーポレート・ガバナンスについて何らかの枠組みを形成する役割があると判断される。

その際、市場実態に応じた対応という観点から、すべての取引所で一律に同じ枠組みを、かつ、すべての市場について一律に同じ枠組みを適用すべきか、というのは慎重に検討すべき課題であり、少なくとも取引所ごと、あるいはあるとの指摘があるが、取引所の運営する市場ごとに、枠組みの実態等には留意しつつ、取引の在り方に相違点が発生しうる透明・公正性等の確保について、各取引所において十分な対応が求められることは、に留意すべきで必要がある。