

企業統治研究会報告書

平成21年6月17日
企業統治研究会

目 次

企業統治研究会報告書・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 2

(参考資料 1) 本研究会の審議において頂いた御意見・・・・・・・・ 8

(参考資料 2) 事務局提出資料・・・・・・・・・・・・・・・・ 4 8

2 - 1 . 本研究会において議論していただきたい主要論点

2 - 2 . 我が国のコーポレート・ガバナンスの在り方を検討するための基礎資料

(参考資料 3) 「企業統治研究会」委員名簿・・・・・・・・ 6 7

企業統治研究会報告書

2009年6月17日

企業統治研究会

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

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

1. 企業統治（コーポレート・ガバナンス）の基本的考え方について

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

株主総会は1年に1回しか開かれなことが多く、一般株主には企業価値向上についての日常的なモニタリングはできない。さらに、一般株主は経営のプロフェッショナルではないので、モニタリングすること自体もなかなか難しい。したがって、機関投資家などの一般株主には、自分たちに代わって、経営者に近いところで企業価値の向上についてモニタリングする機能を社外取締役、社外監査役に期待するという意見が根強い。

このため、審議の対象は、上場企業に限定することとする。

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

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

2. 社外役員（取締役・監査役）の独立性について

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

具体的には、

当該企業及びその子会社のCEO等でないことに加えて、

親会社のCEO等でないこと、

重要な取引先のCEO等でないこと、

親族が当該企業のCEO等でないこと等を「独立性」の要件として要求し、

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

といった点についてどのように整理を行うかである。

この点に関して、本企業統治研究会として、下記のとおり報告書を取りまとめる。

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

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

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

大切なのは、企業統治の「実効性」の確保と、市場で株式を売買する一般株主の利益と衝突しない「独立性」の確保の関係である。近年の研究では、国際的にも、この追求すべきとされる2つの価値の間には、トレードオフが認められるとの結果がある¹。すなわち、監視の実効性を確保する観点からは、当該企業の企業価値の向上に実際の多大な利害（ステーク）を有する者（例えば、取引先の銀行、親会社など）の方が、当該企業についての知見を有しており、かつ、監視にかける努力量も大きいと判断される。つまり、企業価値向上の観点からの企業統治の「実効性」確保が図りやすく、少なくともこの点に関する限り、一般株主の利益にも貢献すると考えられる。「社外性」の要件を「独立性」の要件に置き換え、親会社や取引先の役員・従業員等であるということだけで、対象から形式論で一切除外するとすると、当該企業の企業価値向上に多大な貢献が可能であり、かつ当該企業の内容について知識や経験を持つ関係者（取引先等）が排除されてしまうおそれがあり、かえって十分なガバナンス上の効果を発揮しえないのではないかと、という懸念がある。

一方で、一般株主との利益相反問題の回避を考えると、特に、利益相反が生じやすい局面においては、逆に当該企業に多大な利害を有すること自体が、一般株主からの信頼を得にくい理由となりうる。事実、OECDのコーポレート・ガバナンス原則を始めとして、企業年金連合会の定めた原則等、「独立性」の意義を説いた見解は多い。また、東京証券取引所における投資家向け意見募集においても、「独立性」の強化を主張する意見は多かった。この点は、MBO、買収防衛策の導入等、近年のように利益相反に関わる争点が数多く生じている状況下においては、看過しえない。

企業統治の改善のためには、以上のような独立性の確保とガバナンスの実効性の確保の両面の要請を認識した上で、両者の適切な組み合わせを図り、最適な統治構造を決定することが必要になる。しかしながら、以上の議論を前提とすると、その最適な統治構造は、

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

対象となる企業の性格、置かれている環境・状況如何によって、具体的にどちらの価値にどれだけウエイトをおくべきかについて、相違があることとなる。

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

したがって、本件に関し、本企業統治研究会としては、次のとおり結論する。

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

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

3. 社外取締役の導入について

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

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

この点に関して、本企業統治研究会として、下記のとおり報告書を取りまとめる。

本企業統治研究会の審議においては、社外又は独立役員を導入する際にチェック機能という面が期待されているとすれば、実体上、取締役と監査役で決定的な違いはないとの事業会社サイドの意見が出された。一方、投資家サイドには、監査役が実体上、企業価値、株主価値の観点から意見を述べるができるとはいっても、制度的には現在の監査役制度だけでは監督・モニタリング機能が不十分との意見が根強かった。

このような観念に立てば、監査役会設置会社においても社外又は独立取締役を自主的に設置する個々の企業の対応は意義があると考えられるものであり、その意義は、取締役の業務執行に対する監督に加え、当該社外又は独立取締役の持つ識見等に基づき、外部的視

点から、いかに企業価値を高めていくかといった助言機能が期待されることに求められる。事実、例えば東証上場企業において監査役会設置会社の4割強が社外取締役を設置しており、この割合は増加傾向にある。

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

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

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

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

4．手段の選択について

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

金融商品取引所の対応に委ねる合理性については、取引所は市場の開設者として、一定

の質を備えた企業を、一般投資家が誰でも投資できるように提供していくということが役割である。したがって、そのクオリティ・コントロールの一つとして、コーポレート・ガバナンスについて何らかの枠組みを形成する役割があると判断される。

その際、すべての取引所で一律に同じ枠組みを適用すべきかは検討すべき課題であるとの指摘があるが、取引所の運営する市場ごとの実態等には留意しつつ、取引の透明・公正性等の確保について、各取引所において十分な対応が求められることに留意する必要がある。

(参考資料 1)

本研究会の審議において頂いた御意見

- 1 本資料には、本研究会の審議において頂いた御意見を網羅的に掲載している。すなわち、各委員からの御意見のみならず、審議においてお招きしたゲストの御意見も掲載している。
- 2 本研究会は、委員間の自由な意見交換を促進する目的から、審議を非公開としてきた。一般の方の参考に資するため、今般、提起された御意見について、すべて公開することとしたが、以上の経緯にかんがみ、発言者の個人名は非公開とすることとした。

1. 企業統治（コーポレート・ガバナンス）の基本的考え方について

- ・ 海外投資家は、日本株はバリューがあると言う一方で、2006年以降継続的にガバナンスを問題点として指摘している。ガバナンスについて何らかの意見を出すことにより、海外投資家から日本に資金が入ってくるのが期待できるのではないかと。
- ・ 世界がグローバル化している中で、より世界の投資家が理解・納得しやすい制度を考えることで、日本株はより正当にマーケットに評価されるのではないかと。
- ・ 日本企業が株主価値を最大化するように経営されているわけではないという議論は承知している。しかし、株価が大暴落して、これを回復させなければならない中、ガバナンスの問題も基本に立ち戻って考えるべきではないかと。
- ・ 実体経済の冷え込みで高い収益を維持することが非常に困難になってきており、投資家のガバナンスに対する要求は当然強くなってくると予想される。優良企業が得意としてきた長期的視点にたった経営は投資家にとっても大変重要である。それを、投資家に正確に理解されず、企業までもが目先のリターンを追うようになれば、米国の二の舞になってしまう。今こそ持続可能な会社の繁栄をもたらすためのガバナンスのスタンダードを確立するいい機会にあるのではないかと。
- ・ 日本経済の健全性を促すために、企業統治（コーポレート・ガバナンス）の改善により日本企業の価値及び将来の発展を最大限高めることが重要である。
- ・ 日本は、技術革新や業務管理に優れた世界第二位の経済大国であり、海外投資家も、日本に多くの魅力・強みを感じている。それにもかかわらず、ガバナンスという点で必ずしも最先端に位置すると看做されていない。日本は、米英にとどまらず、

