

令和3年度 産業経済研究委託調査事業 『コーポレートガバナンス改革に係る内外実態調査』

最終報告資料

2022年3月

本調査の背景・実施内容

背景



コーポレートガバナンス改革は、『日本再興戦略』改訂2014において成長戦略の最重要課題の1つとして位置付けられた。その後、2015年6月のコーポレートガバナンスコード施行以降、日本企業のコーポレートガバナンス強化に向けた取組みには着実な進展が見られる

経済産業省では、その改革の一環として、これまで以下指針の策定・改訂に取り組んできた

- ①「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針 (CGSガイドライン)」
- ②「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針 (グループガイドライン)」
- ③「公正なM&Aの在り方に関する指針」
- ④「事業再編実務指針(事業再編ガイドライン)」
- ⑤「社外取締役の在り方に関する実務指針 (社外取締役ガイドライン)」

昨今、新型コロナウイルス感染症や東証の市場区分変更等、市場環境が大きく変化する中、昨年6月のコーポレートガバナンスコードの改訂も受け、日本企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するために、企業と投資家との関係の在り方の見直しや、執行、監督及び監査機能の強化について検討を深めることが求められている

実施内容



本調査では、コーポレートガバナンス改革の深化に向けた課題等の分析を実施し、コーポレートガバナンスの実効性を高めるための政策立案や、今後のコーポレートガバナンスコード改訂内容検討に活用することを目的とする

海外主要国における上場会社のコーポレートガバナンスに関する制度・実態調査では、会社の機関設計を主に、ガバナンスに関する法制度の整理、ガバナンスと企業価値の関係性に係る主要実証研究の整理、スキル・マトリックスに関する制度の状況等を整理する

海外主要国における企業買収ルールに関する制度・実態調査では、調査対象国における投資家からの買収提案への対応に関連する制度に関する調査を実施する



日本の制度・実態との比較からの示唆



日本では、機関設計のタイプを選択可能な一方、コード・ガイドラインにおいて局所的に細かい規定が追加的に増加しており、企業側から幹となる思想が見えづらくなっている。
原則主義⇔細則主義のリバランスを含めたメッセージの再構成 (結晶化) が必要



諸外国においては、取締役会/経営チームの多様性・有効性を担保するための仕組みが役員の選任、オンボーディング、モニタリング等のプロセスを通じて設計・運用されている。
スキル・マトリックスや実効性評価もその一環



企業買収制度においては、各国とも当事者間の自由な取引を過度に阻害しないことを原則としている一方、投資家側、企業側の双方に一定の制限を設けている。
両者のバランスは、ハードとしての制度のみならず、具体的な事案/判例の積み上げによって形成されていく面も大きい

アジェンダ

- 1. 海外主要国における上場会社のコーポレートガバナンスに関する制度・実態
 - 1-1. 海外主要国のガバナンスに関する制度
 - 1-2. 海外主要国のガバナンスに関する実態
 - 1-3. 海外主要国におけるガバナンスと企業価値の関係性に係る既存の主要実証研究
- 2. 海外主要国における企業買収ルールに関する制度・実態

1-1. 海外主要国のガバナンスに関する制度

1) 法令・上場規程・コーポレートガバナンスコード

主要国における機関設計は、監督・執行・監査の機能において共通する部分はあるものの、取締役会（ドイツでは監査役会）の客観性・独立性を担保する仕組みとしての指名委員会、報酬委員会の位置づけ等、各国によって必須/任意の度合いは異なる部分が存在する

アメリカでは、必要な機関は基本的に州法によって規定されるが、上場会社に関する規制はSOX法等連邦法でも定められている。上場会社の過半数は、任意規定が多く、設計・運営上の自由度が高いデラウェア州法に基づいて設立されている

- デラウェア州会社法の規定範囲は取締役会、執行役会等主要な監督・執行機能に留まるが、上場規定や証券取引法において指名委員会、報酬委員会、監査委員会等の設置が規定されており、上場企業と非上場企業において満たすべき要件の差が大きいのが特徴

イギリスでは、会社法の規定範囲は限られていて、各社の定款にて機関設計を規定する。大筋については「モデル定款」に準拠するのが一般的

- また、コーポレートガバナンスコードにおいて、指名委員会・報酬委員会の設置が推奨されている

フランスでは、機関設計について一層制か二層制かを選択可能だが、上場企業では一層制が多数。また、規模により従業員代表の登用も義務となっている

- 取締役会議長とCEOの兼務が可能であるが、兼務する場合は、過度の権限集中を避けるため、取締役会において独立した筆頭取締役の設置が推奨されている
- また、従業員規模や株式保有状況に応じて、従業員代表を取締役へ登用することが義務付けられている

ドイツでは、他国の取締役会に相当する機関として監査役会が監督機能を担っている他、半数を従業員代表にする必要がある等、特徴的な制度が存在

- 指名委員会、監査委員会はコーポレートガバナンスコードにおいて設置が推奨されているが、報酬委員会については任意設置
- 監査役会には従業員代表を半数入れる必要がある等、従業員を重視するドイツ的な思想が反映されている

主要各国の機関設計 サマリ

：法定' ：上場規定 ：コード ：任意

- 主要国における機関設計は、監督・執行・監査の機能・権限の観点から見て共通する部分はあるものの、取締役会（ドイツでは監査役会）の客観性・独立性を担保する仕組みとしての指名委員会、報酬委員会の位置づけ等、各国によって必須/任意の度合いは異なる部分が存在する
- フランス、ドイツにおいては、一定の要件の下、従業員代表を取締役会に入れることを求める独自の規定が存在

	日本 (監査役会設置会社想定)	アメリカ (デラウェア州会社法を想定)	イギリス	フランス (一層制想定)	ドイツ
基本思想	会社法で必要な機関設置の要否が記載されているが、機関設計については一定の選択自由度あり	基本的には州法で規定されるが、上場会社に関する規制はSOX法等連邦法でも定められている	法律上は任意に決定可能な範囲が広いものの、大筋はモデル定款に従うのが一般的	機関設計について、一層制と二層制を選択可能等、一定の選択自由度あり	監査役会に従業員代表が必須な点は、ドイツ固有の思想。 相対的には厳格な設計
所有	株主総会				
監督	報酬委員会	取締役会	報酬委員会	報酬委員会	監査役会
	指名委員会	報酬・指名委員会	指名委員会	指名委員会	指名委員会
	取締役会	執行役	取締役会	取締役会	執行役会
執行	監査役会	監査委員会	監査委員会	会計監査人	監査役会
	会計監査人	会計監査人	会計監査役	会計監査人	監査委員会
	他	他委員会	総務役		

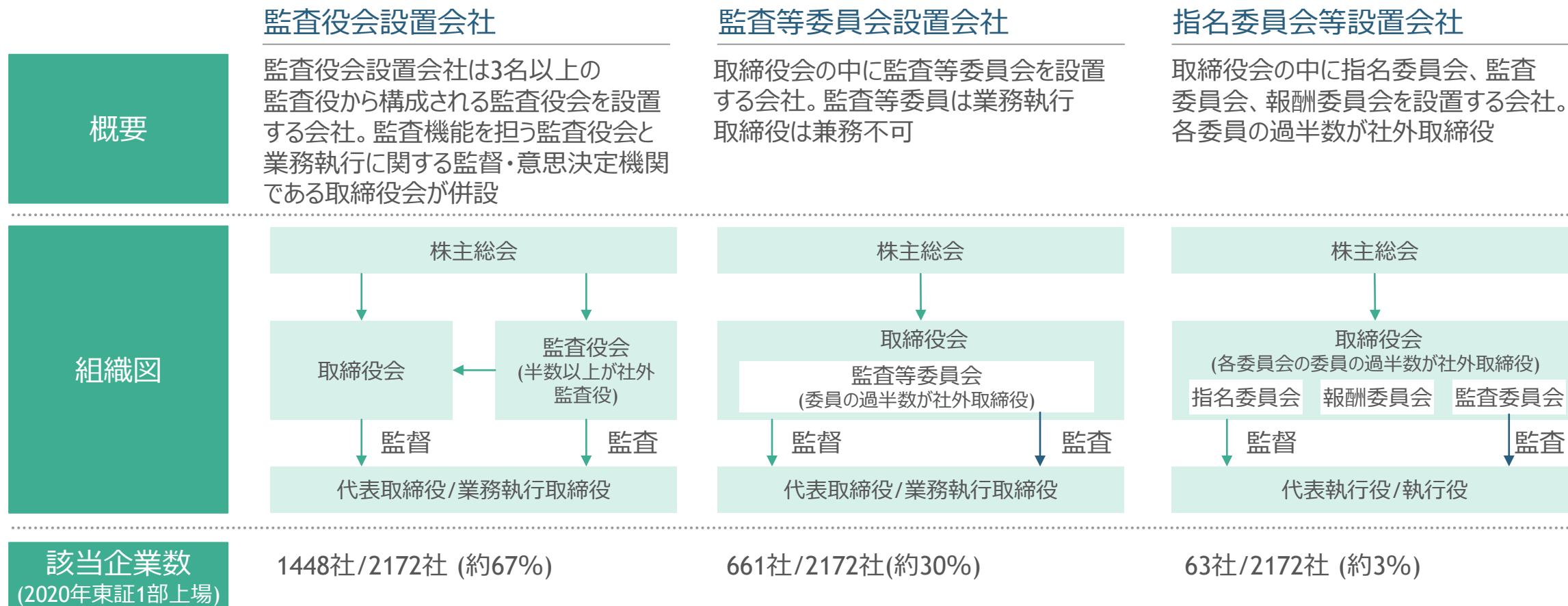
1.各組織体の設置について、会社法で記載されており上場・非上場に関わらず法的拘束力がある場合に「法定」、上場基準として法的拘束力を持って要求される場合に「上場規定」、法的強制力はないものの準拠すべき規範として示されている場合に「コード」、上記いずれにも該当しないものを「任意」と定義して分類を実行

Source: 原典、アンダーソン・毛利・友常 法律事務所、弁護士法人クラフトマン、日本監査役協会、pwc「コーポレートガバナンス体制、経営管理組織」、pwc「フランスにおける取締役の実務」、清和監査法人、東京証券取引所、JETRO、Companies Act 2006、The UK Corporate Governance Code、ニッセイ基礎研究所、モデル定款、法務省資料、金融庁資料、経産省資料、各論文(太田、安本、石川、吉森、村田)



(参考) 日本の会社形態

- 日本では、監査役会設置会社、監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社の3つの会社形態から機関設計を選択できる点が特徴
 - 2020年時点の東証1部上場企業のうち、監査役会設置会社が全体の約67%を占めている
 - 監査等委員会設置会社は、最も新しく導入された会社形態であるが、上場企業における導入が進んでおり、全体の約30%を占める
 - 指名委員会等設置会社は、三委員会と執行役の設置が義務付けられており、監督と執行の分離が組織上明確。採用率は3%程度とわずか



日本の機関設計 監査役会設置会社の場合

：法定 ：上場規定 ：コード ：任意

- 監査役会設置会社では、取締役会が監督機能と執行機能の双方を担っている状況
- 取締役会の開催頻度まで会社法の中で規定される等、諸外国と比較して、局所的ではあるが詳細な規定が存在している
- 指名委員会、報酬委員会の設置は法定ではないが、経営陣幹部・取締役の指名・報酬に係る取締役会の客観性・説明責任を強化するため、独立社外取締役が過半数に達しない場合、独立社外取締役を中心とした任意の諮問機関として設置することが推奨される

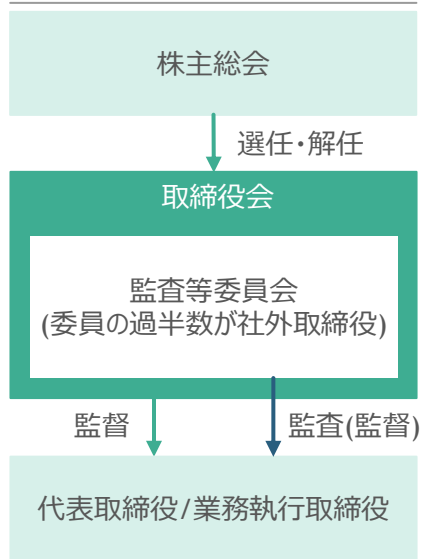
組織図	役割詳細		根拠規定
株主総会 選任・解任 取締役会 監査役会/ 会計監査人 監督 代表取締役/ 業務執行取締役 監査 ＜機関の上下関係・決定権＞ 会社法上、重要事項の業務執行には、取締役会での決議が必要 業務執行の決定、取締役の職務執行の監督、代表取締役の選定・解任 等	所有	株主総会	- 株式会社には株主総会の設置が必須。株主総会が取締役を選任・解任 - 会社法第295条、第329条、第339条
	監督	報酬委員会	- 独立社外取締役が取締役会の過半数に達しない場合、独立社外取締役を中心とした任意の諮問機関として設置し、報酬に係る関与・助言を得る - コーポレートガバナンスコード 補充原則4-10①
		指名委員会	- 独立社外取締役が取締役会の過半数に達しない場合、独立社外取締役を中心とした任意の諮問機関として設置し、指名に係る関与・助言を得る - コーポレートガバナンスコード 補充原則4-10①
	執行	取締役会	- 取締役会設置会社には、3人以上の取締役を置くことが必須 - 令和元年改正会社法により、上場会社は社外取締役設置が必須 3ヶ月に1回招集する必要 - 会社法第331条5項 - 会社法第327条1項1-4号 - 会社法第327条2項 - 会社法第363条2項
		監査役会	- 業務執行の決定 - スキル・マトリックス等を策定して開示すべき - 独立社外取締役を少なくとも1/3以上選任すべき - 会社法第362条2項1号 - コーポレートガバナンスコード 補充原則4-8,-11
	監査	監査役会	- 全員監査役で構成される株式会社の監査機関(大会社は監査役会の設置が必要) 3人以上の監査役から構成。監査役の半数以上は社外監査役であり、フルタイムで監査職務に専念する常勤監査役の設置が必要 - 適法性に関する監査報告の作成、監査方針や会社の業務及び財産の状況の調査方法、その他の監査役の職務執行に関する事項を決定 - 監査役は独任制が維持され、監査役会は各監査役の権限の行使を妨げられない - 会社法第328条1項 - 会社法第335条3項 - 会社法第390条1-3項
		会計監査人	- 監査役又は監査役会は、社外取締役の情報収集力強化のための連携を強化する必要 - コーポレートガバナンスコード 補充原則4-4① - 大会社は、会計監査人を設置することが必要 - 計算書類及び附属明細書、また有価証券報告書の財務諸表が適正に作成されているか監査 - 監査役全員の同意又は株主総会により解任され、株主総会の決議により選任される - 監査役会が会計監査人の選解任についての議案の内容を決定する - 会社法第328条1項 - 会社法第436条2項 - 金融商品取引法第193条の2 - 会社法第339条1項 - 会社法第340条1項、4項 - 会社法第329条1項 - 会社法第344条1項、3項

日本の機関設計 監査等委員会設置会社の場合

■ : 法定 ■ : 上場規定 ■ : コード ■ : 任意

- 監査等委員会設置会社においては、監査役に代わって社外取締役を含む取締役3人以上で構成される監査等委員会が、監督機能を担う
- 指名委員会、報酬委員会の設置は法定ではないが、経営陣幹部・取締役の指名・報酬に係る取締役会の客観性・説明責任を強化するため、独立社外取締役が過半数に達しない場合、独立社外取締役を中心とした任意の諮問機関として設置することが推奨されている (コーポレートガバナンスコード 補充原則4-10①)

組織図



＜機関の上下関係・決定権＞
会社法上、重要事項の業務執行には、取締役会での決議が必要

- 業務執行の決定、取締役の職務執行の監督、代表取締役の選定・解任 等

役割詳細

所有	株主総会	株式会社には株主総会の設置が必須。株主総会が取締役を選任・解任
	報酬委員会	独立社外取締役が取締役会の過半数に達しない場合、独立社外取締役を中心とした任意の諮問機関として設置し、報酬に係る関与・助言を得る
監督	指名委員会	独立社外取締役が取締役会の過半数に達しない場合、独立社外取締役を中心とした任意の諮問機関として設置し、指名に係る関与・助言を得る
	取締役会	3人以上の取締役を置くことが必須 - 令和元年改正会社法により、上場会社は社外取締役設置が必須 3ヶ月に1回招集する必要
執行	取締役会	- 業務執行の決定 - スキル・マトリックス等を策定して開示すべき - 独立社外取締役を少なくとも1/3以上選任すべき
監査	監査等委員会	- 取締役3人以上の委員で組織 (社外取締役が過半数) - 株主総会において、監査等委員である取締役以外の取締役の報酬等について監査等委員会の意見を述べるができる - 常勤の監査委員を置くことは義務付けられていない - 適法性監査に加え、取締役の一員として妥当性監査を職務とする
	会計監査人	- 規模に関わらず、会計監査人を設置することが必要 - 計算書類及び附属明細書、また有価証券報告書の財務諸表が適正に作成されているか監査 - 監査等委員全員の同意又は株主総会により解任され、株主総会の決議により選任される - 監査等委員会が会計監査人の選解任についての議案の内容を決定する

根拠規定

- 会社法第295条、第329条、第339条
- コーポレートガバナンスコード 補充原則4-10①
- コーポレートガバナンスコード 補充原則4-10①
- 会社法第331条5項
- 会社法第327条1項第1-4号
- 会社法第327条2項
- 会社法第363条2項
- 会社法第399条の13第1項1号
- コーポレートガバナンスコード 補充原則4-8, -11
- 会社法第331条6項
- 会社法第361条6項
- 会社法第399条の3
- 会社法第399条の13
- 会社法第327条5項
- 会社法第436条2項
- 金融商品取引法第193条の2
- 会社法第339条1項
- 会社法第340条1項、5項
- 会社法第329条1項
- 会社法第399条の2第3項2号

日本の機関設計 指名委員会等設置会社の場合

：法定 ：上場規定 ：コード ：任意

- 指名委員会等設置会社では、取締役会の中に社外取締役が過半数を占める指名委員会、報酬委員会、監査委員会が設置される
- 業務の執行を担う機能として執行役の設置が義務付けられており、取締役会は原則として監督機能を担う形で執行と監督の分離が明確化されている
 - 但し、取締役と執行役の兼務は可能である

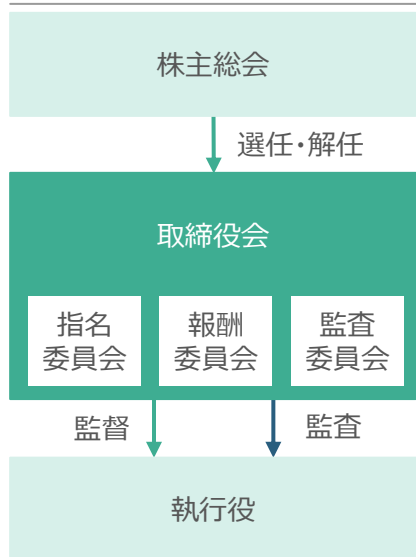
組織図	役割詳細		根拠規定	
株主総会 ↓ 選任・解任 取締役会 (各委員会の委員の過半数が社外取締役) 指名委員会 報酬委員会 監査委員会 ↓ 監督 ↓ 監査 ((代表) 執行役) ＜機関の上下関係・決定権＞ 会社法上、重要事項の業務執行には、取締役会での決議が必要 業務執行の決定、取締役の職務執行の監督、代表取締役の選定・解任 等	所有	株主総会	株式会社には株主総会の設置が必須。株主総会が取締役を選任・解任	会社法第295条、第329条、第339条
	監督	報酬委員会	3名以上の取締役で構成され、半数以上は社外取締役の必要 - 取締役・執行役の個人別の報酬内容又は報酬内容の決定に関する方針の決定	- 会社法第400条1項、3項 - 会社法第404条3項 - 会社法第409条1項
		指名委員会	3名以上の取締役で構成され、半数以上は社外取締役の必要 - 株主総会に提出する取締役の選任及び解任に関する議案の内容を決定	- 会社法第400条1項、3項 - 会社法第404条1項
		取締役会	3人以上の取締役を置くことが必須 - 令和元年改正会社法により、上場会社は社外取締役設置が必須 3ヶ月に1回招集する必要	- 会社法第331条5項 - 会社法第327条1項1-4号 - 会社法第327条2項 - 会社法第363条2項
	執行		- スキル・マトリックス等を策定して開示すべき - 独立社外取締役を少なくとも1/3以上選任すべき	コーポレートガバナンスコード 補充原則4-8、-11
		執行役	業務の執行	会社法第418条
	監査	監査委員会	- 取締役3人以上の委員で組織 (社外取締役が過半数)。取締役会が設ける内部統制部門の監査が適正に運営されているかを監視。必要に応じて具体的指示を行う - 常勤の監査委員を置くことは義務付けられてない - 適法性監査に加え、取締役の一員として妥当性監査を行う	- 会社法第400条1項、3項 - 会社法第404条2項 - 会社法第405条
		会計監査人	- 規模に関わらず、会計監査人を設置することが必要 - 計算書類及び附属明細書、また有価証券報告書の財務諸表が適正に作成されているか監査 - 監査委員全員の同意又は株主総会により解任され、株主総会の決議により選任される - 監査委員会が会計監査人の選解任についての議案の内容を決定する	- 会社法第327条5項 - 会社法第436条2項 - 金融商品取引法第193条の2 - 会社法第339条1項 - 会社法第340条1項、6項 - 会社法第329条1項

アメリカ (デラウェア州会社法) の機関設計

■ : 法定 ■ : 上場規定 ■ : コード ■ : 任意

- アメリカでは、必要な機関は基本的に州法によって規定されるが、上場会社に関する規制はSOX法等連邦法でも定められている。上場会社の過半数は、任意規定が多く、設計・運営上の自由度が高いデラウェア州法に基づいて設立されている
- 会社法の規定範囲は取締役会、執行役等主要な監督・執行機能に留まるが、上場規定や米国証券取引所法 (取引所法) 等の連邦法において指名委員会、報酬委員会、監査委員会等の設置が原則として義務づけられており、上場会社と非上場会社において満たすべき要件の差が大きいのが特徴

組織図



＜機関の上下関係・決定権＞
会社法上取締役会が経営決定機関とされている

- 株主総会の決議事項は重要な事項に限定され、取締役会の専決事項とされる事項も多い

役割詳細

所有	株主総会	株主は基本定款に定めのない限り、経営を直接担当することはできない附属定款の変更等、一定の基本的な重要事項については株主総会決議を要する株主が取締役等の経営陣の報酬について意見を述べる勧告的決議も可能
監督	取締役会	- 株主が取締役を選任・解任 (任期は通常一年) - 執行役の選任・業務監督を行い、自らは業務遂行しない - 理由の有無にかかわらず、いつでも執行役を解任可能 - SECに提出するForm10-K (年次報告書) を承認 - 上場企業は独立取締役が過半数
	指名/報酬委員会	- 非公開会社に対しては設置が任意だが上場会社に対しては米国証取法等の連邦法及び上場規程に基づいて詳細な設置・運営要件を規定 - 上場会社については、NYSEが独立取締役によって構成される指名委員会、報酬委員会の設置を義務付け
	他委員会	業務の実効性を高めるために、コンプラ/技術委員会等が任意で設置される傾向あり
執行	執行役	- 取締役会決議で選任・解任 - 会社における業務執行を行う機関
監査	監査委員会	上場会社については、独立取締役によって構成される監査委員会の設置を義務付け
	会計監査人	会計監査人は、監査委員会が選解任

根拠規定

- デラウェア州一般会社法 (DGCL) 第141条(a)、第109条(a)
- デラウェア州一般会社法 (DGCL) 第141条(k)、第216条(3)
- NYSE Listed Company Manual 303A.01
- NYSE上場規則 NYSE Listed Company Manual 303A.02, 04, 05
- デラウェア州一般会社法 (DGCL) 第142(a),(b)
- 取引所法Sec 10A(m)
- NYSE上場規則 NYSE Listed Company Manual 303A.02, 06, 07
- 取引所法Sec.10A.(m)(2)

- 会社法の規定範囲は限られており、各上場企業は定款において機関設計・権限設計を実施する(会社が任意で変更または排除しない範囲で、原則として適用される「モデル定款」が存在するが、モデル定款をそのまま採用している企業は多くなく、会社ごとに定款を参照する必要がある)
- 総務役という、取締役会を補佐するイギリス固有の役職が存在し、上場企業は設置が必須
- 2018年改訂のコーポレートガバナンスコード(UKCGC)は、独立非業務執行取締役の選任や、指名委員会・報酬委員会・監査委員会の設置等を推奨しており、これらの推奨事項の遵守は強制ではないものの、「comply or explain」の原則に則って遵守の状況を開示する義務がある

組織図	役割詳細		根拠規定
株主総会 ↓ 選任・解任 取締役会 指名委員会報酬委員会監査委員会 ↓ 監督 ↓ 監査 業務執行者 ＜機関の上下関係・決定権＞ 会社法上、経営は取締役会により執行される。UKCGCの推奨に従う場合には、取締役会は報酬・指名・監査の各委員会を設置し、運営に必要な権限をそれぞれに付与する	所有	株主総会	- 特別決議によって、取締役に対して特定の行為実行又は差し控えを指示可能 (任意) - 普通決議によって、取締役の選任が可能 (任意) - 普通決議によって、取締役の解任が可能 - モデル定款第4条 - モデル定款第20条 - 会社法第168条(1)
	監督	取締役会	- 経営責任を負い、会社の権限を行使することができ、過半数の賛成で決議が成立する (任意) - 公開会社では、最低2名の取締役が必要 - UKCGCは、上場会社について、以下のものを含め、一定の体制を設けることを推奨 ①議長を除いた取締役会の少なくとも半数を占める、独立非業務執行取締役の選任 ②従業員代表の取締役招聘、従業員を担当する非業務執行取締役の配置等の、従業員の声を届ける仕組み - UKCGCは、1年ごとの再任手続きを推奨 - UKCGC 原則G、各則11 - UKCGC 原則D、各則5 - UKCGC 各則18
		指名/報酬委員会	- UKCGCは、以下の委員会を取締役会が設置することを推奨している ①少なくとも3名 (小規模の会社の場合には2名) の独立非業務執行取締役で構成される報酬委員会 ②メンバーの過半数が独立非業務執行取締役で構成される指名委員会 - UKCGC 各則32、33 - UKCGC 各則17
	その他	総務役	- 取締役会の運営、登記事項を含む法務・財務関連業務、専門家や投資家とのコミュニケーション等を主に事務の観点から補佐する役割 - 公開会社は最低1名の総務役の設置が義務付けられている - モデル定款 - 会社法第271条
	監査	会計監査役	- 公開会社では、基本的に株主総会によって選任する - 報酬も基本的に株主総会によって決定する - 会社法第489条 - 会社法第492条
		監査委員会	- UKCGCは、少なくとも3名 (小規模の会社の場合には2名) の独立非業務執行取締役から成る監査委員会を取締役会が設置することを推奨している - 監査、危機管理、内部統制等に関する業務を管理する - UKCGC 各則24 - UKCGC 各則25

🇬🇧 (参考) イギリス総務役の機能

- 総務役は、取締役会の運営、法務・財務関連業務、専門家や投資家とのコミュニケーション等を全般的に補佐する役職
- 1,000万~2,000万円以上の報酬が支給されるプロフェッショナルな役職で、Unileverの場合には、現状法務系に一定の専門性を持つ方が担当
- 総務役という役職が設定されるのは、イギリスに固有の仕組み

総務役が担う機能

取締役会の 議論・運営補佐

- 取締役会、委員会の意思決定、企画運営サポート (アドバイザー)
- 取締役会、委員会の運営管理・議事録管理 (アドミニストレーター)

財務/法務の補佐

- 資本政策・株式取引関連 (新株発行、配当支払、あらゆる法律要件の遵守)

専門家・各要人との コミュニケーション 補佐

- コーポレートガバナンス問題に関する社外専門家 (会計監査人、弁護士、金融機関、税理士等) や取締役、執行役との情報交換

Investor Relation 関連業務補佐

- 株主との対話 (ガバナンスコミュニケーションの窓口: Shareholder Engagement)

業務実態

高給取りなプロフェッショナル職位で...

地域・役職によって一定の幅があるものの、押し並べた話としては**1,000~2,000万円以上の高額報酬**が受領可能な "プロフェッショナルな" 役職

Company secretary 給与

役職	地域	平均基本給	上位25%
Group Company Secretary	London and Southeast	£143,000-£201,000	£311,000
	Outside London and S/E	£139,000-£198,000	£280,000
Deputy Company Secretary	London and Southeast	£102,000-£130,000	£184,000
	Outside London and S/E	£83,000-£198,000	£162,000
Assistant Company Secretary	London and Southeast	£64,000-£82,000	£110,000
	Outside London and S/E	£56,000-£73,000	£87,000
Company Secretarial Assistant	London and Southeast	£39,000-£47,000	£51,000
	Outside London and S/E	£39,000-£43,000	£46,000

...Unileverの場合法務の専門家が担当

イギリスで時価総額上位に位置するUnileverでは、法務に専門性のあるRitva Sotamaaさんが担当 (2022年1月時点)
左記機能に専門性があり、コミュニケーション能力に長けた方が担うポジションの可能性



Ritva Sotamaaさん

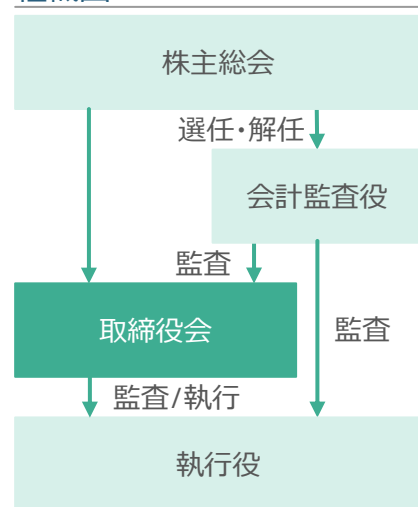
2018	Appointed Group Secretary in addition to her role as Chief Legal Officer
2015	Appointed as non-executive director of Fiskars
2013	Joined Unilever as Chief Legal Officer and became a member of the Unilever Leadership Executive, based in London
2009-2013	General Counsel of Siemens AG's global Healthcare business, based in Erlangen, Germany
2003-2009	various global General Counsel positions at GE Healthcare, mostly based out of Wisconsin, USA
1998-2003	General Counsel, Instrumentarium Corporation, Finland
1996-1998	Legal Counsel for Partek Corporation, Finland
1989-1996	Legal Counsel for international business at Instrumentarium Corporation, Finland

フランスの機関設計 一層制の場合

■ : 法定 ■ : 上場規定 ■ : コード ■ : 任意

- 一層制か二層制かを選択可能。実質的には一層制が大多数
- 一層制では、取締役会と執行役会トップの兼任が制度上は可能であり、権限が集中する可能性がある
- 従業員規模や株式保有状況に応じて、従業員代表を取締役へ登用することが義務

組織図



＜機関の上下関係・決定権＞
取締役会会長と代表執行役を兼任するPDGに権限が集中

- 一層制の場合、取締役会は取締役会会長とCEO機能の分離OR兼任を選択可能 (商法典L.225-51-1)

役割詳細

所有	株主総会	- 商法典が遵守されている限り、会社構成員は総会決議に従う義務 - 取締役会の構成員、会計監査役を選任	根拠規定
監督	報酬委員会	- 取締役の報酬を決定するための方針の策定及び補佐を行う - 執行役の兼務は不可。大部分が独立取締役により構成される必要あり - 委員長が独立取締役であることと従業員代表取締役の参加が推奨される	Afep-Medefコード.18
	指名委員会	- 取締役会へ構成・候補者等に係る提案及び候補者育成に係る計画の策定 - 執行役の兼務は不可。大部分が独立取締役により構成される必要あり	Afep-Medefコード.17
	取締役会	- 会社の目的に沿って、環境や社会への影響を考慮した、会社の長期価値を創設する - 会社の戦略・方針、重要業務の決定 - 取締役会は取締役の中から取締役会会長の選任・解任権あり。会長の報酬を決定 - 従業員規模、株式保有状況に応じ、従業員代表の取締役への登用が義務 - 経営報告書 (会社状況、業績予想、R&D、重要事項等) 及びコーポレートガバナンス報告書を作成し、計算書類とともに株主総会への提出が必要	- Afep-Medefコード1.1、1.2 - 商法典L.225-23、-37、-47、-51、-100 - 商法典L.232-1-II
執行	執行役	- 取締役会は業務執行権限を取締役会会長に兼任させるか、その他の者に委ねるかを選択可能であり、その決定に従って代表執行役が設置される - 会長とCEOの機能を分離する場合、会長に委託する職務の策定が必要 - 会長がCEOを兼務する場合、独立した筆頭取締役の設置が推奨され、その職務と権限は社内規定へ記載が必要 - 代表執行役が業務執行責任者で、会社を代表して最も広範な権限を有する	- Afep-Medefコード3.2、3.3 - 商法典L.225-51-1、L.225-56
監査	会計監査役	業務及び会計の双方の監視の役割を担う	商法典L.225-218

- 二層制では、監査役会と執行役会の兼任を禁止し、監督と執行を分離
- 従業員規模や株式保有状況に応じて、従業員代表を取締役へ登用することが義務

組織図	役割詳細		根拠規定	
株主総会 選任・解任 監査役会 監督・監査・選任・(解任) 執行役会 ＜機関の上下関係・決定権＞ 二層制の運営体制によって、権力の集中が防がれている 監査役会と執行役会の兼任は禁止	所有	株主総会	- 商法典が遵守されている限り、会社構成員は総会決議に従う義務 - 監査役会の構成員と会計監査役を選任	商法典L.225-71、-218
	監督	報酬委員会	- 監査役の報酬を決定するための方針の策定及び補佐を行う - 執行役の兼務は不可。大部分が独立監査役により構成される必要あり - 委員長が独立監査役であることと従業員代表監査役の参加が推奨される	Afep-Medefコード.18
		指名委員会	- 取締役会へ構成・候補者等に係る提案及び候補者育成に係る計画の策定 - 執行役の兼務は不可。大部分が独立監査役により構成される必要あり	Afep-Medefコード.17
		監査役会	- 執行役会の構成員を選任し監督。なお、執行役員の解任には、監査会長が提案し、株主総会での決議が必要 - 従業員規模、株式保有状況に応じ、従業員代表の監査役への登用が義務	商法典L.225-59、-61、-71
	執行	執行役会	- 最大5名、上場会社は最大7名迄。資本金150万ユーロ以下の会社は執行役1人も可 - 四半期ごとに業務報告書を監査役会に提出 - 経営報告書 (会社状況、業績予想、R&D、重要事項等) 及びコーポレートガバナンス報告書を作成し、計算書類とともに株主総会の承認が必要 - 執行役会会長が業務執行責任者。会社を代表して最も広範な権限を有する - 定款の定めがあれば、監査役会は執行役会の会長以外の構成員にも代表権を付与することが可能	商法典L.232-1-II、L.225-58、-66、-68、-100
監査	会計監査役	業務及び会計の双方の監視の役割を担う	商法典L.225-218	

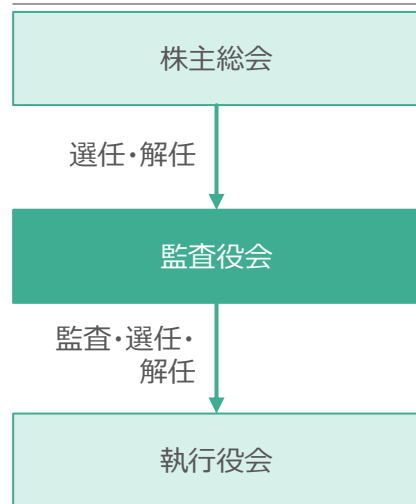


ドイツの機関設計 (1/2)

：法定 ：上場規定 ：コード ：任意

- ドイツでは、二層制の機関設計体制が採用されている
- 監査役会と執行役会の兼任を禁止し、監督と執行を分離
- 一定数以上の従業員を雇用する場合には監査役会には従業員代表を半数入れる必要がある等、ドイツ固有の思想が反映されている

組織図



＜機関の上下関係・決定権＞
二層制の運営体制によって、権力の集中が防がれている

- 監査役と執行役の兼任は禁止
- 株主は監査役の選任・解任のみが可能であり、執行役には直接干渉不可

役割詳細

所有	株主総会
	株主総会は、監査役（従業員を代表する監査役を除く）を選任。また、原則として株主総会は監査役を任期満了前に解任することが可能
監督	監査役会
	- 監査役会は、会社の経営における執行役会を監督・助言し、基本的に重要な意思決定に関与 - 執行役の選任・解任、任用契約締結 - 執行役会の業務規程の策定（定款が監査役会の策定権限を定めておらず、監査役会が業務規程を策定していない場合には、執行役会が策定することができる） - 監査役と執行役は兼ねることができない - 会社が常時雇用している従業員数（グループ会社含む）が500人超の場合監査役の3分の1は従業員代表である必要がある - 会社が常時雇用している従業員数（グループ会社含む）が2,000人を超える場合以下の監査役が必要 - 従業員2,000人超10,000人以下の場合：株主代表の監査役6人、従業員代表の監査役6人 - 従業員10,000人超20,000人以下の場合：株主代表の監査役8人、従業員代表の監査役8人（うち組合代表2人） - 従業員20,000人超の場合：株主代表の監査役10人、従業員代表の監査役10人（うち組合代表3人） - 定款により、法定されているよりも多い監査役数を定めることができる。 - 常時2,000人超の従業員（グループ会社を含む）を雇用している場合、全監査役及び従業員代表監査役の30%以上が女性、30%以上が男性である必要がある
	報酬委員会
	指名委員会
	人事委員会
	- 執行役の報酬は監査役会が決定する。報酬に関する議案の作成（決定自体ではない）は、委員会に委任することができる - 株主代表の監査役だけで構成される指名委員会を設置 - 株主総会に監査役の候補を提案 - 適切な役員候補探査のための人事委員会を設置可能

根拠規定

- 株式会社法第101条、第103条第119条1項、第123条
- 株式会社法第77条、第84条、第90条、第97条、第100条、第105条、第111条、第112条
- コーポレートガバナンスコード B.1、Principle 6
- 3分の1参加法第4条
- 共同決定法第7条
- 株式会社法第87条、第107条
- 株式会社法第107条
- コーポレートガバナンス・コード D.5
- 株式会社法第107条

Source: 原典、法務省資料「グループガバナンスの在り方に関する 調査研究業務報告書」、村田「ドイツ上場企業の監査役指名委員会と共同決定制度」、吉森「ドイツとフランスにおける二層型取締役会」、経産省資料「取締役会の機能向上等に関する コーポレートガバナンス実態調査 報告書」

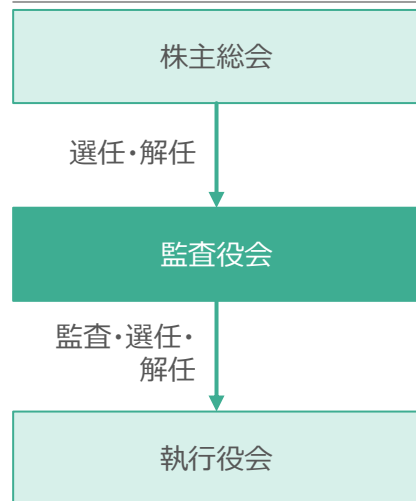


ドイツの機関設計 (2/2)

 : 法定
 : 上場規定
 : コード
 : 任意

- ドイツでは、二層制の機関設計体制が採用されている
- 監査役会と執行役会の兼任を禁止し、監督と執行を分離
- 一定数以上の従業員を雇用する場合には監査役会には従業員代表を半数入れる必要がある等、ドイツ固有の思想が反映されている

組織図



<機関の上下関係・決定権>
 二層制の運営体制によって、権力の集中が防がれている

- 監査役と執行役の兼任は禁止
- 株主は監査役の選任・解任のみが可能であり、執行役には直接干渉不可

役割詳細



- Boardに相当する機関が監査役会と執行役会の二層制モデルを採用
- 執行役は監査役会により選任、解任される
- 執行役会は1人又は複数の執行役で構成される。その人員数は、定款で定めるか、定款に定めが無い場合監査役会がその裁量に基づき決定する。
 - 登記上300万ユーロ以上の資本金を有する会社は、定款に別段の定めがない限り、2人以上の執行役を選任する
- 常時2,000人超の従業員（グループ会社を含む）を雇用している場合、1人の執行役を労務担当として指名しなければならない。また、この場合において、執行役会が3人以上で構成されているときは、少なくとも1人の女性執行役と1人の男性執行役が必要

- 執行役会は監査役会に対して、執行役の業務執行、財務状況に関する定期的な報告義務を負う
- 監査役会から執行役会への情報請求が可能

- 会計の監査、会計処理の監査、内部統制の有効性、リスク管理体制、内部監査体制、財務諸表の監査及びコンプライアンス状況の監査を行うために組成される

根拠規定

- 株式会社法第76条3a項、第84条
- 共同決定法第33条

- 株式会社法第90条、第101条1項、第103条1項など

- 株式会社法第107条
- コーポレートガバナンス・コード D.3



日本における各機関と主な権限 詳細 監査役会設置会社

機関	専決/委任可	種別	主な権限事項	内容詳細	根拠規定
株主総会	専決	定款他	会社の基礎的事項に変動をもたらす事項	定款変更、合併・会社分割等の組織再編、資本金の減少、解散等（一定の例外あり）	会社法第466条等
		指名	選任・解任に関する事項	取締役、監査役、会計監査人等	会社法第329条、第339条
		他	株主の重要な利益に関する事項	株式併合、剰余金配当等（一定の例外あり）	会社法第180条2項、第454条
		報酬	取締役に委ねると株主の利益が害されるおそれが高いと考えられる事項	取締役の報酬の総額の決定等	会社法第361条
他		重要な財産の処分及び譲受け	重要な財産かどうかは、会社総資産に対する割合、保有目的等から総合的に判断される	会社法第362条4項1号	
他		多額の借財	多額かどうかは、会社総資産に対する割合、借財の目的等から総合的に判断される	会社法第362条4項2号	
指名		支配人その他重要な使用人の選任・解任	一般的には、執行役員、本社部長等の選任・解任が含まれる	会社法第362条4項3号	
他		支店その他の重要な組織の設置、変更及び廃止	重要かどうかは諸般の事情を考慮して決められるが、一般的には、本部、工場、委員会等設置・廃止等が含まれる	会社法第362条4項4号	
他		定款に定められた責任の免除	定款に基づく取締役、会計参与、監査役、執行役または会計監査人の会社に対する責任の免除の決定	会社法第362条4項7号	
他		業務の適正を確保するための体制の整備	内部統制システムに関する事項を決定	会社法第362条4項6号	
監査役会		監査	監査報告の作成	監査役が作成した調査報告に基づいて作成	会社法第390条2項1号
		指名	常勤監査役の選定・解職	常勤監査役の選定及び解職の決定を行う	会社法第390条2項2号
		他	監査の方針、監査役会設置会社の業務・財産状況の調査の方法 そのほかの監査役の職務執行に関する事項の決定	各監査役の職務分担を決定する	会社法第390条2項3号
報酬委員会	任意 ¹	報酬	役員報酬を取締役会が決定するのを補佐	最終決定は取締役会が下すという前提の下に、その判断が正しく実行できるように記載	コーポレートガバナンスコード 補充原則4-10①
指名委員会		指名	取締役と業務執行取締役指名の適切な検討を促す	取締役と業務執行取締役を任命または指名する委員会を設置すべき	コーポレートガバナンスコード 補充原則4-10①

1. 当該機関において決定可能、もしくは、他の機関への委任・委譲が可能
Source: 原典、[弁護士法人クラフトマン](#), Business Lawyers(①, ②, ③), [日本監査役協会](#), [企業法務総合サイト](#)



日本における各機関と主な権限 詳細 監査等委員会設置会社

機関	専決/委任可	種別	主な権限事項	内容詳細	根拠規定
株主総会	専決	定款他	会社の基礎的事項に変動をもたらす事項	定款変更、合併・会社分割等の組織再編、資本金の減少、解散等（一定の例外あり）	会社法第466条等
		指名	選任・解任に関する事項	取締役、会計監査人 等	会社法第329条、第339条
		他	株主の重要な利益に関する事項	株式併合、剰余金配当等（一定の例外あり）	会社法第180条2項、第454条
		報酬	取締役に委ねると株主の利益が害されるおそれが高いと考えられる事項	取締役の報酬の総額の決定等	会社法第361条
取締役会	任意 ¹²	他	重要な財産の処分及び譲受け	重要な財産かどうかは、会社総資産に対する割合、保有目的等から総合的に判断される	会社法第399条の13第4項1号
		他	多額の借財	多額かどうかは、会社総資産に対する割合、借財の目的等から総合的に判断される	会社法第399条の13第4項2号
		指名	支配人その他重要な使用人の選任・解任	一般的には、執行役員、本社部長等の選任・解任が含まれる	会社法第399条の13第4項3号
		他	支店その他の重要な組織の設置、変更及び廃止	重要かどうかは諸般の事情を考慮して決められるが、一般的には、本部、工場、委員会等設置・廃止等が含まれる	会社法第399条の13第4項4号
	専決	他	定款に定められた責任の免除	定款に基づく取締役、会計参与、監査役、執行役または会計監査人の会社に対する責任の免除の決定	会社法第399条の13第4項6号
		他	業務の適正を確保するための体制の整備	内部統制システムに関する事項を決定	会社法第399条の13第1項1号八
監査等委員会	専決	監査	取締役の業務の監査	取締役の職務執行の監査及び監査報告の作成	会社法第399条の2第3項1号
		指名	会計監査人の選任・解任	会計監査人の選任・解任に関する株主総会提出議案の決定	会社法第399条の2第3項2号
		他	取締役に係る意見陳述	取締役の選任等及び報酬等に関する意見陳述	会社法第399条の2第3項3号
報酬委員会	任意 ¹	他	執行行為の差止め	権限・法令を逸脱し、会社に著しい損害が生じる場合の執行役等の行為の差止	会社法第399条の6第1項
		報酬	役員報酬を取締役会が決定するのを補佐	最終決定は取締役会が下すという前提の下に、その判断が正しく実行できるように記載	コーポレートガバナンスコード 補充原則4-10①
指名委員会	任意 ¹	指名	取締役と業務執行取締役指名の適切な検討を促す	取締役と業務執行取締役を任命または指名する委員会を設置すべき	コーポレートガバナンスコード 補充原則4-10①

1. 当該機関において決定可能、もしくは、他の機関への委任・委譲が可能; 2. 社外取締役が過半数となる場合や定款の定めがある場合に取締役委任可能な業務執行範囲が広がるので任意と判定
Source: 原典、[弁護士法人クラフトマン](#)、[湊総合法律事務所](#)、[Business Lawyers\(①, ②, ③\)](#)、[日本監査役協会](#)、[企業法務総合サイト](#)



日本における各機関と主な権限 詳細 指名委員会等設置会社

機関	専決/委任可	種別	主な権限事項	内容詳細	根拠規定
株主総会	専決	定款 他	会社の基礎的事項に変動をもたらす事項	定款変更、合併・会社分割等の組織再編、資本金の減少、解散等 (一定の例外あり)	会社法第466条等
		指名	選任・解任に関する事項	取締役、会計監査人 等	会社法第329条、第339条
		他	株主の重要な利益に関する事項	株式併合、剰余金配当等 (一定の例外あり)	会社法第180条2項、第454条
取締役会		他	定款に定められた責任の免除	定款に基づく取締役、会計参与、監査役、執行役または会計監査人の会社に対する責任の免除の決定	会社法第416条4項13号
監査委員会		監査	取締役以下の業務の監査	取締役・執行役の職務執行を監査及び監査報告の作成	会社法第404条2項1号
		指名	会計監査人の選任・解任	株主総会に提出する会計監査人の選任・解任・不採用に関する内容	会社法第404条2項2号
		他	執行行為の差止め	権限・法令を逸脱し、会社に著しい損害が生じる場合の執行役等の行為の差止	会社法第407条1項
報酬委員会		報酬	執行役・取締役の報酬を決定	取締役・執行役の個人別の報酬内容又は報酬内容の決定に関する方針の決定	会社法第404条3項、第409条1項
指名委員会		指名	取締役の選任・解任の議案の内容を決定	株主総会に提出する取締役の選任及び解任に関する議案の内容を決定	会社法第404条1項
執行役	任意 ¹	他	重要な財産の処分及び譲受け	重要な財産かどうかは、会社総資産に対する割合、保有目的等から総合的に判断される	会社法第416条第1項、4項、第418条
		他	多額の借財	多額かどうかは、会社総資産に対する割合、借財の目的等から総合的に判断される	会社法第416条第1項、4項、第418条
		指名	支配人その他重要な使用人の選任・解任	一般的には、執行役員、本社部長等の選任・解任が含まれる	会社法第416条第1項、4項、第418条
		他	支店その他の重要な組織の設置、変更及び廃止	重要かどうかは諸般の事情を考慮して決められるが、一般的には、本部、工場、委員会等設置・廃止等が含まれる	会社法第416条第1項、4項、第418条

1. 当該機関において決定可能、もしくは、他の機関への委任・委譲が可能
Source: 原典、[弁護士法人クラフトマン](#)、[湊総合法律事務所](#)、Business Lawyers(①, ②, ③)、[日本監査役協会](#)、[企業法務総合サイト](#)



アメリカにおける各機関と主な権限 詳細

機関	専決/委任可	種別	主な権限事項	内容詳細	根拠規定
株主総会	専決	指名	取締役の選任及び解任	取締役の選任・解任は株主総会の権限	DGCL§141(k), 211(b)
		定款	基本定款変更の承認	株主総会の承認が必須	DGCL§242(b)
		報酬	(株式や新株予約権の発行を伴う)報酬	株主総会の承認が必須	NYSE Listed Company Manual §303A.08
		報酬	報酬パッケージ全体に関する勧告的決議	取締役の報酬額と退職パッケージに関する拘束力のない勧告的決議を要求	米国証取法14a-21(a)
		定款	会社の基礎的変更 (合併・事業譲渡・解散等) の承認	取締役会の提案を承認する必要あり	DGCL§251(c), 271(a), 275(b)
	株式	新株の発行	原則として取締役会の権限 但し、NYSEでは、議決権比率の20%を超える新株の発行又は支配権の変更につながる新株発行等、一定の条件を満たした場合の新株発行は株主総会の承認が必須	DGCL§102(a)(4), 161 NYSE Listed Company Manual §312.03(c),(d)	
任意 ¹	定款	附属定款の変更	基本定款で取締役会に権限を与えることも可能。 但し、その場合でも株主総会が附属定款を変更できる権限を失わない	DGCL§109(a)	
	取締役会	専決	指名	執行役の選任及び解任	理由の有無にかかわらずいつでも執行役を選任・解任可能
定款			基本定款変更の提案	変更の提案は取締役会の役割であり、株主総会の承認が必要	DGCL§242
定款			会社の基礎的変更 (合併・事業譲渡・解散等) の提案	変更の提案は取締役会の役割であり、株主総会の承認が必要	DGCL§251(b), 271(a), 275(a)
他			資本金の減少	取締役会決議で実行可能	DGCL§244
株式			新株の発行	基本定款に定められた発行可能株式総数の範囲内で新株を発行可能。 但し、NYSEでは、議決権比率の20%を超える新株の発行又は支配権の変更につながる新株発行等、一定の条件下で株主総会の承認が必須	DGCL§102(a)(4), 152, 161 NYSE Listed Company Manual §312.03(c),(d)
配当			剰余金の配当	基本定款・附属定款の中で株主の承認を必要としたり、その他必要な手続きを記載することも可能	DGCL§102(b)(1), 109, 154,170(a)(1)
株式			新株予約権の発行	基本定款の定めまたは取締役会決議で可能	DGCL§157(a)
他			取締役会委員会の設置	取締役会はその権限を取締役会委員会に委任することができる	DGCL§141(c)(2)
他			商号の変更	商号変更は基本定款の変更該当するが、取締役会決議によって変更可能	DGCL§242(b)(1), (a)(1)
報酬委員会	専決	報酬	取締役及び上級管理職の報酬の決定	NYSE及びNASDAQにおいては、独立取締役のみから構成される報酬委員会の設置が義務付けられ、CEO及び上級管理職の報酬について決定、又は取締役会に勧告する	NYSE Listed Company Manual §303A.05.(a), (b)(i) NASDAQ 5605(d)
指名委員会		指名	取締役候補の選出及び勧告	NYSEにおける上場会社は、全員独立取締役からなる指名委員会を設置し、指名委員会規程には委員会の目的・責任を記載する必要。指名委員会は取締役会での承認基準に合った取締役となる資格を持つ個人について特定し、取締役会に取締役候補者を選出するよう勧告	NYSE Listed Company Manual §303A.04(b)(i)
監査委員会		他	会計監査人の選任、報酬及び監督	監査委員会は、会計監査人として、監査報告書を作成・発行するために発行会社が起用する会計事務所の選任、報酬及び監督を行う	取引所法Sec.10A.(m)(2)

1. 当該機関において決定可能、もしくは、他の機関への委任・委譲が可能
Source: 原典、NYSE Listed Company Manual、商事法務研究会、安本政恵 アメリカとイギリスにおけるコーポレートガバナンス制度関する一考察、太田行信「日米重複上場企業の監査役会の米国法令上における位置付けと財務報告ガバナンス体制の交錯」JETRO([https://www.jetro.go.jp/ext_images/ Reports/02/2021/0e1a0764dfd1c4f3/12.pdf](https://www.jetro.go.jp/ext_images/Reports/02/2021/0e1a0764dfd1c4f3/12.pdf))、経産省資料



イギリスにおける各機関と主な権限 詳細

機関	専決/委任可	種別	主な権限事項	内容詳細	根拠規定
株主総会	専決	報酬	取締役報酬報告書の承認	年次財務諸表が提出される株主総会において普通決議による承認が必要	会社法第439条
		指名	会計監査役の選任	原則として株主総会にて会計監査役を選任する必要があるが、最初の会計監査役は取締役会によって選任することが可能	会社法第489条
		指名	会計監査役の報酬決定	株主総会にて選任された場合には、株主総会にて決定	会社法第492条
		指名	取締役の解任	株主総会の普通決議によって取締役の解任が可能	会社法第168条(1)
		定款	定款変更	株主総会の特別決議によって実行可能	会社法第21条
	任意 ¹	配当	剰余金の配当	会社法には特に規定されていない。モデル定款においては、取締役会の推奨額が上限として設定され、株主総会の承認決議によって決定する	モデル定款第70条
		指名	取締役の選任	会社法には規定されておらず、モデル定款では株主総会の普通決議で選任可能	モデル定款第20条
取締役会	専決	他	年次財務諸表の承認	取締役会の承認が必須	会社法第414条1項
	任意 ¹	指名	取締役の選任	モデル定款では取締役会の決定で選任することも可能	モデル定款第20条
		配当	剰余金配当額の推奨	株主総会の承認決議の前に取締役会の推奨が必須である。中間配当は取締役会の裁量で決定可能	モデル定款第70(1)、(2)
監査委員会	任意 ¹	監査	監査業務の実行	財務書類の信頼性の監視、内部監査・外部監査の監視と評価、内部統制・危機管理制度の評価、外部監査人の選任・再任・解任の勧奨等	UKCGC 原則M-O、各則24-31
報酬委員会		報酬	役員等の報酬決定	業務執行取締役の報酬制度、並びに全ての業務執行取締役、取締役会議長及び経営幹部の報酬の決定等	UKCGC 原則P-R、各則32-41
指名委員会		指名	取締役の選任手続きの牽引等	取締役の選任及び再任、取締役会及び経営幹部の後継者の育成の計画、多様性のある後継者の育成等	UKCGC 原則J-L、各則17-23



イギリスにおける株主総会と取締役会の権限分配は、会社法上明確に定められておらず、UKCGCを参考に、各上場会社が置かれている状況に合わせて定款で定めるべき事項だと考えられている

1. 当該機関において決定可能、もしくは、他の機関への委任・委譲が可能

Source: 原典、UKCGC、商事法務研究会、金融庁、経産省資料、上田谷恒久「イギリス新会社法におけるコーポレート・ガバナンス規律」、モデル定款



会社形態は、株式会社 (Aktiengesellschaft/AG)
・ 株主総会の下に、監査役会と取締役会を設置する二層制で構成

ドイツにおける各機関と主な権限 詳細

機関	専決/委任可	種別	権限事項	内容詳細	根拠規定
株主総会	専決	指名	監査役の選任	監査役の選任及び解任	株式会社法第119条1項、第101条及び第103条
		他	貸借対照表利益の処分	貸借対照表利益を処分に関する決議	株式会社法第119条1項、第174条など
		他	執行の責任免除の承認	執行役の責任免除の承認に関する決議	株式会社法第4項など
		他	執行役及び監査役の行為の承認及びそれらに対する免責の付与	執行役及び監査役の過年度の行為に関する承認決議	株式会社法第119条1項、第120条
		報酬	報酬システム及び報酬報告	上場会社の執行役及び監査役の報酬システム及び報酬報告に関する決議	株式会社法第119条1項、第120条
		指名	決算検査役の選任	決算検査役に関する選任権の保有	株式会社法第119条1項、商法第318条
		定款	定款の変更	定款の変更する場合の決議	株式会社法第119条1項、第179条
		他	資本の調達または資本の減少の措置	資本の調達または資本の減少が生じた場合の措置事項に関する決議	株式会社法第119条1項、第182条、第192条、第202条、第207条、第221条、第222条、第229条、第237条
監査役会		指名	検査役の選任	設立または業務執行の際の出来事を検査する際の検査役の選任	株式会社法第119条1項、第142条以下など
		他	会社の解散	会社の解散を決議する	株式会社法第119条1項、第262条など
		監督	執行役の会社の指揮を監督	帳簿・書類検査権及び財産状況検査権並びに株主総会の招集権限により、執行役の業務を監督	株式会社法第111条1項、2項、3項
		他	業務執行又は事業の運営に関する問題の決定への関与	計算書類の承認及び確定並びに連結決算書類の承認、当期の剰余から利益準備金を積み立てる場合の決定に関しては、監査役会が関与	株式会社法第171条2項、第172条、第58条2項
		指名	執行役会の人事	執行役の報酬の決定	株式会社法第84条1項・3項、第77条2項、第87条、第88条、第89条、第115条
		指名	執行役の選任および解任	執行役の選任・解任は監査役会の権限	株式会社法第111条1項
		指名	帳簿・書類検査権及び財産状況検査権	各種書類の検査権を行使することで執行役の会社の指揮を監督	株式会社法第111条2項
		他	株主総会の招集	会社のために必要な場合、株主総会の招集ができる	株式会社法第111条3項
		他	計算書類等の承認	執行役会の計算書類及び連結計算書類の監査・承認、株主総会への監査結果の報告	株式会社法第171条2項、第172条
		他	利益準備金積み立て決定	執行役会が当期の剰余から利益準備金を積み立てる場合、監査役会での事前決定が必要	株式会社法第58条2項
		任意 ¹	他	執行役の業務規程制定	執行役会の業務規程の策定(定款が監査役会の策定権限を定めていない場合は、執行役会が策定する)
報酬	執行役の制限解除		執行役の競業禁止の解除	株式会社法第88条	
他	執行役へのローン供与の承認		執行役に対するローンの供与の承認	株式会社法第89条	
執行役会	専決	他	会社の業務運営	原則として、株主総会、監査役会の指図に拘束されことなく、自己の責任の下で、企業方針、経営、計画策定、資金調達、市場分析、リスク判断、収益確保、契約締結及び社内コンプライアンス組織の創設を実施する	株式会社法第76条、第77条
	任意 ¹	他	業務規程の策定	個々の執行役の責任分担（その他の執行役の責任を免除するものではない）、執行役全体に留保される事項、執行役の決議に係る手続きなど	株式会社法第77条2項

1. 当該機関において決定可能、もしくは、他の機関への委任・委譲が可能

Source: 原典、商事法務研究会(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2019FY/000170.pdf)、金融庁、経産省資料、デュッセルドルフ日本商工会議所、

1-1. 海外主要国のガバナンスに関する制度

2) 近年のコーポレートガバナンス関連法・コード改正動向

主要各国における近年のコーポレートガバナンス関連法・コード改正に関連するトピックでは、バーチャル株主総会、Boardの多様性確保、役員管理強化、社会・環境戦略の重要度向上、アクティビスト等の注目度が高い

- コロナの感染対策として、各国でバーチャル株主総会の導入が進む
- Boardの多様性確保においては、マイノリティ人材の登用に関する具体的な人数規制も含め、客観的に観測可能な結果を求める形で制度の詳細化、運用の厳格化が進む方向
- 役員報酬等について、定量的な目安を提示して具体的な達成目標を提示し、運用の厳格化を進める動きがみられる
- 社会・環境戦略の重要度向上については、ESG・サステナビリティへのステークホルダーの期待を受けて、上場企業に対する様々な規制や認証を与えるものが増えている
- コーポレートガバナンス強化に伴って情報開示が進んだことや、コロナ禍で蓄積された資本を再投資するタイミングになっていることから、アクティビストの活動が活発化

加えて、各国個別の政治的・社会的な背景から、固有の文脈でコーポレートガバナンスの強化を企図した改正も見られる

- アメリカでは、バイデン政権以降、人材多様性 (ジェンダー・人種 等) によるコーポレートガバナンス振興の機運が高まっている
- イギリスでは、Brexitの反動で、労働者の声を取締役会に届けるための内容が多く盛り込まれた他、多様性 (ジェンダー、民族 等) を受け入れる動きが強まる
- フランスでは、Boardメンバーの報酬高騰を制限するための動きや、PACTE法による社会的責任や環境への配慮を促す動きが存在
- ドイツでは、監査役会におけるメンバーの独立性確保や、役職兼任上限の設定等、実務的観点から基準の明確化が進む

直近の主要各国におけるコーポレートガバナンス関連法・ガイドライン改正動向

- 主要各国における近年のコーポレートガバナンス関連法・コード改正に関連するトピックでは、バーチャル株主総会、Boardの多様性促進、役員管理強化、社会・環境対策の重要度向上、アクティビスト等の注目度が高い
- 各国個別の政治的・社会的な背景を受けて、固有の文脈でコーポレートガバナンスの強化を企図した改正も見られる

	アメリカ 	イギリス 	フランス 	ドイツ 
1 バーチャル株主総会	COVID-19の影響で暫定的にバーチャル株主総会の導入が進む			
2 Boardの多様性確保	多様性確保 (性別/LGBTQ/少数民族) が大きく促進。該当取締役数の公開や指名委員会の反対票推奨等も行う	ジェンダー・民族等の観点でも多様性確保を推進。数合わせではなく本質的な取組みの必要性を指定	ジェンダーについて明確な目標値及び、違反時の罰金も含めて詳細なルール化が進む	ドイツ議会は、リーダーシップポジションへの女性の平等な参加のための規制を追加
3 役員管理強化	役員の報酬・人事等について、証券取引所が一定の指針を提示し、実効性のある統制環境構築が進む	Brexitへの揺り戻しで、普通労働者の声が取締役に届く仕組みの整備が進む	コーポレートガバナンスコードにて、役員報酬の上限値や取締役会の出席率開示に関する具体的な方針が提示される	役員の報酬合計の目安や複数社で役員を担当する場合の兼任上限について明確な目標値を設定
4 社会・環境戦略の重要度向上	2010年のB-Corporation制度実行以降、環境対策を要請を厳格化する流れが顕著	CICによる社会・経済の複合課題へのアプローチ、企業の情報開示の観点で取組み推進	PACTE法や、これに伴う認証制度 (Entreprises à mission) の実行が進み、環境やより公平な社会政策へのコミットを強く推奨	気候保護法の成立や、国家水素戦略の発表を行い、環境対策を進める
5 アクティビスト関連	COVID-19の影響で直近では相対的にアクティビズムキャンペーンは落ち着いている	スチュワードシップコードの更新に伴い、投資家が企業行動をチェックすることが推奨されたことも後押ししてアクティビズムが加速	AMF(フランス金融庁)が株主と企業の対話について、よりよい関係性の実現を目標として見解を更新し、情報開示を進める方向に舵を切る	大規模なコンプライアンス事件の反動もあり、投資家からの企業チェックを推進する動きでアクティビストの進出が進む

Source: Chambers and Partners(USA)、林「米国での社会的企業の新しい認証制度と法制化の動向 ～B CorporationとBenefit Corporation～」、みずほ情報総研株式会社「ESG要素を中心とする非財務情報に係る諸外国の開示制度等に関する調査報告書」、経産省資料「ハイブリッド型バーチャル株主総会に関する論点整理」、FRC「History of the UK Corporate Governance Code」、ニッセイ基礎研究所、The law Reviews(UK)、石川「ミッションを有する企業とは何か」、Chambers and Partners(France)、ドイツCGC、Chambers and Partners(Germany)、The Law Reviews(Germany)



直近コーポレートガバナンス関連法・ガイドライン改正 アメリカ

- 大統領令の影響で、2020年にバーチャル株主総会が浸透
- バイデン政権以降、人材多様性 (ジェンダー・人種 等) によるコーポレートガバナンス振興の機運が高まっている
- コードが存在していないアメリカだが、2014年にNYSEがコーポレートガバナンスガイドを提示して役員のあるべき姿等について一定の指針を提示
- 社会・環境戦略観点では、2010年にB-Corporation制度という環境に配慮している会社に認証を与える制度が施行され、その後ヨーロッパの主要各国から模倣される

1

バーチャル株主総会

- バーチャルオンリーミーティングを許可または促進する大統領令の影響でバーチャル株主総会が浸透 (2020)
 - 株主総会サービスを提供するブロードリッジ社は、2018年は285、2019年は326だったのに対し、2020年は1,957のバーチャル株主総会を開催したと報告
 - 但し、バーチャルだけの株主総会は緊急措置という位置づけのため、今後定着するかは不明

2

Boardの多様性確保

- 女性を自認する取締役を1名以上採用、少数民族を自認する取締役またはLGBTQを自認する取締役を1名以上採用、またはこの要件に準拠していないことを説明するように要求。また、自発的に少数民族やLGBTQを自認する取締役の数を公開することも要求 (2020)
- バイデン大統領の意向で、「多様性によるコーポレートガバナンス振興法案」の再提出を実行 (2021)
- ISSやGlass Lewis等のProxyアドバイザー会社は、多様性の状況に応じて指名委員会委員長等に反対票を投じることを推奨
 - 6名以上の取締役のうち女性が2名未満場合、指名委員会委員長に対して反対票を投じることを一般的に推奨 (2022)

3

役員管理強化

- NYSEがコーポレートガバナンスガイドを作成し、コーポレートガバナンスについて一定の指針を提示 (2014)
 - 取締役会の質の上げ方、リスクマネジメント、シニアマネジメントのサクセッションプラン等についてあるべき姿を記載

4

社会・環境戦略の重要度向上

- SECは「気候変動に係る解釈ガイダンス」を発行し、気候変動に関連して、企業にどんな情報開示義務が生まれるかを説明 (2010)
- 2010年以降、35の州 (2019年時点) で、社会・環境への影響、説明責任、透明性を定款等に記載している企業に認証を与えるB-corporation制度が施行 (2010)
- 2021年3月には2010年の気候変動に係る解釈ガイダンスを見直し、開示基準をより厳格に運用する計画を発表 (2021)
- カリフォルニア州「カリフォルニア気候投資フレームワーク」を発表し、気候変動リスクの開示基準を策定するためのワーキンググループを設置し、州の年金基金による低炭素投資戦略の利用を推奨 (2021)
- 2021年3月31日、ニューヨーク州金融サービス局は、ニューヨークの保険会社が気候変動の財務リスクをどのように分析・管理すべきか、詳細なガイダンス案を発表

5

アクティビスト関連

- COVID-19の影響でアクティビズム・キャンペーン約30%減少、発生したキャンペーンも迅速に和解合意に至っている (2020)
 - なお、直近では環境・社会・政治 (ESP) をテーマにしたキャンペーンが多い傾向

直近コーポレートガバナンス関連法・ガイドライン改正 イギリス

- モデル定款にバーチャル株主総会開催を許容する趣旨の条項が記載される。但し、議決権行使関連のアドバイザー業務を行うISSはバーチャルのみでの実行には反対
- コーポレートガバナンスコードの改定に伴い、特に管理職層での多様性確保を推奨する動きが顕著
- Brexitの反動で、労働者の声を取締役会に届けるため、従業員代表取締役、従業員への諮問会議等の仕組みが実装された
- 社会・経済の複合問題を解決する手段として、Community Interest Company (CIC) が設置される等、社会・環境対策が推進された
- コロナで蓄積した資本の投入、新スチュワードシップコード等、アクティビズムを加速させる動きが顕著

1

バーチャル株主総会

- モデル定款にて、バーチャルオンリー型の株主総会の開催が許容されていた
 - ただ、議決権行使助言会社のISSは、ハイブリッドの会議は推奨するもバーチャルオンリーには反対を表明 (2018)

2

Boardの多様性確保

- コーポレートガバナンスコードの改訂にあたり、管理職から経営幹部層にかけてのダイバーシティ確保について詳細に言及 (2018)
 - ジェンダーのみならず、民族も考慮する必要ありと明記
 - 現場レベルでは比較的多様性確保できているものの、管理職以上での多様性が問題
- FRC (Financial Reporting Council) が、多様性とは単純に数合わせをすればよいのではなく、本質的に議論すべきことを踏まえた上で人選すべきと指摘 (2021)

3

役員管理強化

- 国民投票により、僅差でBrexitが決定
 - 投票率: 72.2%、離脱: 51.9%、残留: 48.1%
- Brexitの揺り戻しで、普通従業員の声がBoardメンバーへ届くような仕組みが多く実装される (2018)
 - 従業員代表の取締役招聘、従業員への諮問会議、従業員との対話を担当する非業務執行取締役の配置 等

4

社会・環境戦略の重要度向上

- 社会的課題と経済的課題の複合課題への対処手段として、Community Interest Company (CIC) という企業体を設置 (2005)
 - 荒廃地域における地域再生や社会的排除等が、複合的な課題の例
 - 雇用創出、職業訓練・機会の提供、市場で調達できない財・サービスの供給、地域社会・個人のエンパワーメント等を行う会社が生まれる
- 企業年金制度 (投資と開示) 改正規則2018と地方政府年金制度 (基金の管理と投資) 規則2016、またスチュワードシップコード (2012) により、ESG要素に配慮した投資に係る制度、枠組みが整備され、企業が情報開示を積極的に行うように促す

5

アクティビスト関連

- コロナで蓄積された資本を投入しようとしている投資家も多く、アクティビズムはより活発化する可能性が高い
- 2020年初頭から適用される新しいスチュワードシップコードでは、投資家に対して投資先企業の重要な問題について説明責任を果たすことや、他の投資家たちと緊密に連携して活動することを推奨 (2020)

直近コーポレートガバナンス関連法・ガイドライン改正 フランス

- コロナ禍での株主権利の保証のために、バーチャル株主総会が認められるも、基準日やデジタルツール周りに課題が存在
- コペ・ジーマン法等、大企業に対して多様性確保を義務付ける趣旨の法令が整備される
- Apef-Medefコードに、Boardメンバーへの退職金上限、報酬公表を促す内容が記載され、役員への規制が強まる
- PACTE法、欧州グリーンディールの採択等、社会的責任や環境への配慮を促す動きが存在
- 企業と投資家の対話を改善する目的で、企業活動の透明性・説明性を向上させる趣旨の見解を規制当局が提示

1

バーチャル株主総会

- コロナを受け、企業が株主の基本的権利を保護するために代替手段をより容易に利用可能にする政令を採択 (2020)
 - 但し、基準日 (総会に参加して議決権を行使するために株式を登録する必要がある日) から総会までの期間が短いことが問題
 - 遠隔地での議決権行使が頻繁に行われる国では10日程度に対しフランスは2営業日と短い
 - また、株主の権利行使のためのデジタルツール不足も指摘

2

Boardの多様性確保

- 大企業の取締役会に40%の性別枠を導入するコペ・ジーマン法が成立 (2011)
- 政府は管理職に強制的な性別割当を導入することを支持。この提案が採用された場合、従業員1,000人以上の企業は、管理職ポジション上位10%における性別の多様性に関する指標を公表することが義務化。また、この上位10%の管理職の男女比率を規定し、違反した場合には、前年度に従業員に支払われた報酬の1%を上限とする罰金を科すことが可能 (2021)

3

役員管理強化

- Apef-Medef コードにて、役員の退職金は、2年分の報酬を限度とすることや、AMFの勧告に従って報酬公表が必要とされる (2016)
- Apef-Medef コードにて、追加年金制度に該当する退職給付や報酬に業績条件を付与、取締役の取締役会への出席率記載義務を設定 (2018)

4

社会・環境戦略の重要度向上

- PACTE法が施行され、企業に対して利益の追求だけでなく社会的責任や環境への配慮等を求める (2019)
 - 「Climate Act」や、「B-Corporation」に相当する「Entreprises à mission」の認証制度の実行を受け、環境やより公平な社会政策へのコミットを行う企業が増加
- 欧州委員会がEUの経済を持続可能なものにするために打ち出した「欧州グリーンディール」を採択 (2019)

5

アクティビスト関連

- AMFは、株主の行動主義に関する見解を新たにし、主に発行者と投資家の間の対話を改善することを目的とした新しい提案を実行。その結果、規制当局は決算発表前に事業や業績に関する新しい情報を開示しないことが求められる「クワイエットピリオド」においても、発行体は常に公的な声明やそれに関連する情報に反応することが許されるべきであることを明確化 (2021)



直近コーポレートガバナンス関連法・ガイドライン改正 ドイツ

- バーチャル株主総会、書面のみでの決議実行を認め、コロナ禍でのフレキシブルな総会運営が実現
- ドイツ議会は、とくに管理職階級に就く女性の割合を増やす趣旨の法令整備を進める
- 監査役会におけるメンバーの独立性や、役職を兼任する場合の兼任上限等、実務的観点から基準の明確化が進む
- 気候保護法、国家水素戦略等環境に配慮した法令・政策が実行される
- Wirecard社の架空計上事件を受け、監査の基準が厳格化。また、投資家に企業活動をチェックしてもらうべきという風潮も強まる

1	バーチャル株主総会	- AG及びSEの株主総会について、連邦政府はこれらの企業が代わりにビデオ会議で総会を開催することを許可 (2020) - GmbHでは、株主の単純過半数の支持があれば書面決議を可能とした (2020)
2	Boardの多様性確保	2015年にいわゆる第1指導的地位法 (「FüPoG I」) で、民間企業の監査役会に固定枠を導入 (2015) - ドイツ議会は、リーダーシップポジションへの女性の平等な参加のための規制 (いわゆる第2リーダーシップポジション法または「FüPoG II」) を補足・改正するため、連邦政府が提出した法案を審議。さらに地位に就く女性の割合を増やす目的 (2021)
3	役員管理強化	- 執行役メンバー全体での報酬合計を定義 - 監査役会における独立基準の明確化が進む - 監査役会メンバーの兼任上限が規定され、5つの監査役兼任が上限、上場会社の執行役会 (management board) メンバーは、2つより多くの監査役を兼任すべきではない、監査役の議長職を担当している場合はダブルカウント
4	社会・環境戦略の重要度向上	- 気候保護法を成立させ、国レベルでの気候目標に法的拘束力を付与 (2019) - 国家水素戦略を発表し、グリーン成長へ向けた取組みを加速 (2020) - 再エネ由来の電気を使用して作成した水素の利用・普及を進める
5	アクティビスト関連	- 下記Wirecard社の架空計上事件等を受け、投資家が企業と十分に対話をしてチェック機能を果たすのが望ましいという風潮の下、アクティビストのドイツ進出が進む - Wirecard社が貸借対照表に約19億ユーロの銀行残高を架空計上し問題に (2020) - Wirecard社の監督機関は、「バランスシートの操作を知らなかった」と主張 - Wirecardのスキャンダルを受けて、連邦政府は2020年12月に「金融市場の健全性を強化する法律」(FISG)を提案。揺らいだドイツの金融市場の信頼を回復が目的 (2020) - 監督委員会/管理委員会のメンバーのうち、少なくとも1名は会計の専門知識を持ち、1名は監査の専門知識を持つ必要あり (2020) - FISG発効前は、メンバーのうち1名のみが会計または監査に関する特定の専門知識を有していれば可としていた

2 Boardの多様性に関する主要な改正内容

- アメリカではバイデン大統領の旗振りの下で「多様性によるコーポレートガバナンス振興法案」が再提出され、多様性が促進される流れ
- フランスではコペ・ジーマン法で、上場企業については取締役会の女性比率が4割を超えることを義務付け。役員の報酬減等厳格な罰則も付与し、結果を出す
- ドイツでは、第1次FüPoGが成功したことを受け、2022年1月から第2次FüPoGが展開。より広範囲の企業に対して女性のクォータ制を導入

アメリカ



バイデン大統領の意向で、「多様性によるコーポレートガバナンス振興法案」の再提出を実行

- 2019年にハリス副大統領が提出していた法案
- 2021年に大統領就任後に再提出
 - 民族、ジェンダー等の多様性情報の公開を要求
 - 将来の人材プランについても公開を要求

11の州 (2020年5月時点) で取締役の多様性確保に向け、州法に基づく規制等が施行又は準備段階にあり拡大傾向

- カルフォルニア州では、2019年に同州に本拠地を置く公開会社は、取締役会のメンバーに、女性・LGBTQの自己認識のある取締役を少なくとも1人登用することを義務付け。更に、2020年には、改正会社法にて、2021年末までに社会的マイノリティに属する取締役を少なくとも1人雇用することを義務付け
- ワシントン州では、2022年当初までに、取締役会の25%以上が女性や人種マイノリティ等でない場合、多様性ある候補者群から登用検討したか等、選定プロセスの情報開示を要求すると決定

Glass Lewisは、以下のように多様性を推進すること推奨

- " 指名委員会は種族、ジェンダー、民族、地域、国籍、障がい、LGBTQ、文化等の多様性を考慮すべき "
- " 6名以上の取締役のうち女性が2名未満の取締役会に対して指名委員会が反対票を投じることを推奨 "