他の先進国と比べても、少数株主の保護について十分に配慮がなされていないとみられている懸念がある。逆にいえば、より少数株主保護に配慮したガバナンスがなされれば、日本株はより正当に評価されるのではないか。投資家と向かい合い、投資家から評価されるガバナンス制度を考えることが、結局は、日本企業にとっても望ましいこととなるのではないか。

- ・ リスク資本を出している投資家の立場から見て安心できるかどうか。そこを経営者と投資家の間で分かり合えるかどうかが重要である。
- ・ 完璧で非の打ちどころのない改革や政策など存在しない。しかし、改革や政策がなければ、投資家の信頼が戻ってくることはない。コーポレート・ガバナンス改革は、企業と投資家の利益をバランスさせるものでなければならない。
- ・ 資本市場がどう評価するかという点が重要なファクターである。これだけグローバルに資金が動く中、日本の投資家であっても日本市場だけを見るわけではない。海外の方が良ければそちらに投資するというグローバルな横並びの中で、資本市場から日本企業がどう見えるのかを考える必要がある。この点、投資家と事業会社とのコミュニケーションギャップを感じるが、お互い納得感が得られるような仕組みを作ることが重要である。
- ・ 2007年以来、非常に巨額の資金が日本の株式市場から引き揚げたが、その多くがまだ戻ってきていない。さらに、将来的にもこの資金は戻ってこない可能性がある。それは、日本において、コーポレート・ガバナンスの改革がみられなければ、こうした市場に対する信頼感や資金そのものも戻ってこないからである。
もちろん、コーポレート・ガバナンスに関しては、企業の現場において多くの改善があることは理解しているが、ここで注目されているのは独立取締役に関する法改正である。
- ・ 過去10年から20年にわたって日本のコーポレート・ガバナンスの改革が非常にスローペースだったにもかかわらず海外投資家は増加し非常に活発だった。しかし過去5年間で、海外投資家の期待感が大きく変わった。海外投資家は日本におけるコーポレート・ガバナンスについてより速やかに改革を行ってほしいという期待感を強く持つようになった。独立取締役の導入は、こうした海外投資家に対し、日本がコーポレート・ガバナンスの改革を行っているという非常に強いシグナルを与えることになり、海外投資家に将来にわたって日本に投資をしようという信頼感、自信を持たせることになる。したがって、外部の独立した取締役を入れることはイ

ンパクトのあることだ。

- ・ 昨年6月の企業価値研究会の報告書の中で、企業価値とは、企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値と定義している。キャッシュフローを生み出すのは企業の役割だが、それを割引現在価値に割り戻すのは投資家の役割、投資家の判断である。企業は企業でその役割を果たしているのは確かであろうが、ここでのポイントは投資家がそれをどう思うかである。納得しない点、不安に思う点があれば、その分だけ割引率が高くなる。「日本の株はガバナンス・ディスカウントのために十分な投資がなされていない」、「ガバナンスの重要性が増し、R&Dと同等の重要性を持ってきている」といった投資家の声があるということ認識すべきである。個々の企業によって事情は異なるであろうが、この研究会は日本全体の企業の競争力を考える場である。報告書の内容が、グローバルな機関投資家に対する一つのメッセージになることを十分に意識して、国際的な納得が得られ、不要なガバナンス・ディスカウントがなされないようなものとするのが、日本の競争力を維持するのに重要なのではないか。

- ・ 日本企業が輸出あるいは海外事業を通して成長してきたことを考えれば、国際的な納得性が求められることも確かであり、日本ならではの企業統治について国際的な納得感を高めるにはどうしたらいいか、を議論するのは非常に意味がある。一方、ガバナンス・ディスカウントについては、計算上は海外投資家が納得せず、キャッシュフローの割引率が高くなって現在価値が減るとしても、実際上は、様々な定性的なことも含めた企業の考え方を投資家に face to face で説明している。投資家が納得しない点、不安に思う点について、十分にカバーするようなアカウンタビリティを果たしていれば、ガバナンス・ディスカウントの問題は生じないのではないか。また、「これまでの統治の強みと国際的な納得可能性の接点、調和」ということからすれば、委員会設置会社は別にしても、監査役会設置会社において、既に5割近くが、社外と称する取締役を選任しているという現実がある。社外取締役を選任しなくても説明をして十分納得してもらっている企業は社外取締役を選任せず、他方、社外取締役を選任するという見える形にして、調和を図った方が良いという会社は社外取締役を選任している。各社の判断だろう。

ガバナンスの問題と日本のキャピタル・マーケットにお金が入ってこないこととの間に、本当に相関があるのか疑問である。海外投資家の話に終始しているが、個人が1500兆円以上保有している中、これを資本市場にどう誘導するかという議論をずっと行ってきた。個人は企業のガバナンス、あるいは監査役会・監査役の制度が理解できないから回避しているわけでないのだろう。海外投資家は日本の資本市場にお金が入ってこないのはガバナンスに問題があるからだと言うが、本当にそ

れが本質なのだろうか。「海外投資家のそういう誤解に基づく意見に対しても、納得してもらうためには多少彼らの意見も考慮する必要がある」という意味であれば理解できるが、それが真実であるかのごとく議論して、「だから、投資を呼び込むためにガバナンス改革が必要である」ということになると、本当にそうなのか疑問である。この点に一番本質的な問題があるのではないか。

- ・ 長期的に見れば、投資家から受け入れられやすい体制をとっていけば、その分だけ株式や不動産がプレミアムをもってトレードされ、その結果、日本の実体経済に対してよい効果をもたらすと思う。だから、投資家に対してガバナンスについて考えていると示すことは長い目で見れば重要である。
- ・ 運用資産総額4兆ドル、400兆円をグローバルに投資しているACGA投資家が、「ガバナンスの問題は もちろんこれだけではないが 最近ではR&Dと同じくらい重要だ」と自らの口で言っている。学問的に相関関係を見出すのは難しいのかもしれないが、実際に声としてあがって、数多くの海外投資家が賛同していることは事実であり、その事実に対する我々としての回答を出していくべきではないか。
- ・ このタイミングでコーポレート・ガバナンスの議論をすべきかどうかを議論してみてもあまり意味がない。経済情勢を反映して、米国型や特定の国の類型を挙げて、その良し悪しを議論する風潮があるが、意味があるのか。日本型が良いというのは短絡的であるし、また、米国型がおしなべて悪いというわけでもない。いかなるガバナンスを採っている企業がこの危機からの立ち直りが早いのか、という評価をするには時期尚早だ。現実問題として方々から本当に日本のコーポレート・ガバナンスに対する疑念が呈されているのであれば、わかりやすく説明する必要がある。
- ・ 今、欧米で起こっているガバナンスの問題に対する、日本サイドから見た批判として、「だから日本は問題ない」とすることは誤りである。コーポレート・ガバナンスの問題はどのような時でも如何なる形が望ましいか考える必要がある。日本の仕組みが必ずしもすべて問題ないとは限らない。したがって、このような場で議論をすることは望ましい。
- ・ その会社にふさわしいコーポレート・ガバナンスの在り方を経営者の判断で選ぶ方法で構わないのではないか。その選択が市場から受け入れられない場合は、「しっぺ返し」あるいは「自然淘汰」というメカニズムがビルトインされているため、会社としては、そうならないよう細心の注意を払いながら、説明責任を果たしつつ、