フランス



コペ・ジーマン法 (2011) により、上場企業・大規模な会社に対して取締役会の女性比率向上を義務付け

- 「上場企業」OR「売上高か総資産5,000万ユーロ以上かつ従業員500人以上の企業」が対象
- 2017年までに取締役の40%を女性にするように義務付け
- 罰則として現役取締役員の役員報酬減額もあり得る、とした

フランス議会は、役員クラスの管理職に就く女性の最低割合を設定することを決議 (2021)

- 2021年3月時点では、SBF120社における執行委員に占める女性割合は22.4%と他国と比較しても多いとは言えない状況
- 本決議に基づき、従業員1,000人以上のすべての企業は、2027年までに30%、2030年までに40%の女性比率をエグゼクティブ・リーダーシップクラスで実現するという目標を設定する必要がある

取締役会に参加する女性の割合は、上場企業40社 (CAC40) において、2009年の10%から2019年には45%に急激に上昇し、アイスランドに次ぎ世界第2位の水準に

ドイツ



2015年に成立したFüPoGでは、2016年1月から大手企業108社の「監査役」の女性役員比率を30%以上とすることが義務付けられた

- 施行時に21.9%だった監査役会の女性割合は、35.2% (20年4月末) まで上昇

FüPoG IIは、この女性クォータ制を、より広範囲の企業に対して導入

- 2022年1月から施行
- 従業員数が通常2,000人超で、労資同数の監査役会による共同決定制度をもつ上場企業で、監査役が3名超の場合、少なくとも1名が女性、1名が男性必須
- 連邦は模範を示すため、監査役会の女性クォータ制 (30%以上) の適用を、連邦が過半数の株式を保有する企業にも拡大する
 - 例: ドイツ鉄道、連邦印刷局、ドイツ航空保安会社 等
- 監査役が2名超の監査役会においても、女性クォータ制 (最低1名以上) を導入
 - 100社強の会社が該当

3 役員管理強化に関する主要な改正内容

- フランスでは、従前から莫大な役員報酬が問題となっていたが、昨今Apef-Medefコード等で報酬上限値の目安が定量的に示された他、支払われる退職金に対する説明性向上を企業に対して強く要求
- ドイツでは、監査役の独立基準や役員の兼任上限が明確化される形でコード・法律の整備が進んだ他、役員報酬の高騰を規制しようとする動きもみられる

フランス



フランスでは役員報酬の規制が従前から問題であり、近年規制が立て続けに実装

- フランスでは、Boardメンバーの報酬の高さが20年以上前から問題
 - 退職金だけで30～40億円程度の報酬が支払われた実績も存在
- 上記の問題意識を受け、昨今Boardメンバーの報酬を制限する動きが加速Apef-Medefコード等で報酬上限の目安が具体化
 - 政府が企業の株主の立場として、役員の高額な報酬に対して異論を発議する「SAY ON PAY」を推進
 - 役員の退職金は、2年分の報酬が限度とされる
 - 競業避止義務の条項をさらに厳しくすることで、従来様々な名目の下で支払われてきた役員への退職金を阻止
 - 先の改正で、「65歳以上の退職の場合には、競業避止義務を理由とする退職金を支払うことはできない」としていたものを、年齢に関係なく同理由による退職金の支払いを禁止
 - 業績条件に基づく退職給付と報酬の支払い基準の明確化
 - AMF (フランス金融庁) の勧告に従い、退職金を公表が必要に
 - 追加年金制度により従来不明確な条件で支給されていた退職給付や報酬に関して、在職中の業績条件に応じて支給することに変更。業績条件を達成できずに辞める役員は、追加年金制度の適用が困難に

なお、これらの規制は、外れ値的に高額な報酬を取り締まるものであり、平均的な企業の役員報酬決定には実質的に大きな影響を及ぼしていない可能性

- フランス企業のCEO報酬の中央値は概ね横ばいで推移
 - 15年5.1億円→16年4.7億円→17年5.3億円→18年5.3億円→19年5.0億円

ドイツ



監査役会の独立・兼任・報酬等に関する基準が明確化

- 監査役会における独立基準や兼任上限の明確化が進む
 - 監査役会メンバーの兼任上限が規定され、5つの兼任が上限、上場会社の執行役員 (management board) メンバーは、2つより多くの監査役を兼任すべきではない、監査役の議長職を担当している場合はダブルカウント等と規定
- 高騰する経営者報酬への世論の反発を受け、役員報酬を規制するコーポレートガバナンス規準、法律が2000年以降に相次いで施行
 - 2002年「コーポレートガバナンス規準」で、取締役の個人別報酬開示が提案され、翌年には「勧告」に変更
 - ガバナンス規準へ応じる上場企業は2/3程度で、これを不十分と判断したため、2005年「取締役役員報酬開示に関する法律」によりこれを義務付け
 - 報酬高騰が継続したため、2009年「取締役役員報酬の相当性に関する法律」により、監査役会が役員報酬を決定する際の基準を設定
 - 結果的に否決されたが、その後も経営者・役員報酬規制に係る法案が2013年、2017年に国会にて審議されるとともに、毎年同種内容の法案が発議される

ドイツにおいて報酬規制の効果は、明確には観測できない

- ドイツ企業のCEO報酬中央値は緩やかな増加傾向
 - 15年6.3億円→16年6.0億円→17年7.2億円→18年7.4億円→19年7.0億円

4 社会・環境戦略の重要度向上に関する主要な改正内容

- 国により、推奨・認証が明示的な法的拘束力があるのかという違いはあれども、上場企業についてはその立場上環境対策を進めざるを得ない状況となっている
 - アメリカのBenefit Corporationという認証を与える取組みは、社会・環境に配慮する旨の定款記載を推進するもので、その後ヨーロッパ各国にも広まった
 - フランスでは、PACTE法の試行によって、企業に対して社会・環境に対する取組みを要請する動きが強まる
 - ドイツでは、気候保護法が成立。産業・業態別にCO2の削減目標を設定して環境対策を推進

アメリカ



2010年以降、35の州 (2019年時点) で、社会・環境への影響、説明責任、透明性を定款等に記載している企業に認証を与えるB-corporation制度が試行 (2010)

- ベネフィット・コーポレーション (=社会・環境に配慮している会社) であることを定款に明記し、第三者機関の評価、報告書の作成及び開示が要求される
- 本件は欧州でも注目され、2015年のイタリアの「Società Benefit」、2019年のフランス「Entreprises à mission」導入に繋がる

PRI (Principles for Responsible Investment) やGRI (Global Reporting Initiative) は、近年 ESG 課題を考慮する投資家が増えている状況を踏まえ、現状のRegulation S-Kに基づく企業開示は投資家ニーズを満たしていないと判断 (2016)

- GRIはSECに対し、SEC登録企業が法定開示書類の中でそれら事項の開示を促進すべきとしている (2016)
- 多くの SEC 登録企業はSECの法定開示書類以外でサステナビリティ事項を開示しているのが実情

カリフォルニア州では、サプライチェーン透明法 (2010) により、特定の小売業者や製造業者に対して、サプライチェーンに関する特定の情報開示を義務付け

- サプライに関係する奴隷制や人身売買に関連する情報が開示対象
- 対象各社はWeb上で情報開示する必要あり

フランス



欧州委員会がEU経済を持続可能なものにするために打ち出した「欧州グリーンディール」を採択 (2019)

PACTE法 (企業の成長及び変革に関する制度) が施行され、企業に社会的・環境的に良い行動をとることを要請

- 社会・環境のミッションを定款に明記し、遂行のための体制を構築した会社は、「ミッションを有する企業 (Entreprises à mission)」を名乗ることができるという認証制度を実行
 - 独立第三者機関が、ミッションの遂行度合いを評価し、結果によっては認証の剥奪と責任追及が行われる
- 2020年初の認定を受けたダノンは以下を定款に記載するとともに、循環型のサイクル構築に向けた管理体制に移行
 - 製品を介した健康の改善
 - 地球資源の保護
 - 将来を社員と形成すること
 - 包摂的な成長を実現

ドイツ



気候保護法を成立させ、国レベルでの気候目標に法的拘束力を付与 (2019)

- 連邦気候保護法は、パリ協定に基づき、ドイツ・EUとして達成すべき気候保護目標を満たすために制定された法律
- セクター別・年次で削減目標を定量的に提示

国家水素戦略を発表し、グリーン成長へ向けた取組みを加速させる (2020)

- 再エネ由来の電気を使用して作成した水素の利用・普及を進める

1-2. 海外主要国のガバナンスに関する実態 取締役会の実効性を高めるための取組み (1/2)

各国の取締役会における議長の属性を見ると、日本の取締役会議長の年齢 (68.1歳) は、イギリス (65.4歳)、フランス (62.8歳)、ドイツ (65.0歳) と比べてやや高い程度である一方、女性比率については、欧米諸国の5~8%に対して日本は1%と著しく低い

取締役の構成を見ると、日本は社外取締役の比率、女性取締役比率が低く、

保有スキルの観点からは、グローバル、コーポレートファイナンス、サステナビリティの経験・専門性が不足している傾向がある

- 社外取締役比率は全体平均63%に対して日本は37%、女性取締役比率は、全体平均23.1%に対して日本は5.3%に留まる
- TOPIX100, S&P100, FTSE100の主要企業における取締役の保有スキルを比較すると、日本はグローバル、コーポレートファイナンス、サステナビリティの領域において、スキルの保有率が低い傾向。特に、グローバルについては、日本 (30.9%) とアメリカ (71.3%)・イギリス (69.7%) との差が最も大きい

指名委員会・報酬委員会等の法定の委員会を除く各種委員会の設置については、ビジネス・戦略、コーポレートファイナンス、サステナビリティ、リスク管理の領域での委員会設置が海外で進んでいる状況

- アメリカでは、Executive、Financeと、ビジネス・戦略やコーポレートファイナンス系の委員会設置が多い傾向
- イギリスでは、リスク管理に関する委員会の設置率が相対的に高い
- フランスでは、Strategy & Planning、CSRと、ビジネス・戦略、サステナビリティに関する委員会を、主要上場企業の約半数が設置
- ドイツでは、Presiding、Strategy & Planning、Financeと、ビジネス・戦略系、コーポレートファイナンス系の委員会の設置が多い

1-2. 海外主要国のガバナンスに関する実態 取締役会の実効性を高めるための取組み (2/2)

諸外国においては、取締役会/経営チームの多様性・有効性を担保するための仕組みが取締役選任、オンボーディング、モニタリング等のプロセス全体を通じて設計・運用されている。スキル・マトリックスや実効性評価もその一環という位置づけ

- 取締役会における社外比率が高い海外企業においては、自社戦略の方向性の明示や内部統制を効かせる目的で、主にProxy Statementにて、取締役を求めるスキルを定義し候補者がそれに相応しい人材であることを経歴等含めて文章で丁寧に説明をしており、その一部としてスキル・マトリックスの活用や取締役会の実効性評価・開示が実施されている
- 他方、日本企業の場合、社内取締役と社外取締役では、社内比率が高い企業が多く、期待されるスキルセットは社外取締役のそれとは異なる所もあるため、マトリックス作成方法に工夫を要する

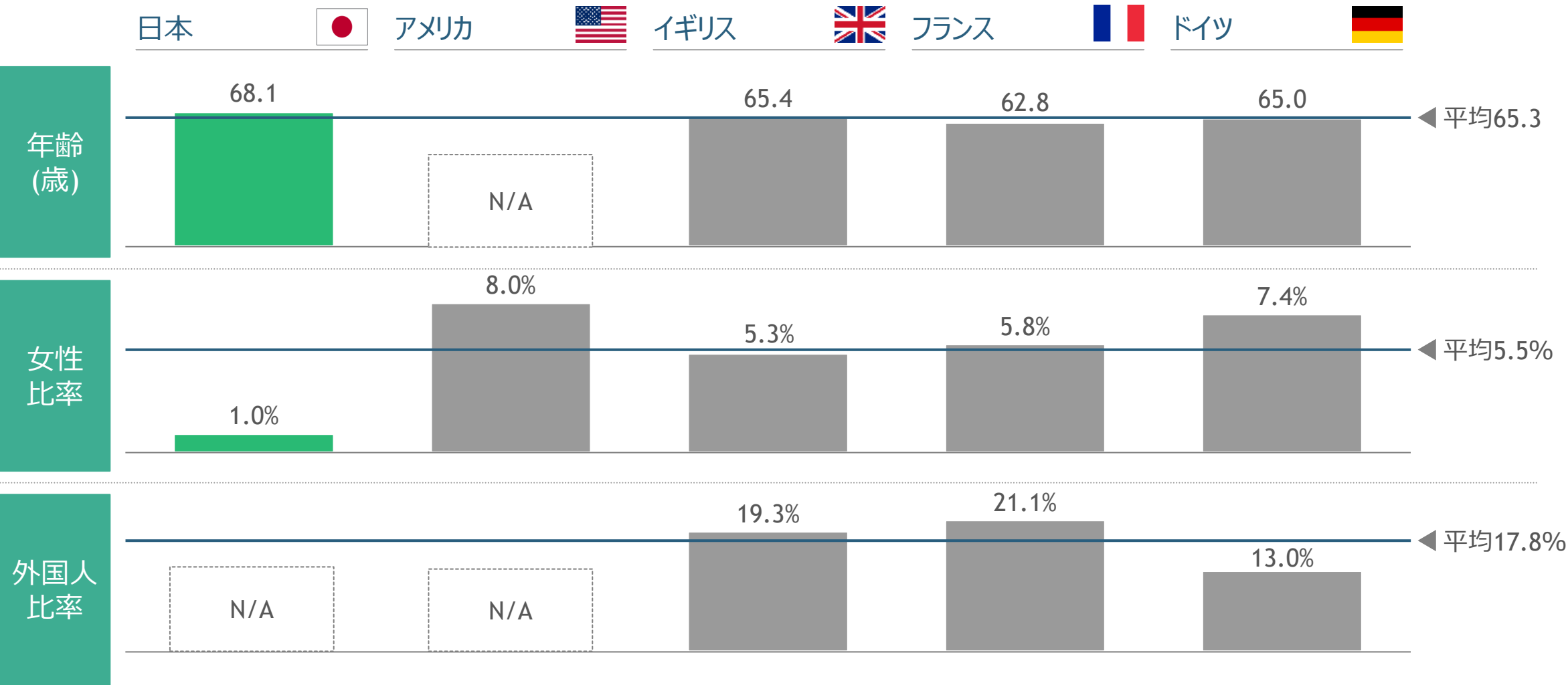
根拠規定や制度は異なるものの、海外主要国において、トップ企業による取締役会の実行性評価やスキル・マトリックスの開示は幅広く浸透している

- アメリカ、日本で多くの企業に浸透しつつあり、一部の企業は戦略的有効活用に成功している
- ヨーロッパ諸国においては必ずしもスキル・マトリックスという開示形態にこだわっていない会社も存在

各国ともコーポレートガバナンスコードや上場企業マニュアル等によって実効性評価の実施が要請/推奨されており、取締役による自己評価・相互評価をベースに、第3者評価も一部取り込んで実効性評価を実施している

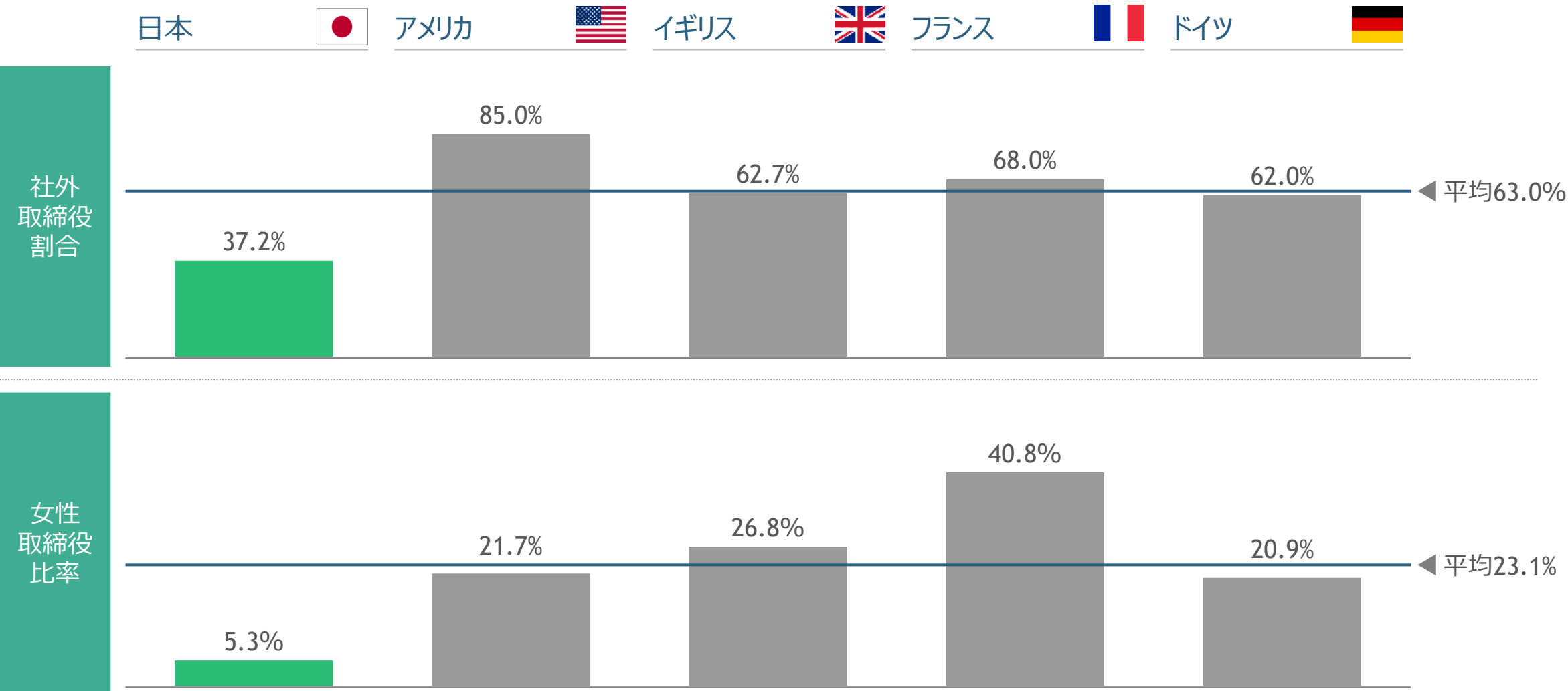
各国の取締役会議長の属性

- 各国の取締役会における議長の属性を見ると、日本の取締役会議長の年齢 (68.1歳) は、イギリス (65.4歳)、フランス (62.8歳)、ドイツ (65.0歳) と比べてやや高い程度である一方、女性比率については、欧米諸国の5-8%に対して日本は1.0%と著しく低い
- 欧州諸国では、20%程度の会社が外国人を議長に据えている



各国の取締役会における 社外取締役割合・女性比率

- 日本の社外取締役比率、女性取締役比率は、どちらも海外主要国と比べて低い
 - 社外取締役比率は5ヶ国平均63.0%に対して日本は37.2%、女性取締役比率は、5ヶ国平均23.1%に対して日本は5.3%



Note: 各国の集計対象は、日本がTOPIX100社、アメリカがS&P500社、イギリスがFTSE100社+FTSE250で上位50社の合計150社、ドイツがDAX30社、フランスがCAC40社の2019年のデータ
Source: 経産省資料「社外取締役の在り方に関する実務指針」について、Spencer Stuart「2020 Japan Spencer Stuart Board Index」、大野「女性役員登用の国際比較および女性役員と企業業績・株価の関係」

取締役の人材プール スキル保有状況

- 取締役が保有しているスキルの分布をみると、日本はグローバル、サステナビリティ、コーポレートファイナンス系のスキルにおいて改善余地が大きいと考えられる
- これらのカテゴリーにおいては、アメリカ、イギリスとの比較において該当スキルの保有状況が総じて低くなっている

スキル		日本平均 TOPIX100	アメリカ平均 S&P100	イギリス平均 FTSE100
グローバル	Global	30.9%	71.3%	69.7%
	Management	37.7%	57.9%	35.6%
ビジネス	Strategy	38.9%	72.0%	70.8%
	Operation	60.6%	75.8%	70.8%
	Marketing	46.3%	41.0%	44.7%
	Purchase	5.3%	2.1%	2.6%
広報	Communication	6.7%	1.7%	2.9%
人事	HR/Talent	9.6%	11.4%	4.9%
サステナビリティ	ESG/CSR	5.3%	9.4%	6.0%
	HSE	10.5%	18.6%	17.7%
	Public	11.4%	14.0%	13.8%
コーポレートファイナンス	Finance	22.2%	67.0%	59.5%
	Investment	22.1%	63.7%	59.0%
	Accounting	19.8%	31.3%	27.2%
	Finance Sector	11.9%	21.6%	27.6%
	Administration	14.8%	2.2%	1.6%
リスク・管理全般	Regulatory	0.0%	41.1%	21.8%
	Risk	16.8%	57.0%	59.5%
	Governance	15.8%	69.7%	57.8%
	Ethics/Law	15.0%	9.8%	3.0%
技術	IT	5.5%	13.1%	3.2%
	Technology	11.2%	33.0%	20.8%
	R&D	9.1%	23.6%	7.5%
	IP	1.6%	0.5%	0.4%
	Academia	10.3%	9.0%	4.7%
監査	Audit	38.2%	42.1%	52.5%



グローバル、サステナビリティ、コーポレートファイナンスの専門性が不足している傾向あり

パーセンテージは当該スキルを保有する人数を取締役総数で除したもの

各種委員会の設置状況

- 各種委員会の設置状況は国によって異なるが、海外主要国においては、ビジネス・戦略、コーポレートファイナンス、リスク管理、サステナビリティ系の委員会設置が進んでいる

カテゴリ	委員会名	アメリカ(S&P500)	イギリス(FTSE150)	フランス(SBF120)	ドイツ(DAX ¹)
監査	Audit	100%	100%	93%	99%
ビジネス・戦略	Executive	27%	0%	0%	0%
	Strategy & Planning	2%	0%	47%	22%
	Presiding	0%	0%	0%	69%
	Strategic Geographical Area	0%	0%	3%	0%
コーポレート ファイナンス	Finance	27%	8%	0%	15%
	Investment/pension	3%	0%	0%	0%
	Acquisitions/corporate development	2%	0%	0%	0%
技術	Science & technology	13%	3%	8%	13%
リスク管理	Risk	12%	17%	8%	9%
	Legal/compliance	6%	9%	0%	0%
サステナビリティ	ESG	0%	4%	0%	0%
	Sustainability	0%	7%	0%	0%
	CSR	0%	0%	44%	0%
	Environment, health & safety	11%	12%	0%	0%
	Public policy/social & corporate responsibility	7%	11%	0%	0%
人事	People and Engagement	0%	2%	0%	0%
	Personnel	0%	0%	0%	3%
他	Others	0%	6%	8%	0%

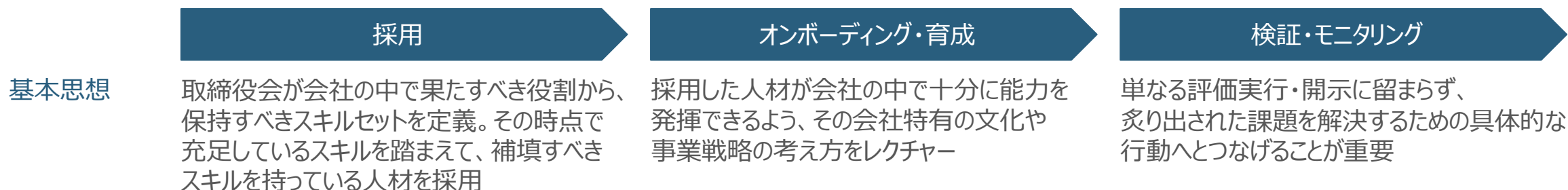
パーセンテージは当該委員会数を会社総数で除したもの

海外主要国においては、
ビジネス・戦略、
コーポレートファイナンス、
リスク管理、
サステナビリティ関連の
委員会が多くの人に
設置されている

1. ドイツについては、DAX30, M-DAX, S-DAX, Tec DAXに該当する68社を対象として分析
Source: Spencer Stuartのレポートを基にBCGが分析

各国における取締役の採用・育成および実効性評価に関する取組内容

- 会社にとって必要なスキル・専門性の明確化から、当該スキル・専門性を有する人材の採用、オンボーディング、実効性評価まで一貫してPDCAを回すことが必要
- 採用プロセスでは自社に必要な人材の属性・スキルを明確化し、適切な人材紹介機関とも連携しながら採用活動を進めることが重要
- 会社固有の文化・考え方にスムーズになじめるようなオンボーディング、取締役としてのスキル向上のための教育活動は、真の実効性向上には不可欠
- 検証・モニタリングは単なる評価活動で終わらずに、次期以降の課題解決行動につなげることが必要



具体的な施策例

スキルマトリクス

- 会社のパーパス・ビジョン、戦略等に基づいて取締役会が果たすべき役割および必要となるスキルセットを明確化
- 必要となるスキルセットを基に、必要となる
- 適宜外部の採用専門機関も活用しながら、当該スキルを持っている人材を採用

役員オリエンテーション・研修

- 採用した人材が会社の中で十分に能力を発揮できるよう、自社に合った形でオリエンテーション・教育を実行
- 例えばアメリカの主要企業では、独自のオンボーディングプログラム、外部機関と連携した取締役教育を展開し、採用した人材が十分に能力を発揮できるように配慮

取締役会の実効性評価

- 自己評価、取締役会事務局評価、第3者評価等を総合して取締役会の実効性評価を実行
- 実効性評価の実行プロセス・結果を、Proxy Statement等で公表すると共に、対応方針に関する開示を実施

● 各国のスキル・マトリックス活用状況

- スキル・マトリックスは、アメリカ、日本で多くの企業に浸透しつつあり、一部の企業は戦略的有効活用已成功している
- ただ、ヨーロッパ諸国では必ずしもスキル・マトリックスという開示形態にこだわっていない会社も存在

	日本 	アメリカ 	イギリス 	フランス 	ドイツ 
根拠となる ガイドライン	コーポレートガバナンスコード (2021年6月改定版)	Corporate Governance Principles and Recommendations	コーポレートガバナンスコード Financial Reporting Council Guidance on board effectiveness	コードにはスキル・マトリックス 活用への明言なし	Deutscher Corporate Governance Kodex
開示媒体	- Proxy Statement - アニュアルレポート - 統合報告書 - サステナビリティ報告書 - CSRLレポート	- Proxy Statement - アニュアルレポート - ダウ30社中1社のみ 使用	- Proxy Statement - アニュアルレポート		
浸透度 (開示企業数)	時価総額TOP30社中 13社 (43%)	ダウ30社中25社 (83%)	FTSE上位30社中17社 (57%)	EU50社中16社 (32%) - フランス6社、ドイツ3社、オランダ3社、スペイン2社	
内容 役職	- 取締役 - 監査役 - 執行役	取締役	取締役		
主なスキル 項目 ¹	- 財務・会計・税務 - 企業経営 - 法務・コンプライアンス - 海外経験 - 技術	- 財務・会計 - 技術 - 経営経験 - 国際経験 - 法務・リスク管理	- 財務・会計 - 技術 - 経営経験 - 国際経験		
経営における 活用方法	一部の先進企業では活用 - 実効性を担保 - スキルバランス・多様性の担保	先進企業では経営改善に 効果的に活用 - 実効性の担保 - 取締役会のサクセッション - 投資家対策	開示企業も存在するものの、必ずしもスキル・マトリックスという表現形式への拘りがあるわけではないか 会社のビジョンから必要なスキルを定義し、取締役の実効性を評価・開示する取組み自体は存在		

1. 日本についてはTOPIX500社が公表している項目上位5つを、アメリカについてはダウ30社が採用している項目の上位5つを表示。イギリス・フランス・ドイツについては一橋大学円谷研究室が主な項目と判断した要素を記載
 Source: 東京証券取引所「コーポレートガバナンスコード(2021年6月改定版)」、コーン・フェリー・ジャパン「スキル・マトリックスの開示状況」、大和総研「スキル・マトリックスの開示状況と示唆」、円谷「取締役ダイバシティの主要国比較」、金融庁資料「取締役会の機能発揮と多様性の確保」、プロネクス研究所「取締役スキル開示の日米比較と日本企業への改善提言」

● 日本企業のスキル・マトリックス活用状況

- トップ旗振りの下で、企業理念・Purpose達成に必要な実務能力をスキル項目に落とし込み、個人の専門性が明らかになるよう、メリハリのある評価を行うことが作成時のポイント
 - ニトリHDでは、全取締役役に自社らしさを表現できているかを確認してスキル項目を設定し、全項目数の半数を該当スキル数上限に設定してメリハリのある評価を実行
 - アサヒグループHDでは、前会長もスキル・マトリックスの作成に対して意見。PDCAが回る仕組みを意識してスキル・マトリックスを作成・活用
 - ピジョンでは、会社の存在意義からスキル項目を決定し、該当スキル数を項目数全体の半分以上に絞って開示

スキル・マトリックス作成手法

(作成後の) 活用方法

	スキル項目の選び方	評価対象・評価手法	経営判断等への反映の仕方
ニトリHD	基礎的な観点の抜けもれ防止のための取組み • 好事例とされる他社のマトリックスを参照 - 日産自動車 の事例等を参照 自社の個性を盛り込むための取組み • "魂を込める" ために、経営戦略「現状否定変化・挑戦」を項目として追加 • 全取締役に草案を確認し、当社らしさを表現できているかを確認	該当スキル項目選択の工夫 • 社内/社外取締役に期待するスキルを直接売上に結び付くかという観点で分類 - 社内: 商品開発・製造・営業 等 - 社外: 法務・ガバナンス 等 • 各取締役の強みを明確化する意図で、一人当たりの該当項目数を制限 - ニトリでは項目数14に対し7つに制限	採用・育成への活用 • 現状の得意・不得意分野の顕在化を受け、今後の取締役会のあるべき構成を検討 • DX人材不足が可視化されたので外部採用を実行 - 富士通出身の吉澤氏を採用
アサヒグループHD	取締役会の実効性担保のためのフレームワークの一貫として位置づけ、項目詳細を導出 • グループ理念、行動規範、経営戦略から必要な「スキル定義」を行い、「人材確保」、「深い議論」による企業価値向上を目指す 網羅性よりも経営戦略との連携を重視 • 意思決定機能と監督機能の2つに大別し、必要なスキルを抽出	評価項目の安易な変更を避ける、毎年レビューを行い適正運用を担保 • 前会長の指摘を踏まえ、PDCAを着実に回すとともに、役員、事務局、第3者意見から評価し、情勢の変化には適時対応	役員の選任基準への活用 • 取締役会スキル・マトリックス・CEOスキルセット等をサクセッションプランの策定に活用 • 指名委員会は、役員人事、重要子会社役員人事の答申に活用 投資家と共通言語ができ、経営の透明性向上 • 各スキル項目定義を記載することで、投資家へ選任理由説明の共通言語として活用
ピジョン	会社の存在意義・重要課題から逆算する形でスキル項目を定義 • 存在意義から重点課題6つとそれを解決するのに必要なスキルを設定 株主の納得感向上のため、中期経営計画との関連も意識して記載 • 第7次中期経営計画の3大重点戦略、ブランド・商品・地域戦略の実効性も考慮	取締役と監査役がスキルを開示 • スキルの開示範囲は取締役及び監査役 • スキル開示は、取締役5個/10項目、監査役3個/10項目を最大値とし、特徴がわかる形で記載	よりクリアな投資家コミュニケーションに活用 • 各スキル項目の採用ストーリーを詳細に開示することで納得感を醸成

● ニトリHDのスキル・マトリックス作成事例

- 全取締役を巻き込んで自社らしさを表現するスキル項目を設定し、メリハリのあるスキル評価を実行。自社が補完すべきDXに専門性を持つ社外取締役を起用
 - スキル項目の草案を全取締役で確認し、自社らしさを表現できているかを担保
 - スキル項目総数14に対して7を上限とし、メリハリのある該当スキル判定を実行
 - スキル・マトリックス作成の結果、DX人材不足が明らかになったため、デジタル領域に関する専門性のある社外取締役を起用して専門性の補完を実行

スキル項目の選び方

一般的な観点・基礎観点の抜け漏れ防止

- 先行した日産自動車等の他社マトリックスの項目を参照

日産自動車	ントリ
グローバルマネジメント	マクロ経済 国際情勢 海外事業戦略 物流 貿易 調達
セールスマーケティング	営業企画 出店政策 企業経営 経営戦略
製品/技術	商品開発 コーディネート 製造 品質管理 DX推進 IT 情報通信
法務/リスクマネジメント	法務 リスクマネジメント
ガバナンス	内部統制 ガバナンス 組織・人事 人材開発
財務/会計	財務会計 税務
CSR	サステナビリティ SDGs
政府機関	N/A
自動車業界	N/A

個性を盛り込むため、全取締役を巻き込んで項目決定

- 全取締役役に草案を確認して表現確認
- "魂を込める" ために、「現状否定 変化・挑戦」を追加

3つの重点方針を策定

グループ成長軌道の確立と新たな挑戦

グローバルチェーンを支える組織と仕組み改革

お客様の暮らしを豊かにする商品・店・サービスの提供

評価対象・評価手法

該当スキル項目選択の工夫

- 社内取締役には事業の基幹部分を、社外取締役に
間接機能を担うことを期待
- 取締役の強み、期待するスキルを明確化するため、
一人当たりの✓項目数に制限
 - 項目数14に対し7に制限。更なる絞込みも検討

氏 名	役 職	独立 役員	指名 報酬 委員会	企業経営 経験者	当社が取締役に期待する知見・技能										
					海外事業 グループワーク	投資・融資 管理	物流・貿易	DV環境 IT活用能力	中小企業 出向経験	海外事業 戦略	国語・漢字 実用・読解力	人財開発	証券会計 知識	内部統制 システム	SAP/PF JDE/JDA
石川 正徳	代表取締役会長	●	●	●					●	●	●				
佐々木 隆之助	役員 専任													●	
白井 俊之	代表取締役社長			●	●	●	●	●	●	●	●				●
須藤 文弘	取締役 執行役員副社長			●	●	●	●	●	●	●	●				●
松元 史朗	取締役 執行役員副社長			●	●	●	●	●	●	●	●				●
武田 政則	取締役			●	●	●	●	●	●	●	●				●
安瀬子 寿美	取締役			●	●	●	●	●	●	●	●				●
岡野 恭明	取締役			●			●			●					●
緒遠 定征	社外取締役	●	●	●											
宮内 雅彦	社外取締役	●	●	●	●					●	●			●	●
吉澤 尚子	社外取締役	●	●	●			●								
久保 隆男	取締役 監査等委員	●	●	●		●				●					
安藤 博希	社外取締役 監査等委員(委員長)	●	●	●					●	●	●			●	●
鈴木 和宏	社外取締役 監査等委員	●	●	●						●	●			●	●
立岡 恒良	社外取締役 監査等委員	●	●	●			●							●	●

- ☐：社内取締役 に期待していると推察する項目（「商品開発 コーディネート」、「製造 品質管理」、「物流・貿易 調達」、「営業企画 出店政策」、「現状否定 変化・挑戦」、「組織・人事 人材開発」）
☐：社外取締役 に期待していると推察する項目（「マクロ経済 国際情勢」、「法務 リスクマネジメント」、「内部統制 ガバナンス」）

経営判断等への反映の仕方

採用・育成への活用

- 現状の得意・不得意分野の顕在化を受けて、今後の取締役会のあるべき構成を検討
- DX人材不足が可視化されたことを受け、外部採用を実行
 - DXを推進した経験を有する社外役員を選定・採用



吉澤 尚子氏

富士通でのデジタル領域での豊富な経験を
踏まえ、ニトリのDX実現・IT強化を目的に起用

- 30年以上、データベースや携帯電話・スマートフォンの開発、AI事業等で国内外のプロジェクトを担当
- 直近では、新規IT事業立上げ、ベンチャーへのアドバイザリーサービスを提供

同氏の富士通における、DX、ITに関連した主要歴	
1988	富士通入社
2009	モバイルフォン事業本部統括部長
2011	アメリカ富士通研究所グローバル開発センター長
2016	富士通株式会社アドバンスドシステム開発本部長代理兼AI推進室長
2017	執行役員兼AI基盤事業本部長
2018	執行役員常務兼デジタルサービス部門副部門長
2018	執行役員常務兼FUJITSU Intelligence Technology LTD CEO
2019	執行役員常務兼デジタルソフトウェア&ソリューションビジネスグループエバンジェリスト

アサヒグループHDのスキル・マトリックス作成事例

- 取締役会の実行性を高めるフレームワークの一環に位置づけ、経営戦略との連携を重視しスキル項目を選定。執行役員の評価やサクセッションプラン策定に活用
 - 経営戦略との対応関係を意識して取締役に必要なスキルセットを定義
 - 役員、事務局、第3者意見を踏まえてスキル項目の設定についてPDCAを回す
 - 役員のサクセッションプラン策定、IR向上に活用

スキル項目の選び方

取締役会の実効性担保のためのフレームワークの一貫として位置づけ、項目詳細を導出

- グループ理念、行動規範、経営戦略から必要な「スキル定義」を行い、「人材確保」、「深い議論」による取締役会による企業価値向上を目指す

網羅性よりも経営戦略との連携を重視

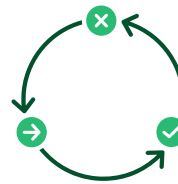
- 経営理念Asahi Group Philosophyを基に、長期企業価値向上に必要な意思決定機能と監督機能を定義
 - 「グローバル経営力」は、「地球規模の視野で考え、地域視点で行動する」中期経営方針(2019)を反映
 - 「非連続成長推進力」は、不確実な時代に、非連続の成長を許容する同社バリュー「挑戦と革新」を反映

執行役員スキル・マトリックス項目		
スキル項目		内容
意思決定スキル	長期展望・戦略思考	長期の社会の変化を洞察し、バックカスティングに基づいた戦略的思考で経営するスキル
	グローバル経営力	グローバル視点で経営を考え、ローカルの経営を最適化する、グローバルとローカルを俯瞰した経営スキル
	サステナビリティ経営思考	サステナビリティを経営そのものと捉え、中長期戦略と社会的課題の解決を融合し、経営するスキル
	非連続成長推進力	技術革新や事業構造の変革等を推進し、非連続成長を経営するスキル
監督スキル	当社事業マネジメント	AGPIに基づく中期経営方針に従った、的確な執行状況把握と課題を提起するスキル
	財務会計・内部統制	経営視点での財務会計やグループガバナンスを実質化する内部統制のスキル
	人材マネジメント	グローバルな価値創造の源である社員の能力発揮を見極め、多様な人材をマネジメントするスキル

評価対象・評価手法

評価項目について毎年レビューを行い適正性を担保

- 前会長の指摘を踏まえ、PDCAを着実に回すとともに、役員、事務局、第3者意見から評価を行い、情勢の変化には適時対応



項目更新のタイミングについては比較可能性とのトレード・オフを考慮し、慎重に検討

- 但し、複数年で比較可能な内容にするため、毎年レビューするからと言って毎年項目を更新するわけではない



取締役会の実効性の評価が、毎年ご破算になっていないか。PDCAを回していないのではないか (代表取締役会長・社長)