最善のコーポレート・ガバナンスを選択しているというのが現況でないか。

- ・ 日本企業の多くは現在グローバルに展開しており、また、日本の株式市場も外国人比率が非常に高くなってきていることから、ガバナンスに対する国際的な納得可能性が必要である点は理解できる。しかしながら、一方では今まで日本企業が成長し競争力をつける過程において、日本固有の文化や歴史、商習慣等を踏まえた日本独自のガバナンスを培ってきたのも事実である。その両者をどうやって相容れるようにするかという解決策が難しい。一つのアイデアとして、経営者が株主、投資家に対して、例えば株主総会やIRなどの機会を通して、自分たちが採用している独自の方法・体制について、ガバナンスが実質的にしっかり働いているのだという説明責任を果たして理解を得ることが大変重要なのではないかと思う。ガバナンスは形ではなく実態で評価されるべき。各企業で事情は異なるので、各企業の実態に応じた対応が必要であり、一律的なルールの見直しは以上の考え方からするとそぐわないのではないか。
- ・ 企業統治の仕組みの中に、少数株主が搾取されないことを保証する機能を、海外投資家も納得できるレベルで組み込むことが必要と考えるが、その際に重要なことは、現状、そこそこ効率的に機能している意思決定メカニズムを壊さないよう、全体を慎重に再設計することである。仮に少数株主保護が不十分なレベルに留まると、リスク資本の担い手がなかなか現れず、資本の円滑な調達に支障をきたしたり、あるいは産業構造の偏りなど様々な問題が生じ、結果、我が国経済の発展に支障をきたすことになってしまう。
- ・ 現行の少数株主保護の法制度で問題があるとは考えていない。もちろん、制度・規則で想定されているほど実務が回っていないということはあるかもしれないが、少なくとも立法論として対応すべき問題があるとは考えていない。
- ・ この研究会での議論の対象は基本的には上場会社であるため、株式市場とは当然切り離して考えられない。したがって、グローバルな投資家から納得される、評価されるマーケットの制度が非常に重要であろう。ここでは、優良企業、トップ企業についてだけ議論しているわけではなく、日本の平均的な企業について議論しているわけであり、その観点から考えると、我が国として、グローバルに投資家から納得されるミニマム・リクワイアメントを宣言していくことも重要なのではないか。企業が業績を上げていくことも重要だが、一方で株式市場の活性化や世界から評価される制度の確立が、日本経済の活性化や、年金制度の安定化という観点からも重要である。

- ガバナンスは個々の企業で工夫をするべき問題だという意見があり大変傾聴に値する。一方で、例えば個人投資家としてニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場している企業に投資をしようと考えたとき、その会社のガバナンス構造について大体のイメージを持つことができる。なぜなら取引所のルールや、米国の会社法で定められているという知識があるからだ。これが会社によって全く異なり、社外取締役がいる会社もいない会社もあり、個々の企業別に努力しているとなると、投資家としては非常に分かりにくい。やはり最低限、「東京証券取引所第一部というところに上場している会社はこうである」というような統一性が必要なのではないか。その上で、追加的により良いガバナンスを追求したり、IR等でどどんアピールしていったりということは大いにあっていいことである。正にミニマム・リクワイアメントというのが重要だ。
- ミニマム・リクワイアメントの内容について、「社外取締役を置くべきだ」とか、「置くのが望ましい」ということであれば非常に疑問だが、「説明責任を果たすべきだ」というアカウンタビリティの問題であれば、理解できる。ただし、違和感があるのは、この研究会に参加している企業などは十分説明責任を果たしていて、これ以上何をやることがあるのか、思いが及ばない。ミニマム・リクワイアメントに達していない企業に対して何かを求めるとき、その内容も議論していただく必要がある。アカウンタビリティの問題であれば、東京証券取引所のコーポレート・ガバナンス報告書などで既に対応できることは対応しており、これ以上対応すべきことがあるのであれば、具体的に内容を示していただきたい。
- 日本の優良企業の多くはガバナンスがうまく機能している可能性が高いが、新興企業や東証一部上場企業でもいくつかの企業ではガバナンスがひどく、かなりの不祥事が発生している。その意味で、我が国のガバナンスについてミニマム・リクワイアメントを整備した方がよい。その上で、ある程度各企業に自由度をもたせ、画一的でない格好のフォームとすることが望ましい。
- 欧米の制度・仕組みを指して、「日本も同じであるべき」というのは、非常に短絡的である。日本の独自性についても、正面から評価していくということが重要ではないか。今の金融危機の状況などからみて、日本のガバナンスが必ずしも悪いとは言えないのではないか。企業統治の在り方は、社会を反映したものであるべきであるから、日本の企業統治は日本の社会を反映したものとし、いたずらに欧米に倣うという議論をすべきではない。

- ・ 形ではなく実態が重要である。各企業は、業績で投資家に納得してもらえよう努力することが筋であろう。IR等での説明も努力が必要である。
- ・ エンロンやワールドコム、あるいは直近のリーマンブラザーズやビッグ3の危機などといった昨今の米国の事象を見ても、社外取締役制度の導入は必ずしも万能ではない。これらの会社でも社外取締役がいたにもかかわらず、必ずしも事前に経営の問題を把握できなかった。
- ・ 各国のモデルには長所と短所がある。他のシステムを除外して一つのシステムを丸ごと借用することは賢明ではない。具体的なコーポレート・ガバナンスの問題解決にどのシステムが最も有効な基準やルールを提供するか、検討すべき。
- ・ 今回の米国の金融危機ではガバナンスが有効に機能しなかったということをおお程度認めざるを得ない。しかし、だからといって、米国型の経営やガバナンスが「ダメ」であって、日本のそれは米国型よりも優れているという簡単な方程式にはならないだろう。逆に、米国ではコストをかけて準備したにもかかわらず、運用が機能しなかったという新たな問題点を醸し出している。
- ・ 金融危機による影響は別として、米国や欧州において、金融業以外の企業がROEを追求するあまり暴走して問題を起こした結果、株価が大幅に下落したということはあまり見られない。また、最近の一部金融機関が、むやみに高いROEを達成するために過度のレバレッジをかけて最後に破綻したということは事実だが、そういったことを日本企業が真似るべきと言っている人はほとんど誰もいない。
- ・ 今この瞬間は異常事態である。金融機関が過度にレバレッジをきかせ、市場に供給される資金の量が増え過ぎ、その増え過ぎた資金が更に資産に投資されていったところ、実体経済に応じた資金量の調整が起こらざるを得なくなり、その際に資産の買い手が誰もいなくなった。その反動が極端に大きく、資産の価値が極端に下がった。その極端に下がった欧米の株価を捉えて、欧米のガバナンスを否定し、日本の長期的なスタンスを決めるというのは非常にリスクが高い。
- ・ どんな制度でも絶対の制度はない。エンロンの破綻についても、独立社外取締役がいなければもっと問題が起きていた可能性もある。
アジアや南米、中東などでも「社外の目を入れたガバナンス・システムが重要である」という点は共通理解であり、決して「欧米型に倣う」という議論ではない。おそらく、発達した資本市場を持っている（又は、持とうとしている）国に

において独立役員の導入を「意味がない」、「弊害が多い」と議論をしている国はないのではないかと。

- ・ 取締役の株主に対する説明責任、取締役会の独立性と経営の監督、独立委員会の設置のような原則は、世界各国において受け入れられ、実践されている。例えば、米国、英国、ドイツ、香港、中国、そしてアジアの大部分の国がこうした原則を採用していると言える。
- ・ コーポレート・ガバナンスにおける今日の“世界基準”がアングロ-サクソン型の考え方であるに過ぎず、非西洋文化にとって妥当ではないとする向きがあるが、この見解は誤っていると確信している。世界基準とは、説明責任、公正性や責務といった、全ての文化や市場において妥当性を有するガバナンスの主要原則を反映し、強化するものである。国際的な投資は、貿易と同じく、効率的に機能する一連の共通ルールに依拠すべき。
- ・ 欧米の真似をすることが、即、この問題の解決になるとは毛頭思っていない。日本の株式市場の長期にわたる活性化が非常に重要である。日本の上場企業のROEの格差、株式のマーケット・キャップの落ち方の激しさなどは、欧米の先進市場、あるいは新興市場に比しても、非常に大きな問題を提示している。日本流でありながら世界に通じる1つの試案、回答を期待する。
- ・ 海外投資家の納得を獲得するにはどうすべきか、というところにやや焦点が集まりすぎている。もちろん、投資家の中では重要なプレーヤーであり、考慮すべきではあるが、本来は「日本のコーポレート・ガバナンスはどうあるべきか」という議論であるべきであり、あまり海外投資家の評価や、海外制度との平仄に焦点が合いすぎるのは問題だろう。ただし、欧米とは違う日本型を採用するということであれば、日本型のモデルを明確に示さなければ、海外投資家のみならず、日本の投資家にとっても、分かりにくいものとなる。そういう観点から、「日本のコーポレート・ガバナンスにとって社外者をどう扱うことが望ましいか」を明確に示せないと、十分ではない。
- ・ 本当に独立取締役が素晴らしいのならば、なぜ日本企業は率先して独立取締役を導入しようとならないのか。その背景として日本のカルチャー、文化、風土においては、出る杭は打たれるもので、コンセンサスに基づいた意思決定が規範となることが挙げられる。米国やその他の国でも、いわゆる権威主義的、独裁的なCEOは、独立取締役を好んでいない。だからこそ、英国、米国においては、ルール、

規定により、独立取締役の導入が規定されている。随分長きにわたった様々な議論の結果、今の状況になっている。最終的には、日本にとってベストと思われるものを日本自身で選び、日本企業の成功につなげていくことが重要である。具体的に何をどの程度導入するのかは、日本のカルチャー、風土に則って、日本自らで決めることだと思う。

- ・ 資本市場からの納得が得られるような制度を作ることが重要である。仮に日本独自の制度を採るにしても、投資家に理解してもらうよう説明責任を果たす必要はある。
- ・ ガバナンスの在り方は成長性・優位性や国際競争力を持った産業分野の分布など各国の状況によって異なる。現下の経済状況下で、日本企業の企業価値向上につながるのか、日本企業の国際競争力強化につながるのかが議論の「目的」であることを議論の共通認識とすべき。ガバナンスの在り方もこの「目的」のための「手段」の在り方の議論であり、「欧米がこうだからこうしよう」などのあたかも「手段が自己目的化」したような議論は避けるべきであり、日本は日本としての産業政策の観点(例えばいわゆる現場主義からの競争力の創出等)から議論すべきである。また、英米の金融資本主義の弊害が日本でも騒がれている状況下で、英米に偏らず、英米よりは日本に似た産業構造を有しているドイツ(EU統合の要請や共同決定制度などの特殊事情を有しているが、金融資本主義と産業政策との調整に苦慮してきたという共通点もある。)などの対応状況も比較検討すべき。
- ・ コーポレート・ガバナンスの在り方と会社のパフォーマンスの関係については、何ら意味のあるデータは示せない。
- ・ 実証研究に関しては、パフォーマンス向上には様々な要素が影響してくるため、コーポレート・ガバナンスとパフォーマンスの相関関係については、なかなか正確な結果が出にくい点に留意する必要がある。
- ・ 独立社外取締役がいても企業のパフォーマンスに関係ないという実証研究は当然の結果ではないか。独立社外取締役は、いることによってパフォーマンスを向上させるという類のものでは必ずしもなくて、いることによって、パフォーマンスが急激に悪化することを防止する、という効果が一定程度期待できるということではないか。
- ・ 社外あるいは独立取締役の導入は、必ずしも企業パフォーマンスの向上に直結す

る必要はないと考える。例えば、「リスク管理をしていくら儲かるか」と言わないのと同じではないか。

- ・ 良いコーポレート・ガバナンスを明確に定義することは不可能であり、ただ外部から観察可能ないくつかの特性から総合的に判断するしかない。大別すると、そのような特性には、社内の事情に通じ、会社の中長期的将来につきインセンティブないし愛着・コミットメントを持つ内部者による、相互の監視（peer pressure）と、会社内の人間関係・因習・過去からの慣性にとられない独立性を持つ者による透明性・客観性の高い監視（transparency）とがある。日本では が、米国では が強調され、この違いは文化の違いにもよるが、一方の特性だけを過信することは適切ではなく、両者の適切な組み合わせが効果的である。そうであれば、日本の上場企業が自主的に（具体的には、独立監査役又は独立取締役による監視）の強化に取り組むことが望まれる。
- ・ コーポレート・ガバナンスを巡る議論は、相当程度、文化に左右されるところがあり、米国人と日本人が理解し合い、共感のレベルに至るようなコミュニケーションをすることは難しい。例えば、あるコーポレート・ガバナンスの失敗事例を分析するにしても、米国人と日本人であれば別の言葉遣い、別な批判をするであろう（前者なら透明性・独立性の欠如、後者なら誠実性・廉直性の欠如を指摘する等）。今回、報告書をまとめ上げれば、今後のコミュニケーションが円滑化されることも事実だが、米国と日本の考え方が一体化するわけではないので、これからもコミュニケーションを深めるための努力は続くと思われる。
- ・ 「日本の実際の取締役会で何を行っているのか」、特に「委員会設置会社の取締役会が監督機関なのか業務執行機関なのか」という点をこの機会に調べていただきたい。日本の委員会設置会社は単に三委員会を義務付けられているという以上のものではなく、実際のところ、取締役会での決定事項その他、監査役設置会社とそれほど変わらないのではないかと。そうであるならば、委員会設置会社であっても、取締役会は業務執行機関でしかないのではないかと。むしろ監査役設置会社においては業務執行権を有しない監査役ないし監査役会が、業務執行を行う取締役会から独立に監督を行っており、監督と執行の分離は徹底されていると言える。
- ・ 日本では執行と監督を分離した制度の枠組みは作ったものの、実態は監督と執行の分離が十分にできておらず、日本の取締役会は執行機関だという認識が非常に強い。