経営判断等への反映の仕方

役員等のサクセッションプラン策定、選任基準の明確化に活用するとともに、株主理解を促進

- 取締役会スキル・マトリックス/CEOスキルセット等をサクセッションプランの策定に活用
 - 計画に沿った登用や配置、後継者候補に対するコーチング及び次世代・次々世代の後継者候補の研修に反映するとともに、評価に活用
- 指名委員会は、役員人事、重要子会社役員人事の答申に活用
- 各スキル項目定義を記載することで、投資家・社内へ役員選任理由説明に活用
 - 共通言語として活用することで、投資家からの指摘もクリアになる、対話が充実
 - 社内向けにも、役員選任の納得性が向上

● ピジョンのスキル・マトリックス作成事例

- 会社の想いの実現と株主への責任からスキル項目を選定。各役員に求めるスキルを明確化するとともに、策定経緯詳細をストーリーとして公開して投資家の納得感醸成に活用
 - 会社の存在意義・重要課題から取締役に必要なスキル項目を定義
 - スキル項目10個に対し、取締役が最大5つ、監査役が最大3つの該当項目数でスキル評価を実行
 - 投資家への役員選任理由の説明性向上に活用

スキル項目の選び方

会社の存在意義・重要課題から逆算し、スキル項目を定義

- 存在意義 (Purpose) から自社が解決すべき重要課題を6つ定め、対処に必要なスキルを設定

株主の納得感向上のため経営計画も考慮

- 第7次中期経営計画の3大重点戦略との関係性もスキル選定に反映

会社の想い		株主への責任	
存在意義	赤ちゃんをいつも真に見つめ 続けこの世界をもっと赤ちゃんに やさしい場所にします	中期経営計画	①ブランド戦略 「商品を買ってもらう」から 「当社のビジネスに共感し、 選んでもらう」ブランド作り ②商品戦略 グローバルで当社の強みを 活かせるカテゴリーで、 成長を加速させる ③地域戦略 各地域の市場特性に 合った「開発・生産・販売」 サイクルを構築し、スピード を持って実行する
	①事業競争力・開発力向上 ②持続的な環境負荷軽減 ③ステークホルダー対応力向上 ④人材の「質」の向上 ⑤働きやすい環境づくり ⑥強固な経営基盤の構築		

求められる専門性

「経営・事業戦略」、「当社事業・業界経験」、「グローバルビジネス」、「デザイン・研究開発・商品開発」、「サプライチェーンマネジメント」、「マーケティング・ブランディング」、「人材育成・企業文化」、「財務・会計」、「法務・コンプライアンス・リスクマネジメント」、「社会課題解決」

評価対象・評価手法

取締役と監査役がスキルを開示

- スキルの開示範囲は取締役及び監査役
- スキル項目10に対して選択されている項目は、取締役で最大で5つ、監査役で最大で3つと、期待スキルが明確

	氏名	地位	取締役に求められる専門性									
			経営・事業戦略	当社事業・業界経験	グローバルビジネス	デザイン・研究開発・商品開発	SCM (※)	マーケティング・ブランディング	人材育成・企業文化	財務・会計	法務・コンプライアンス・リスクマネジメント	社会課題解決
取締役	仲田 洋一	取締役最高顧問	○	○					○			○
	山下 茂	代表取締役会長兼取締役会議長	○	○	○				○	○		
	北澤 重政	代表取締役社長	○	○	○	○		○				
	赤松 栄治	取締役専務執行役員		○					○		○	
	板倉 正	取締役専務執行役員		○		○	○				○	
	倉知 康典	取締役常務執行役員		○				○	○			
	Kevin Vyse-Peacock	取締役上席執行役員	○	○	○	○	○					
	新田 孝之	社外取締役 独立 ^{※1}	○							○	○	
	堀山 玲人	社外取締役 独立 ^{※1}	○		○			○	○	○	○	
	岡田 英理香	社外取締役 独立 ^{※1}							○	○		
監査役	林 千晶	社外取締役 独立 ^{※1}	○			○		○	○			○
	山口 紀理子	社外取締役 独立 ^{※1}	○		○	○		○				○
	松永 繁	常勤監査役		○						○	○	
	西本 浩	常勤監査役		○			○					
	大津 広一	社外監査役 独立 ^{※1}								○	○	
	太田 孝子	社外監査役 独立 ^{※2}									○	○

□ :取締役
社内/社外を問わず、3~5つのスキル項目に✓

□ :監査役
2~3つのスキル項目に✓

経営判断等への反映の仕方

よりクリアな投資家コミュニケーション・納得感醸成に活用

- 各スキル項目の採用ストーリーを詳細に開示することで納得感を醸成
 - 同社HPのコーポレートガバナンスに関連するページにおいて各スキル策定の経緯を数千字のストーリーで記載
 - 投資家の役員に対するWhyやWhatに関する質問に明確に回答



Walmartのスキル・マトリックス作成事例

- 「企業戦略の実現」と「ガバナンスの担保」という観点からスキル項目を導出。自己評価と第3者委員会の評価を組み合わせるマトリックスを作成
 - 企業戦略の実現とガバナンスの担保が取締役が担うべき機能であると定義し、これに必要なスキル項目を定義
 - 各スキルの該当/非該当判定の基準を詳細に明文化。また、自己評価に加えて指名・ガバナンス(Nominating and Governance)委員会の視点も入れて総合的に評価
 - 作成したスキル・マトリックスは、サクセッションプランの策定に活用

スキル項目の選び方

「戦略の実現」と「ガバナンスの担保」が取締役会が担うべき機能であると掲げ、その実現のために次の観点でスキルを導出



卓越したリーダーシップ



多様な視座と視点



戦略的なスキルセット



自社のビジネスと
事業戦略に係る専門的知見

評価対象・評価手法

各スキルに明確な基準設けてスキル該当/非該当を判定

毎年、取締役の自己評価とNGC (Nominating and Governance Committee) で総合的に評価

- 指名・ガバナンス委員会という第3者の目が入る

Experience and Skills Relevant to the Successful Oversight of our Strategy



Retail Experience As the world's largest retailer, we seek directors who possess an understanding of financial, operational, and strategic issues facing large retail companies.



Technology or eCommerce Experience In order to support our omni-channel strategy to combine our unique physical and digital assets and capabilities, we seek directors with experience in related industries who can provide advice and guidance on the development and uses of technology as well as eCommerce, omni-channel, and digital businesses.



Global or International Business Experience Directors with broad international exposure provide useful business and cultural perspectives, and as a global organization, we seek directors with experience at multinational companies or in international markets.



Marketing or Brand Management Experience Directors with relevant experience in consumer marketing or brand management, especially on a global basis, provide important insights to our Board.

Experience and Skills Relevant to Effective Oversight and Governance



Senior Leadership Experience Directors who have served in relevant senior leadership positions bring unique experience and perspective. We seek directors who have demonstrated expertise in governance, strategy, development, human capital management, workforce development, and execution.



Regulatory, Legal, or Risk Management Experience Our company's business requires compliance with a variety of regulatory requirements across a number of federal, state, and international jurisdictions. Our Board values the insights of directors who have experience advising or working at companies in regulated industries, and it benefits from the perspectives of directors with governmental, public policy, legal, and risk management experience and expertise.



Finance, Accounting, or Financial Reporting Experience We value an understanding of finance and financial reporting processes because of the importance our company places on accurate financial reporting and robust financial controls and compliance. We also seek to have multiple directors who qualify as audit committee financial experts.

取締役会全体、また取締役員
それぞれがパフォーマンスしているかを
スキル要件も鑑みNGCが評価

経営判断等への反映の仕方

スキル・マトリックスを取締役会の現状を把握し、
指名委員会・ガバナンス委員会が、次期取締役育成に向けた、
サクセッションプラン策定に活用

- 指名委員会・ガバナンス委員会が存在し、取締役会の人事を検討

Director Nominee	Experience and Skills Relevant to the Successful Oversight of our Strategy				Experience and Skills Relevant to Effective Oversight and Governance		
	Retail	Global or International Business	Technology or eCommerce	Marketing or Brand Management	Senior Leadership	Finance, Accounting, or Financial Reporting	Regulatory, Legal, or Risk Management
Cesar Conde		○	○	○	○		
Tim Flynn		○			○	○	○
Sarah Friar		○	○		○	○	
Carla Harris		○			○	○	○
Tom Horton		○			○	○	○
Marissa Mayer		○	○	○	○		
Doug McMillon	○	○	○		○		
Greg Penner	○	○	○		○	○	
Steve Reinemund		○		○	○		
Randall Stephenson		○	○	○	○	○	○
Rob Walton	○	○			○		○
Stewart Walton	○	○	○				○
TOTAL	4	12	7	4	11	6	6

取締役の
サクセッションに活用

Unileverのスキル・マトリックス作成事例

- 事業戦略の実現に求められる要素重視でスキル項目を選定。業務執行取締役と非業務執行取締役で期待する能力を区別して評価を実行
 - グローバル消費材メーカーの戦略実行に貢献できるかという観点からスキル項目を選定
 - 業務執行取締役と非業務執行取締役で求めるスキル項目及び開示方針を明確に区別してスキル評価を実行
 - 投資家との円滑なコミュニケーションのためにスキル・マトリックスを活用

スキル項目の選び方

スキル項目は、世界有数のグローバル消費材メーカーの戦略実行に貢献できるかという観点で選定

- 以下の事業テーマに沿うようにスキルを定義
 - 生活や嗜好の変化を捉えた進化
 - 高成長分野、国際成長市場における事業拡大
 - 高い企業倫理観と科学技術に基づくブランドの向上
 - eコマースの拡大とB2Bプラットフォームの開発による市場参入ルートの革新
 - アジャイルとDXによる持続可能な成長文化の構築

評価対象・評価手法

業務執行取締役と非業務執行取締役の位置づけ・役割を明確に区別

- スキル・マトリックスは、非業務執行取締役（業務執行取締役が行う計画や決定に対し、客観的、独立的、建設的な見解を示す）のみを開示
 - 業務執行取締役向けに別の基準があることを示唆
- なお、半数以上が非業務執行取締役で構成
 - 12人中8人は非業務執行取締役

経営判断等への反映の仕方

株主・投資家への円滑なコミュニケーションと取締役員の育成・選定に活用

- Annual Reportに記載することで、株主や投資家に対し、社外取締役雇用の理由付けの1つとして活用
- 取締役会が事業戦略実現に係る多様性や能力を維持できていることを現示するとともに、取締役会全体として保有しているスキル分布が適切なバランスになるよう、サクセッションプラン・採用活動に活用

開示しているスキル・マトリックス

Non-Executive Directors	Nils Andersen	Laura Cha	Vittorio Colao	Judith Hartmann	Andrea Jung	Susan Kilsby	Strive Masiyiwa	Youngme Moon	John Rishton	Feike Sijbesma
複雑なグローバル企業でのリーダーシップ	✓		✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
幅広い役員経験	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
地政学的なリスク把握	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
財務に係る専門知識	✓	✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓
FMCG/消費者のインサイト	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
新興国・市場における経験	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓
デジタル・インサイト			✓		✓					
マーケティングとセールスの専門知識	✓		✓		✓		✓			✓
投資銀行業務及び取引に関する専門			✓			✓				
科学・技術・イノベーションの専門性			✓			✓	✓			✓
目的を持ったビジネスとサステナビリティの経験	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓
国際企業の人事・報酬	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓

L'Oréalの取締役スキル開示事例

- ロレアルは、役員が果たすべき役割から具体的なスキル項目を定義し、取締役会における充足度を整理・開示している
 - ロレアルの戦略実行に資する取締役スキルをクリアに定義
 - 各スキルを保有している取締役が何名存在するのかを開示

開示方法

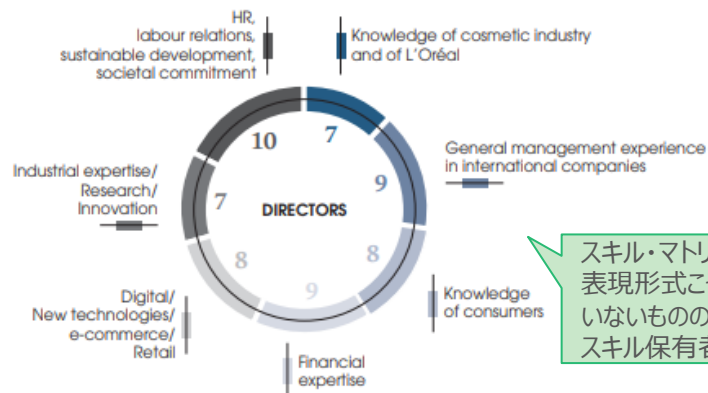
Skills base and shared expertise

All L'Oréal Directors provide the Board of Directors with:

- Good judgement
- Ethics
- Concern for the interests of the Company
- Strategic vision
- A sense of innovation and entrepreneurship
- International experience
- Experience in the functioning of Governance bodies

Skills related to the strategy and development objectives of L'Oréal

L'Oréal's Directors complement one another on account of their different professional experience and business undertakings. Their individual skills and expertise cover the areas indicated in the chart below.



With their complementary expertise and freedom of judgment, the Directors collectively ensure that the measures adopted contribute to the implementation of L'Oréal's strategy.

工夫ポイント

全取締役には下記項目の提供を期待

- 優れた判断力
- 倫理
- 会社の利害に関する問題意識
- 戦略的ビジョン
- 革新と起業家精神
- 国際的知見
- ガバナンスの組織及び機能に係る知見

上記の役割を果たし、企業戦略とロレアル発展目標を達成するためにスキルを設定 グローバル化粧品メーカーとして、事業推進に繋がるようにスキルを定義

- 化粧品業界やロレアルに関する知識
- 国際的な企業での総合的なマネジメント経験
- 消費者知識
- 財務に関する専門知識
- デジタル/ 新技術/ EC/ 小売
- 産業上の専門知識/ 研究/ イノベーション
- 人事、労使関係、持続可能な開発、社会的コミットメント

スキル・マトリックスという表現形式こそ採用していないものの、取締役のスキル保有者数を明示

BASF SEのスキル・マトリックス作成事例

- BASF SEは、グローバル化学企業が果たすべき役割から逆算する形でスキル項目を導出し、スキル・マトリックスを作成
- ドイツは二層制を採用しているので日本の会社組織と単純比較しにくいですが、日本での取締役会に相当する監査役会 (Supervisory Board) についてスキル・マトリックスを開示

スキル・マトリックス

	Bock	Carell	Carnwath	Chen	Fehrenbach	Schäferkordt	Horvat	Diether	Helber	Schellemans	Strasser	Vassiliadis
Managing companies, associations and networks	✓		✓	✓	✓	✓	✓		✓		✓	✓
Chemical sector & related value chains	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
Finance, accounting, financial reporting, law & compliance; accounting and auditing expertise (financial expert)	✓		✓		✓	✓						
Innovation, research & development & technology		✓		✓	✓		✓	✓				
Digitalization, IT, business models & start-ups	✓	✓		✓	✓	✓						✓
Human resources, society, communications, media	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Sectors outside of the chemical industry	✓		✓	✓	✓	✓						✓

工夫ポイント

国際的な化学会社を的確に監督及び指導を確保できるか、という視点からスキル要件を定義

- 以下6つの要素を保持する役員で監査役会が構成されることを目標に設定
 - 事業に係る専門知識
 - 経験
 - 誠実性
 - コミットメント
 - 独立性
 - 優れた人格
- 上記を踏まえ、以下の能力をスキル・マトリックスのスキル項目に設定
 - 会社、委員会及び関係者の管理能力
 - 化学部門及びバリューチェーンに係る専門知識
 - 財務、会計、財務報告、法律、コンプライアンス、金融の専門知識
 - イノベーション、研究開発、技術への見識
 - デジタル化、IT、ビジネスモデル、スタートアップに係る知見
 - 人材、社会、コミュニケーション、メディアに係る能力
 - 化学産業以外のセクターでの経験

取締役会に相当する監査役会のメンバーのみスキル・マトリックスを公開

- ドイツ会社法に基づき、株主が監査役会構成員を選任可能なので、説明責任を果たす意味で開示

各国の取締役会の実効性評価

- 各国ともコーポレートガバナンスコードや上場企業マニュアル等によって実効性評価の実施が要請/推奨されている
- 取締役による自己評価・相互評価をベースにしつつ、第三者評価も一部取り込んで実効性評価を実施している

	日本 	アメリカ 	イギリス 	フランス 	ドイツ 
根拠法/コード	• コーポレートガバナンス・コード	• ① SOX法 • ② NYSE Listed Company Manual • ③ 全米取締役協会 (Director Professionalism)	• ① UK コーポレートガバナンスコード 2016 • ② FRC (財務報告評議会) "Guidance On Board Effectiveness"	• Afep-Medef Code	• Deutscher Corporate Governance Kodex
評価対象	• 取締役会 • 取締役 • 経営陣	• 取締役会 (①、②、③) • 各種委員会 (②)	• 取締役会 (①、②) • 取締役 (①) • 各種委員会 (①)	• 取締役会 • 各種委員会	• 監査役会
実施方法詳細	• 取締役会は、毎年、各取締役の自己評価等も参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべき • 取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力をバランスよく備えるべき - 特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されるべき	• 内部統制の責任、評価の開示を義務付け (①) • 毎年自己評価を行い開示すべき (②) • 取締役を対象とするオリエンテーション/トレーニングについて、情報開示を行うべき (②) • 非業務執行取締役が取締役や経営陣をチェックするため、経営陣なしの会合を定期的に開催するべき (②) • 全米取締役協会が取締役会の自己評価について6つの観点を提示すべき (③)	• 取締役会は、取締役会、委員会、及び個々の取締役について、正式かつ厳格な年次評価を実施すべき (①) • また、FTSE350企業の取締役会評価は3年に1回以上外部評価を入れるべき (①) • 非業務執行取締役は、筆頭独立取締役の見解を考慮しつつ、取締役会議長を評価する責務を負うべき (①) • 取締役会評価の項目がFRCの "取締役会評価のガイダンス" にて提示 (②)	• 取締役会は取締役会及び委員会の評価をすべき • 年1回: 議題の1つを運営に関する議論にあてるべき • 3年に1回: 正式に外部評価を実行すべき • 評価及び結果として講じた措置について年次報告書等で開示すべき • 非業務執行取締役は、社内の人間を交えずに定期的な会合を持つことが推奨される	• 監査役会は定期的に自らの活動の効率性について審査すべき • 執行役が他企業の監査役に就任する等副業を引き受ける場合には監査役会の承認を得るべき
評価実施状況	東証1部・2部上場企業の約82%が評価を実施。手段は自己評価が37.8%、外部評価は17.4%の状況	取締役会による自己評価を中心に実行。PROXYでの情報開示に積極的で、9割以上の企業が情報開示	約半分の会社が第三者を含めた実効性評価を実施	コードによる規定があるのみだが9割近くの会社が第三者評価を実行	取締役会による自己評価を中心に実効性評価

取締役実効性評価の実施状況 サマリ

- 「自己評価」や「議長・委員会・第3者の面談による分析」を踏まえ、取締役会が議論して実効性評価の最終化を行うパターンが多い
- 実効性評価の情報開示については、評価プロセス等の概要を説明するものが多く、定量的な評価数値等を明示的に開示している企業は稀
- 評価して終わりではなく、その結果を具体的なアクションにつなげることが重要
 - サクセッションプランの策定・実行に活用する事例が多い

	実施方法		(実施後の) 活用方法
	評価方法	開示方法	経営判断への活用
アサヒグループHD	取締役、事務局、第3者の3者からの意見・分析結果を総合しての評価を毎年実行その結果を取締役会で共有、議論の上当該年度の実効性評価を最終化	評価の実行プロセス、評価結果、それを踏まえた次年度の課題と対応方針を一連の流れで情報開示	評価プロセスであぶり出された課題を踏まえ、対応の方向性を提示 取締役会が役目を果たすために必要な人材を確保するため、取締役会・CEOの採用・育成計画へフィードバック
P&G	自己評価、法務最高責任者との1対1面談でのフィードバックを基本としつつ、議長とCEOについては独立取締役が別途個別評価 - 取締役会と各種委員会が自己評価 - 各取締役と法務最高責任者が1対1で面談する形で年1回実行 - また、議長とCEOに対しては独立取締役が年1回評価を実行	実行プロセスと当該年度の課題を踏まえた対応方針の例を記載	取締役会・取締役に問題がある場合には、適切に対処 議長や筆頭取締役が中心となって問題の解決に取り組む
Microsoft	取締役の自己評価、ガバナンス・指名委員会によるアンケート集計・分析結果をまとめる。その結果を踏まえて取締役会が議論し、実効性評価を最終化	特に取締役メンバーの専門性のバランスを適切に保てていることを伝える主旨で情報開示	取締役会のサクセッションプランに活用し、必要な専門性・スキルのバランスを保てるように採用活動・教育活動を実行



アサヒグループHDにおける取締役会の実効性評価 事例

- 役員、取締役会事務局、第3者の3主体が実行した評価の総合的な結果を踏まえ、取締役会が更に数回議論を重ねて課題・次年度以降の対応策を検討
 - 役員・取締役会事務局、第3者の評価結果を総合して判断
 - 上記の結果を踏まえ、取締役会が更に複数回議論を重ねて実効性評価を最終化
- 単発での実効性評価に留まらず、その評価結果を受けて次年度以降の経営に活かしていくことが重要

評価方法

取締役、事務局、第3者の3者からの意見・分析結果を総合して評価実行。
下記のプロセスを毎年実行している

取締役

- アンケートとインタビューを全取締役・全監査役に対して実行
- アンケートについては、全取締役・全監査役に対し、実質に絞った少数の評価項目について評価意見を収集
 - 全取締役に対してインタビューを実行
 - なお、結果の取りまとめ・分析は第3者が実行

事務局

形式的な評価項目について、取締役会事務局が確認を実行

第3者

役員評価、事務局評価、取締役会資料、議事録等の資料をベースに評価実行



2ヶ月ほどかけて上記の評価を実行

取締役会

上記3種類の評価・意見の集約結果を踏まえ、複数回議論し、当該年度の取締役会評価の最終化及び次年度に取り組むべき課題抽出を実行

開示方法

評価の実行プロセス、評価結果、それを踏まえた次年度の課題と対応方針を一連の流れで情報開示

開示されている評価 (定性コメント) の例

- " グローバル化に対応し、持続的成長と中長期的な企業価値向上のため、取締役会は何を重点的に議論すべきか、改めて議論し認識を合わせることが必要 "
- " 資料に基づく取締役だけでの議論にはおのずと限界がある、専門家や若者等、取締役とは異なる経験やバックグラウンドからの知見を取り込むことが必要 "

対応方針の例

【参考】2019年度に認識した課題への対応状況	
認識した課題	対応の状況
1. 「中長期的な企業価値向上に資する議論の深化」	メガトレンド等により議論を実施し、一定程度、議論が進展した。
2. 「グループガバナンスに資するモニタリング」	グローバルガバナンスの議論を実施し、多くの意見があった。個々のリスク管理の施策は整備された。
3. 「取締役会に資する指名委員会・報酬委員会の適切な透明化」	両委員会から、取締役会に対し取締役会スキルマトリックス等の検討結果を寄附し、議論を行った。
4. 「ESGの取り組みの推進」	サステナビリティに関する様々な事項の議論を実施し、取組みは進展した。
5. 「取締役会の実効性向上に資する情報提供の強化」	コロナ禍の影響で、投資家などステークホルダーとの対話・コミュニケーション機会は減少した。

経営判断への活用

左記のプロセスで抽出されたアクションプランの実行に必要な人材を取締役に引き揃えるよう、サクセッションプランに反映

- アサヒグループHDでは、取締役会のサクセッションプラン策定を取締役会の重要決定事項の1つに位置づけ

P&Gにおける取締役会の実効性評価 事例

- 自己評価・法務最高責任者との1on1インタビューを通じてあぶり出された課題を取締役会全体で議論し、実効性評価を最終化
- 評価手法や対応方針の概要をProxy Statementで開示
- 問題が検出された場合には、議長・筆頭取締役が中心となって課題解決に取り組む

評価方法

取締役会は、組織体制の定期的な見直しに加えて、その全体的な機能と実効性評価を、年1回の頻度で実行

- 取締役会及び関連委員会について年1回自己評価を実行
- 法務の最高責任者と各取締役が1対1の面談を実行する形で、取締役会と各種委員会の実効性へのフィードバックを年1回実行。インタビューの主な内容は以下の通り
 - 取締役会全体のパフォーマンス
 - 取締役会の優先事項
 - 経営陣との交流度合い
 - 取締役会の議論のトピック
 - 取締役会の機能全体をさらに向上させる方法
- 特に、議長とCEOについては、独立取締役が年1回の頻度でさらに評価を実行

これらのインタビューの結果は集約され、匿名化された後、検討、議論、適切な行動のために取締役会全体で共有される

開示方法

評価の実行プロセス、評価を踏まえた課題への対応方針について定性的に文章で説明。

Proxy Statementでの情報開示が主

- 実行プロセスについては、評価主体、評価時に考慮する観点、等を説明
- 対応方針をコメントベースで説明
 - " ダイナミックな外部環境変化の中で重要な事業戦略について経営陣と効率的に対話できるよう、柔軟で迅速な議題設定を重視して会議を実行 "
 - " 年間を通じてバーチャル取締役会及びバーチャル委員会の開催方法を継続的調整・改善 "

経営判断への活用

取締役会に存在している問題の洗い出しと解決に活用

- 個々の取締役に関する問題が確認された場合は、議長もしくは筆頭取締役が個々の取締役と問題の解決に取り組む

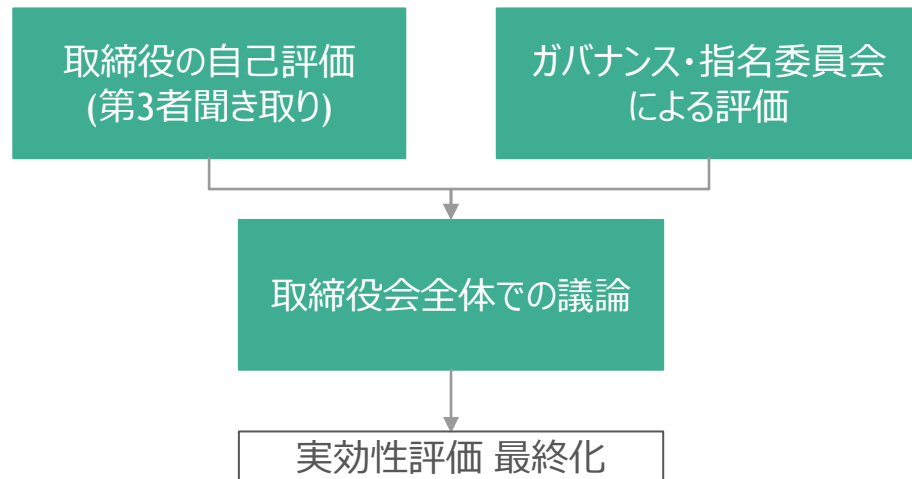
Microsoftにおける取締役会の実効性評価 事例

- 取締役の自己評価（第3者の聞き取り・取りまとめによる）と、ガバナンス・指名委員会による分析を踏まえて取締役会が議論し、実効性評価を確定
- 特に取締役メンバーの専門性のバランスを適切に保っていることを伝える主旨で情報開示
- 取締役会のサクセションプランに活用し、必要な専門性・スキルのバランスを保てるように採用活動・教育活動を実行

評価方法

取締役の自己評価とガバナンス・指名委員会のフィードバックを総合した分析結果をもとに取締役会が議論を重ねて取締役会の実効性評価を最終化

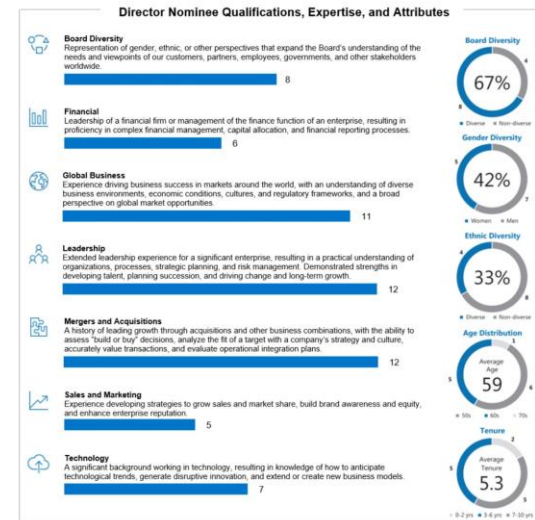
- 第3者が取締役が個々の取締役からのフィードバックを求め、それらを開示した結果が取締役会で議論される
- ガバナンス・指名委員会は、取締役会が備えている専門性・スキルが、果たすべき役割を果たすために適切か、会社の戦略に沿っているかを定期的に評価
 - コーポレートガバナンスガイドラインの内容に沿って業務を遂行している



開示方法

Proxy Statement上で、評価手法概要、選定されたメンバー、メンバーの経歴・専門性等外形的な情報を中心に開示

- 実効性担保に重要なのは、専門性・スキル・属性のバランスである、という思想の下に、専門性保有度合いを詳細に開示



経営判断への活用

評価結果は、取締役会のサクセションプランの策定・実行に活用

- 採用戦略への活用:
取締役が抜ける際には、取締役会全体のスキルバランスを踏まえて、新たに採用すべき人の特徴をガバナンス・指名委員会が検討
- オンボード・育成への活用:
新しく採用された取締役が適切に能力を発揮するために必要なオンボード・取締役教育の開発・更新にも活用
 - 独自に開発したオンボードプログラムの開発、継続的に取締役としての能力を伸ばすための第3者機関の教育プログラムの活用を進める

アメリカにおける役員研修事例

- Harvard 等の有名大学が役員向けの教育プログラムを展開。Program for Leadershipコースでは個人ごとに内容をカスタマイズ可能な育成プログラムを提供
- 全米取締役協会は、年間約400の取締役教育プログラムを提供するとともに、教育を実行した認証 (certification) を与えている
 - なお、この認証 (certification) は、役員雇用の判断にも活用され、グローバルで名簿が共有される

大学と連携した役員教育 (Harvard)

Harvardの現役役員向けのPLD (Program for Leadership) コースでは、個人ごとに内容をカスタマイズ可能で、変革に強い人材を育成プログラムを提供

- 戦略、マーケティング、運用、財務、会計、及び企業の責任
- 経済・政治・社会情勢の分析とグローバル経営
- 組織の課題把握、変革及びイノベーション
- 利害関係者との関係、法令・倫理・ガバナンス
- 個人に応じ、教授陣との経営等に係るケーススタディ実践



1. NACD (全米取締役協会): National Association of Corporate Directors
Source: [Harvard Business School](#)、[NACD](#)、

公共性のある外部機関による教育・認証 (全米取締役協会)

政府機関、証券会社等に影響力を有するNACD¹は、アメリカに加えグローバルに年間約400の取締役教育プログラムを展開

- 取扱いテーマ (財務、ガバナンス、セキュリティ、アジャイル 等) 及び取締役の配置 (各委員、委員長、ディレクター 等) に応じ細分化
- NACDによる認証は、取締役選定の理由として株主説明に活用
- NACDの必要な講義の受講と試験を通過することで、「NACDDirectorshipCertification®」が取得可能
 - Proxy Statement等では、株主説明の重要な要素になり、企業による役員雇用の判断にも活用され、グローバルで名簿が共有される



NACD Directorship Certification® is the premier director designation available in the United States. Join our community of nearly 2,000 high-performing directors to maintain your competitive edge and make a meaningful impact on the most urgent and difficult decisions facing your businesses.

(参考) アメリカにおける役員研修 GEの場合

- 取締役クラス人材の採用に長けた外部の専門機関とも連携して取締役会に必要なスキルを持った人材の採用を推進
- 新任者には着任から3ヶ月以内にオリエンテーションを実行することに加え、継続教育も社内で行う
- 上記の社内教育を基本線としつつも、Stanfordの教育プログラム (directors' colleges.) 等をスポット的に活用して社外知見も取り入れる

	採用・登用	オンボーディング	継続教育
社内	取締役会の構造・多様性・スキル及び経験を考慮し、ガバナンス委員会が条件を選定 - 必須条件: リーダーシップ経験、高い個人及び職業的倫理観、誠実性等価値観、学習への情熱、探究心と客観的視点、優先順位とバランス感覚、タレント開発経験 - 今後のリクルート活動での優先事項: 業界に関する専門知識、オペレーションに関する専門知識、テクノロジー/サイバーに関する専門知識、資本配分に関する専門知識、多様性	法律顧問と財務責任者が主催するオリエンテーションへの参加に加え、本社にて上級管理職から以下のブリーフィングを受講 (3ヶ月以内目安で実施) - 会社の戦略及び重要事業計画 - 財務諸表 - 主要な企業方針と実務に係る具体的な内容等	各取締役に応じ、職務遂行に必要な事項に係る学習の機会が継続的に提供される - GEの財務計画・分析 - コンプライアンス - コーポレートガバナンスに関する定期プログラム - 現場視察や取締役会業務に特化した学習 - 特別なリスク、機会をもたらすトピックに関する説明 等
社外	候補者選定プロセスには、外部の専門会社も利用 - 上記企業側の選定要件を踏まえ、調査会社に要件に合致する取締役候補者の選定を委託 - 取締役候補者はCEO、ガバナンス委員会、取締役会、経営陣等と面接を経て、株主総会へと通知	上場企業取締役を対象としたStanfordの教育プログラム「directors' colleges.」を活用 - 取締役会が直面する幅広い問題教育している - ビジネス戦略設定時の取締役会の役割 - CEOと取締役会の後継者育成 - 危機及びリスクマネジメント - 法定責任の履行に際してのテクニック - 投資家やアクティビストが提起する課題 - 取締役会のダイナミクス - 国際貿易の問題 - グローバル経済 - サイバーセキュリティ 等	

イギリスにおける役員研修事例

- Cambridgeをはじめとする有名大学にてExecutive MBAコースが提供されている
 - 週末の講義が多かったり、仮想学習環境での聴講が可能だったり、本業と並行しての受講を実現しやすい環境を整備
- 経営者協会 (IoD) は広範なビジネス・リーダーシップ教育を展開すると共に、公的認証も発行

大学と連携した役員教育 (Cambridge)

アメリカ同様、Cambridge等でExecutive MBAのコースが提供。ビジネススクールとして歴史が長いCambridgeは、本業と並行して受講可能かつ、ジェネラルな内容から専門分野まで網羅。カリキュラムの中でコンサルティング業務も体験可能

- 週末中心に講義が計画され、仮想学習環境で受講可能
- 経営、財務、国際ビジネス、ガバナンス、イノベーション等役員等に必要教育、専門領域に合わせたエキスパートによる講義
- 典型的な企業課題に対するコンサルティング体験も可能

Pre-Term	Term 1	Term 2	Term 3	Term 4	Term 5
+ Orientation Week	+ Management Science	+ Organisational Behaviour	+ Individual Project	+ Individual Project	+ Individual Project
	+ Corporate Finance	+ Corporate Finance	+ Team Consulting Project	+ Team Consulting Project	+ Corporate Governance & Ethics
	+ Financial Reporting & Analysis	+ Operations Management	+ Marketing Management	+ Managing Innovation	+ Electives
	+ Microeconomics	+ International Business	+ Macroeconomics	+ Strategic Management	+ Electives
	+ Management Praxis	+ International Business Study Trip	+ Negotiation Skills	+ Management Praxis	+ Management Praxis
	+ Personal / Professional Development & Speaker Series	+ Personal / Professional Development & Speaker Series	+ Personal / Professional Development & Speaker Series	+ Personal / Professional Development & Speaker Series	+ Personal / Professional Development & Speaker Series

■ Pre-term courses
 ■ Core courses
 ■ Management Praxis course
 ■ Electives
 ■ Travel
 ■ Projects

■ Personal / Professional Development & Speaker Series

1. IoD (経営者協会): Institute of Directors

Source: [Cambridge](#), [IoD](#)

公共性のある外部機関による教育・認証 (IoD)

IoD¹は、企業振興、コーポレートガバナンス等の基準設定に係る勅許を保有。企業の取締役、ビジネスリーダー及び起業家に向けたプログラムを提供

- 非常に広範なビジネス・リーダーシップ教育を展開
 - ビジョン・パーパス、価値観、倫理
 - 戦略的思考とステークスホルダーの管理
 - 経営の委任 (Delegation to Management)
 - 取締役等におけるメンバーとしての有能な職務能力と経験
 - 効果的かつ高い説明能力を有したリーダーシップ
- 公的認証「Chartered Director」は、個人の実績や能力を基にIoDが面接を含め判断し付与

Chartered Director



Chartered Director

An exclusive qualification under Royal Charter for the world's best directors

As the only institute in the world to offer qualifications for directors under Royal Charter, influential figures from business and beyond continue to recommend IoD training for executive and non-executive directors.

Take advantage of a range of flexible study routes, blending online and face-to-face learning tailored to your level of experience, prior qualifications, career aspirations and learning style.