- ・ 執行と監督の未分離である現状を、実態としても分離するところまで議論するのか、又は、現状としては未分離であることを前提としつつ、そこに社外者を入れることの是非について議論するのかという点の選択が議論の分かれ道であろう。例えば、社外取締役を過半数選任するなどすれば、必然的に監督と執行の分離が生じることになる。
- ・ 内外の投資家は共通して、日本の会社の取締役会に対して、業務執行機能よりも監督機能を期待しているということがかなり明確になっている。社外役員の問題についても、監督機能強化の問題として捉えられており、業務執行に社外役員を加えるべきという議論はない。
- ・ 上場会社のような所有と経営が分離せざるを得ない株式会社では、利益相反の懸念を解消する仕組みとして、management board と supervisory board の二つの機能を置くことは、各国で共通している構造である。この構造についてまで、「欧米の真似」といった議論は出てこない。management board は業務執行を行う役員が株主及び会社に対する責任を持って当たることが基本であり、ここは「社内役員」で構成されるのが基本である。そこで、論点は supervisory board の構成であろう。そして、supervisory board のあるべき構成は、supervisory board が現実にかなる機能を担うべきなのかの設計が密接に関連してくる。

2. 社外取締役・社外監査役の意義・役割について

- ・ 社外役員（社外取締役と社外監査役の両方）の独立性の問題と、一定数の社外取締役の選任の問題に焦点を当てて議論することは、東京証券取引所による内外の投資家の意見聴取の結果と一致している。
- ・ 社外取締役や社外監査役に何が期待されているのかを整理する必要がある。一方の極にある社外役員に対する期待としては、社外者は特段発言せずとも取締役会に出席しているだけで意味があるという議論がある。その結果、社外者でも理解できるような説明がなされ、透明性が高まるからである。その上で更に、戦略的なアドバイスや、社外監査役による適法性監査等も社外役員に期待される機能と言える。社外役員には、多様な機能が期待され得るが、本研究会として何を期待しているのかははっきりさせて議論する必要がある。
- ・ 社外取締役のポジティブな面としては、社外者が経営に深く関与しているという

状態を日常的に作り出しておくことにより、何らかの説明責任を経営陣が負わなければならないということの効用が非常に大きいという点が挙げられる。その結果、説明責任を負うことで問題を意識化し、可視化していくことを通じ、経営陣自らのリスク管理にもなるのではないか。

- 一方的に会社を自分のものと勘違いして経営を行う経営者というのは、往々にしてリスク管理ができていない、あるいは、ビジネスが暴走するということが多い。誰か近くに経営者をモニターする人が必要なのではないか。
- 一番の効用はアカウントビリティが高まることである。特に日本企業の場合は、内部的に暗黙知のコミュニケーションをとることが多い。そこに外部者が入ってくると説明する必要が生じるので、最初はコストリーに感じるかもしれないが、結果としてアカウントビリティが高まる。
- 例えば米国の企業では、様々な出身、性別、人種の方が互いにコミュニケーションを図り、創造性に満ちた環境が実現している。日本の取締役会でもそういった新しい風を取り入れることにより、日本企業も更にグローバルな競争力を持つものになっていくのではないか。
- 取締役会に多様な意見が反映されることが企業価値の向上につながる。その意味では、内部出身の取締役とは違うタイプ 灰色の取締役でもいいので をできれば過半数いれると色々な意見が出て会社の経営が改善されるのではないか。
- 社外取締役の役割は、経営者の目線が社外に向かっていくということである。社外者を入れることで、経営者とその社外者 業務に精通していないが、株主総会に出席する株主よりも大所高所からの視点や客観的知識を持ちバランスが取れている人物 に説明することになるという点において意味があるのではないか。
- 上場会社を念頭に置いた場合、上場会社というのは株式の所有が広く分散していて、いわゆる少数株主が多数存在するため、株主に代わってより経営者に近いところで経営をモニタリングする機構が必要である。
- 社外役員の機能として、 業務執行の現場で生じうる利益相反の懸念の解消と「内輪の論理だけでなく外の風を入れる」といった経営現場へのアドバイザー的機能があげられる。このうち、 は、各企業が自主的に設計する話であり、制度等で強制するべき筋合いではない。他方、 については、所有と経営が分離している上

場会社では、業務執行者による利益相反リスクへの対応が求められる。日本も、supervisory board 機能は監査役会と取締役会とに分属しており（委員会設置会社を除く）そのうち監査役会については「全員非業務執行会社役員」であることが法律で強制されている。独立性のある役員が論点となるのは、この 機能の在り方についてである。そして独立性のある役員は、同時に、分散投資型で長期安定保有を旨とせず純粋投資家の権益を保護する機能も結果として果たし得ることになる。

- ・ 株主総会というのは通常1年に1回しか開かれないので、株主には日常的なモニタリングはできない。経営のプロではないのでモニタリングということも比較的難しい。株主に代わって日常的にかつ経営に通じた第三者の目で経営をモニタリングする仕組みを備えていくことが必要であろう。株主総会運営が円滑になって経営の機動性が増していくし、株主が納得しやすい会社の運営形態となるために、経営の安全性が逆に増すのではないか。投資家にとっても当然日常的なモニタリングを任せられるので、議決権行使にあたっての吟味の必要性が大きく下がってくるということで、双方にとって歓迎すべき結果になってくるのではないか。
- ・ 上場会社の一般株主、少数株主は、経営者の活動を日々詳細に監視していくことは不可能であるし、企業もあらゆる経営情報を株主に全て開示し、報告し、説明することは現実的ではない。株主総会は年一回で、そこで報告があり、株主がチェックするというだけでは限界がある。逆にあまり経営の実態もよく分からない中で、株主に評価されるとするのは、経営者にとっても不本意なことになるのではないか。より経営に近いところで経営者の活動をモニターして、評価をする機関ということが、株主にとっても経営者にとっても意味がある。
- ・ 社外あるいは独立取締役については、企業内部を、日常的に、いかにモニタリングできるかが重要である。
- ・ 上場企業においては、情報劣位にあつて経営陣に対して影響力を持ち得ない少数株主がいるため、その利益を保護する仕組みが必要と考えられるが、その役割を社外取締役が担うということであろう。
- ・ 社外取締役や社外監査役の役割に関して、事前に悪い状態に陥らないようにするという役割と、事後的に企業の立て直しを図るという役割の2つの面を考えることができる。その両者の役割は共に重視しなければならない。

3. 監査役と取締役の異同について

- ・ 現時点で社外取締役制度を義務化すると、マイナス面のほうが大きい。
 - 第一に、制度の導入は必ずしも万能ではない。
 - 第二に、社外取締役は、社内取締役と比べ、会社の事業・業務に関する詳細な知見に劣る。そのような者が取締役会に入ると、社内の取締役との間でギャップが出てしまうため、そういう中で議論をしていくと経営のスピード感が鈍ってくる。どこまで事前に会社の業務や事業に対して突っ込んだ具体的な提案をいただけるかというのは、事前の勉強次第だと思うが、もしあまり事前に勉強をしないとすれば、突っ込んだ提案は期待できない。
 - 第三に、現在、社外取締役を設置していない会社が一定期間内にこれを義務付けられたとすると、新たに社外取締役の候補者を探さなければならないこととなるが、果たしてそれだけの人材が確保できるかという疑問がある。絶対数が足りないということになると、複数の会社の社外取締役を兼務する方が増えることとなり、本来の期待された機能が十分に果たせるかという問題がある。
 - このような理由から、社外取締役の義務化というのは現状では時期尚早といえる。
- ・ 社外取締役の効用についてすべてネガティブに考えるというものではないが、一律に社外取締役の導入を義務化するという必要性は今のところ感じていない、というのが実情である。監査役の過半数を社外監査役とし、監査役の機能を充実させることによって、取締役に対する監視機能を強化するというのが当社の方針である。取締役会における意思決定の場面においても、監査役は、実質的には大きな監視機能を果たしている。
- ・ 社外監査役は、監査が職務であり、監査役会、取締役会へ出席するだけでなく、監査役事務局を使い、日頃から監督や監査をしている。
- ・ いわゆる適法性の観点からモニタリングする監査役ともう少し経営センスを必要とされる取締役という区分けは、概念的にはできるが、実際にはどうなのか。経営陣の暴走を抑止するチェック機能という面からの意見が期待されているとすれば、社外取締役と社外監査役でどの程度違うのか。
- ・ 監査役に関しては、既に法律上、半数以上が社外監査役として選任されることになっており、実務上も着実に定着しつつある。大会社を中心に、社外監査役が設置されその実務が積み重ねられてきて、現行の制度のもとでも、社外監査役は、例えば取締役会や監査役会で活発に発言・助言しているというケースが多くなってきて

いる。社外監査役は、期待されている独立性・中立性から、会社経営の健全性はもとより、効率性の面についても有益な意見も出している。理想的な状況に至っているとまでは言わないが、期待されているものをかなり果たすようになってきている状況にある。もちろん、企業によって濃淡がある。

一方、監査役に十分な監査ができないとして、社外取締役の必要性の議論がされることがある。この議論に当たっては、社外取締役に何を期待するのか、社外監査役とどのように異なる機能・役割を期待するのかを検討すべきである。

- ・ 日本の監査役制度で適法性だけを監査すると思われているとすれば、ある面では正しいが、実際には適法性監査というのは、個別の法律違反の有無だけではなく、取締役の善管注意義務違反の監査も含む。その判断を下すためにはビジネス・ジャッジメントの中に入って評価をしなければ、善管注意義務違反が惹起されているかどうかは分からない。したがって、監査役は当然妥当性の評価はしている。ただし、結論として適法ではあるが妥当ではないというものは表には出ないというだけである。

次に、社外取締役の目的は理解できるが、実際何ができるのか疑問である。会社法上、あくまで、社外取締役は、業務執行取締役ではないために、実際の活動には限度がある。会社法上のミニマムでは、年4回の取締役会に出席し、提出された議案の採決に関わるだけである。業務執行取締役ではないので、モニターを担当することはできない。内部監査担当の業務執行取締役とは異なる。これに対し、(社外)監査役は時間の許す限り監査業務を行うことができるところ、よほど目的に適している。運用上の問題はどの制度にも起こることであり、他の制度を取り入れるべきということには結びつかない。

- ・ 独立取締役のシステム導入によって日本が遭遇するリスクとは何か。あるいは、導入しない場合のリスクとは何か。導入する場合のリスクは極めて限定的に見える。取締役会の役割は変化し進化するであろう。成功している企業は成功を続けるであろうし、そうでない企業は改善する可能性がある。導入しない場合のリスクは高いように見える。投資家の信頼は弱いままで、証券市場は、恐らくは長期間アンダーパフォームとなろう。独立取締役システムの実施は、強力で前向きなシグナルを発信することになろう。
- ・ 経営陣の暴走を防ぐという意味で独立の社外取締役を入れる有用性は認められる。しかし、「現在の社外監査役では不十分だから、社外取締役が必要」という議論になると、実際に企業経営をしている立場からすれば、「本当に社外監査役はその程度のものなのか」ということになり、様々な反論が出てくる。しかし、社外の

取締役を入れることによってリスクが増大するの点については傾聴に値する意見であるし、考えていく必要がある。独立した社外取締役には経営陣の暴走を抑止するということを期待するのであれば、当然、独立性については、そういうことを抑止できる者でなければならない。社外監査役と社外取締役がうまく連携するような仕組みができないものか、と考える。

- ・ 監視ということであれば社外監査役で十分ではないか。社外取締役への期待への重きが経営戦略へのアドバイスに置かれているのであれば、独立性があることは逆に経営について分からないということであるから、その意味では社外取締役がそのような役割を担うというのは非常に難しい。
- ・ 社外取締役に期待されていることが、アドバイスやモニタリングということであれば、必ずしも取締役である必要はなく、社外監査役でも役割を果たすことができるし、あるいは取締役会の外部にアドバイザリー・ボードをおいて意見を聞けばいい。
- ・ 社長を解任するときに、社外取締役がいることは、社外監査役がいることと比べて決定的に違うものではない。社外監査役がいれば、当然ながら差止め請求もできるし、その意味で取締役より強い。また、監査役の権限は単独行使ができるが、取締役は取締役会の過半数の決議が必要となる。そのように考えると、監査役は強い権限を持っていると言える。あるいは社長を解任したいと考えた時に、違法であるとか不正であるという理由で解任したいということであれば、監査役というのは当然ながら取締役会において意見を表明して議事録にも残すことになるし、取締役会に報告もする。先ほど申し上げた差止め請求もあるし、監査報告書にも記載する。そこまで監査役が行った場合に取締役が社長に残れるということは現実にはあり得ない。
- ・ 社外監査役と社外取締役について実態としてあまり機能に違いがないのではないかという議論があった。しかし、社外監査役について、実態として、問題があれば社長を解任することもあり得るし、妥当性・経営判断についても意見を述べることもあるということであれば、投資家の立場からいうと、実態だけでなく、制度として名目的にも人事権があるということや妥当性の判断をするということを明記していただきたい。そうでなければ投資家には理解できないし、投資家からの評価も得られないであろう。
- ・ 監査役の半数以上は社外監査役とするという制度になっている。多くの企業では

かなり社外監査役の活動が活発になっているという話を聞く。一方で、この状況というのは、会社法上の建付けということだけでなく、それぞれの監査役の資質・志やそれぞれの会社の社風に依存している面もある。日本には非常に多様な監査役がいるため、全体として監査役が十分機能していることをもって、事実上、取締役が果たすべき機能を相当程度監査役に担わせても大丈夫であるとは言い切れない面もあるのではないかと。そうであれば、仮に取締役会の制度に変更を加えないのであれば、「監査役とはどうあるべきか」ということを吟味し直す必要がある。

- ・ 対外的に見て避けられない構造的な利益相反の懸念について、対株主・投資家にアカウンタビリティをどのように果たすのかということが問われる。その際、業務執行者だけでなく、非業務執行役員のかたまりも必要である。日本でも現に監査役会というものが存在している。社内者・社外者というのはその後に出てくる話であり、前提として非業務執行役員に何を期待するかということがあって、その上で、その非業務執行役員において社内者・社外者がそれぞれ何をすべきか、という議論になる。

さらにその上で、社外取締役と社外監査役の違いという形で、現行の監査役が委員会設置会社の監査委員会と何か違う必要があるのか、ということが問題になる。監査役と監査委員会の構成員で差を設ける必要があるのかどうか。監査役と監査委員を同質化させるというのも考えられる。それによって、今 supervisory board の機能が、取締役会の中の社外取締役と監査役会との二つに分かれているものを、一元化させることができるというメリットがある。現行の委員会設置会社では指名・報酬・監査を社外過半数で決める必要があるが、それは取締役会の決議事項を減らすこととパッケージとなっている。しかし、日本型の意思決定の在り方からすると、業務執行の意思決定は業務執行者が過半を占める取締役会で議論するところにメリットを認めている日本企業は、依然として少なくなく、またこの点を法律や自主規制等で強制的に変えてしまうこともよくない。そこで、監査役を監査委員会化させた上で、指名・報酬は今までどおりの構成の取締役会が決めるという選択肢を認めることが一案ではないか。