Contact us

Send us an email: [Professional Development](#)

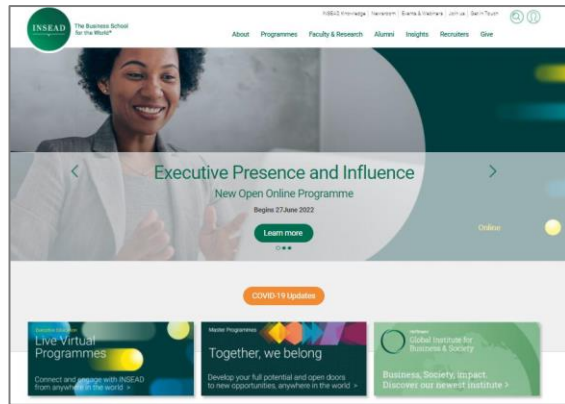
フランスにおける役員研修事例

- 欧州屈指の取締役教育が、INSEAD等の有名大学で展開されている
 - フランスはアメリカについてExecutive MBA取得国として人気が高い
 - INSEADはアメリカのAACSB、イギリスのAMBA、EUのEQUISという3つの認定機関から認定を取っており、世界トップクラスの教育水準を誇る
- フランス経営者協会は、役員研修と認定制度の運用を担っている

大学と連携した役員教育 (INSEAD)

フランスはアメリカに次ぎ、EMBA取得国として経営者等からの人気が高く、多くの大学でプログラムを提供。INSEADはトリプル認定¹を受け、フランスを起点にグローバルに多くの役員向けコースを企画

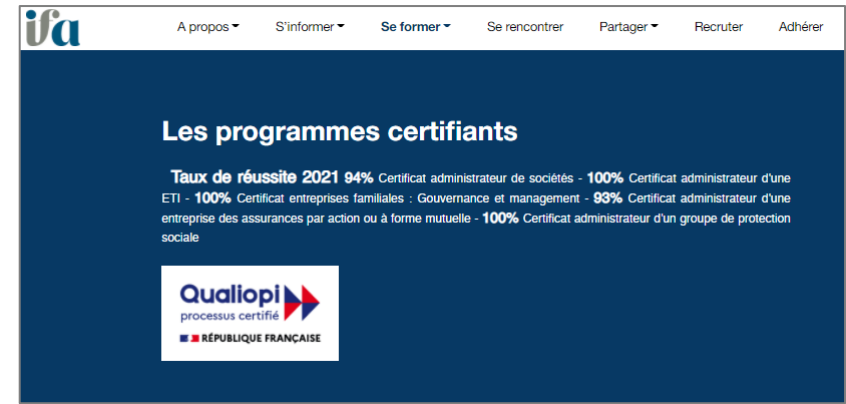
- ゼネラルマネジメント/トップマネジメント、リーダーシップ
- コーポレートガバナンス
- DXとイノベーション
- 戦略
- ファイナンス、マーケティング
- 研究開発及び運用管理
- 起業、経営
- オンラインシステム構築



公共性のある外部機関による教育・認証 (フランス経営者協会)

パリ商工会議所が中心になり創設されたフランス経営者協会ifa²は役員とこれに準ずる限られたメンバーで構成。研修及び取締役に関連する認定制度を提供し、優れたガバナンスと企業発展に寄与

- 以下のようなテーマの教育プログラムを提供し企業取締役証明を発行
 - 規則・法令
 - 管理者としての使命、職務
 - 戦略的プロジェクトの推進・価値創造と伴うリスク評価
 - リーダー評価、報酬、後継者育成メカニズム 等
- 他にも、中堅企業管理者照明、家族経営証明 等を発行



1. トリプル認定 (Triple accreditation): ビジネススクールの中で、アメリカのAACSB、イギリスのAMBA、EUのEQUISの認定機関から認定を受けること。世界のビジネススクールの約1%が該当;

2. Ifa (フランス経営者協会): Institut français des administrateurs

Source: [KeyStone](#)、[INSEAD](#)、[ifa](#)

ドイツにおける役員研修事例

- Executive MBAプログラムが展開されており、例えばフランクフルト金融経営大学では、金融と経営に関する講義を中心に世界トップレベルの教育を提供
- 監査役協会では、監査役員に求められる研修・教育プログラムを提供
- なお、ドイツにおいては、監査役員への教育措置は株主へ報告が必要な仕組みとなっている

大学と連携した役員教育 (フランクフルト金融経営大学)

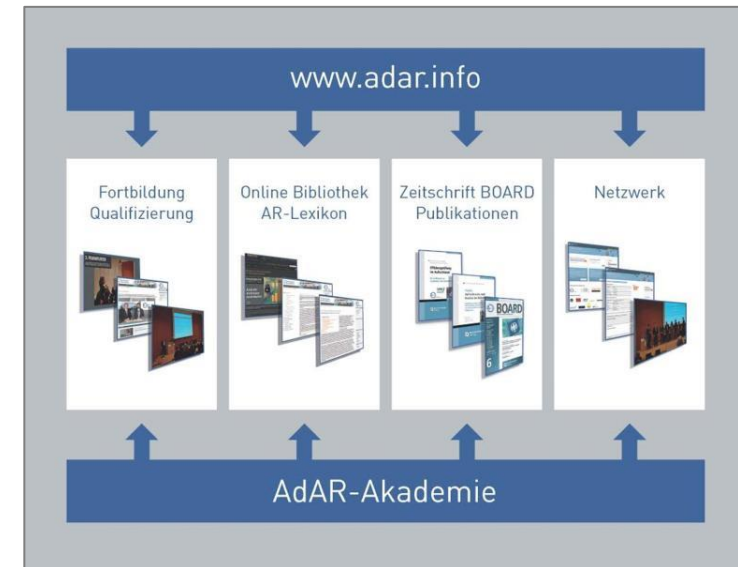
フランクフルト金融経営大学は、トリプル認定¹を保有し、特に金融と経営に強みを持ったEMBAのプログラムを提供。実務を担う多彩な経営者・取締役との多くのコミュニケーション機会を提供

- エグゼクティブ・リーダーシップ
- 経営に関する専門知識、ビジネス感覚・洞察力
- 革新的なソリューションの創出
- グローバル環境で戦略的決定を行うためのクリティカルシンキング
- 効果的なエグゼクティブ・コミュニケーション
- 経営陣や組織の責任、インスピレーション、倫理観

Curriculum			
Pre-courses	Accounting	Finance	Quantitative Decision-Making
Semester 1	General Management	Global Economics	Competitive Strategy
	Entrepreneurship	Digital Society	Marketing
Semester 2	Finance	Leadership	Innovation Management
	Accounting	Organisational Behaviour	Change Management (Dublin)
	Electives (Frankfurt & Abroad)		
Semester 3	Organisational Governance	Negotiations	Thesis Project
	Operations Management	Ethics in Business	Capstone
Year round	Leadership Coaching		

公共性のある外部機関による教育・認証 (監査役協会)

- 上場企業、証券会社、教育機関、法律事務所から構成されるドイツ監査役協会 (AdAR²) は、監査役員に求められる研修や教育プログラムを様々な形で提供している
 - コーポレートガバナンスコードにより「監査役会メンバーは継続的なトレーニングと更なる教育措置を講じる義務」が設定されている
- 監査役員の教育措置の状況は、株主への報告が必要



1. トリプル認定(Triple accreditation): ビジネススクールの中で、アメリカのAACSB、イギリスのAMBA、EUのEQUISの認定機関から認定を受けること。世界のビジネススクールの約1%

2. AdAR (ドイツ監査役協会) : Arbeitskreis deutscher Aufsichtsrat

Source: [Frankfurt School of Finance & Management](#), [AdAR](#)

1-3. 海外主要国におけるガバナンスと企業価値の関係性に係る既存の主要実証研究

海外におけるガバナンスと企業価値の関係性については、複数の実証研究が存在しており、その多くはガバナンス改革を進めることは、企業価値に対して概ねポジティブな影響を及ぼすことを示唆している

これらの実証研究においては、取締役・管理職の持株比率、取締役会の規模、取締役会の独立性、CEOと取締役会議長の分離、監査委員会の制度等を主要な変数として、企業価値指標との相関分析を実施

- 基本的には特定の国・市場に閉じた形での研究が多く、NYSEやロンドン証券取引所の上場企業を対象としている
- 企業価値の指標としては、時価総額等は用いておらずTobinQ、ROA、ROE等が用いられている

一方、実際には、ガバナンス改革の成果は、実効性の高い戦略の策定・推進や、資本効率を既存する投資へのブレーキ等、実際の経営判断及びそれを通じて獲得される経営チームへの信認によって企業価値として発現されるというのが基本的な考え方であり、これらの実証研究の結果から「ガバナンス改革＝企業価値向上」と性急に論じることについては、慎重に判断する必要がある

海外における近年の実証研究のまとめ

- 海外におけるガバナンスと企業のパフォーマンスの関係性に関する実証研究では、概ねガバナンス改革が企業パフォーマンスにプラスの影響を与えていることを示している

					Positive	Insignificant influence	Negative			
					ガバナンス改革全般	取締役・管理職の持株比率	取締役会の規模	取締役会の独立性	CEOと取締役会議長の分離	監査委員会の制度
タイトル(筆者)	発表年	分析対象地域	分析対象期間	分析指標	一連のガバナンス改革に対する評価との関係	持株比率が高い場合にPositive	規模が大きい場合にPositive	独立性が高い場合にPositive	分離している場合にPositive	監査委員会の有無、規模、開催頻度等に対する評価との関係 ¹
The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms (Amarjit Gill, John Obradovich)	2013年	アメリカ	2009年～2011年	TobinQ						
More on the Relationship between Corporate Governance and Firm Performance in the UK (Saeed Akbar, Jannine Poletti-Hughes, Ramadan El-Faitouri, Syed Zulfiqar Ali Shah)	2016年	イギリス	1999年～2009年	ROA, TobinQ						
Board reforms and firm value: Worldwide evidence (Larry Fauver, Mingyi Hung, Xi Li, Alvaro G. Taboada)	2016年	41ヶ国	1990年～2012年	TobinQ						
Board governance and corporate performance (Amama Shaukat, Grzegorz Trojanowski)	2017年	イギリス	1998年～2009年	ROE, ROA, ROIC, TobinQ				*2		
Corporate Governance and Firm Performance: The Sequel (Sanjai Bhagat, Brian Bolton)	2019年	アメリカ	1998年～2016年	ROA						
Corporate Governance and Firms Financial Performance in the United Kingdom (Martin Kyere, Marcel Ausloos)	2020年	イギリス	2014年	ROA, TobinQ				*2 ROA TobinQ		ROA TobinQ

1. 監査委員会の体制は、各論文において監査委員会の有無、規模、議長が社外、委員の半数以上が社外、開催頻度等独自の項目で評価；
2. 説明変数は社外取締役の比率
Source:各論文

海外主要国における主な実証研究の概要 (1/2)

タイトル	掲載誌	発表年	分析手法	概要
The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms (Amarjit Gill, John Obradovich)	International Research Journal of Finance and Economics	2013年	2009年から2011年の3年間ににおいてNYSEに上場している企業を800社程度抽出し、金融業等を除外した上で、その中から3年間継続的にデータを取得できる333社を研究対象とし調査 - 上記企業が公開した財務諸表をデータベース化し、分析	- CEOと取締役会議長の非分離、監査委員会の規模、財務レバレッジ、企業規模、総資産利益率、経営陣・管理職の持株比率とアメリカ企業の企業価値との間に正の相関が見られた。他方、取締役会の規模との間には負の相関が見られた - より詳細に見ると、業種によって相違が見られた。製造業においては、CEOと取締役会議長の非分離、監査委員会の規模、財務レバレッジ、企業規模、取締役・管理職の持株比率が企業価値との間に正の相関が見られ、サービス業においては、財務レバレッジと資産収益率が企業価値との間についてのみ正の相関が見られた。取締役会の規模は負の相関が見られた。他方で、取締役会の規模については、双方の業種において負の相関が見られた (他項目については相関なし)
More on the Relationship between Corporate Governance and Firm Performance in the UK (Saeed Akbar, Jannine Poletti-Hughes, Ramadan El-Faitouri, Syed Zulfiqar Ali Shah)	Research in International Business and Finance	2016年	1999年から2009年においてロンドン証券取引所に上場しているイギリスの非金融企業を除く1,513社のうち、当該期間においてコーポレートガバナンスまたは財務データの両方もしくはいずれかを取得することができた企業を抽出した上で、連続する4年間分のデータが存在する435社を研究対象として調査	- これまでの先行研究のうちポジティブな影響を示す研究は、内生性の影響を考慮していない可能性があり、それらの影響を加味した今回の研究では、ガバナンスと企業業績との間には有意な関係性がないことが見られた - ガバナンスと企業業績との間に有意な関係性が見られないことは、業績等の企業特性に応じて企業がコーポレートガバナンスの遵守度合いを選択していることを示しているのかもしれない
Board reforms and firm value: Worldwide evidence (Larry Fauver, Mingyi Hung, Xi Li, Alvaro G. Taboada)	Journal of Financial Economics	2016年	41ヶ国における取締役の改革が企業価値に与える影響を1990年から2012年までの期間において調査 - 企業群と年度は固定した上で、各改革において差分の差分法 (差分の中に発生している差分を分析することで事象の影響を分析する方法) を用いて調査	- 会長とCEOの分離ではなく、取締役会や監査委員会の独立、等の改革により、企業価値の向上が促進されることがわかった - 取締役会の改革を行うことにより、TobinQ (株式市場で評価された企業の価値を資本の再取得価格で割った値) は平均して8.9%上昇した "Comply or Explain" の改革 (例: イギリス) は、ルールベースの改革 (例: アメリカ) よりも企業価値の増加に寄与したことがわかった

海外主要国における主な実証研究の概要 (2/2)

タイトル	掲載誌	発表年	分析手法	概要
Board governance and corporate performance (Amama Shaukat, Grzegorz Trojanowski)	Journal of Business Finance Accounting	2017年	1998年から2009年におけるイギリスの上場企業2,212社を対象 「CEOと取締役会議長を兼任していない」、「報酬委員会/指名委員会/監査委員会が存在している」等の独自に策定したガバナンス指標 (合計13項目) と、パフォーマンス指標 (ROA、ROE、ROIC、TobinQ) の相関を調査	- イギリスにおける取締役会の監督機能と企業パフォーマンスとの関係性を調査 - 合計13項目に亘る、独自に策定した取締役会のガバナンス指標を用いて検証した結果、取締役会のガバナンスと企業パフォーマンスにおける複数の指標との間には強い正の相関関係があることがわかった - コードの遵守状況は、取締役会や監査委員会の独立性に左右されるものである
Corporate Governance and Firm Performance: The Sequel (Sanjai Bhagat, Brian Bolton)	Journal of Corporate Finance	2019年	1998年から2016年におけるS&P 500、S&P 400 MidCap、S&P 600 SmallCapの構成企業を対象として調査 1998年から2016年を4つの期間に区切り、それぞれの期間において分析 (最小二乗法及び2段階最小二乗法) を実施	2008年の "Corporate governance and firm performance" の論文で使用したデータを14年分伸ばし、2016年までのデータを使用し、分析を実施した - その結果、経営陣の自社株の持株比率は将来的な企業業績に最も一貫してポジティブな関連性を持っていることがわかった。政策立案者や長期投資家は長期的な企業業績に強く関心を持っていることから、この結果は特に重要な示唆であると考えられる - 特に金融業界においては、経営陣の持株比率と将来的な企業業績に強い正の相関関係が見られた
Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom (Martin Kyere, Marcel Ausloos)	International Journal of Finance & Economics	2020年	2014年にロンドン証券取引所に上場している252社を研究対象として調査 - 上記企業の1年間の業績数値を対象に、財務パフォーマンスに対するコーポレートガバナンスのメカニズムを検証するため、重回帰分析を実施	- 統計的に有意性があるものとして、取締役会の規模や社外取締役の比率、監査委員会の開催頻度が挙げられた。取締役会の規模については、それが大きくなるにつれ、ROA、TobinQの双方に統計的に有意性が見られ、独立社外取締役の比と監査委員会の開催頻度については、その割合や回数が増加するにつれ、ROAのみに統計的な有意性が見られることを示している - 他方で、先行研究で関係性があるとされてきた、取締役・管理職の持株比率、CEOと取締役会議長の兼任については、ROA、TobinQ双方に統計的な有意性が見られなかった

アジェンダ

1. 海外主要国における上場会社のコーポレートガバナンスに関する制度・実態
 - 1-1. 海外主要国のガバナンスに関する制度
 - 1-2. 海外主要国のガバナンスに関する実態
 - 1-3. 海外主要国におけるガバナンスと企業価値の関係性に係る既存の主要実証研究

- 2. 海外主要国における企業買収ルールに関する制度・実態

海外主要国における企業買収ルールに関する制度・実態

- 公開買付制度及び関連情報開示制度

主要各国とも、買収者・被買収者側に一定の制約や情報開示を求める制度が存在しているが、制度上の要件としては、アメリカと比較して欧州諸国で厳しい傾向

- 買収者側については、イギリス・フランス・ドイツでは一定以上の議決権を取得する際のMandatory Offer(強制的公開買付)、最低価格規制、追加応募期間に関する規制が存在している
- アメリカでは、Mandatory offerや最低価格規制、追加応募期間に関連する規制が相対的に緩やかであり、当事者判断に任されている度合いが大きいものの、判例法や取引慣習によって一定の基準が形成されている
- 被買収者側については、各国とも意見表明報告書の提出を義務付けている他、イギリス・フランスにおいては独立した立場からのアドバイス取得も義務付けている（イギリスにおいては、そのアドバイスの内容を株主に通知する義務も設定）

公開買付制度及び買収者側の開示制度 サマリ

■ 制度が存在する場合
■ 制度が存在しない場合

- 主要各国とも、買収者・被買収者側に一定の制約や情報開示を求める制度が存在しているが、制度上の要件としては、欧州諸国で厳しい傾向
- 例えば、イギリス・フランス・ドイツでは一定以上の議決権を取得する際のMandatory Offer(強制的公開買付)やその際の最低価格に関する規制が存在している
- 但し、アメリカにおいても判例法や取引慣習によって一定の基準が形成されている

	日本	アメリカ	イギリス	フランス	ドイツ
大量保有報告 制度の開示 基準及び 開示内容	(開示基準) ・ 5% (開示内容) ・ 保有目的、重要提案行為、株式保有状況、最近60日の株式取得状況等	(開示基準) ・ 5% (開示内容) ・ 保有目的、買付資金調達元、株式保有状況、公開買付前60日の全取引 等	(開示基準) ・ 3%(原則として持分が3%-100%の間の1% ごとの基準値に到達するか下回る場合) (開示内容) ・ 株式保有状況等	(開示基準) ・ 5% (開示内容) ・ 保有目的、買付資金調達元、株式保有状況、会社支配権取得意図の有無、新規取締役選任予定有無等	(開示基準) ・ 3% (開示内容) ・ 株式保有状況等
Mandatory Offer (強制的公開買付)	・ 5%超の所有割合となる場合(61日以内に10人 以内から取得する場合を除く) ・ 3分の1超の所有割合となる場合 ・ 50%超の所有割合の者が3分の2未満の所有 割合となる買付を行う場合(61日以内に10人 以内から取得する場合を除く) ・ 3分の2以上の所有割合となる場合	・ いかなる取引が公開買付規制の対象になるか 明文なし(判例法により判断される)	・ 単独または共同で①30%以上の議決権を取得 した場合、または②30%-50%の議決権を保有し、 追加で議決権を取得した場合 - 原則として50%超の議決権を取得する 応募がない限り、公開買付での株式 取得ができない	・ ①30%超の所有割合又は議決権割合となる 場合、または②30%～50%の資本または議決権 を有し、12ヶ月以内に資本または議決権総数が 1%以上増加する場合	・ 議決権保有割合が30%以上となる場合
最低価格規制	・ 最低価格に関する明文なし ・ 公開買付価格の事後的な引き下げは禁止	・ 最低価格に関する明文なし(但し以下に注意) - Best Priceルール: 公開買付に応募があった株式 については、均一かつ最高の価格を支払うことが 必要 - 全株主ルール: 公開買付は同種の株式のすべて の保有者に対して行うことが必要	・ 原則として過去一定期間(基本的に買付公表前 3ヶ月、強制的公開買付の場合は公表前12ヶ月) に支払った最高額	・ 強制的公開買付時は過去12ヶ月に対象会社株 式取得に支払った最高額以上であることが必要 ・ 任意的公開買付時で50%以上の議決権を既に 保有する場合、AMFによる事前買付発表前又は 買付発表前60日の加重平均株価以上であること が必要	・ 原則以下のうち高い金額 - 過去6ヶ月に買付者、買付者と協調して行動 する者又は買付者の子会社が、対象会社 株式取得に際し支払った最高額 - 公開買付の意思決定公表前3ヶ月間の 当該株式市場における加重平均価格
Squeeze-out rights	・ 3分の2以上(株式併合・全部取得条項付種類 株式)、90%以上(株式等売渡請求) 保有する 場合、Squeeze-outする権利を有する	・ 90%以上であれば株主総会決議不要(short- form merger) ・ 一定の条件を満たせば、過半数の議決権取得に よって可能(intermediate-form merger)	・ 買付対象株の90%以上の確保でsqueeze-out する権利を得る ・ Scheme of arrangementという別の制度も選択 肢としてある	・ 90%以上保有する場合、Squeeze-outする権利 を有する	・ 95%以上の株式を保有する場合、Squeeze-out する権利を有する
Sell-out rights・ 追加応募期間 設定義務	・ (Sell-out rights、追加応募期間に関する明文なし) - 過去Sell-out rightsは検討の俎上に 載せられたが採用には至っていない	・ 追加応募期間は任意に設定可能(Sell-out rightsに関する明文なし)	・ 買付者が90%以上保有する場合、残存株主は sell-outが可能 ・ オファー期間満了予定日から最低14日間、 応募可能としておく必要あり	・ 買付結果公開後、残存株主が10%未満の場合、 残存株主から申し出てSell-outが可能 ・ 追加応募期間は最低10営業日	・ 買付結果公開後、以下の場合、残存株主は Sell-outが可能 - 買付者の議決権割合が95%未満かつ自主的 な公開買付の場合: 応募期間終了後2週間 以内 - 議決権の30%以上獲得を目的とする公開買 付又は議決権の95%以上獲得を目的とする 強制的公開買付の場合: 応募者が議決権の 95%以上に達したことを公告後又は応募期間 終了後3ヶ月以内
買付の実施可能性 及び資金の存在 確認	・ 買付の実施可能性に関するdue diligence実施 について明確な義務はない ・ 金銭対価の場合には、資金の存在を示す書面 (第3者から借り入れる場合には、当該第3者から の融資証明書等)を公開買付届出書に添付する 必要がある	・ 買付者は、スケジュール TO(公開買付届出書)に 添付される買付申込書において、買収資金の 調達先、調達金額等を記載しなければならない	・ 買付者はdue diligenceを行い、公開買付の 実施可能性及び資金の存在を確認しなければ ならない ・ 現金で対価を支払う場合には第3者による資金 証明が必要	・ Due Diligenceについて、AMFは大規模案件に限 定するべきとしている ・ 買収者側が資金証明をする必要はないが、 代わりにAMFが認可した証券会社から保証を取り 付ける必要があり、買付が履行されない場合には、 当該証券会社が代理でその買付を履行する責任 を負う	・ 金銭対価の場合には、買収者が買収資金を確 保するために必要な手段を講じたことを確認する。 買収者から独立した投資サービス業者による確認 書を提出する必要がある

公開買付制度及び買収対象会社側の開示制度 サマリ

- 主要各国において、公開買付が実行された場合には、買収対象会社に意見表明報告書を提出する義務が設定されている
- イギリス・フランスにおいては、公開買付に対して、条件の公正性・合理性について独立したアドバイザーからの意見取得が義務づけられている
- 特にイギリスにおいては、アドバイス内容の開示義務も存在

	日本		アメリカ		イギリス		フランス		ドイツ	
										
意見表明 報告書	• TOBの公告日より10営業日以内に意見表明報告書を提出する義務あり。以下の内容を記載する必要がある - 公開買付に関する意見の内容 - 根拠及び理由 - 買収防衛策発動の有無 - 公開買付者に対する質問 - 公開買付期間の延長請求 等		• 公開買付の開始から10営業日以内にスケジュール14D-9を提出する義務あり。以下の内容を記載する必要がある - 対象会社の概要 - 公開買付に関する契約の概要 - 公開買付に関する意見の内容 - 根拠及び理由 等		• オファーに対する意見及びその理由を述べた意見表明報告書を公表しなければならない		• 対象会社の雇用主は、買収側による公開買付案の提示後直ちに会社の労働者代表機関(CSE-comité social et économique)と会議を行い、情報提供する必要がある、違反すると刑事罰に問われる • CSEは、原則として1ヶ月以内に意見を発表する義務がある		• 提出時期について明示規定はなく学説上は2週間以内 • 以下の内容を記載する - 対価の性質及び金額 - 対象会社、従業員及びその代表者並びに対象会社の雇用条件及び所在地についてTOB後に予想される変化 - 買収者による買収の目的 - 執行役及び監査役がその所有株式についての応募する意図を有しているか	
独立した アドバイスの取得 と開示	• 独立したアドバイスの取得に関する明確な義務はない • もっとも、構造的な利益相反と情報の非対称性の問題が存在するMBOや支配株主による買収については、独立した法務アドバイザーから専門的助言を取得することや第三者評価機関等から株式価値算定書等を取得することが望ましいとされている		• 独立したアドバイスの取得は義務付けられていない		• 公開買付の経済条件の公正性及び合理性について独立したアドバイザーから意見を取得し、その内容を株主に知らせなければならない		• 公開買付が、対象会社の取締役会や監査役会等の内部の利益相反を発生させる可能性があり、それが見解の客観性や株主平等原則を危くする場合には、対象会社は独立した専門家を選任する必要がある		• 明文化された義務はないが、複雑な事案においては、執行役及び監査役の意見表明の前提として、独立した専門家のアドバイス及びフェアネスオピニオンを取得することが実務上一般的である	



公開買付制度及び買収者側の開示制度 詳細 アメリカ 1/3

- 5%以上の株式を保有した場合には、株式の保有目的、買付資金の調達元、株式保有状況、公開買付前60日の間に実行した全取引等の情報を株式取得後10日以内に開示する必要がある
- 強制的公開買付については、明文なし

	概要	制度詳細	根拠法/参考資料
大量保有報告制度の開示基準及び開示内容	(開示基準) 5% (開示内容) - 保有目的、買付資金調達元、株式保有状況、公開買付前60日の全取引 等	- 米国証券取引委員会(SEC)に登録されている上場企業の証券の5%以上を取得する個人またはグループは、取得後10日以内に、SECに対してSchedule13Dに則った買付者情報の提出が必要 - Schedule13Dには、保有証券の種類、購入者の職業・市民権・過去5年間の刑罰の有無と内容、買付資金調達元、保有目的 (発行企業またはその子会社の合併、再編成、または清算を伴う計画 等)、対象会社の証券に関する他の人との合意または関係を記載 - 公開買付開始前の60日間に行われた買付者の株式の取引で、公開買付者・公開買付者の関連会社、その他の関係者の何れかで行われた場合、SEC及び対象企業の株主に開示 - 報告された情報は、SECが公開するEDGARデータベースで閲覧が可能であり、公開会社及び取引所へ通知される - Schedule13Dに記載された事実に変更が生じた場合、個人またはグループは速やかに (通常は1日以内に)、変更事項をSECに申請する必要あり - Schedule13Dの報告は全て電子的に提出可能	- THOMSON REUTERS; Public mergers and acquisitions in the United States: overview - Exchange Act, section 13(d)
Mandatory Offer (強制的公開買付)	いかなる取引が公開買付規制の対象になるか明文なし (判例法により判断される)	- 通常、入札者が株式を大量取得し、その持分を増やすつもりがない場合、残りの株式に対して公開買付の申出をする必要はない - 一方で、いくつかの州 (例えば、メイン州、ペンシルバニア州、サウスダコタ州) では、「コントロールシェア・キャッシュアウト」条項が設けられ、買付者が会社の一定割合の議決権を獲得した場合、他の株主は買付者に自分たちの株式を適正な価格で購入するよう要求することが可能	THOMSON REUTERS; Public mergers and acquisitions in the United States: overview

公開買付制度及び買収者側の開示制度 詳細 アメリカ 2/3

- 価格規制については、「最低価格」を規制するという主旨の規制は無いものの、株主の平等性・公正性担保の観点からBest Priceルールや全株主ルールが規定されており、価格決定に一定の影響を与えている
- 制度上は過半数の株式取得でSqueeze-outが実行可能だが、新任義務審査の手続きを回避する目的で、実際には90%以上の株式取得で実行されることが多い

	概要	制度詳細	根拠法/参考資料
最低価格規制	• 最低価格に関する明文なし (但し以下に注意) - Best Priceルール: 公開買付に応募があった株式については、均一かつ最高の価格を支払うことが必要 - 全株主ルール: 公開買付は同種の株式のすべての保有者に対して行うことが必要	• "最低価格" を規制するという主旨では明文なし • 一方で、Best Priceルールや全株主ルールが存在し、株主の平等性や価格の公正性を担保。最低価格に対しても一定の影響を与えている - Best Priceルール: 公開買付または交換公開買付で応募された証券に対して株主に支払われる対価は、当該公開買付で応募された最高額の対価でなければならない、全ての株主は提案された対価を選択する平等な権利を有する - 全株主ルール: 公開買付は同種の株式のすべての保有者に対して行うことが必要	• THOMSON REUTERS; Public mergers and acquisitions in the United States: overview • Exchange Act, Rule 14d
Squeeze-out rights	• 90%以上であれば株主総会決議不要(short-form merger) • 一定の条件を満たせば、過半数の議決権取得によって可能 (intermediate-form merger)	• 買付者は2段階の合併 (second-step merger) を利用することで残りの少数株主から株式を買い取る事が可能 - 買付者は、買付で十分な株式を取得することができた場合、オファー完了後速やかに、株主総会の承認を必要としない略式合併を完了でき、この際に少数株主の株式の買収が可能 • 通常、上記の形でのSqueeze-outは、株主総会の過半数の決議をもって可能だが、その場合は信任義務審査を受ける必要が発生するため、実務的には90%以上を獲得して信任義務審査を回避してSqueeze-outを行うことが多い • なお、90%未満のSqueeze-outを許可するデラウェア州法の規定では、Squeeze-outの価格設定時に以下の条件を満たす必要あり - 公開買付で支払われた最高価格と少なくとも同等であること - 公開買付の対価が増減した場合、対価の変更の通知を発信後、最低10営業日は公開買付を継続すること	• THOMSON REUTERS; Public mergers and acquisitions in the United States: overview • 株式非公開化取引における株主保護制度の効果に関する国際比較研究 (P.8) • Global Public M&A Guide • SEC Rule 14d-10 • SEC Rule 14e-1

公開買付制度及び買収者側の開示制度 詳細 アメリカ 3/3

- 追加応募期間の設定については、特に義務は設定されていない
- TOBが発生しやすい現金公開買付では、買付者の権利として追加応募期間の設定を認めている

	概要	制度詳細	根拠法/参考資料
Sell-out rights・追加応募期間設定義務	• 追加応募期間は任意に設定可能 (Sell-out rightsに関する明文なし)	• 追加応募期間を設定する義務を規定する条文は無い • その一方で、TOBが発生しやすい現金公開買付では追加応募期間の設定を買付者が任意に設定する権利を認めている - 最初の買付期間及びその延長期間が終了した後、次の条件を満たす場合、入札者は少なくとも3営業日以上の追加応募期間で入札可能 - 少なくとも20営業日の最初の買付期間が終了していること - 対象者の発行済株式の全てを対象とすること - 最初の公開買付期間中に応募された全ての証券を入札者が受領し、速やかに支払いが完了されること - 最初の公開買付期間終了後、翌営業日の東部時間午前9時までに公開買付の結果を発表し、直ちに次の公開買付期間を開始すること - 最初の公開買付期間とその後の公開買付期間の両方において、同一の対価を提供すること - 後続公開期間中に応募されたすべての株式を直ちに受入れ、速やかに支払いを行えること	• THOMSON REUTERS; Public mergers and acquisitions in the United States: overview

公開買付制度及び買収者側の開示制度 詳細 イギリス 1/3

- 3%以上の株式を保有している場合には、株式保有状況を即座(2~4営業日以内)に通知することが必要
 - イギリス発行者の場合は2営業日以内、イギリス以外の発行者の場合には4営業日以内

	概要	制度詳細	根拠法/参考資料
大量保有報告 制度の開示 基準及び 開示内容	(開示基準) • 3%(原則として持分が3%-100%の間の1%ごとの基準値に到達するか下回る場合) (開示内容) • 株式保有状況等	• 規制市場で取引されている株式を持つ発行者、または所定の市場 (例えばAIM) で取引されている株式を持つイギリスの公開会社で、株式保有率が3%を超えている場合は開示が必要 • 上場会社の買収が企図されているか否かにかかわらず、株式やその他の金融商品を直接または間接的に保有していることにより、議決権を保有している (または保有しているとみなされている) 場合には、発行者に対して通知を行う必要あり (DTR 5.1) • 株式取得または売却について、できるだけ早く通知を行う必要あり - イギリス発行者の場合は2営業日以内 - イギリス以外の発行者の場合は4営業日以内 • 上場している入札者は、支払われた価格が入札者の総資産、純利益、時価総額、総資本の5%以上である取引の詳細を発表することが求められる	• FCA情報開示・透明性ルール (DTR)5.1 • THOMSON REUTERS; Public mergers and acquisitions in the United States: overview

公開買付制度及び買収者側の開示制度 詳細 イギリス 2/3

- 株式保有率が30%を超える場合 OR 対象企業の議決権の30～50%を保有している買収者が更なる株式取得を行う場合には強制的公開買付が義務付けられている
 - なお、公開買付の成立要件として50%以上の株式取得が設定されている
- 「最低価格」について規制があるわけではないものの、Takeover codeにて公正買収価格が定義されているため、実質的にこれが価格を決定している

	概要	制度詳細	根拠法/参考資料
Mandatory Offer (強制的公開買付)	• 単独または共同で①30%以上の議決権を取得した場合、または②30%-50%の議決権を保有し、追加で議決権を取得した場合 - 原則として50%超の議決権を取得する応募がない限り、公開買付での株式取得ができない	• 買収者が単独若しくは共同で対象企業の議決権の30%以上を取得する場合、もしくは、対象企業の議決権の30%～50%を保有している買収者が更なる株式取得を行う場合、対象企業の全株式を対象にTOBが義務付けられている • なお、TOBの成立要件の下限は50%の株式取得であり、50%を超える応募があった場合、全部買付義務が適用される	• Takeover Code 第9条 • Bird&Bird
最低価格規制	• 原則として過去一定期間(基本的に買付公表前3ヶ月、強制的公開買付の場合は公表前12ヶ月)に支払った最高額	• "最低価格"ということで基準が明文化されているわけではないものの、イギリスの場合は争議の解決手順書であるTakeover codeにて、公正買収価格が明確に定義されているので、これが実質取引価格を規定している(意味合いは、結果として最低価格も規定している) • 買収者による株式買付が公正な価格をもって行われる必要があると規定 - 基本的には公開買付公表前の直近3ヶ月、強制的公開買付の場合は直近12ヶ月間において買収者が当該株式に対して支払った最高価格と規定 - また、TOB発表後、買収者がTOB期間中にTOB価格より高い価格で当該株式を購入した場合、買収者はその価格にTOB価格を引き上げる必要あり	• Takeover Code 第9条

公開買付制度及び買収者側の開示制度 詳細 イギリス 3/3

- 買付対象株の90%以上の確保でsqueeze-outが実行可能となる
 - ただ、対象会社の株式の100%買収を目的とするのであれば、Scheme of arrangementを活用するという方法も存在
- 買付者が90%以上の株式を保有した場合にSell-outが認められ、公開買付価格と同一価格で14日以上応募可能にしておく必要がある

	概要	制度詳細	根拠法/参考資料
Squeeze-out rights	- 買付対象株の90%以上の確保でsqueeze-outする権利を得る - Scheme of arrangementという別の制度も選択肢としてある	- 公開買付対象株式総数90%、かつ、議決権ベースでも90%以上を取得した場合に実行可能 - 買付者及びその関連当事者が既に保有している株式を除き、公開買付の対象となった株式総数を母数として90%を達成しなければならない - Squeeze-outの権利を行使するためには、買付者は、以下のいずれかの期間が満了する前に、少数株主に対して強制取得通知を送付する必要あり(会社法第980条第2項) - 買収提案を受け入れることができる最後の日から3ヶ月 - 対象会社の株式が規制市場 (ロンドン証券取引所のメインマーケット 等) で取引されていない場合は、買付オファーの日から6ヶ月 - Scheme of arrangementは、会社法上の組織再編制度の一つ。株式交換、100%買収、会社分割、債務再編など組織再編に関する計画を、利害関係者の集会での決議と裁判所の認可を経て行う仕組みのこと。成立すれば個別同意を得ることなく、対象となる株主や債権者全員がその条件に拘束されることとなる	- ホワイト&ケース法律事務所 - MARR
Sell-out rights・追加応募期間設定義務	- 買付者が90%以上保有する場合、残存株主はsell-outが可能 - オファー期間満了予定日から最低14日間、応募可能としておく必要あり	- 買付者が90%以上保有する場合、残存株主はsell-outが可能 - 公開買付価格と同一価格での買い取りが義務付けられている - オファー期間満了予定日から最低14日間、応募可能としておく必要あり	Takeover Code Rule31.4

■ 公開買付制度及び買収者側の開示制度 詳細 フランス 1/3

- 株式保有率が5%を超えた株主は、4営業日以内に、保有する株式と議決権の合計数を通知しなければならない
- 開示義務に従わなかった場合、議決権の剥奪や最大で18,000ユーロの罰金が科せられる可能性がある

大量保有報告 制度の開示 基準及び 開示内容

概要

(開示基準)
• 5%
(開示内容)
• 保有目的、買付資金
調達元、株式保有状況、
会社支配権取得意図
の有無、
新規取締役選任予定有無
等

制度詳細

- 最低開示基準として5%の閾値を越えた株主は、4営業日以内に、保有する株式と議決権の合計数を対象企業へ通知する必要がある。会社が株式市場に上場している場合、閾値を超えた株主は、4営業日以内にAMF(フランス金融庁)にも通知する必要があるとともに、市場関係者を含む一般への開示義務が課される
 - また証券と議決権の合計が、5%、10%、15%、20%、25%、30%、3分の1、50%、3分の2、90%、95%のいずれかの閾値を超える又は下回る場合、同様に開示義務が適用される
- また、10%、15%、20%、25%の閾値を超えた場合、株主は5営業日以内に次の6ヶ月間の株式保有の目的を会社とAMFに通知する必要がある
 - 公開内容は以下の通り。株式購入の資金調達手段、単独で株式保有するか共同で保有するか、株式購入の継続有無、対象企業を支配する意図の有無、新たな取締役の選任を要請する意思の有無、対象企業に関する戦略と、戦略を実行するために必要な計画、一時的な証券譲渡契約の有無、買収者が保有する可能性のある株式、現金決済のデリバティブ決済に関する意向
 - 取得者が報告した目的が6ヶ月内に変更された場合は、更新された内容を提出することが必要
- 不履行の場合、一部または全部の株式の議決権剥奪や、AMFによる行政処分の対象として最大18,000ユーロの罰金を科される可能性あり

根拠法/参考資料

- THOMSON REUTERS; Public mergers and acquisitions in France: overview

■ 公開買付制度及び買収者側の開示制度 詳細 フランス 2/3

- ①株式保有率30%以上または②30%～50%の資本または議決権を有し、12ヶ月以内に資本または議決権総数が1%以上増加する場合、強制的公開買付の対象になる
 - なお、成立の最低基準は50%以上の株式取得であり、これに達しなかった場合、その公開買付は自動的に失効する
- 強制的公開買付時は過去12ヶ月に対象会社株式取得に支払った最高額以上であることが必要
- 任意公開買付で50%以上の議決権を既に保有している場合は直近60営業日の加重平均株価以上で買い付ける必要あり(AMF承認があればこの限りでない)

	概要	制度詳細	根拠法/参考資料
Mandatory Offer (強制的公開買付)	①30%超の所有割合又は議決権割合となる場合、または②30%～50%の資本または議決権を有し、12ヶ月以内に資本または議決権総数が1%以上増加する場合	- 上場会社の株式または議決権の30%以上を単独または共同で、直接または間接的に保有するようになった個人または法人は、直ちに発行会社とAMFに報告し、全ての発行済株式及び会社の株式資本または議決権に関連する証券の公開買付を行う必要あり - 上場会社の資本金または議決権の30%以上2分の1未満を直接または間接的に保有し、連続12ヶ月以内にその保有率を1%以上増加させた株主等にも、強制的な公開買付が適用される - なお、公開買付が最低受け入れ基準である50%の義務的閾値に達しない場合、その公開買付は自動的に失効する	- THOMSON REUTERS; Public mergers and acquisitions in France: overview - 金融商品取引法に基づく一般規制 231-6
最低価格規制	- 強制的公開買付時は過去12ヶ月に対象会社株式取得に支払った最高額以上であることが必要 - 任意的公開買付時で50%以上の議決権を既に保有する場合、AMFによる事前買付発表前又は買付発表前60日の加重平均株価以上であることが必要	- 義務的公開買付の場合、原則的に公開買付価格は、買付者等が公開買付案の提出前12ヶ月以内に支払った最高額以上であることが必要 - 対象会社の財務状況又は市場の状況が極端に変動した場合及び公開買付案提出前12ヶ月間の株式の取引価格が付帯取引に影響されている場合、AMFに対し価格の変更を要請し、許可を得ることができる - 任意的公開買付の場合、最低価格規制の明文はないが、その場合も公開買付で、株主間の平等性を害する利益相反が、対象会社において生じる可能性がある場合、AMFが価格の適合性に関して審査 - 但し、対象会社の株式資本と議決権の50%以上を既に保有している入札者が提示する価格は、AMFの承認を得た場合を除き、公開買付の申請に先立つ60営業日の加重平均株価よりも高く設定する必要あり	- THOMSON REUTERS Public mergers and acquisitions in France: overview - 金融商品取引法に基づく一般規制 231-6、-8

■ 公開買付制度及び買収者側の開示制度 詳細 フランス 3/3

- 対象会社の株式を90%以上保有する場合、Squeeze-outする権利を有する
- 追加応募期間については、オファー成立後10日以内に追加応募開始かつ10営業日以上継続する義務あり

	概要	制度詳細	根拠法/参考資料
Squeeze-out rights	90%以上保有する場合、Squeeze-outする権利を有する	- 支配株主は、会社の議決権の90%以上を単独または共同で保有している場合、残りの有価証券の公開買付提案をすることが可能 - また、90%の支配株主は、AMFの要求があれば、市場で売却するには流動性が不十分であると証明する少数株主の要請に応じ、少数株主の証券に対する公開買付を行う必要がある - Squeeze-outの対価は、以下のいずれか高い方の価格である必要 - 公開買付で提示された価格 - 多基準分析(multi-criteria analysis)に基づいて行われた対象会社の評価額 - また、あらゆる公開買付の終了日から3ヶ月以内に、少数株主により応募が行われなかった株式が資本及び議決権の10%未満に該当する場合、買付者は、公開買付に応募がなかった10%未満の残存株式を対価と引換えに強制的に取得することが可能 - AMFは、Squeeze-outが行われる場合、手続きが法令に遵守しているか、対価を含めて公開買付の条件等を審査する	- THOMSON REUTERS; Public mergers and acquisitions in France: overview - PACTE法 - 金融商品取引法に基づく一般規制 236-3、-4 - 金融商品取引法に基づく一般規制 237-2 - 金融商品取引法に基づく一般規制 237-15、-16
Sell-out rights・追加応募期間設定義務	- 買付結果公開後、残存株主が10%未満の場合、残存株主から申し出てSell-outが可能 - 追加応募期間は最低10営業日	- 結果が公表され、買付が成立した場合でも、自動的に10営業日以内に再開され、再開後の10営業日以上は追加応募に応じる必要あり - 例外として、買付者が公開買付後の、Squeeze-out offerの実施予定であることを公表しており、公開買付により90%基準を達成し、公開買付終了後10営業日以内にSqueeze-out offerの届出をした場合、上記の自動再開のルールは適用されない	- THOMSON REUTERS Public mergers and acquisitions in France: overview - ホワイト&ケース法律事務所



公開買付制度及び買収者側の開示制度 詳細 ドイツ 1/3

- 3%以上の株式を保有している株主は、株式の保有状況を情報開示する必要あり
- 株式を30%以上保有している場合には、強制的公開買付の対象となる
 - なお、この30%の判定には協調行動をしたグループ全体の株式合計が採用される

	概要	制度詳細	根拠法/参考資料
大量保有報告 制度の開示 基準及び 開示内容	(開示基準) • 3% (開示内容) • 株式保有状況 等	• 3%以上の株式保有している株主は情報開示する必要あり - 発行体の議決権保有率が、3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%、75%のいずれかの基準値を超える/下回った場合は、その事象が発生してから4営業日以内に、発行体及びBaFinにその旨を通知しなければならない - 上記の判定を行う際、子会社等関係の深い第3者が保有している株式は抱き合わせで計算される • 証券取引法で、重要な議決権のポジションや同様の経済的效果を持つデリバティブのポジションについての開示が規定されている • また、議決権に影響する金融商品を5%以上保有している者にも開示義務が課される - 保有率が5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%、75%の基準値を超える/下回った場合は、その事象が発生してから4営業日以内に、発行体及びBaFinにその旨通知しなければならない - 該当する金融商品の例は、譲渡可能な証券、オプション、先物、スワップ等 • 開示義務を履行しない場合には、行政上の罰金の対象	• 株式非公開化取引における株主保護制度の効果に関する国際比較研究 (P.8) • 証券取引法(WpHG)の第33条
Mandatory Offer (強制的公開買付)	• 議決権保有割合が30%以上となる場合	• 直接又は間接に対象会社の支配 (議決権の少なくとも30%の保有を意味) を獲得した場合、強制的公開買付の対象になる • なお、この30%の判定には特定の協調行動 (acting in concert) が含まれる	• 買収法第35条



公開買付制度及び買収者側の開示制度 詳細 ドイツ 2/3

- 過去6ヶ月に対象会社に対して支払った最高額 OR 公開買付意思公表の直前3ヶ月の加重平均市場価格 の内高い金額以上での買収が原則
- 公開買付法に基づいてSqueeze-outを実行するには、95%以上の株式保有が必要

	概要	制度詳細	根拠法/参考資料
最低価格規制	- 原則以下のうち高い金額 - 過去6ヶ月に買付者、買付者と協調して行動する者又は買付者の子会社が、対象会社株式取得に際し支払った最高額 - 公開買付の意思決定公表前3ヶ月間の当該株式市場における加重平均価格	- 原則以下のうちより高い金額での買収とされている - 買付者等が公開買付文書の公表前6ヶ月以内に支払い、又は合意した最高額 - 公開買付の意思決定公表前3ヶ月間の株式市場における加重平均価格 - 公開買付の終了後に公開買付価格よりも高い価格で対象会社の株式を買い付けた場合には、公開買付に応募した株主に対して差額を支払う義務あり	- 買収法第31条、第39条 - 省令第4条、第5条
Squeeze-out rights	95%以上の株式を保有する場合、Squeeze-outする権利を有する	①公開買付法に基づくSqueeze-out、②株式会社法に基づくSqueeze-out、③合併に伴うSqueeze-outの3つが存在 ①任意の買収提案または強制的な買収提案の後、議決権を持つ資本の95%以上に相当する株式を保有する入札者は、管轄裁判所に「適切な」現金補償に対して残りの対象株式の譲渡を申請することが可能。買収によるSqueeze-outには、株主総会の決議は必要なく、該当する株式資本の90%以上で買収提案が受け入れられた場合、買収提案の対価は適切であるとみなされる ②買付者が対象会社の株式資本の95%以上を保有している場合、買付者は残りの株式を「適切な」現金を対価として買付者に譲渡することを決議する総会の招集を請求することが可能 - 裁判所により選任された公認会計士によって適正価格かは判断される ③被承継会社の発行済株式総数の90%以上を保有する株主の場合、ドイツ変革法 (Umwandlungsgesetz) に基づき、合併によるSqueeze-outを実施することが可能 - 対価は②と同様の形で算定 - なお、譲渡企業と吸収企業の両方が以下のいずれかでなければならない - 株式会社 (AG)、株式合資会社 (KGaA)、欧州企業 (SE)	- 公開買付法 - 株式会社法 - Transformation Act



公開買付制度及び買収者側の開示制度 詳細 ドイツ 3/3

- 公開買付が成立した後の追加応募期間はその状況に応じて2週間~3ヶ月で設定されている
 - 買付者の議決権割合が95%未満かつ自主的な公開買付の場合は2週間
 - 議決権の30%以上獲得を目的とする公開買付又は議決権の95%以上獲得を目的とする強制的公開買付の場合は3ヶ月

	概要	制度詳細	根拠法/参考資料
Sell-out rights・追加応募期間設定義務	- 買付結果公開後、以下の場合、残存株主はSell-outが可能 - 買付者の議決権割合が95%未満かつ自主的な公開買付の場合：応募期間終了後2週間以内 - 議決権の30%以上獲得を目的とする公開買付又は議決権の95%以上獲得を目的とする強制的公開買付の場合：応募者が議決権の95%以上に達したことを公告後又は応募期間終了後3ヶ月以内	- 買付結果公開後、以下の場合、残存株主はSell-outが可能 - 買付者の議決権割合が95%未満かつ自主的な公開買付の場合：応募期間終了後2週間以内 - 議決権の30%以上獲得を目的とする公開買付又は議決権の95%以上獲得を目的とする強制的公開買付の場合：応募者が議決権の95%以上に達したことを公告後又は応募期間終了後3ヶ月以内 - その際は、関係する少数株主に対してそれまでの買取価格と同様の水準で支払いを行う必要あり	- Baker&McKenzie; Public Takeovers in Germany - ホワイト&ケース法律事務所

(参考) EU 株主権利指令

- 一定割合以上の株式を取得している株主、機関投資家・投資運用事業者、議決権行使助言会社に対して情報開示を促す内容の指令
 - 具体的にどんな場合にどんな観点から情報開示すべきかを明文化している
 - 株主側も一定の説明責任を果たすべきである、というスタンスの下に作成された指令

特定の株主に に関する情報の 取得

欧州における上場会社は、当該上場会社が発行する株式を一定割合を超えて保有する株主の特定に関する情報を取得する権利があることが、明示的に定められた

- 「一定割合」とは、0.5%以下でなくてはならない

真の株主の株を保有・管理する仲介者 (intermediary) が存在する場合において、上場会社により株主の特定に関する情報の要求が、仲介者を通じて株主へ伝達され、また、株主が当該要求に応じて提供した情報が直接または仲介者を通じて会社へ伝達されるようにしなければならない

- 「株主の特定に関する情報」には、少なくとも、名前、連絡先 (住所とメールアドレス)、登録番号 (法人の場合)、保有株式数、さらに、上場会社が要求する場合には、株式の種類または株式の保有を開始した日付、が含まなければならない

機関投資家 及び 投資運用事 業者の対応

機関投資家及び投資運用事業者は、以下のような内容を盛り込んだ新しいエンゲージメントポリシーを策定し公表しなければならない

- 投資先の上場会社の財務状況や、企業戦略、リスク、資本構造、社会的・環境的影響及びコーポレートガバナンスのモニタリング手法
- 上場会社との対話方針および、議決権行使の方針

さらに、機関投資家及び投資運用事業者は、エンゲージメントポリシーの中身がどのように実施されたかについての説明を毎年公表しなければならない

- その年に行われた重要な議決権行使についての説明、その際に議決権行使助言会社を参照したかについての説明が含まなければならない

機関投資家は、その主要な株式投資戦略が長期的な負債に応じた内容であり、中長期的な資産の増加に資するものであることを説明しなければならない
また、機関投資家の投資が投資運用事業者を通じて行われている場合には、投資運用事業者との契約について、以下の観点から説明しなければならない

- ①機関投資家の長期的な負債に応じた投資を動機づけるものであること
- ②投資先の上場会社の中長期的な、かつ非財務的なパフォーマンスをも考慮した投資を動機づけるものであること
- ③投資運用事業者のパフォーマンスを評価する手法及び評価対象となる期間が長期的なパフォーマンスを考慮し得るものであること

上記の義務に従わない場合には、その理由を説明することが義務づけられる (Comply or Explainの原則)

議決権行使 助言会社 の対応

議決権行使助言会社は、その活動に際して参照する行動規範を策定し、公表しなければならない

議決権行使助言会社に対しては、Comply or Explainの原則が適用されない場面として、助言の決定方法や、情報源、助言及び議決権勧告等の質を確保するためにとる手続等を公表しなければならないことも定められている

🇬🇧 (参考) イギリスにおける買収者側の情報開示制度 テイクオーバー・コード

- イギリスのM&A関連の争議は、テイクオーバー・パネルと呼ばれる組織が運営管理するテイクオーバー・コードという規定内容に沿って処理・解決される
- 強制TOBの発動条件や公正買付価格、買収防衛策の発動条件等が明記されており、本規定に沿えば裁判を実行せずとも対応可能なように作られている
 - アメリカや日本の判例法理主義の国とは大きく異なり、裁判になるケースは極めて稀

テイクオーバー・コード

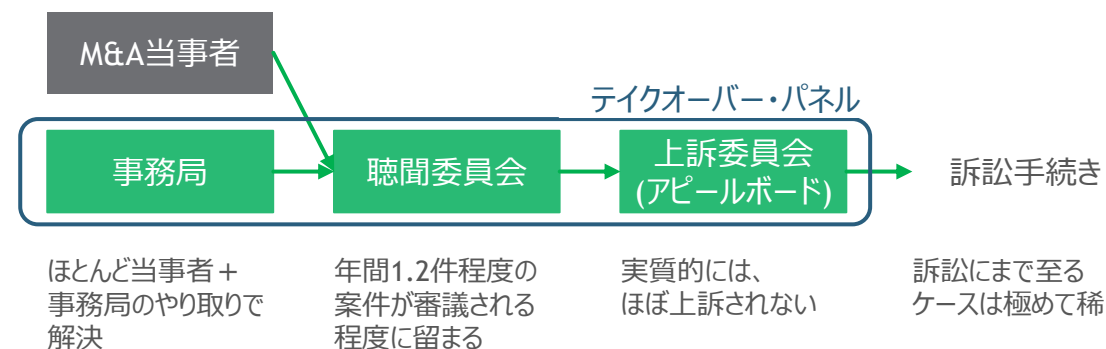


テイクオーバー・コードは1959年にM&Aのベストプラクティスをまとめた企業間の自主規制としての覚書を起源に持ち、2006年以降は会社法において法定化。
イギリスで登録・上場、本部を置く企業が適用の対象となる

<主な規定内容>

- 強制TOBと全部買付義務
 - 保有比率が30%を超える場合 OR 既に30~50%保有していてさらに取得を目指す場合、被買収者の全株式を対象にTOBが義務付けられている
- 買付価格規制
 - "過去12ヶ月間の最高値" を公正価格と定義
- 買収防衛策の制限
 - 買収を阻害する行為 (frustrating action) は株主総会の承認がない限り実行不能

テイクオーバー・パネル



- 聴聞委員会、上訴委員会等複数の委員会で構成され、その下位組織の事務局が日々生起するM&A案件の規制を行う
- 事務局へ問い合わせられた内容は全て記録されているが、パネルの判断が先例に過度に拘束されることを避けるため原則非公開
- 事務局はM&A案件を多く手掛ける法律・会計事務所、投資銀行からの出向者と定席のシニアスタッフからなる。事務局でも事例教育を施し、高い専門知識を有した人員が対応
- 事務局に寄せられた案件の判断は、コードと先例から迅速に判断され、当事者に通知される。その際、不服があれば聴聞委員会に、更に不服であれば上訴委員会に上訴できるが、通常事務局以上に上がる事例は極めて稀

海外主要国における企業買収ルールに関する制度・実態

- 買収提案が競合した場合の取締役の義務(行為準則)

アメリカにおいては、Revlon判決以降、取締役は売却価格最大化のために合理的な行動をとるべきという考え方が浸透していった。買収候補者の探索および情報開示義務も、上記のRevlon義務の範囲で要求される。

- Revlon判決は、①何をもって売却状態と判断するか、②売却時に価格を上昇させるためにとるべき行動具体は何か、というステップで取締役の行為準則を考える基準を示した。
- Revlon判決直後は、微に入り細に入るまで裁判所が取締役の行動を審査する風潮だったが、時代が下るにしたがって“一定の合理性”があればよいとする考え方が主流になってきた。
 - 特にQVC判決以降、“裁判所は取締役の行動に一定の合理性があるかを審査する”という考え方が主流

イギリス・フランス・ドイツにおいては、アメリカよりもさらに取締役側への規制は寛容で、行動に一定の合理性が担保されていれば売却価格の最大化にこだわる必要はないというスタンス。

- イギリスのCompanies Act 2006では、過去の判例法理を成文化するという趣旨で“取締役の一般的な義務”が成文化されており、構成員の金銭的な利益以外を会社の目的として定款に定めてよい旨が明記されている(会社法第172条)。
- フランス、ドイツにおいては行為準則に関連した明文規定はないが、株主価値に資する情報開示、売却選択をすべきという考え方は存在している。

買収提案が競合した場合の取締役の義務 (行為準則) 制度まとめ

- 各国とも、取締役がとるべき行動の具体まで明確に規定されている訳ではないものの、判例を具に見ていくと、株主価値を毀損しないために行動すべきという思想は共通している
- アメリカでは、Revlon判決を皮切りに、取締役は買収価格の最大化に努めるべきであるという考え方が浸透
- イギリス・フランス・ドイツにおいても、アメリカほど価格最大化が追求されることはないものの、株主価値を毀損しないために合理的な行動をとることが求められる

	日本	アメリカ	イギリス	フランス	ドイツ
					
更なる買収提案者の探索 ¹	義務付けられていない	- 後述するRevlon義務の範囲で求められる - 対抗買付者の募集、マーケットチェック (他の買収提案の可能性を探る市場調査) の実施が一般的	- 義務付けられていない - 買収提案について判断するのは取締役ではなく、最終的には株主と考えるため	義務付けられていない	義務付けられていない (学説対立あり)
対抗買収提案者への情報提供	競合する買収提案者に対する情報提供に関する明確な義務はない	後述するRevlon義務の範囲で求められる	- 競合する買収提案者に対して、同一情報を提供することが義務付けられている - Takeover Codeによって、競合買収提案者の対象会社への平等な情報アクセスを担保	競合する買収提案者に対する情報提供に関する明確な義務はない	競合する買収提案者に対する情報提供に関する明確な義務はないが、会社の利益に資する場合は提供義務が発生する可能性がある (学説対立あり)
最適な買付者を選定	- 売却価格に関する明確な義務はない - 一方、一般に、対象会社の取締役の善管注意義務として、意見表明を行う際に買収対価の適切性を考慮すべきと考えられている	株主が受け取る買収対価の価値に関して、合理的に実現可能な最善価格を実現する努力義務を負う (Revlon義務)	- 売却価格に関する明確な義務はない - 但し、取締役は株主利益のために会社の成功を促進させることを含め、取締役の基本的な義務を果たす必要がある	- 売却価格に関する明確な義務はない - 但し、取締役の基本的な規律として、会社のbest interestに沿う行動が義務付けられている	- 売却価格に関する明確な義務はない - 但し、買収提案に対する意見表明報告書で対価に関する意見を述べることになっている
価格以外の諸条件	価格以外の条件に関する明確な義務はない	価格以外の条件に関する明確な義務はない	価格以外の条件に関する明確な義務はない	価格以外の条件に関する明確な義務はない	価格以外の条件に関する明確な義務はない

1. 買収提案競合時に限らず、他の買収提案者の探索に関する内容を記載

Source: ホワイト&ケース法律事務所、UK Takeover Panel、Baker McKenzie、CMS、矢崎「イギリスにおける買収防衛策をめぐる規制」、Financial Conduct Authority、BaFin、経産省資料(①、②)、財務省資料、



買収提案時の取締役の行為準則 主要な判例 アメリカ サマリ

- Revlon判決は、取締役が会社売却価格の最大化に努める義務があることを明示。時代が下るに従い、買収対象会社の取締役に対して寛容な判決が出る傾向あり
 - Revlon判決は、会社が売却状態になった際には、取締役は売却価格の最大化に努める必要があることを明らかにした
 - そのあとの判例は、①何をもって会社が売却状態に入ったと判断するのか、②売却状態時に取締役が取り組むべき行為具体はなにか の2点を明らかにするという位置づけ
 - QVC判決までの各判決が、①Revlon義務が適用される売却状態の判断方法について定義を更新しており、「会社支配権の移転有無」が1つの基準であることを示した
 - Macmillan、Barkan、QVC判決は、②取締役が従うべき義務の中身について、売却価格最大化のために一定の合理性・説明性を担保することであると示した
 - Netsmart判決は、②取締役が従うべき義務について、買収先を不用意に狭めないこと、株主が将来利益を検討可能な詳細度での情報開示が必要であることを示した
 - C&J判決は、②取締役が従うべき義務について、状況的に一定の正当性がある場合には裁判所は取締役判断を詳細まで審査しない方向性を示した

Revlon判決 (1986)	売却状態になった場合、取締役は最大価格での売却実現のために努力する義務があることを明確化
Black&Decker 判決(1988)	Revlon義務は株式を100%売却する前提の場合に限らず、会社支配権の移転に関わる取引が行われている時にはRevlon義務の対象となり得る
Macmillan判決 (1989)	会社支配権の移転に関わる資本構成の変化がRevlon義務の適用対象となる売却行為であること、売却価格の最大化手法はオークションだけでないことを明示
Barkan判決 (1989)	売却価格最大化のために求められる行動が画一的に決定しないこと、市場調査義務が軽減・免除される場合があることを明示
Time判決 (1990)	友好的な買収提案時にも敵対的買収時と同様、取締役にはRevlon義務が科せられることを示した
QVC判決 (1994)	会社支配権の移転がRevlon義務の発生条件であることを改めて確認し、裁判所は取締役行為が全く非難の余地がなかったかを判断するのではなく、一定の合理性があるのかを判断するという基準を示した
Netsmart判決 (2007)	取締役はその裁量権を用いて買収先を狭めることはRevlon判決に違反する。また、株主の将来の利益を含めた買収検討ができるよう情報開示をすることが必要であることを示した
C&J判決 (2014)	Revlon基準が適用される場合でも、状況的に一定程度の合理性が担保できる場合には、取締役の行動を裁判所が詳細まで審査しない方向性を示した

Source: JUSTIA US lawの Revlonの判決、Black&Decker判決、Macmillan判決、Barkan判決、Time判決、QVC判決、Netsmart判決、C&J判決の各ページ、[企業価値研究会](#)、[藤田真樹](#)、[古川朋雄](#)、[高銀実](#)、[白井正和](#)「友好的買収の場面における取締役に対する規律」



買収提案時の取締役の行為準則 アメリカ Revlon判決

- 会社が売却状態になった場合、取締役会の義務は株主利益のために会社の売却価値を最大化する努力義務を負うという義務に変化することを明確化
 - 会社の解体が避けられない事態になってからは、取締役は、合理的に達成可能な最も高い価格を得る努力をする義務を負う

判決時期	• 1986年 デラウェア州最高裁判所 (Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Hldgs., Inc. (Del. 1986))
買付者	• Pantry Pride Inc. ("Pantry Pride")
対象会社	• Revlon, Inc. ("Revlon")
買収防衛策	• ホワイト・ナイト
事案の詳細	• RevlonはPantry Prideによる現金対価による敵対的な株式公開買付に直面し、友好的な第3者 (Forstmann Little & Co.) から買収後のRevlonの一部事業の購入権 (lock-up option) 及び2,500万ドルの解約金を含む対抗的防衛手段 (white knight) の提案を受け、それに賛成した • これに対し、Pantry Prideの支配株主はRevlon・その取締役会及び友好的第3者によって取られた上記の防衛行為の予備的差止命令を求めて訴訟を提起 • デラウェア州衡平裁判所はRevlonの防衛行為の予備的差止めを命じ、Revlonの取締役は信認義務に違反することを認めたため、Revlon側はデラウェア州最高裁判所に上訴
主な争点	• 会社の売却が決定的となった状況下において、取締役会はいかなる基準に従って行動すべきか
判決	• デラウェア州最高裁判所は以下の理由からデラウェア州衡平裁判所の判断を是認した • Pantry Prideによる公開買付価格の一連の引き上げによって、ある時点よりRevlonの解体は避けられない事態となり、その時点から、取締役会の義務は、会社の維持ではなく、株主利益のために売却価格の最大化へと変化した • したがって、そのような状況下では、取締役は、合理的に達成可能な最も高い価格を得る努力をする義務を負う



買収提案時の取締役の行為準則 アメリカ Black&Decker判決

- 会社支配権が争われている場面において、買収対象会社の取締役が会社支配権の移転を伴う取引に着手する場合は、売却行為に該当し、Revlon義務の適用範囲となることを明示した

判決時期

- 1988年連邦地方裁判所

買付者

- Black&Decker社

対象会社

- American Standard社

事案の詳細

- Black&Decker社がAmerican Standard社に対して敵対的買収を実行
- American Standard社は、資本構成の変更及び従業員持ち株制度 (ESOP) の設立によって当該の買収行動に対抗
- 上記の施策が実行されれば、American Standard社の経営陣は同社の発行済株式の約55%を取得可能
- Black&Decker社がこの買収防衛策の差し止めを求めて訴訟を実行
- 連邦地方裁判所は、"Revlon義務の適用範囲を会社の全株式が売却される状況のみに限定することは合理的ではない"と判断

主な争点

- American Standard社が実行した行為は、Revlon義務の適用範囲に含まれるか

判決

- 会社支配権が争われている場面において、買収対象会社の取締役が会社支配権の移転を伴う取引に着手する場合は、売却行為に該当し、Revlon義務の適用対象となる
- 従ってAmerican Standard社が実行した行為は売却行為とみなされ、取締役は売却価格の最大化に尽力しなければならない



買収提案時の取締役の行為準則 アメリカ Macmillan判決

- 資本構成の変更については、最終的な株式保有率39.2%という水準でも売却行為と判定される旨を示した
- 株主利益の拡大に資するのであれば、買収者間で異なる扱いをすることも認められる可能性があることが明示された
 - 積極的なオークション、MBO、資本構成の変更のどの形態をとったとしても売却と判断され、Revlon基準に基づいて審査されることを明確化

判決時期	1989年デラウェア州裁判所
買付者	Bass Group社、KKR社、Maxwell社
対象会社	Macmillan社
事案の詳細	- Bass Group社がMacmillan社に対して敵対的買収を実行 - Macmillan社は、資本構成の変更によって当該の買収行動に対抗 - 上記対抗策が計画通りに実行されればMacmillan社の経営陣は39.2%の株式を取得可能となる予定だった - Bass Group社がこの買収防衛策の差し止めを求めて訴訟を実行 - Bass Group社の主張が認められて、差し止めが許容される - 資本構成の変更による買収防衛を断念し、第3者への売却を検討開始。MaxwellとKKRが最終候補に残る - Macmillanの経営陣は、KKRによる買収が実現した場合には買収後に設立される会社において大株主として参加可能なことが予定されていた - KKRに買収してほしい経営陣は、Maxwellの買収価格をKKRに教える等KKRを優遇した対応をとった - KKRはMaxwellよりも少しだけ高い金額を提示でき、最終的にMacmillanはKKRと合併契約を締結 - Maxwellは、合併契約の中に盛り込まれていた保護条項 (アセット・ロックアップ条項) が取締役の信任義務違反として提訴 - アセット・ロックアップ条項は買収価格の向上には不要なものだったとして差し戻し
主な争点	- Macmillan社の取締役が行った買収防衛行為がRevlon基準に基づく司法審査の対象になるか - Revlon基準の適用範囲に入る場合、どのような行動が要求されるか - KKRへの優遇措置や、保護条項 (アセット・ロックアップ条項) はRevlon義務に照らして許容されるか
判決	- 会社支配権の移転に関わる資本構成の変化がRevlon義務の適用対象となる売却行為であり、本件はそれに該当する - Revlon義務が必ずオークションを実行しなければならない等、具体的な行動様式を要求するものではないと判示 - 株主利益の拡大に資するのであれば、開示する情報に差を設ける等、買収者間で異なる扱いをすることも認められる - これに照らした場合、保護条項 (アセット・ロックアップ条項) の設定が買収者を買収合戦に引き入れるために必要だったとは言い難い、として差し戻しを決定



買収提案時の取締役の行為準則 アメリカ Barkan判決

- 買収価格最大化のために要求される具体的な行動として一般に市場調査が必要であるとしつつも、これが不要となる場合についても言及した
 - 実際の株価の推移状況、第3者からの価格評価の意見書等があれば、その時点で市場調査や売却価格向上の交渉を打ち切ってもよい可能性があることを明示 (必ずしもオークション形式での価格つり上げが要求されるわけではない)

判決時期	1989年デラウェア州裁判所
買付者	Charles Hurwitz社
対象会社	Amsted Industries社
事案の詳細	- Charles Hurwitz社がAmsted社に対して買収を実行 - Amsted社は投資銀行の助言を受けつつ、ポイズン・ピルの導入や従業員持ち株制度の導入、MBOの実施を決定 - 当該MBOに対して、Amsted社の株主が訴訟を提起 - MBOグループによって買収価格が引き上げられたことによって本件は和解 - MBOグループに対し、Amsted社の発行株式の89%に相当する株式が提供される - Amsted社の株主であるBarkan社が、これはAmsted社の取締役は売却価格の最大化に努めておらず信任義務に違反しているとして提訴 - デラウェア州最高裁判所は、Amsted社の取締役は信任義務に違反していないと判決
主な争点	Amsted社の取締役は、最大価格での会社売却のために十分に尽力したといえるか
判決	デラウェア州最高裁判所は、①当時の買収対象会社の株価が低迷していたこと、②格子柄価格であると評価する投資銀行の意見書があること、③MBOの公表後に、競合する買収提案が実際現れていないこと、を根拠にAmsted社の取締役は信任義務に違反していないと判決



買収提案時の取締役の行為準則 アメリカ Time判決

- Time社の行った合併行為は、会社の支配権移動が起きないため、Revlon基準が適用される売却行為とはみなされないと判示
- また同時に、友好的買収の場面であってもRevlon基準が適用される可能性があることを示した

判決時期	• 1990年デラウェア州裁判所
買付者	• Paramount社
対象会社	• Time社
事案の詳細	• Time社は、Warner社との間で合併交渉を行い、合併契約の承認に関するTime社の株主総会が1989年6月23日に開催予定だった - Warner社が、Time社の100%子会社になることが予定されていた • 株主総会直前の6月7日にParamount社がTime社の発行済株式の全部を対象に1株175ドル (現金) で公開買付を実行 • Paramount社が提示した金額は不十分でWarner社との合併のほう望ましいと判断。Time社は、自社株主がWarner社との合併価値を理解せずにParamount社へ株を売却するリスクを危惧し、Warner社を買収する方向へ方針転換 - Time社は、現金対価の公開買付と買付後の合併を通じてWarner社を買収 - なお、本件の実行に際してTime社は100億ドル程度の債務を負うことになるので、Paramount社の買収意欲をそぐことにもつながる • Paramount社は、上記の行動は取締役の信任義務違反にあたるとして差し止めを要求 • デラウェア州衡平裁判所、最高裁判所ともに、本件はRevlon基準の適用対象ではないと判示 - デラウェア州衡平裁判所は支配構造が変化していないことを根拠に、最高裁判所は企業体の清算や解体を避けることができない状況とは判断できないことを根拠にRevlon基準の適用範囲外と判定
主な争点	• Time社の行ったWarnerとの合併行為がRevlon基準の適用対象となる売却行為に該当するか
判決	• Time社のおかれていた状況は、企業体の清算・解体が避けられない状態とは言い難く、Revlon基準の適用範囲外と判示

買収提案時の取締役の行為準則 アメリカ QVC判決

- 会社支配権の移転が発生する場合には、Revlon基準を適用すべき売却行為が発生したと判断することを明示
 - 本件は、Paramount社の株主が合併後に1/10の議決権となることを踏まえ、売却行為に該当する会社支配権の移転が起きていると判断
- 裁判所のスタンスが、取締役の行為が全く非難の余地がなかったかを判断するのではなく、合理的であったかを判断するものであることを示した

判決時期

- 1994年デラウェア州裁判所

買付者

- QVC社

対象会社

- Paramount社

事案の詳細

- Paramount社はVitcom社との合併契約を取り付ける
 - Paramount社の株式1株につき、Viacom社の議決権株式0.1株、無議決権株式0.9株及び9.1ドルの現金が交付される内容
 - Paramount社の株主は、現金を受領する代わりに少数株主の立場になることを意味する
- 合併契約の中には、Vitcom社に対する取引保護条約が盛り込まれていた
 - スtock・ロックアップ条項、解約金条項等が盛り込まれていた
- QVC社は以前からParamount社の買収に関心を示しており、上記の合併契約が公開された直後にParamount社に対して買収提案を実行
- 交渉が全く進まなかったため、QVC社は以前からParamount社に対して公開買付を実行
 - Vitcom社に対して付与されていたStock・ロックアップ条項の無効化が条件
 - Paramount社の発行株式の51%を買付
- また、QVC社はParamount社がQVC社に対して付与していた取引保護条約の差し止めを要求
- 最高裁判所は、上記の合併は会社支配権の移転であり、Revlon基準の発動要件であることを明らかにした
- 裁判所は取締役の判断が合理的であったかどうかを判断するのであり、全く非難の余地のない判断を下したかどうかについては判断すべきでないとスタンスを明示
- その上で、Paramount社が締結した取引保護条項はQVC社との交渉を著しく制限するものであり合理的だったとは言い難い、とした

主な争点

- Paramount社とVitcom社の合併行為が、Revlon基準の適用条件となる会社支配権の移転とみなされるかどうか
- Revlon基準の適用対象になる場合には、取締役にはどの程度の買収価格最大化への尽力が求められるのか

判決

- 合併契約の内容上、Paramount社の株主が合併後に1/10の議決権となることを踏まえると、"Paramount社の会社支配権が移転している"と判断でき、これはRevlon基準の適用範囲であることを判示
- 一定の合理性があればRevlon基準を満たすと考えることが明示されつつも、今回の保護条項は他社との交渉を著しく阻害するものだったとして差し止めを支持



買収提案時の取締役の行為準則 アメリカ Netsmart判決

- 取締役会は株主の利益最大化を図る必要があり、十分に合理的な理由がないまま、不用意に買収者候補を狭めてはいけずと判示
- 取締役会には株主への十分な情報開示が要求され、単独で存続した場合と買収が実行された場合両方のキャッシュフロー予測の開示が含まれる可能性を示した

判決時期	• 2007年デラウェア州裁判所
買付者	• Insight Venture Partners
対象会社	• Netsmart Technologies, Inc.
事案の詳細	• Netsmart社は創設以来、健康・福祉サービスを行う機構・企業向けにソフトウェアを提供するサプライヤーであり、その経営陣は2005年に同業のCMHC社を買収する等同事業の規模拡張を目指していた • 2007年Netsmart社経営陣は、戦略的な売却選択としてPrivate Equityへ売却することに焦点を当て、非上場化の手続きを進め、Private Equity以外の業種の買い手候補の積極的な探索 (market check) を控えた • 取締役会は特別委員会を設置し、上記事項の適正性に関して検討を行ったが、委員会にCEOの出席を認めるとともに、経営陣が長年使っていた財務アドバイザーを特別委員会のアドバイザーとする等、経営陣と密接に協働して検討を進めた。結果として、経営陣の判断が支持される結論が出た • 7社のPrivate Equityが買収に関心を示し、4社が実際に入札を行ったが、最終的には買収対象会社の取締役の立場が保証される条件を提示したInsight Venture Partnerの1株31ドルという提案を承認した • 株主への情報開示に関しては、決議前にProxy Report等を用いて行ったが、単独で事業を継続した場合のキャッシュフローの将来予測がない状況であり、合併した場合との比較ができない状況であった • Netsmart社株主の一部は、取締役会が他の買い手候補にも勧誘を行うべきであったこと、また、Proxy Reportにおいて、もしNetsmart社が独立のままであった場合の見込みに関する情報を掲載していないことが、株主の信任義務に違反かつ不完全な情報開示であることを理由に、暫定的差止命令を請求 • 裁判所は、Netsmart社の取締役がRevlon義務に違反するとともに、情報開示を適切に行わなかったことを認め、合併手続きを暫定的に差止めた
主な争点	• 取締役会が買収候補者をPrivate Equityに限定し、他の業種の買い手候補を排除したことが、株主の利益の最大化を図るRevlon義務に違反しているか • 本過程で株主に対するProxy Reportにおいて、単独で存続した場合、合併した場合両方の将来キャッシュフローの見通しが記載されていないことが、取締役会の株主への情報開示義務違反にあたるかどうか
判決	• 取締役会の設置した、独立委員会に経営責任者のCEOが関与することが認められていたことは独立性の観点から問題。結果、潜在的買収者の調査を行う際に、経営陣が推薦するPrivate Equityのみを対象に調査が行われ、他を買い手候補から除いたことはRevlon義務に違反する • 取締役会は、株主に情報を適正に開示する必要があるが、本件では株主へ将来利益を十分に周知できていないとせず、情報開示義務に違反する • Netsmartが株主に対して追加的な買収関連情報を開示するまでの間、合併手続きを暫定的に差止め



買収提案時の取締役の行為準則 アメリカ C&J Energy判決

- Revlon義務は、株主に有利な買付者が現れる市場の力の妨害を防ぐ趣旨であると明示
 - そもそもRevlon義務は、特定の作法 (本件では自ら買い手候補を探す積極的なMarket Check) に従うことを求めているものではない
- C&J社の取締役は、高価格な買付者を排除する等、株主に有利な取引を妨害する行動はしておらず、上記の定義に照らして違反はないと判断

判決時期

- 2014年デラウェア州裁判所

買付者

- C&J Energy Services, Inc.