ただ、こういった設計にするのであっても、非業務執行の役員がこういった job description で何をすべき立場にいるのが上場会社の企業価値向上のためによいかを詰めることが重要である。業務執行をしない役員にそもそもこういった職責・役割を期待すべきなのか（例えば外から人を迎え入れると言っても、なぜ業務執行の役員として迎え入れるのではなく、非業務執行の役員として迎え入れないといけないのか。）の職責が企業価値向上のために具体的にこういった点で寄与するのか、さらにその職責を果たすためになぜ（外部アドバイザーとかでは駄目で）「役員」でなければならないのか、これらの点の価値観をある程度共有してお

かないと、議論は混乱するだけで先に進まないだろう。

- ・ モニタリング機能には、効率性のためのモニタリングと健全性確保のためのモニタリングの2つがある。本研究会で問題となっているモニタリングは、主として効率性の観点からのモニタリングであることについてはほぼ意見が一致していると思われる。経営者の違法な行為に対するコントロールというよりも、無謀な経営をすることや、あるいは逆にリスクを取らな過ぎることが問題とされている。そうであれば、現在の日本の監査役の制度の下では、通説的な見解によると、適法性監査しかできないとされるのは大きな障害になり得るのではないか。監督機関と執行機関が制度的に分離しているドイツの例を挙げると、ドイツでは監査役は経営判断にも消極的な形ではあれ関わっていく。経営の当否にまで立ち入って、経営者をコントロールするという点では、日本の監査役と大きく違っている。

ドイツでは、監査役が経営者を解任することがたまにある。そのプロセスとして、監査役のうちの一人が「この経営者は問題なのではないか」と思ったら、一人ではなかなか太刀打ちできないので、他の監査役を説得していく。明確な説明と議論というプロセスがあって、合理的に他の監査役を納得させることができれば経営者を解任し得る。独立した社外役員にどのような機能を求めるかによって、我が国の監査役で果たせるものと果たせないものが異なる。例えば、経営者の交代を求めるのであれば、社外監査役では十分でないと考えられる。

- ・ 形式論が問われているところもある。東京証券取引所ではほぼ70%が外国人によって取引が行われている。彼らが、「形が整っていない、現在の独立した監査役では十分な監督機能がない」という疑問を呈しているところに対して、「自分たちは自分たち流にやっているのだ」といっても説明にならない。形式を整えた方がいいのではないか。

企業に万一の状況が生じた場合に、経営方針や経営陣を刷新して迅速な再建を進めるということがガバナンスの最も大きな役割である。しかし、監査役会設置会社において半数以上の監査役は社外監査役であるはずであるが、監査役は取締役会では投票権を持っていない。したがって監査役は、妥当性監査には権限が及ばないことに加えて、究極のコントロール手段ともいべき取締役の選解任権を持っていない。これでは経営陣に対する十分な監督機能を持っているとどれだけ言っても実質的に機能しないということである。

- ・ 監査役は、とりわけ独立監査役の場合、有益な役割を果たす。独立監査役の強化は歓迎する。しかし監査役には取締役会での議決権がないので、独立取締役の代替とはならない。

- ・ 「コーポレート・ガバナンスの基本は、単なるアドバイザーや経営の情報提供ではなく、経営状況が悪くなったときに経営者を交代させる役割を外部者が有することが重要である」という考え方がある。
- ・ 日本の監査役会設置会社は、米英の委員会設置型と比べると、指名委員会や報酬委員会に相当する機能がない。したがって、投資家からみると、経営者の選任や報酬が、不透明なプロセスで決まっているのではないかと見えてしまう。現在の監査役制度だけでは、広い意味での監督・モニタリング機能の一部が抜けている。その抜けている部分は、社外取締役の機能・役割により補完していただくことを期待したい。
- ・ 独立取締役の存在なくして、どのようにしてM&Aに関する提案を評価することができるのか、その提案に対して最善の判断をしたということをしてどのようにして担保するのか。M&Aの提案に対する取締役会としての判断・考え方に対する信頼をどのようにして担保できるのか。また、一見利益相反にみえかねない事態を避けることをどのようにして担保するのか。やはり独立取締役の存在によってこれらの様々な要件を満たせると思う。
- ・ 社外取締役に期待することとして、少数株主や一般株主の立場で経営者の判断がいわゆる株主価値に常につながっているのかどうかをモニターすることが挙げられる。社外取締役には、第三者の立場からの冷静な判断というものに加えて、投資家としては、特に資本効率の問題、役員の報酬の在り方、ファイナンスの在り方についての見識を持っている方を期待している。もっとも、机上の空論ではなく、経営の現状についてよく知っていらっしゃる方、つまり経営の経験のある方又は、見識のある方が良い。
- ・ 監査役には監査役として企業内の監査を行う責任がある。一方、独立取締役は取締役会の中で監査役とはまた違った役割を果たす。アジアの各国を見てみると、独立取締役というのは、少数株主の利益を代弁し、あるいはそれを理解・認識しているという意味で非常に有益な存在となっている。そして独立取締役というのは所謂多数派の株主又は経営陣だけでなく、少数株主を含む全ての株主の利益について配慮をしなければならない。これはもちろん独立取締役ではなく全ての役員がそうあるべきだが、こうした外部の独立取締役を中に入れることにより少数株主の利益についても考慮し、その利益に基づいて発言することが可能ではないかと考える。

- 現に、利益相反事項の類型である違法行為については非業務執行役員である監査役も監視している。そして監査役は株主ひいては外に向かって直接違法行為あるいは違法行為のおそれを開示して訴えかける構造になっている。しかし、外に訴えかけることがどの程度現実に可能・妥当なのかの悩みや、あるいは議決権のないポストで事前の根回しが無い、情報が行き届かないなどの問題を抱えている監査役も一部に存在している。取締役会と監査役会という supervisory board 間で相互に遠心力が働いてしまう構造自体の機能性をどう考えるのが論点となっている。
- 取締役への信頼が一旦揺らげば、株主総会の決定事項とすべき会社の最重要事項について自ら介入の必要性があると考えた投資家が増える可能性がある。しかし、必ずしもこれが健全な考え方であるとは思わない。その意味でも、株主総会が年に一度しか開催されないという欠陥を埋め、代行する何らかの機能が必要である。
- 社外取締役を過半数にして取締役会を監督機関とし、執行機関は経営会議として、いわゆる執行と監督というものを分離するというのが論理的には最も説明性が高い。ただし、これを無理に推し進めていくことは、なかなかハードルが高い。そこで現実的には、過半数とはいかなくても、一定の発言力が確保できる程度の人数の社外取締役を入れて、経営者の近くで日常的にモニタリングする制度を作る。このような制度を作ることだけでも相当説得力が高まる。
- 今、日本に社外役員の制度を強化することが必要ではないかと議論されている文脈は、取締役会の可視化の問題といえる。会社の経営が合理的かどうかというのは取締役会に集約されている。そうであるとすれば、経営の近くで、株主の代表として、株主や広く企業価値全体を見る立場から日常的にモニタリングする立場として社外役員を位置づけ、株主（特に外国人株主）などを意識して、その人たちにわかりやすく説明していく、すなわち可視化を進めるということは重要である。
- 外部にいる株主は、当然社内にはいないので、社内でのどのような議論がされているか分からない。公平かつ客観的に社内での議論がされていると類推することに合理性を持たせるためには、独立社外の者が社内にはないと難しいのではないかと。人事権についても、望ましい人事がされているであろうが、外部から見てそれがわからないときに、独立社外の者が社内にいることにより、望ましい人事が行われているという類推に合理性を持たせることができる。逆に独立社外の者がいないと、それらが合理的であるということを説明することが難しく、機関投資家としても自らのクライアントに対して説明することは難しい。