対象会社

- Nabors Industries Ltd. 子会社

事案の詳細

- デラウェア州で設立された油田サービス会社であるC&J社は、事業拡大を目指し合併を模索。同業他社であるNabors社が対象会社として浮上
- 両者の経営陣は、合併後(新C&J社)に、より有利な税率を獲得することによる企業価値向上を目指し、C&J社がNabors社の子会社を買収し、加えて新会社の株式の過半数をNabors社が保持することで合意
 - Nabors社の子会社はバミューダに本社を置いており、新C&J社が本拠地をバミューダとすることで法人税が大幅に下がることを期待
 - C&J社は議決権の過半数を保有するNobors社の権限を緩和するため、新C&J社の将来の売却等に際しては、全株主の投票によってのみ廃止が可能という付則を設定。また初期取締役会の構成員の過半数を旧C&J株主が指名できる状況を確認し、旧C&J陣営が経営の主導権をとれる状況
 - 併せて、長期間受動的なMarket Checkを行う(より有利な提案を受けた際に切り替える)とともに、その間にFiduciary outできる権利も得ていた。
- 本合併に関する公正性と融資を担保するため、C&J社はCiti社(金融機関)及びTudor社による財務意見書を得るとともに、公正性が担保されたことから、取締役会において全員一致で合併に同意
- Analyst Coverage(分析報道)においても本合併はC&Jに有利であると肯定的な見解を示した
- 一方、C&Jの株主の一部は、積極的なMarket Checkを行わなかったこと等、取締役会の信任義務違反を理由に取引に係る株主総会に対する予備的差止を求めて提訴
- デラウェア州衡平法裁判所では、一端は積極的なMarket Checkを行わなかったことがRevlon義務に違反している可能性があるとしたが、最高裁では取締役会が、独立性を保ち十分に株主に有利となる合併条件を引き出せていたとしてこれを棄却

主な争点

- 積極的なMarket Checkを行わなかったことが、過去のRevlon義務に基づく判例を鑑みた際に、取締役の信任義務違反に該当するか

判決

- Revlon義務は、取締役会が信任義務を実行するにあたっての、特定の作法(本件では積極的なMarket Check)に従うことを求めているものではない。
- Revlon義務は、取締役会が特定の高価格の買付者を排除し、株主に有利な買付者が現れる市場の力を妨害することを防ぐための義務であるが、本件に関して、株主に有利な取引の妨害行動は見られない。これをもって、Revlon義務に違反していないと判示

買収提案時の取締役の行為準則 主要な判例 イギリス サマリ

- イギリスでは、買収対象会社の取締役はアメリカのRevlon義務のような最大価格での買付義務は負わず、一定の合理性をもって何れかのを選択すれば十分と解釈されている
 - Heron判決では、現在株主の利益最大化が取締役の行為準則であると示された。但し、これは会社定款の記載内容によるもので一般に成り立つとはされなかった
 - Re a Company判決では、取締役会が裁量権を用いて株主の利益の最大化を妨げることは認めないものの、取締役が積極的に現在の株主の利益の最大化のために行動する必要も無いことが示された
 - ドーソン判決においては、現在株主の利益の最大化は、必ずしも将来株主の利益最大化よりも優先する訳ではないことを明らかにした
- The Companies Act 2006では、過去の判例法理のエッセンスを抽出する形で、取締役の一般的な義務が成文化された

Heron判決 (1983)

取締役は現在の株主に最高価格での買付を選ぶ機会を与える義務があることが判示された
ただ、これはACC社の定款の解釈に基づくものであり、一般に成立するとはされなかった

Re a company 判決 (1985)

取締役会は裁量権を用いて、株主が高い買付価格を提示した買収案を選ぶことを阻止するような行動はとるべきでない一方で、より高額な買付を株主へ推奨又は促進する積極的な義務は負っていないことを明示。株主に対して適切な情報と助言を与え、公正な情報提供を行えば十分と示した

Dawson判決 (1989)

取締役の職務に、会社全体の利益 (株主及び従業員の利益) を考慮することが規定されているが、ここで考慮すべき株主には現在株主と同様に将来株主も含まれると解釈される。そのため、現在株主の利益の最大化は、会社全体 (現在 + 将来株主) の利益よりも優先されるとは言えないことが示された

The Companies Act 2006

過去の判例法理に基づき、取締役の一般的な義務を成文化。170～177条にて、どのような行為が取締役に対して期待されるのかが明記される

- ①取締役の権限行使に関する義務
- ②技量・任務遂行に関する義務
- ③fiduciaryの忠実・自己利益追求の禁止に関する義務

買収提案時の取締役の行為準則 イギリス Heron判決

- Heron判決では、取締役は現在の株主に最高価格での買付を選ぶ機会を与える義務があることが判示された
- 一方で、取締役の義務は、ACC社の定款の解釈に基づくものであると述べられており、一般性をもつものではないとされた

判決時期	• 1983年 BCLC244
買付者	• Heron International Ltd
対象会社	• ACC社
事案の詳細	• ACC社は5400万株の議決権株式と15万株の無議決権株式を発行する会社であり、議決権株式の63%は同社の取締役が所有していた • 1980年代当初財政的苦境に陥った同社に対し、Bell Group (「ベル社」)、Heron International (「Heron社」) から買収に係る申入れ - ベル社の買付価格は3600万ポンド、Heron社の買付価格は4250万ポンドでHeron社が高かった。 • 1982年当初、ACC社の取締役会が招集され、競合する買付に関する議論が行われ、ACC社の取締役達が保有する同社議決権株式をベル社に売却することを決定。同時に、取締役会はHeron社からの買付を拒絶することを通知した • Heron社は、取締役が同社の議決権株式を特定の者に譲渡することが同社の定款に反すること、また株主全体の利益が考慮されていないという点で、取締役がベル社への議決権株式の売却することを差し止めるよう提訴 - ACC社定款では、同社の普通株式を譲渡しようとする者は、会社に対して書面でその旨を通知しなければならず、その場合、会社が譲渡を希望する者の代理人となって取締役が合理性のある対応をすることが定められていた。また、本規定から外れて取引を実行する場合、取締役の承認が必要であることが定められていた • 取締役には現在の株主に最高価格での買付を選ぶ機会を与える義務があるとして、取締役のベル社への議決権株式の譲渡を差し止め
主な争点	• ACC社定款で定められた株式譲渡時の条件は、取締役のベル社への議決権株式譲渡においてはどのように解釈されるべきか
判決	• 会社を買収されることが会社の最善の利益と取締役が判断し、かつ複数の買収者が存在する場合は、定款に基づく権限を有する取締役の義務は、最高価格を得ることであり、そうでない場合議決権株式を買収者に譲渡できない • また、会社の利益とは、現在の株主全体の利益である必要がある



買収提案時の取締役の行為準則 イギリス Re a company (匿名企業) 判決

- 取締役会は、その裁量権を用いて、株主が高い買付価格を提示した買収案を選ぶことを阻止するような行動はとるべきではない
- その一方で、買付価格が高い買付を株主へ積極的に推奨又は促進する義務は負っていない
- 株主に対して適切な情報と助言を与え、株主が適切な判断ができるよう、公正な情報提供を行う必要があると判示

判決時期

- 1985年 2 BCC99,024

買付者

- 匿名

対象会社

- 匿名

事案の詳細

- 非公開会社であるA社に対して、2つの競合する企業から同時期に買付が行われた。
 - B社は、買収対象会社の取締役が発起人となった会社。一方、C社はA社と取引上のライバル関係にある会社
 - C社はB社よりも高く買付価格を提示
- A社の取締役は買付価格が低いB社の買付を株主に対して推奨し、その旨を記載した回覧状を発行
 - 回覧状には、C社の買付が成立しないという取締役会が考える理由と、B社の買付を支持しなかった場合、株主に事後買付申入れがなされないようになるといった不利益が生じる可能性を指摘
- 少数株主の一人が、取締役の回覧状により、株主の利益が不当に害されていることを主張し裁判所に申立て
- 裁判所は、取締役の行為が会社法第459条の、株主の利益を不当に害する場合にあたると判示

主な争点

- 取締役会の回覧状等の行為が、株主の判断を誤らせ、株主に買付価格が高いB社の買付を受けないようするものであり不当にあたると主張するかどうか

判決

- 取締役は、株主に対して適切な情報と助言を与え、株主がその上で判断できるようにするべきであり公正さが要求される。株主が高い買付価格を選ぶことを妨害又は禁止するような行為を取締役が裁量権を用いて行う今回の行為は不当と判断
- 一方で、買付価格が高い方の買付を、株主へ推奨又は促進する積極的な義務を取締役に課することを否定

買収提案時の取締役の行為準則 イギリス Dawson判決

- 会社法309条では、取締役の職務遂行において、会社全体の利益 (株主及び従業員の利益) を考慮することが規定されているが、ここで言及されている株主には、現在の株主と同様に将来の株主も含まれると解釈される
- そのため、取締役による現在の株主の利益の最大化は、会社全体の利益 (現在と将来の株主の利益) の最大化よりは優先されず、積極的な義務とは言えない

判決時期

- 1989 BCLC233

買付者

- Dawson International plc.

対象会社

- Coats Paton

事案の詳細

- Dawson International社は、市場での事業拡大を目的にCoats Paton社との合併を目指し、同社の全社株式の公開買付を行うことやその条件を協議
- 結果、Coats Paton社の取締役は、Dawson international社の条件を承諾し、公開買付の推奨と対抗する公開買付が生じた場合にも賛同しないことで合意
- しかし、その後現れたA社 (会社名非公開) が公開買付を開始するとともに、Coats Paton社の取締役と協議し、最終的により有利な条件 (高い買付金額) を提示したA社が同社の買収を行うことで合意された旨が発表
- Dawson international社は、Coats Paton社の行為は、当初の合意に違反するとして提訴
- Coats Paton社は、当初の取締役の合意は、株主の利益となる公開買付について、株主に助言すべき信任義務に違反するとして反論
- 裁判では、Coats Paton社の取締役が会社法第309条に定められた、株主の利益のために行動する信任義務に違反したかが争点となり、最終的に本件の企業買収は、対象会社の取締役が現在の株主に対してのみに一般的な信任義務を負うものではないとして、Coats Paton社の反論を退けた

主な争点

- 買収対象企業の取締役が、会社の将来利益とは無関係に企業を売却して、現在の株主価値を最大化する義務を負うか

判決

- 会社法第309条では、取締役の職務遂行において、会社全体の利益 (株主及び従業員の利益) を考慮することが規定され、株主には、現在の株主と同様に将来の株主も含まれると解釈される。取締役会は、現在の株主に対して負う信任義務と、会社に対する義務の履行として現在及び将来の株主の利益を区別して考慮する必要があり、その際、前者が後者よりも優先されるわけではない

買収提案時の取締役の行為準則 The Companies Act 2006

- 2006年の会社法制定 (Companies Act 2006) によって、取締役の義務が一定程度明文化されて会社法に盛り込まれた
- この明文規定は、過去の判例法理の積み上げを抽出して法文化したもの

取締役の義務

根拠規定

①取締役の権限行使に関する義務	• 権限の範囲内で行為すべき義務	• 会社の定款に従って行動すること • 与えられた目的のためにのみ、権限を行使すること	The Companies Act 171
	• 会社の成功を促進すべき義務	• 取締役は、誠実に、会社全体の利益のために会社の成功を促進する可能性が最も高いと考える方法で行動しなければならない • 会社の目的が構成員の利益以外の目的からなるか、またはそれを含む場合、その目的を達成するように行動しなければならない	The Companies Act 172
	• 独立した判断を行うべき義務	• 取締役は、会社との契約及び定款に基づき行動する限り独立した判断を行わなければならない	The Companies Act 173
②技量・任務遂行に関する義務	• 相当な注意、技量・勤勉を用いるべき義務	• 取締役は、その職務に一般的に期待される注意、技量・勤勉をもって職務を遂行しなければならない	The Companies Act 174
③fiduciaryの忠実・自己利益追求の禁止に関する義務	• 利益相反回避義務	• 取締役は、会社の利益と対立するおそれのある利益を有する状況を回避しなければならない	The Companies Act 175
	• 第三者からの利益供与を回避すべき義務	• 取締役は、当該企業の取締役であるから、または、当該企業で取締役として判断/判断しなかったことにより、第三者から利益を得てはならない	The Companies Act 176
	• 計画段階もしくは既存の取引または計画に利害関係を宣言すべき義務	• 取締役は、既存の、または会社との取引または取決めの提案において、直接的または間接的に利害関係を有する場合、その性質と程度を他の取締役に申告する	The Companies Act 177

§171 権限の範囲内で 行為すべき義務

会社の取締役は、次のことを行わなければならない

- 会社の定款に従って行動すること
- 与えられた目的のためにのみ、権限を行使すること

§172 会社の成功を促進 すべき義務

会社の取締役は、企業の構成員全体の利益のために、会社の成功を促進する可能性が最も高いと誠実に考える方法で行動する
なお、その際は以下の事項を考慮しなければならない

- 決定により長期的に起こりうる結果
- 会社の従業員の利益
- 供給業者、顧客、その他との取引関係の発展
- 会社の事業が地域社会や環境に与える影響
- 会社が高い水準のビジネス行動に対する評判の維持
- 会社の構成員間での公正な行動

会社の目的が「構成員の利益以外の何か」から構成される/含む場合、前項の「構成員全体の利益のために、会社の成功を促進する」という文言は、これらの目的を達成するように解釈される

本項が課す義務は、特定の状況において、取締役が会社の株主・債権者の利益を考慮または行動することを要求する制定法または法律の規則に従って効力を有する

§173 独立した判断を 行うべき義務

独立した判断義務

- 会社の取締役は、独立した判断を行わなければならない
- この義務は、次の場合は侵害されることはない
 - 会社が正当に締結した、取締役の将来の裁量権の行使を制限する契約に従って行動する場合
 - 会社の定款で認められている方法に則る場合

§174 相当な注意、 技量・勤勉を用いるべき 義務

合理的な注意、技能及び勤勉に業務を遂行する義務

- 会社の取締役は、合理的な注意、技能及び勤勉に業務に励む必要がある
- 具体的には、次のような状態を意味する
 - 会社での取締役としての職務遂行に合理的に期待する一般的な知識、技能及び経験
 - 取締役が有する一般的な知識、技能及び経験

§175 利益相反 回避義務

利益相反を回避する義務

- 会社の取締役は、会社の利益と対立する、または対立するおそれのある直接または間接の利益を有する、または有することができる状況を回避しなければならない
- 特に、取締役の財産、情報又は機会の利用に適用される (会社がその財産、情報又は機会を利用し得るかどうかは重要でない)
- この義務は、会社との取引または取決めに関連して生じる利害の対立には適用されない
- この義務は、次の事項を侵害しない
 - 利益相反を生じさせる可能性があるとは合理的に見なせない場合
 - その事項が取締役会によって承認されている場合
- 取締役による承認は、以下のとおりとする
 - 会社が非公開会社であり、定款にそのような認可を無効にするものがない場合、取締役により提案され、認可される
 - 会社が公開会社であり、定款に取締役がの認可に係る規定がある場合、定款に従って取締役にその事項が提案され認可される
- 認可は、以下の場合にのみ有効となる
 - 当該事項が審議される会議の出席数が、当該取締役または他の利害関係取締役を数に入れずに満たされる場合
 - 当該取締役または他の利害関係取締役の投票なしに同意された場合、またはその投票を数えなかった場合に同意が見込まれる場合
- 本条内での「利益相反」の意味には、「利益と義務の相反」、及び「義務の相反」が含まれる

§176 第3者からの利益 供与を回避すべき義務

第3者からの利益供与を受けない義務

- 会社の取締役は、以下の理由で第3者から利益を得てはならない
 - 当該企業の取締役であること
 - 当該企業の取締役として何かを行った (または行わなかった) こと
- 「第3者」とは、会社、関連団体、または会社や関連団体を代表して行動する者以外の者をいう
- 取締役が、(取締役として、またはそれ以外で) サービスを当該企業に提供する企業・人物から受ける場合は、第3者からの利益とはみなさない
- この義務は、利益の受領が利益相反を生じさせる可能性があるとは合理的に見なすことができない場合、侵害されることはない
- 本条内での「利益相反」の意味には、「利益と義務の相反」、及び「義務の相反」が含まれる

§177 計画段階もしくは 既存の取引または 計画に利害関係を 宣言すべき義務

提案された取引または取決めに對する利害関係を申告する義務

- 会社の取締役が、会社との取引または取決めの提案に、直接的または間接的に何らかの利害関係を有する場合、その利害関係の性質と程度を他の取締役に申告しなければならない
- 申告は、次の手段により行うことが可能
 - 取締役会における申告
 - 書面 (第184条)、または一般通知 (第185条) の方法での取締役への通知
- 利害関係の申告が不正確または不完全である場合、追加の申告を行わなければならない
- 申告は、会社が取引または取決めを行う前に行わなければならない
- 取締役が認識していない利害関係、または取締役が問題の取引もしくは取決めを認識していない場合、その申告は要さない
- 取締役は、次の場合利害関係を申告する必要はない
 - 利益相反を生じさせる可能性があるとは合理的にみなせない場合
 - 他の取締役がすでにそれを認識している場合
 - 過去に検討された、または検討される予定の契約条件に関係する場合

海外主要国における企業買収ルールに関する制度・実態

- 買収防衛策 (1/2)

アメリカでは、買収防衛策の正当性判断について、1985年のUnocal判決以降、①敵対的買収が会社の方針及び効率性にとって脅威をもたらすと取締役会が合理的に信じたか、②その脅威に対して合理的な防衛策であるか、という観点から正当性を判断すべきという流れができ、これに沿う形で解釈が更新されてきた

- Unocal判決以前は、経営者は十分な情報収集を行い会社にとって適切な判断をしたと推定して原則審査を行わないのが主流
- Unocal判決は、①会社にとっての脅威度合い、②防衛策の脅威に対する合理性という2つの観点から買収防衛策の正当性を評価する手法を提示。以降、Unocal判決が示した考え方に則って判例解釈が積み上がる
 - 2000年以降は、税制優遇措置を失うことを①の脅威と取締役会が信じることが合理的と認めたSelectica判決や、取締役会が買収価格が過小であると合理的に信じたことを証明した場合当該買収価格に基づく提案は①を満たすとしたAirgas判決等、対象会社が有利になる主旨の判例が続いた
 - 他方、直近では2021年のWilliams判決で、株式を取得する権利 (warrantやoption) まで含む5%株式取得をトリガーとするポイズン・ピルの発動は過剰防衛として差し止め

イギリスにおいては、Takeover Panelという争議解決機関が、Takeover Codeという争議解決手順書に従って買収関連の争議を解決するケースが多い。Takeover Codeによって、買収防衛策は株主の承認がなければ発動不可とされており、イギリスでは、企業による買収防衛策は実質的には実行されない

- Takeover code Rule21にて、買収防衛策の発動には株主の承認が必要、と明記

海外主要国における企業買収ルールに関する制度・実態

- 買収防衛策 (2/2)

フランスでは、買収防衛策が原則認められており、多くの企業で複数議決権が活用されているのが特徴

- 買収防衛策は原則認められており、株主利益に相反しないという前提はあるものの事前承認なしで買収防衛策を発動可能
- 複数議決権については、定款で排除しない限りは法律上自動で付与され、2年以上継続保有されると議決権が2倍になるというフランス特有の法律が存在

ドイツでは、買収防衛策が原則認められておらず、判例も少数

- 買収防衛策は原則認められていないものの、監査役会や株主総会の承認を得た場合、例外的に認められる
 - ポイズン・ピルの発動には、75%以上が参加している株主総会で過半数の投票を得ることが必要
- 実際には買収防衛策が実行され、裁判になるのは稀

買収防衛策に関する規制・司法判断 サマリ

- 買収防衛策の導入について、日本・アメリカ・フランスは認めている一方、イギリスとドイツが原則禁止している
- 複数議決権については、ドイツ以外の各国で法的には認められているものの、実態としての活用度合いにはばらつきが存在
 - フランスでは定款で排除しない限り自動適用される形で積極的に活用されている一方、日本・アメリカ・イギリスでは活用条件・活用実態が限定的になっている

		日本		アメリカ		イギリス		フランス		ドイツ	
											
買収防衛策導入自体に関する規制		- 買収防衛策の導入に関する会社法上の明確な規定ないが、実質的には認められる - 買収防衛策の有効性判断は、株主総会の承認有無を重視		- 法令上制約はない - 議決権行使助言会社のポリシー上原則として消極的に捉えられている		- 原則認められない - 株主の事前の承認がない限り、公募前・公募期間中に、公募を妨害する、または株主が公募のメリットを判断する機会を奪う行動は禁止されている		- 原則認められている - 取締役会は、株主総会・自社の利益に相反しない限り、株主承認を得る必要はない 2014年フロランジュ法で従来の対象会社の取締役会の中立性の要件を放棄		- 原則認められないが、以下の行為は例外として許容される - 買収の対象となっていない会社の善良な管理者であれば行うであろう行為 - 他の買収提案を探すこと - 対象会社の監査役会又は株主総会によって承認された行為	
具体策に関する規制	ポイズン・ピル	- 採用可能 "事前警告型防衛策"で新株予約権を活用した対抗措置として可能であり、"有事導入型防衛策"としても認められうる - 株主の事前の承認を得る必要があるかどうか明確な規定なし		- 採用可能 - 一般的な買収防衛策として取締役会の決議を経て採用されている - 直近、ポイズン・ピルは減少傾向にあったが、アクティビスト対応として再び注目されている		- 上記の規則により実施が制限されている - Takeover Codeによって実施には株主の承認が必要とされている - イギリスの機関投資家は一般的に防衛対策の導入に対して否定的であり、採用している上場会社は少ない		- 採用可能 - 但し、3分の2以上の議決権による株主承認が必要 - ドイツと異なり、新株発行価格に関する規定はない		- 原則禁止だが、例外が存在 - 株主総会の決議があれば実行可能 - 先買権を排除した上で、発行価格が不適切に低い場合、株主総会決議の有効性が争われる可能性がある (現在の株式市場における当該株価を考慮)	
	複数議決権割当	新規上場時については認められている		上場前に導入していた複数議決権株式を上場することは認められている		複数議決権株式自体は法的に認められているが、実際に実行するのは稀		- 認められている - 多くの企業で複数議決権株式を発行 ※2年以上所有の株式の議決権が2倍になる政策の影響		認められていない	

Source: Baker Mckenzie Japan、Baker Mckenzie USA、Baker Mckenzie UK、Baker Mckenzie France、Baker Mckenzie Germany、井上・池田「株式非公開化取引における株主保護制度の効果に関する国際比較研究」、藤田(一橋大論文)「世界の成長企業は種類株式を使いこなす」、企業価値研究会「敵対的買収防衛策(企業価値防衛策)の整備」、UK Takeover Regime、野村資本市場研究所、日本証券経済研究所、大和総研、清水(明治学院大学法律科学研究所年報)「複数議決権等と株主平等の原則」、長島・大野・常松法律事務所「米国アウトバウンドM&A法務の手引き」



買収防衛策に関する規制・司法判断 詳細 日本

- 買収防衛策の導入について会社法上の規定は存在せず、有効性判断は株主総会の承認有無を重視する形で実行されるのが実態
- ポイズン・ピルの発動については、20%以上の株式取得で発動検討の俎上に乗るのが通例
- 複数議決権割当は、新規上場時のみ認められる

■ 認められている場合
■ 認められていない場合

制度詳細

根拠法/参考資料

買収防衛策 導入自体に 関する規制

- 買収防衛策の導入に関する会社法上の明確な規定ないが、実質的には認められる
- 買収防衛策の有効性判断は、株主総会の承認有無を重視

敵対的買収提案を受けた際の取締役の行為準則について、株主に対する受託者責任は問われるものの、明示的に中立義務が規定されているわけではなく、実質的に認められる

- 企業価値研究会

具体策 に関する規制

ポイズン・ ピル

- 採用可能
 - "事前警告型防衛策" で新株予約権を活用した対抗措置として可能であり、"有事導入型防衛策" としても認められうる
 - 株主の事前の承認を得る必要があるかどうか明確な規定なし

一定の割合 (通常20%) 以上の株式を保有する者または保有する予定の者からの敵対的買収が迫っている場合、対象会社は事前警告に基づき、敵対的買収者に対して、敵対的買収者、買収の目的、買収後の経営方針案に関する必要な情報の提供を求める
対象会社の取締役会は、提出された情報に基づいて、敵対的買収提案を検討・分析し、防衛策を発動すると判断した場合には発動可能

- Baker Mckenzie.
Global Public M&A Guide

複数議 決権割当

- 新規上場時には認められている

日本では、複数議決権株式は、新規上場時には認められてる(既に上場している企業による発行は認められない)

- 事例としては、東証マザーズ上場のサイバーダインのみが実行しており、複数議決権株式が活用されることは極めて稀

- 一橋大学「世界の成長企業は種類株式を使いこなす」

買収防衛策に関する規制・司法判断 詳細 アメリカ

- 買収防衛策の実行は原則認められており、①敵対的買収が会社にとって脅威かどうか、②防衛策が相当かどうかの2つの観点から正当性が判断される
- ポイズン・ピルの発動条件については、市場慣行的には10~15%程度の株式取得を目安とするのが通例
- 上場前に導入していた複数議決権を上場することは認められている

■ 認められている場合
■ 認められていない場合

制度詳細

根拠法/参考資料

買収防衛策 導入自体に 関する規制

- 法令上制約はない
 - 議決権行使助言会社のポリシー上原則として消極的に捉えられている

正当性を一定程度説明する必要はあるものの、買収防衛策は原則認められる

- 1985年以前は、経営者の行為は会社のために適切に実行されたと推定し、判断の正しさを原則審査しないとする「経営判断原則」に従っており、基本認められていた
- Unocal判決 (1985年) 以降は、①当該の敵対的買収が対象会社にとって脅威か、②買収防衛策が脅威に対して相当かという2つの観点から正当性が立証できれば、原則取締役会判断で買収防衛策を講じて良いとされる

具体策 に関する規制

ポイズン・ ピル

- 採用可能
 - 一般的な買収防衛策として取締役会の決議を経て採用されている
 - 直近、ポイズン・ピルは減少傾向にあったが、アクティビスト対応として再び注目されている

市場慣行的には10~15%がポイズン・ピル発動のトリガーとして採用されることが多い

- なお、株式を取得する権利 (warrantやoption) まで含んで5%というトリガー条件でのポイズン・ピルを発動を試みたwilliams社は過剰防衛と判断され (2021)、一定の発動下限値の水準が示された形となった
- ただ、コロナの影響で株価が下がっている会社が多いことから、トリガー条件の閾値が低めでも許容される傾向はあり

- Baker Mckenzie.
Global Public M&A Guide

複数議 決権割当

- 上場前に導入していた複数議決権株式を上場することは認められている

- 上場前に導入していた複数議決権株式を上場することは認められている

- 一橋大学大学院 論文

買収防衛策に関する規制・司法判断 詳細 イギリス

- テイクオーバー・コードという争議解決手順書に沿って手続きを進めるのが通例であり、基本的に買収防衛策は認められていない
 - 規定上は株主の承認があれば実行可能となっているが、イギリスの株主は承認しないのが通例
- ポイズン・ピルは実質的に活用されることはなく、複数議決権も法的には認められているが活用事例は稀

■ 認められている場合
■ 認められていない場合

制度詳細

根拠法/参考資料

買収防衛策 導入自体に 関する規制

- 原則認められない
 - 株主の事前の承認がない限り、公募前・公募期間中に、公募を妨害する、または株主が公募のメリットを判断する機会を奪う行動は禁止されている

- イギリスではテイクオーバー・コードという争議解決手順書に沿って争議を解決するのが通例であり、これによると買収防衛には株主の承認が必要
- イギリスでは、テイクオーバー・パネルと呼ばれる争議仲裁組織が運営管理するテイクオーバー・コードという規程に沿って処理・解決される
 - テイクオーバー・コードに明記されており、本規定に沿えば裁判を実行せずとも対応可能なように作られている
 - 買収防衛策については、株主の承認がなければ実行不能と規程されている

- UK Takeover Regime
- 野村資本市場研究所

具体策に関する規制

ポイズン・ピル

- 上記の規則により実施が制限されている
 - Takeover Codeによって実施には株主の承認が必要とされている
 - イギリスの機関投資家は一般的に防衛対策の導入に対して否定的であり、採用している上場会社は少ない

- 株主承認があればポイズン・ピルを使用可能という規程になっているものの、実態として株主がこれを許可しない場合が多数
- テイクオーバー・コードの規程によって、ポイズン・ピルの発動には株主の承認が必要
 - 但し、実態として買収防衛に関する権限を経営陣に求めることをしつづける場合が多いので、実質的にポイズン・ピルが使用されることはない

- UK Takeover Regime
- Baker McKenzie, Global Public M&A Guide

複数議決権割当

- 複数議決権株式自体は法的に認められているが、実際に実行するのは稀

- 複数議決権自体、法的には認められているが、実際に複数議決権を採用している株式発行会社のIPO事例は稀
- ISS Reportサンプル調査及び香港証券取引所調査では事例なし(2015年時点)

- 大和総研

■ 買収防衛策に関する規制・司法判断 詳細 フランス

- 買収防衛策は原則認められており、株主利益に相反しないという前提はあるものの事前承認なしで買収防衛策を発動可能
- ポイズン・ピルの発動には、株主総会での2/3以上の賛成による承認が必要
- 複数議決権については、定款で排除しない限りは法律上自動で付与され、2年以上継続保有されると議決権が2倍になる

■ 認められている場合
■ 認められていない場合

制度詳細

根拠法/参考資料

買収防衛策 導入自体に 関する規制

- 認められている
 - 取締役会は、株主総会・自社の利益に相反しない限り、株主承認を得る必要はない
 - 2014年フロランジュ法で従来の対象会社の取締役会の中立性の要件を放棄

2014年フロランジュ法により、対象会社の取締役会は対象会社の株主利益に反しないことを条件に株主の事前承認なしに買収防衛策を講じることが可能に

- これは、2006年にフランスが採択した買収司令 (Takeover Directive) の内容を覆す主旨のもの

- Baker McKenzie.
Global Public M&A Guide

具体策に関する規制

ポイズン・ピル

- 認められている
 - 但し、3分の2以上の議決権による株主承認が必要
 - ドイツと異なり、新株発行価格に関する規定はない

ポイズン・ピルの発動には、株式資本の25%以上が出席または代表される株主総会において、66%の議決権による承認が必要

- 第1回目の株主総会で25%の定足数に達しなかった場合に招集される第2回の株主総会には25%の定足数は適用されず、代わりに20%の定足数が適用

- Baker McKenzie.
Global Public M&A Guide

増資は、株主総会で決定した上限を超えてはならない

複数議決権割当

- 認められている
 - 多くの企業で複数議決権株式を発行
 - ※2年以上所有の株式の議決権が2倍になる政策の影響

- フランスでは、定款で排除しない限り、2年以上の保有で自動的に付与される2倍議決権株式発行が、法律上義務付けられている
- ISSの調査では、フランス企業の54%が2倍議決権を採用している

- 一橋大学大学院 論文

買収防衛策に関する規制・司法判断 詳細 ドイツ

- 買収防衛策は原則認められていないものの、監査役会や株主総会の承認を得た場合、例外的に認められる
- ポイズン・ピルの発動には、75%以上が参加している株主総会で過半数の投票を得ることが必要
- 複数議決権は認められていない

■ 認められている場合
■ 認められていない場合

制度詳細

根拠法/参考資料

買収防衛策 導入自体に 関する規制

- 原則認められないが、以下の行為は例外として許容される
 - 買収の対象となっていない会社の善良な管理者であれば行うであろう行為
 - 他の買収提案を探すこと
 - 対象会社の監査役会又は株主総会によって承認された行為

買収法は、原則として、買収対象会社の経営陣が、買収決定の公表時または支配権の取得時から買収結果の公表時までの間、買収の成功を妨げる可能性のある行為を行うことを禁止 (non-frustration rule)

- 但し、通常の慎重な経営者の行動、監査役会の承認を得た行動、株主総会の承認を得た行動等、一定の例外を認める

- Baker McKenzie.
Global Public M&A Guide

具体策 に関する規制

ポイズン・ピル

- 原則禁止だが、例外が存在
 - 株主総会の決議があれば実行可能
 - 先買権を排除した上で発行価格が不適切に低い場合、株主総会決議の有効性が争われる可能性がある (現在の株式市場における当該株価を考慮)

原則禁止だが、株主総会で承認が得られれば実行可能

- 75%以上が参加している必要あり
- 株主総会は、株主総会決議が本来必要となる買収防衛策 (新株発行など) を講じる権限を執行役会に最長18ヶ月間与えることが可能
- 先買権を排除した上で、発行価格が不適切に低い場合、株主総会決議の有効性が争われる可能性がある (現在の株式市場における当該株価を考慮)

- Baker McKenzie.
Global Public M&A Guide

複数議決権割当

- 認められていない

法律により、複数議決権が禁止されている

- 明治学院大学法律科学研究所
年報



買収防衛策に関する規制・司法判断 主要な判例 アメリカ サマリ

- 買収防衛の正当性を証明するには、①敵対的買収が会社の方針及び効率性にとって脅威をもたらすと取締役会が合理的に信じたこと、②その脅威に対して合理的な防衛策であることを示す必要があることがUnocal判決で明示
 - それ以前は、買収防衛策の正当性がそもそも論点となること自体がなかった (=経営判断原則)
 - ①②の解釈が各種判例によって明確化されてきている
- 2000年以降は、税制優遇措置を失うことが①で述べる脅威と取締役会が信じるのが合理的と認めたSelectica判決や、取締役会が買収価格が過小であると合理的に信じたことを証明した場合当該買収価格に基づく提案は①を満たすとしたAirgas判決等、対象会社が有利になる主旨の判例が続いた
- 他方、直近では2021年のWilliams判決で、株式を取得する権利 (warrantやoption) まで含む5%株式取得をトリガーとするポイズン・ピルの発動は過剰防衛として差し止め

Unocal以前	経営者の行為は情報を得た状態で、会社の利益の最大化のために誠実に実行されたと推定し、判断の正しさを原則審査しない (=経営判断原則)
Unocal判決 (1985)	防衛策の妥当性は①敵対的買収が会社の方針及び効率性にとって脅威かどうか、②その脅威に対して合理的な防衛策かの2点で判断するという基準を明確化
Blasius判決 (1988)	株主の議決権行使を妨害する措置をとる場合には、取締役会は当該措置に強い正当事由があったことを立証する義務があることを明確化
Unitrin判決 (1995)	Unocal基準②における合理性の判断について、買収防衛策が、①強圧的又は排除的なものではなく、また、②買付者による脅威に対して合理性の範囲内に収まっていることを示さなければならない旨を明確にした
Selectica判決 (2010)	純営業損失 (Net Operating Loss, NOL) に紐づく税制優遇を買収によって失うことを脅威として認定
Airgas判決 (2011)	企業価値が過小評価されている買収に対する買収防衛策が、Unocal基準①を満たすことを認定
Sotheby's判決 (2014)	複数のアクティビスト・ヘッジファンドによる脅威に対して、受動的投資家とそれ以外の投資家とで発動要件を異にした二段階ポイズン・ピルについて、Unocal基準に基づいて適法性を認めた
Williams判決 (2021)	warrantやoptionを含む5%程度の株式買収に対してポイズン・ピルを発動するのは防衛策として過剰と判示



買収防衛策に関する司法判断の例 アメリカ Unocal判決

- 買収防衛策の正当性を証明するには、①敵対的買収が会社の方針及び効率性にとって脅威をもたらすことを取締役会が合理的に信じたこと、②その脅威に対して合理的な防衛策であることを示す必要があるという基準が確立
 - それ以前は、買収防衛策の正当性がそもそも論点となること自体がなかった(=経営判断原則)

判決時期	1985年 デラウェア州最高裁判所 (Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., (Del. 1985))
買付者	Mesa Petroleum Co., Mesa Asset Co., Mesa Eastern, Inc. ("Mesa")
対象会社	Unocal Corp. ("Unocal")
買収防衛策	条件付自己株公開買付
事案の詳細	- Unocal の約13%の株式を保有するMesaは、約37%の株式について1株あたり現金54ドルの価格で公開買付を行い、Squeeze-outの対価は54ドルのハイリスク債券とする二段階買収を開始 - Unocal の取締役会は、上記買収に対する防衛手段として、Mesaを除く株主を対象として、Mesaの申出価格よりも高値である現金72ドルで自己株公開買付を行うことを決議し、開始しようとした - Mesaは、Unocalによる自己株公開買付に対する予備的差止をデラウェア州衡平法裁判所に提起 - 衡平法裁判所は、Mesaを対象に含めなければ自己株公開買付をしてはならないとする予備的差止命令を発したため、最高裁判所へ上訴
主な争点	取締役会が買収提案に対して防衛策を講じる場合、どのような要件でその防衛策は正当化されるのか
判決	- 最高裁判所は自己株公開買付の適法性を認める。そして、買収防衛策の適法性について、取締役会がその会社の利益よりも取締役会の利益を追求する可能性があることから、以下の要件を取締役会が立証する必要があると判示した - すなわち、①当該買収提案が会社の方針及び効率性にとって脅威であることを取締役会が合理的に信じたこと、及び②その脅威に対して買収防衛策が合理的であることを取締役会は立証する必要がある



買収防衛策に関する司法判断の例 アメリカ Blasius判決

- 株主の議決権行使の妨害を主たる目的として行われた措置には、取締役会は当該措置について強い正当事由があったことを立証しなければならないことを明確化

判決時期	1988年 デラウェア州衡平裁判所(Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp. (Del. Ch. 1988))
買付者	Blasius Industrious Inc. ("Blasius")
対象会社	Atlas Corporation ("Atlas")
買収防衛策	附属定款変更による取締役の定数の増加
事案の詳細	- BlasiusはAtlasの9.1%の株式を取得し、Atlasの資産売却及び当該売却益による臨時配当を提案した - Blasiusは、現在7名の取締役会について、追加で8名を選任し取締役会の過半数を取得することを提案した - これに対して、Atlasは、附属定款を変更して取締役会の定員数を9名とし、かつ、新たに2名の取締役を選任してBlasius選任の取締役8名で取締役会の過半数に達する状況を妨害した - Blasiusが取締役を2名追加する附属定款の変更等の決議の有効性を争ってデラウェア州衡平裁判所に提訴
主な争点	買収防衛を主たる目的として株主の議決権行使を妨げる行為は正当化されるのか
判決	- 取締役会の措置の主たる目的が株主議決権行使の効果を阻害することにある場合には、取締役会が当該措置について強い正当事由があったことを立証しなければならない - 上記取締役会の措置は株主の議決権行使に対する許されない干渉であり、取締役会の定員の増員に係る附属定款の規定は無効である



買収防衛策に関する司法判断の例 アメリカ Unitrin判決

- Unocal基準②における合理性の判断について、買収防衛策が、①強圧的又は排除的なものではなく、また、②買付者による脅威に対して合理性の範囲内に収まっていることを示さなければならない旨を明確にした

判決時期	• 1995年 デラウェア州最高裁判所 (Unitrin, Inc. v. American General Corp. (Del. 1995))
買付者	• American General Corp. ("American General")
対象会社	• Unitrin, Inc. ("Unitrin")
買収防衛策	• ポイズン・ピル及び自己株取得
事案の詳細	• American GeneralがUnitrinの支配権取得のために公開買付を行ったところ、Unitrin取締役会は、公開買付価格が不十分であるとして、ポイズン・ピルの導入、及び、Unitrin取締役が保有している株式比率を増加させるためにUnitrinによる自己株取得を行うことを公表した • American GeneralがUnitrinによる自己株取得の差止めを求めデラウェア州衡平裁判所に訴えを提起したところ、デラウェア州衡平裁判所は、Unocal基準を適用した上で、American Generalによる脅威を認定したが、上記自己株取得は、American Generalの公開買付に対して不必要な対応であり、Unocal基準②を満たさないとして、上記自己株取得の予備的差止を認めたため、Unitrinはデラウェア州最高裁判所に上訴した
主な争点	• Unocal基準②は具体的にいかなる基準で判断すべきか
判決	• デラウェア州最高裁判所は、Unocal基準②における合理性の判断について、買収防衛策が①強圧的又は排除的なものではなく、また、②買付者による脅威に対して合理性の範囲内に収まっていることを示さなければならないと判示した • Unitrinのポイズン・ピル及び自己株取得は強圧的又は排除的なものではない可能性があり、その場合にはこれら買収防衛策が合理性の範囲内であるか否かを認定する必要があるため、デラウェア州最高裁判所はデラウェア州衡平裁判所に事件を差し戻した



買収防衛策に関する司法判断の例 アメリカ Selectica判決

- 純営業損失 (Net Operating Loss, "NOL") による税務上の利益を受けるために導入されたポイズン・ピルの適法性について、Unocal基準を適用し、かかる目的は正当であり、かつ、Unocal基準①における脅威として認められると判示
 - 実際に発動したポイズン・ピルの適法性についてデラウェア裁判所が判示した最初の判決

判決時期	• 2010年 デラウェア州最高裁判所 (Selectica, Inc. v. Versata Enters., Inc. (Del. Ch. 2010) 及びVersata Enters. Inc. v. Selectica Inc. (Del. 2010))
買付者	• Trilogy, Inc. ("Trilogy") 及びその完全子会社であるVersata Enterprises, Inc. ("Versata")
対象会社	• Selectica, Inc. ("Selectica")
買収防衛策	• ポイズン・ピル (中でも、NOLポイズン・ピル)
事案の詳細	• アメリカの内国歳入法第382条では、企業にNOLが生じた場合、2年又は20年間の繰越しが認められ税制上の優遇が認められている • 一方で、会社支配の変更 (過去3年以内に株式の5%以上を保有することとなった株主の過去3年以内における発行会社の株式保有割合が50%超になる場合) が生じる場合は、税制上の優遇が制限される • Trilogyは再三案を提示したが拒否されたため、市場での株式取得に移行し、短期で5%超を獲得し、大量保有報告書を提出 • 会社支配変更によって内国歳入法382条の適用制限をおそれたSelecticaは、同条の適用が維持されることを目的として、ポイズン・ピルの発動条件を株式保有15%→4.99%に変更 (既に5%を保有している株主は、0.5%の追加取得が生じた時点で発動)("NOLポイズン・ピル")し、Selectica取締役会は、1権利を1株と交換するNOLポイズン・ピルの交換条項を発動させた • SelecticaはNOLポイズン・ピルの有効性に関する確認判決を求めてデラウェア州衡平裁判所に提訴、Trilogy側は、当該ポイズン・ピルの有効性について争った
主な争点	• NOLポイズン・ピルの有効性に関してUnocal基準が適用されるか
判決	• デラウェア州衡平裁判所は、Unocal基準を適用し、NOLの保全は正当な目的であり、Selectica取締役会がTrilogyらによる買収がNOLの保全に対して脅威であると信じるにつき合理的根拠があり、その対応は合理的であったと認定した。デラウェア州最高裁判所もかかる衡平裁判所の判断を是認した



買収防衛策に関する司法判断の例 アメリカ Airgas判決

- 買収提案価格が対象会社を過小評価していることを理由にポイズン・ピル等の買収防衛策を維持した取締役会の判断について、評価が不十分な買収提案を回避することはUnocal基準①における脅威として認定された事案

判決時期	2011年 デラウェア州衡平裁判所 (Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc. (Del. Ch. 2011))
買付者	Air Products & Chemicals, Inc. ("Air Products")
対象会社	Airgas, Inc. ("Airgas")
買収防衛策	ポイズン・ピル、期差取締役制度 等
事案の詳細	2009年以降、Air Productsは複数回にわたり、Airgas買収に係る提案をAirgasに対して実施(当初\$60の提案がなされ、最終的に\$70まで引き上げ - 当初の提案金額は、当時のAirgasの株価を約4割ほど上回る水準の買収金額 - Airgasの取締役会は、Air Productsの提案が、自社の企業価値を過小評価した価格であると判断し、買収提案を拒否 2010年、Air Productsは企業側からの株式取得が困難であると判断し、発行済株式総数の過半数取得を目指す公開買付を行うことを通知 - Airgasは、15%以上の株式取得を発動条件とするポイズン・ピルや期差取締役制度等の買収防衛策を採用していた - Air Productsの最終オファー (一株当たり\$70) に対して、Airgasは、3名の独立したフィナンシャルアドバイザーの意見を参考にした上で、Air Productsが指名した取締役3名を含む全会一致でAir Productsの提案を拒絶 - Air Productsがポイズン・ピルの有効性等を争い提訴
主な争点	上記事実関係の下、提案された買収価格が対象会社の企業価値を過小評価しているという理由でポイズン・ピルを維持することがUnocal基準を満たすか
判決	デラウェア州衡平裁判所は、本件では買収者から不十分な評価に基づく買収価格が提案されていること及び株主が当該提案に応募する可能性があることという点をUnocal基準①における脅威として認定し、Airgas取締役会が採用するポイズン・ピル及び期差取締役制度が当該脅威に対して合理的であることを判示した



買収防衛策に関する司法判断の例 アメリカ Sotheby's判決

- 複数のアクティビスト・ヘッジファンドによる脅威に対して、受動的投資家とそれ以外の投資家とで発動要件を異にした二段階ポイズン・ピルについて、Unocal基準に基づいて適法性を認めた

判決時期	• 2014年 デラウェア州衡平裁判所 (Third Point LLC. v. Ruprecht, et al. (Del. Ch. May 2, 2014))
買付者	• Third Point LLC ("Third Point") 等のアクティビスト
対象会社	• Sotheby's
買収防衛策	• ポイズン・ピル
事案の詳細	2013年夏頃より、Sotheby'sは、Third Pointを含む複数のアクティビスト・ヘッジファンドがSotheby'sの株式を買い集めていることに気づき、これらアクティビスト・ヘッジファンドとの間で協議を行った 2013年10月、Sotheby'sの取締役会は、アクティビスト・ヘッジファンドによる活動が増すことによって示される脅威に対応するため、以下の内容のポイズン・ピルを導入することを決議した ①ポイズン・ピルの発動まで、Schedule 13G (受動的投資家等、一定の要件を満たした株主が使用できる大量保有報告書) を提出している株主又は Schedule 13D (一般的な大量保有報告書) において受動的投資家であることを表明している株主は20%までSotheby's株式を取得できるが、それ以外の株主は10%までしか取得できない ②ポイズン・ピルの効力は1年間 ③Sotheby's株式全てを金銭対価で購入するオファーについて、株主に対して少なくとも100日の考慮期間を与えるものであれば、ポイズン・ピルは適用されない 2014年2月、Third Pointは、Sotheby'sに対して、3名の取締役選任に関するプロキシファイトを行う意図があることを公表し、また、Third Pointには、上記①の10%基準を適用しないようSotheby'sに求めたが、Sotheby's取締役会はこの要求を拒否した - Third Pointは、Sotheby'sの取締役会が上記ポイズン・ピルを導入したこと及びThird Pointの上記要求を拒否したことが信認義務に違反していることから、Sotheby'sの定時株主総会開催の予備的差止めをデラウェア州衡平裁判所に求めた
主な争点	• Sotheby'sのポイズン・ピル導入に関する取締役会の信認義務違反の有無について、Unocal判決が適用されるか、適用される場合に当該ポイズン・ピルはUnocal基準を満たすか
判決	- Sotheby'sのポイズン・ピルは以下の理由からUnocal基準を満たすため、Sotheby'sの取締役会に信認義務違反はない ①Third Point等のヘッジファンドは、複数のヘッジファンドが協働することによって、コントロールプレミアムを支払うことなく対象会社に対するコントロールを得ることがあり、Third Pointを含むアクティビスト・ヘッジファンドの買付についてUnocal基準①における脅威が認められる ②上記のとおりThird Pointが他のヘッジファンドと協働する客観的かつ合理的な可能性があることから、Sotheby'sのポイズン・ピルは、上記脅威に対して合理的である



買収防衛策に関する司法判断の例 アメリカ Williams判決

- 潜在的なアクティビストによる買収防衛策として導入されたポイズン・ピルについて、①かかる潜在的なアクティビストに対する脅威はUnocal基準①における脅威としては認められず、また、②発動条件の基準が5%と市場慣行から逸脱しており、その他広範なacting in concert条項を有するポイズン・ピルはUnocal基準②の合理性を満たさないと判示

判決時期	2021年2月26日 デラウェア州衡平裁判所 (In re Williams Companies Shareholders Litigation (Del. Ch. 2021))
買付者	(潜在的な買付者としてアクティビストが存在)
対象会社	Williams Companies ("Williams")
買収防衛策	ポイズン・ピル
事案の詳細	- Williamsの株価は2020年の年初以来下落を続けており、Williamsは敵対的買収への脆弱性を懸念して、以下の条件を含むポイズンピルを導入した ①発動条件である買収者の広範な定義(買収者はwarrant又はoptionの潜在株を含むWilliamsの株式を5%以上所有する 又はそのために公開買付を開始する者とされた) ②広範なacting in concert条項 (上記①の5%基準の判断にあたって、取締役会はある株主と協働している株主がいれば、当該株主の持株比率も合算して5%基準を判断することができるとし、協働の判断要素としては、情報の交換や会議の同席等も含まれるとした。また、間接的な協働 (daisy chain) も協働の定義を満たすとされた) ③限定的な受動的投資家の例外 (買収者から受動的な投資家を除外しているが、その範囲は連邦証券法で定義される範囲よりも限定的だった) - 株主や市場はこのポイズン・ピルに否定的な見解を持つに至り、株主訴訟においてその有効性が争われた
主な争点	Unocal基準に基づき、Williamsのポイズン・ピルの導入は取締役の信認義務に違反しないか
判決	- Unocal基準①Williamsの取締役会は現在進行中のアクティビスト活動を認識していないことから、かかるアクティビストへの脅威はUnocal基準①を満たさない - Unocal基準② (仮に基準①を満たすとして) 市場慣行から逸脱する5%という水準、広範な買収者の定義、広範なacting in concert条項及び限定的な受動的投資家の定義を勘案すると、合理性は認められない

(参考) イギリス 買収防衛策詳細 テイクオーバー・パネル

テイクオーバー・パネルの組織構成

- テイクオーバー・パネルは、1968年、民間により設立
(EU指令を受けた2006年イギリス会社法で法律上の根拠を有することとなったが、「自主規制機関」としての性格は維持)
- パネルは複数の委員会で構成され、日々の実際の規制はその下に設置された事務局 (実働部隊は30代の若手出向者) が実施
- 「少数株主保護」等の一般原則に基づくパネルの判断が、M&A両当事者にとっても予見可能性と納得性が高く、裁判に至る事例自体非常に少ない

パネル事務局

- 日々のM&A案件の規制・監督を実際に担当。殆どの日常M&A案件は、事務局のケースオフィサー部門が解決
- 事務局長 (Director General) は投資銀行等からの出向者。事務局長を補佐する副事務局長 (Deputy Director General) 及び Assistant Director General はパネル勤務が豊富なパーマナレントスタッフが務める

ケースオフィサー部門

- M&A当事者からの手続に関する「相談」やコードの解釈についての問い合わせに対応
- 事務局は即日～数日以内に回答あるいは裁定を行う。ほとんどのM&A案件は事務局で解決
- 実働部隊となるのはAssistant Secretaryであり、大半は、投資銀行、大手法律事務所・会計事務所等からの30代の若手出向者

Market Surveillance Unit

- 証券市場での個別銘柄の値動きの監視

Policy Unit

- コード改正案の作成

テイクオーバー・パネル

聴聞委員会 (Hearing Committee)

- 事務局決定への不服申立や、重要案件について審理
- 関連団体 (金融業界、産業界 等) が任命する委員等で構成

コード委員会 (Code Committee)

- シティ・コードのレビュー、改正を担当
- パネルが任命する委員等で構成

テイクオーバー・アピールボード

- パネルから独立した機関で、聴聞委員会の決定に対する不服申立を審理
- 議長及び副議長は高位の法曹職にある者

(参考) イギリス 買収防衛策詳細 テイクオーバー・コード

テイクオーバー・コード (The Takeover Code) について

- テイクオーバー・コード (コード) は、イギリスにおける買収等に関するルールであり、イギリス市場関係者による自主規制として存在 (EU企業買収指令を受けた2006年イギリス会社法で法律上の根拠を有することとなったが、その内容や自主規制としての性格に変更はない)
- 徹底した少数株主保護を中心とする一般原則 (右記) と、それに基づく規則によって構成
⇒ EU企業買収指令の第3条の一般原則にも同様な文言が採用されている
- コードの制定・改廃・運用はテイクオーバー・パネルが実施
- コード上明示的には規定されていない事態が生じた場合であっても、一般原則に遡って判断する等、プリンシプル・ベースの解釈・運用を行っている
- 新たな取引手法等、コードの既存の規定が適用できない事態が生じた場合は、迅速 (数ヶ月以内) にコードを改正することによって対応することも可能

コードに定める一般原則 (General Principles)

- ① 少数株主保護・株主の平等な取扱
- ② 株主による適切な判断の確保
- ③ 取締役の忠実義務
- ④ 株価操縦の禁止
- ⑤ 公開買付者による買収対価の確保
- ⑥ 買収対象会社の事業活動の確保

コードのポイント

項目	概要
全部買付義務 (mandatory offer)	• 30%以上の議決権に係る株式を取得した場合には、すべての株主に対して、過去12ヶ月間の最高買付価格で、現金を対価として公開買付を行い、応募のあった全ての株式を取得しなければならない ⇒ 特定の株主が会社の支配権を取得した場合には、他のすべての株主に売却の機会 (当該会社から離脱する機会) を公平に与えるべきという少数株主保護の原則に基づく
潜在的な買付者の公表	• 公開買付の可能性がある者は、買付の可能性に関する情報の公表を求められることがある • 買付者が買付の可能性を公表した場合、パネルは、一定期間内 (例えば6週間) に公開買付を行うか否かを明示するよう求めることができる 買付を行わない場合、その後6ヶ月間、買付を行うことができない ⇒ 買収対象会社はいつまでも買収可能性があるという不安定な状況下に置かれるべきではないという一般原則 (General Principle 6) に基づく
買収資金の存在確認 (cash confirmation)	• 現金を対価としたオファーの際には、買付者は買付に要する資金の調達が可能であることにに関してフィナンシャル・アドバイザー等による証明を受けなければならない
取締役の中立義務	• 買収対象会社の取締役は、株主の事前の承認がない限り、買収を妨害する行為 (買収妨害策) を行ってはならない - 防衛的な新株発行の適法性判断の土台を構築した代表判例としては、Hogg判決、Howard判決等が存在



(参考) イギリス テイクオーバー・コードに記載されている買収防衛策詳細

- Takeover Code Rule 21. Restrictions on frustrating actionにて、買収防衛策への制限が詳細に記載されている
- 買収防衛策、取引保護、平等な情報開示という観点で、対応方針が詳細に記載されている
 - 特に、買収防衛については株主承認が必要な旨が明記されている

株主の承認が必要になる場合

- 公開買付期間中、または公開買付日以前であっても、対象会社の取締役会は買収提案が迫っていると信じるだけの理由がある場合、株主総会の承認なしに、公開買付の可能性が頓挫するような行動、株主がそのメリットを決定する機会を奪うような行動は取ってはならない
 - 新たな株式の発行。自己の株式を譲渡または売却や内容への合意。または会社による自己株式の償還または購入
 - 未発行株式に関してオプションを発行または付与
 - 株式への転換権または新株引受権を有する証券の作成または発行、あるいはその許可
 - 重要な資産の売却、処分もしくは取得、あるいはその合意
 - 通常の事業以外での契約の締結

買収提案関連の取り決め (取引保護に関する 取り決め)

- Takeover Panelの同意がある場合を除き、被買収企業及びその関係者は、買収提案期間・買収検討期間中、買付企業またはその関係者と買収提案関連の取り決めを行うことはできない。
- 上記で規制されている "買収提案関連の取り決め" とは、買付に関連するあらゆる合意、取り決めまたはコミットメントを意味し、inducement fee arrangement (買収提案が失敗した際に対象企業が買い手に対価を支払う取り決めのこと) または同等の財務的・経済的効果を有するその他の取決めを含む

競合提案者への平等な 情報開示

- 買付企業または買付を希望する可能性のある企業に提供された情報は、公的に特定されているか否かにかかわらず、要請があれば、他の買付希望企業が望まずとも、平等かつ迅速に開示することが求められる
- この要件は、情報が提供された買付希望者の存在が公になっている場合、もしくは、情報開示要求している買付希望者に他の潜在的な買付希望者の存在が周知されている場合に適用される

マネジメント・バイアウトに おける独立取締役への 情報提供

- 買収の可能性がマネジメントバイアウトまたはそれに準ずる取引である場合、買付者または買付候補者は、要求に応じ、バイアウトのために資金提供者 (株式が負債かを問わず) に共有した全ての情報を、被買収企業の独立取締役またはそのアドバイザーに速やかに提供する必要がある



(参考) 買収防衛策に関する司法判断の例 イギリス Hogg判決

- 新株発行が資金調達目的ではなく、現経営陣の会社支配権維持のために使われる際には、信任義務違反となって当該の新株発行が無効化される可能性があることを明示
- 本判決は、「適正目的ルール」という基準として受け入れられていく

判決時期	• 1967年
買付者	• Baxter
対象会社	• Cramphorn Ltd
事案の詳細	• 敵対的な買収が迫っていると考えたCramphorn社が、従業員信託を設立し、この従業員信託に対して特別議決権付きの優先株式を発行 • この新株発行により、対象会社の株式の過半数が現経営陣の支持者に保有される形になった • 実質的に敵対的な買収から会社を防衛できたことを意味する • 上記の新株発行が取締役の行為として適法なものかどうかを問題とし、株主のHogg氏が提訴 • 裁判所は、取締役の主観的な善意を認めるものの、新株発行行為それ自体は「敵対的な公開買収に応じるかどうかを判断する株主の権利」を不当に妨害するものと判断。不適切な目的のために行われた本件の新株発行は破棄されなければならないと判決
主な争点	• 上記の新株発行は、資金調達目的ではなく買収防衛目的で実行されている側面があるが、このような新株発行が取締役の信任義務違反にならないか
判決	• 取締役の主観的な善意を認めるものの、新株発行行為それ自体は「敵対的な公開買収に応じるかどうかを判断する株主の権利」を不当に妨害しており、破棄されなければならないと判示 • 本裁判の結果は、「適正目的ルール」という名の基準として受け入れられていく



(参考) 買収防衛策に関する司法判断の例 イギリス Howard判決

- 目的が複数想定される場合には主たる目的を想定し、その目的が適切であるかを判断すべきであるという考え方を明示
- 複数目的が存在する場合の判決の出し方を明示したという点で、意義深い判決

判決時期	• 1974年
買付者	• Howard Smith Ltd.
対象会社	• Miller Holdings Ltd.
事案の詳細	• Miller社に対する敵対的な買付者であるAmpol社は、Miller社の議決権の55%を所有していた • Miller社の取締役会は、Howard社に対して1000万オーストラリアドルの新株発行 • Ampol社は、結果として少数株主の立場に追いやられた • これを受けてAmpol社が提訴 • 本件の新株発行は、既存の多数株主を追い出し、新しい多数派株主を作るという不適切な目的の取締役権限行使に該当すると判示
主な争点	• 上記の文脈において実行された新株発行が、適切な目的を伴う新株発行と判断できるか • 新株発行の目的が複数ある場合にどのように判断を下すべきか
判決	• 本件の場合、既存の多数派株主を追い出し、新しい有力株主を生み出すという不適切な目的のための新株発行となっており、今回の新株発行は妥当ではないと判示 • また、目的が複数想定される場合には主たる目的を想定し、その目的が適切であるかを判断すべきであるという考え方を明示

■ 買収防衛策に関する規制・司法判断 主要な判例 フランス サマリ

- 従前は、買収提案に対する取締役会の受動性・消極性が原則であった
- 対象会社の株主は、買収提案への防衛手段を講じるにあたり、競争の自由を尊重する必要あり
 - OCP判決、Sanofi AMF見解は、競争の自由の原則から、一買収提案者の優遇または冷遇が許されないことを示した
- 2014年フロランジュ法制定以降、原則が逆転し、取締役会は買収防衛策を講じられるようになった
- 2014年以降は買収防衛策が競争の自由の優先するかが議論されているが、2021年AMF見解では、買収防衛策は競争の自由の観点から依然として制約を受けるべきとされた

OCP判決 (1993)	対象会社は、一買収提案者のみに有利な手段を講じることは許されない
Sanofi AMF見解 (2004)	対象会社は、買収防衛策として、一買収提案者のみに不利益となる新株予約権を発行することはできない
公開買付EU指令 (2004)	
公開買付のフランス法 (2006)	EU指令を受けて制定されたフランス国内法。買収提案に対する取締役会の受動性 (消極性) を採用
Saint-Gobain判決 (2012)	潜行的なTotal Return Swap及び融資契約の同時締結で対象会社資本の24%の取得が可能になったことは、株式取得の準備にあたり、開示が必要であった
Hermès判決 (2011)	エルメス一族間の協調による株式譲渡は、グループ内再編にあたり、強制的公開買付の例外として認められる
フロランジュ法制定 (2014)	EU指令を受け、フランス国内法の原則を逆転。対象会社の取締役会は、公開買付を阻止するべく、公開買付期間中に買収防衛策を講じることができるようになった
スエズAMF見解 (2021)	取締役会は買収防衛策を講じることができるが、その解除条件 (買付を可能とする条件) が極めて限定的かつ非合理的な内容であってはならない

買収防衛策に関する司法判断の例 フランス OCP判決

- 競争の平等の観点から、対象会社が一買収提案者のみに有利な手段を講じることは許されないことを判示

判決時期	• 1993年 パリ高等裁判所
買付者	• Gehe AG
対象会社	• Office Commercial Pharmaceutique (OCP)
買収防衛策	• 対象事業をリミテッド・パートナーシップ形態 (<i>société en commandite par action</i>) ¹ とし、友好的買収提案者に対してのみジェネラルパートナーシップの保有するリミテッド・パートナーシップの株式譲渡を合意
事案の詳細	1988-1991, OCPは独立性確保のため、事業の現物出資により、子会社2社をリミテッド・パートナーシップ形態で設立。いずれもジェネラルパートナー1社あり - OCPのCEOは、子会社2社及びその一方のジェネラルパートナーの経営者である 1993年2月17日、Geheは、ジェネラルパートナー2社から、子会社2社の75%の株式譲渡の基本合意 (公開買付成功の条件付) を取り付け、OCPの事業の実質的支配権を確保 1993年2月18日、GeheはOCP取締役会に、OCPの株式公開買付の申し出をした 1993年3月、OCP取締役会が公開買付に賛成を表明し (両社に事業上のシナジーあり)、AMF (の前身) が公開買付の適法性を承認 - AMFがOCPに、対抗買収者が登場した場合にどのような条件で同様の株式譲渡の合意を締結するか尋ねたところ、OCPは、Geheと締結した合意の停止条件の不成就の場合には検討の余地ありと回答 - OCPの一部株主が、公開買付の承認を不服として提訴
主な争点	• 競争の誠実性の観点から、一買収提案者のみに有利な手段を講じることは許されるか
判決	- 一買収提案者のみに有利な手段を講じることは許されない - Geheはジェネラルパートナー2社との株式譲渡の合意でOCPの経営権を取得できるところ、対抗買収者は当該合意締結の保証がないことから、Geheの公開買付は対抗買収者の競争の平等を侵害し、Gehe の公開買付に明らかな優位性を付与するものであり、対抗買収者の申し出を躊躇させるものである - 買収提案者の公開買付の成功を事前に決定する優位性を与える買収防衛策は許されない

1. ジェネラルパートナーは無限責任を負い、経営に関与。リミテッドパートナーは有限責任のみ負う
Source: 原典

■ ■ 買収防衛策に関する司法判断の例 フランス Sanofi判決

- 対象会社は買収防衛策を講じることができるが、一買収提案者のみに不利益を与えるものであってはならないことを判示
 - 買収提案や対抗買収提案の自由の原則として定着していく

時期	• 2004年4月23日 AMF見解
買付者	• Sanofi-Synthélabo （以下Sanofi） vs Novartis （スイス法人）
対象会社	• Aventis
買収防衛策	• ポイズン・ピル「Plavix新株予約権」
事案の詳細	- Sanofiから株式交換による公開買付の申し出を受け、Aventisは公開買付期間中に株主総会を招集し、既存株主に無償で新株予約権を割り当てようとした - 当該新株予約権は、Sanofiの主要商品であるPlavix薬の特許が無効となった場合の大幅な価格減少から株主を保護することを目的とした - Aventisの依頼により、Novartis（スイス法人）が対抗的買収者としてAventisの株式買収を申し出た - フランス政府はフランス法人Sanofiによる買収をAventisに推奨し、Sanofiに買取価格の値上げを促した
主な争点	- 買収者間の差別的取り扱いとなる買収防衛手段を講じることができるか(当該新株予約権は、一買収者であるSanofiのみに関するものである) - 買収提案や対抗買収提案の自由の原則。競争の誠実性の原則 (AMF一般規則231-3)
AMF見解	- 対象会社が、競争の自由や誠実性の観点から、対抗買収者 (Novartis) が公開買付に成功した場合には当該新株予約権は無効となる旨決議案を修正したことは妥当である - しかし、当該新株予約権はPlavix特許が無効とならなくても発動しうるものであり、当該新株予約権の本質は、買収者Sanofiに対して買付価格の値上げを求めるものである。買収提案者の提案の自由の障壁となる - 対象会社は公開買付期間中に買収防衛手段を講じることができるものの、一買収者のみを対象として不利益を与えるものであってはならない - AMF見解を受け、Aventisは当該新株予約権の発行を断念。しかしSanofiは買付価格の値上げを行い、Aventisは買収を容認。敵対的買収から友好的買収に転換 - その後、2014年より、株主が買収防衛策として新株予約権を発行できることが商法L233-32条に明文化された

■ 買収防衛策に関する司法判断の例 フランス Saint-Gobain判決

- Total Return Swap (TRS) 及び同額の融資契約の同時締結により、いつでもTRSの相手方からの大量株式購入が可能であった
- 二契約を締結した時点で株価に重大な影響を及ぼす可能性のある金融取引の準備をしたといえ、一般に開示する義務あり (AMF一般規則223-6条)

時期	• 2012年 パリ高等裁判所
買付者	• Wendel
対象会社	• Saint-Gobain
事案の詳細	• 2005年7月から2007年6月まで、Wendelは4銀行と順次、①Saint-Gobain株式(資本の24%相当、67億ユーロ)についてTotal Return Swap契約を締結するとともに、②同金額の融資契約を締結した。①の後、各銀行はSaint Gobain株式を購入。Wendelは株式の経済的リスク・恩恵を享受 • 2007年9月から2008年6月まで、WendelはTRSを順次解消し、その都度銀行からSaint-Gobain株式を買い取った。Wendelの株式保有割合は5%、10%、15%、20%を順次超え、その都度発表した
主な争点	• AMFの制裁委員会は、Wendel及びそのCEOに対して各々、AMF規則223-6等違反を理由に、150万ユーロの多額の罰金を科した AMF一般規則223-6： 金融商品の価格またはその保有者の地位および権利に重大な影響を及ぼす可能性のある「金融取引を準備する者」は、可能な限り速やかに、その取引の特徴を一般に公開すること - TRSの締結だけでは金融取引の準備とはいえない。しかし、Wendelが、TRSを通じて自ら選定した相手方にSaint Gobainの株式を購入させ、同時に同額の融資契約を締結したことは、Saint Gobainの株式を最良の条件で購入するための準備に他ならない - 遅くとも最後の銀行とTRS及び融資契約を締結した2007年6月には、WendelがTRSを期限前解約して、市場に開放された多数の銀行保有株式を購入することが可能であり、「金融取引を準備」したといえる。当該潜行的株式取得の準備は一般公衆に誤解をもたらすものである • その後、WendelのCEOがパリ高等裁判所に制裁を不服として提訴(Wendelは不提訴)
判決 ¹	• AMFの制裁委員会の判断を全面容認 • 「金融取引の準備」を定義することなく、他に代替案があってもよく、当該金融取引の実施が確実であることは必要ないと判断 (TRSの解消及び株式買取を決定したのがSaint Gobain株式の株価が低下した2007年7～8月以降であることは無関係) - Wendelが意図した株式買取の規模からして、当該情報が対象会社の株価に影響をもたらした可能性が (それが上昇か減少かを問わず) 認められる

1. Swapを用いた類似手法で潜行的にHermes株式を取得したLVMHに対して、AMFは、2013年6月25日、同様の理由で8百万ユーロの罰金を科した
Source: 原典

■ ■ 買収防衛策に関する司法判断の例 フランス Hermès判決

- 30%超の株式取得の場合の強制公開買付の例外にあたる「グループ内の再編による株式取得」(AMF規則234-9条7号)であることが認められた
 - 多数の自然人から成る場合でも、グループといえる
 - グループの協調は、法的書面がなくてもよく、実態を見て判断

時期	• 2013年 最高裁判所判決
買付者	• LVMH
対象会社	• Hermès International (リミテッド・パートナーシップ)
事案の詳細	• LVMHがHermes International の株式を20%超取得 • Hermes Internationalの株主であるHermes一族(Emile Hermes法人、その株主ら、配偶者、子供ら、関連会社ら。直接の株主でも自然人90人、法人29社)は、以下の対抗措置を講じた - ホールディング会社「H51」を設立。一部Hermes一族(自然人52人、関連法人18社)はHermes Internationalの資本62%、議決権71%相当の株式を保有するところ、2011年12月、Hermes Internationalの総株式の50.2%をH51に譲渡した - Hermes一族が所有し続けるHermes Internationalの株式については、ホールディング会社に優先買取権を付与 - H51への株式譲渡は一部Hermes一族からH51への30%以上の資本及び議決権の譲渡にあたり、原則として強制公開買付の実施が必要。しかしLVMHによる対抗的買収をおそれる一部Hermes一族の申し出により、AMFは強制公開買付の例外として容認(2011年12月21日) • 少数派株主は対抗的買収による価格値上げの機会の喪失を不服として、当該AMFの決定についてパリ高等裁判所に提訴。パリ高等裁判所はAMFの決定を容認。最高裁判所も同様
主な争点	• 強制公開買付の例外の1つ「同じグループ内の会社または自然人間の再編(AMF規則234-9条7号)」といえるか - Hermes家族グループがあったといえるか - Hermes家族グループは協調したといえるか(「会社に対する共通の政策の実施または会社の支配権を得るために議決権の取得、行使等について合意した者同士は、協調して行動したとみなされる」(商法L233-10条))
判決	• 株式を譲渡した一部Hermes一族は、Hermes Internationalを支配する、「協調する」「Hermes家族グループ」の一員である。したがってH51への株式譲渡はグループ内再編にすぎず、Hermes Internationalの支配権に変更をもたらすものではない。よって強制公開買付は不要 - グループの構成員は法人に限らず、多数の自然人であっても良い - 以下の点を理由に、株式譲渡をした一部Hermes一族が家族グループの一部を構成すること、及び家族グループの協調があることを認めた - H51の株主らは、Hermes Internationalの経営陣の選任・解任権を単独で有するジェネラル・パートナーEmile Hermes法人の株主でもあること、従前からEmile Hermes法人にHermes Internationalの株式を預けており協調して経営する意図が見受けられたこと、その多数がHermes Internationalの従業員や経営陣であることなど。 - 協調については、グループ構成員が協調して権利を行使する旨の明確な書面がなくても良い

買収防衛策に関する司法判断の例 フランス Suez判決

- 取締役会が買収防衛策を図ることは認められるが(商法L233-32条)、2004年4月21日付欧州指令やAMF規則231-3条が定める一般原則 (買収提案や対抗買収提案の自由の原則、交渉や競争の誠実性の原則) から、制約を受ける
 - 買収防衛策の解除条件が極めて限定的かつ非合理的な内容である場合、認められない

判決時期	・ 2021年4月2日 AMF見解
買付者	・ Veolia
対象会社	・ Suez
買収防衛策	・ Suezは中核事業である水事業の譲渡を4年間禁止することとした
事案の詳細	2020年10月、Veoliaは、Suez株式を売却したいEngieから、Suez資本の29.9%を購入。Veolia及びSuezは水事業においてフランス第一、第二位の競業者 2021年1月、Veoliaは、Suezの株式を一株18ユーロで任意公開買付する旨及び労働法・競争法上の解決策を含めてSuez取締役会に提示 2021年2月、VeoliaはSuez 株式の公開買付をAMFに表明 2021年3月21日、Ardian (仏)/GIP (米) の連合体が、Suezの年間売上91億ユーロにのぼる広範な事業 (フランス全事業、外国の水・技術事業) の買収を申し出た。Veoliaの公開買付の成功を前提とする申し出である。(独占禁止法の観点から、VeoliaからSuezの一部事業切り離しは不可欠)。しかし仮にVeoliaが公開買付を断念した場合、連合体が一定条件の下、一株20ユーロで公開買付を行う可能性があるとも表明。Suez取締役会は当該申し出を歓迎 - Suezは買収防衛策として、フランス水事業をオランダに設立した財団の子会社とし、子会社の譲渡を4年間禁止。例外は次の二つの場合のみ。①2021年4月20日までにSuez取締役会と公開買付の合意に至ること、または②2021年5月5日までに一株22.5ユーロ以上の買付価格の提示があること。Veoliaに価格の値上げ等を要求 2021年、4月2日、AMFが見解発表。Suezの買収防衛策を批判 2021年4月11日、Suez及びVeoliaは歩み寄り、VeoliaがSuez株式を一株20.5ユーロで買うこと、独占の回避のため、Suez のフランス事業及び外国の一部事業 (年間売上70億ユーロ) を仏法人Meridian (39%)、GIP (39%)、その他仏法人らに売却することに合意 2021年6月29日、Suez取締役会はVeoliaの公開買付の申し出に賛成の意見を表明。7月21日、公開買付の開始。欧州委員会の承認は12月におきた 2022年1月、VeoliaはSuez株式の公開買付で資本の96%を取得し、その後のsqueeze outによりSuez株式を100%取得。Suez は非上場化
主な争点	・ 買収防衛策は買収提案や対抗買収提案の自由の原則、交渉や競争の誠実性の原則から制約を受けるか 2014年フロランジュ法が取締役会による買収防衛策の受動性を放棄したことから、買収防衛策が優先されないのか
AMF見解	- 買収防衛策は、買収提案や対抗買収提案の自由の原則、交渉や競争の誠実性の原則から、依然として制約を受ける - Ardian／GIP連合体による20ユーロの価格提示は、売却対象資産が未確定な中合理性がなく、Veoliaの公開買付の申出最中の当該提案は投資家への誤解を招く - オランダ財団のSuez水事業子会社の譲渡禁止解除の条件は極めて限定的。連合体主張の広範な事業の譲渡を承服してSuez取締役会の同意を得るか、Suezが選任した企業評価専門家の見解を待たずにSuez取締役会が最低価格として要求した22.5ユーロ以上の買付価格を申し出るほかない



買収防衛策に関する司法判断の例 ドイツ IMインターナショナルメディアAG判決

- 敵対的買収に対する買収防衛策導入のための株主総会による事前承認決議において、買収防衛策の概要のみを記載すれば足りることを明示した
- 株主総会の決議前に、執行役会の株主に対する報告書において、買収防衛策の導入理由、買収防衛策として適切な理由及び株主への影響を説明しなければならないことを明示した

判決時期	2004年 ミュンヘン地方裁判所(確定判決) (ファイルNo.5HK O 15081/04)
買付者	該当なし (TOBが実施された例ではない)
対象会社	IMインターナショナルメディアAG
買収防衛策	敵対的買収に対する防衛策 (先買権の排除を伴う/伴わない新株発行、オプションや転換社債、重要資産の売却、会社の目的にかなう持分又は資産の購入) を導入する権限を執行役会に与える株主総会の事前決議 (証券の取得及び買収法33条2項)
事案の詳細	- 執行役会は、株主総会に対して、敵対的買収に対する防衛策 (先買権の排除を伴う/伴わない新株発行、オプションや転換社債、重要資産の売却、会社の目的にかなう持分又は資産の購入) を導入する権限を執行役会に与える旨の株主総会決議を提案した - 執行役会の株主に対する報告書は、敵対的買収の差し迫ったリスクがあるということを、対象会社の株式市場における株価が実際の企業価値を反映していないことを示して説明するのみで、その実際の企業価値がどのように算出されるべきかという点については詳細に説明していなかった - また、執行役会の報告書は、提案された買収防衛策が、潜在的な敵対的買収に対する防衛策として適切である理由を、抽象的な言葉で説明したのみであった - 原告 (= 対象会社の株主) は、(i)提案された買収防衛策が十分な具体性を欠いていること、及び、(ii) 執行役会の報告書が十分に詳細でないとして、株主総会決議の有効性を争った
主な争点	敵対的買収に対する買収防衛策導入のための株主総会による事前承認について、執行役会に権限を付与するための要件
判決	- 敵対的買収に対する買収防衛策 (本件では、先買権の排除を伴う/伴わない新株発行、オプションや転換社債、重要資産の売却、会社の目的にかなう持分又は資産の購入) を導入するための株主総会による事前承認において、買収防衛策の概要のみを記載すれば足りる - 買収防衛策が執行役会による報告義務の対象となる限りにおいて、株主総会の決議前に、執行役会の株主に対する報告書において、買収防衛策の導入理由、買収防衛策として適切な理由及び株主への影響を説明しなければならない



買収防衛策に関する司法判断の例 ドイツ 匿名企業 判決

- 敵対的買収を防止するための自己株式の取得と当該自己株式のアンカー投資家に対する売却は、原則として許容されることを明示した
- 先買権を排除した上で、自己株式を再売却する場合、売却価格が不当に低くない限り、達成可能な最高価格で当該株式を売却する必要はないことを明示した
- 登録資本金の10%以下の自己株式を売却する場合の価格は、株式市場価格に比べて5%以上下回ってはならないことを明示した

判決時期	2018年 シュトゥットガルト高等地方裁判所(確定判決) (ファイルNo.20 W 6/18)
買付者	不明 (TOB失敗)
対象会社	ガス・石油・化学・医薬品業界向けの防爆ステアリングユニットの分野で事業を行う上場会社
買収防衛策	先買権を排除した上での自己株式の取得と当該自己株式のアンカー投資家への売却
事案の詳細	- 対象会社の株主総会は、監査役会が売却を承認し、一定の価格基準を満たすことを条件に、登録資本金の10%を上限として、対象会社が同社株式を買い戻し、証券取引所外で法律で認められた目的で、先買権を排除した上で、当該株式を売却する権限を執行役会に対して付与していた - 約4年後、敵対的買収が試みられ、対象会社は自己株式の割合を8%から10%に増加させ、これにより当該買収は失敗に終わった - その後、対象会社は、株式市場における株価が39.35ユーロから40.03ユーロの間であったときに、先買権を排除した上で、すべての自己株式を1株当たり38.04ユーロでアンカー投資家に売却した - 対象会社が経営難に陥った際、株主2名が、株主総会において、アンカー投資家への自社株式の売却を含む公開買付時の会社の行為について特別調査を申し立てた。しかし、この申立の賛成数が必要な過半数に達しなかったため、当該株主は、裁判所に対して申請を行った
主な争点	先買権を排除した上で、株式市場の株価以下の価格で自己株式の取得及び再売却を行う場合の条件
判決	- 株主総会による一般的な承認決議に基づいて取得された自己株式の(再)売却を行う場合、執行役会は、証券取引所外で、それまで株主でなかった第三者に対して先買権を排除したうえで売却するにあたって、先買権に関する規制を遵守しなければならない - 自己株式の売却時に先買権が排除される場合、不当に低い対価で株式を売却してはならないとする先買権関連の規定の解釈を考慮しなければならない。しかしながら、株式会社自身が自己株式を達成可能な最高価格で売却しない場合であっても、簡易的な先買権の排除の条件 (10%以下の株式の現金売却であって、株式市場における株価を著しく下回らない価格での売却であること) を満たしていれば、それ自体、重大な義務違反とはみなされない



bcg.com