- 投資家にとって望ましい社外性を有した取締役というのを、仮に「独立社外」と呼び、少数株主の利益を代表する役割を担わせることができれば、上場会社のひとつの品質保証となる。この「独立社外」という人は、少数株主の利益侵害の可能性のある案件に限定して善管注意義務を負い、その監視行動が、株主による事後的なモニタリングを受けることを想定している。
- 日本の企業においても社外取締役の採用というのはかなり広まってきている。東証一部上場企業の45%は既に社外取締役を採用している。社外取締役を2人以上採用している会社も約4分の1に達している。時価総額のトップ30社で見ると、その内の24社が社外取締役を入れている。また、単に社外取締役を入れているというだけではなくて、任意に指名委員会や報酬委員会などを設けている企業もかなり増えてきている。社外取締役を採用していない会社においても、アドバイザー・ボードなどを設けて外部の人材を経営に活用するといった会社も増えてきている。外部の第三者を経営に活用する動きというのは、日本の企業の中にもかなり広まってきていて現実になってきている。社外取締役を現在導入していない企業の中にも「ふさわしい人材がいれば社外取締役の登用も検討していきたい」とコメントしている企業もあり、決して社外取締役の活用が否定されているわけでもない。
- 企業にとっての望ましいコーポレート・ガバナンスの体制は、基本的には、各企業が自分で工夫し自分の努力によって構築すべきものである。ただしマーケットへの信頼という観点から考えた場合、個々の企業の工夫や努力ではできないところがあり得る。そのような点が、法制度等が役割を果たし得る部分であろう。その意味では、フォーマルな形を法が用意するということの機能も十分理解する必要がある。他方で、すべての企業に一律に画一的なフォームを押し付けることが、実質的に各企業にとってベストなことをする上で大きな妨げになるのであれば、それは害があるということになるので注意しなければならない。
- 数年前までは発行体の取締役の立場にあったため、ガバナンスの向上によって資金が入ってくるという話は本当なのかと疑問であった。しかし、その後、投資家サイドの立場となり、個々の海外投資家と対話をする、ガバナンスの問題により日本に資金が入ってこないという話が必ず出てくる。日本は日本独自の価値観でガバナンス体制を構築していると説明をするのだが、それだけでは納得してもらえず、議論はどこまで行っても平行線となってしまう。例外を認めることについてはあってしかるべきだが、他方で、共通の土俵の上でガバナンス体制の違いをあまり問題にしないで、安心できる仕組みは作っておいた方がいいのではないかと。共通の土俵を作ることによって長期投資をしようとする人が増えるといえる。

- 説明責任を果たさなければならないということには合意があるということを経験したとき、説明責任はどうしたら果たしたと言えるのか。誠意をもって説明すれば説明責任を果たしたということになるのか。話せばわかるはずだということにはならないことがあり得、口だけでなく態度などで示すことにより説明に対する納得性を増すということが重要である。社外取締役を1名ないしは複数名導入することは、アカウンタビリティに対する担保として非常に効果的である。そのようなことをしなくても誠意を持って長い時間をかけて説明すればいつかはすべての投資家が分かってくれるはずだということかもしれないが、株式市場における一般投資家を考えたとき、潜在的投資家も含めて全部の投資家に意を尽くして説明して回るなどということは何の上場会社にもできない。そのような一般投資家へのアカウンタビリティを果たすという意味において、形や制度で担保することが必要といえる。そういう点で、形を整えることの重要性がある。
- コーポレート・ガバナンスの体制が個々に良いと説明して納得してもらうことは可能であろうし、様々なやり方があってしかるべきであろうが、基本的なルールとして日本のマーケットがどのように律されているか、それが海外投資家あるいは日本の投資家にとってカンファブルなものか、ということが非常に大事である。その根底にアカウンタビリティがある。その観点からは、社外取締役を入れるというのは、極めて有効なシグナルとなる。また、社外取締役を入れると、海外投資家に対する説明責任の多くが効率的・経済的になるという面も否めない。ガバナンスが問題ない会社も個々にはあるが、ジェネラルに日本のマーケットというのはどうなのかということが問題である。制度なしに企業ごとに説明が必要だとすると相当苦勞して説明しなければならない。それは相当のロスになる。制度があるとコストとなるとの意見もあるが、トータルでみると、遥かに効率的な運営ができるといえる。
- 海外投資家は、日本のガバナンスの在り方があまりに海外と違って理解できていない。事業会社はガバナンスについて様々な角度から開示しているが、海外から見ると、監査役が監督を担っているという仕組みそのものが理解できない。なぜならば、人事権・議決権がない人に任せておいて監督できるのか心配だからだ。したがって、一つ一つ説明していくコストと時間をかけるというのも一つのやり方であるが、日本の市場全体という目で見ただけの場合に、制度として最低限この程度やっていると一言で言ってしまう、これを日本の会社の在り方・市場の在り方として海外の方に理解していただけるのは非常に効率的なやり方であるといえる。
- そもそも海外投資家・国内投資家が感じる日本企業の問題点は、日本の企業はと

でも競争力がありそうに見えるにもかかわらず、過去20～30年の実際の株価のパフォーマンスが非常に poor であることである。端的に言うと、平均すれば、ROEと利益の成長率が低い。一般論として競争力はあるのになぜROEが低いのか。その答えとして、株主の立場ではないが、株主価値や株主共同の利益など、そういったものを促進してくれるような立場の人がいないからではないか。そしてそれは社外取締役が期待されるのではないか。もちろん今、日本の制度として社外取締役が入ったからといってすぐに大きな成果が上がるかどうかは分からないが、そこに強い期待が寄せられているのであろう。

- この研究会の目的が日本企業のROEや株式価値を高めることであるならば、問題設定として違和感がある。どのようにすれば日本企業のガバナンスを向上できるかという議論であったはずで、それが単に株式価値を高めることを目的とするのであれば、過剰な雇用を切り捨てて劣悪な生産設備を縮小して海外に投資すればいい。

海外投資家の投資行動とガバナンスの関係については様々な議論がある。確かに表面上は日本のガバナンスといえば必ず「社外取締役を導入すべき」と言われ、「社外取締役を導入すれば日本への投資が増える」とされる。しかし、実際に、海外投資家に「本当にそれが投資の判断要因なのか」と聞くと、人によって答えが異なる。その意味では海外投資家が日本の投資先に対して社外取締役の義務付けを要求しているわけでは決してないともいえる。社外取締役の義務付けというのは建前の話をしているだけであって、本当に大事なものは企業の長期的なパフォーマンスである。

- 海外投資家の意見には、日本のコーポレート・ガバナンスについて明確な要求、反対理由を感じられないものもある。また、海外投資家は、非常に長期的な課題として社外取締役の導入を挙げており、短期的な問題での議論ではないと認識している。その時間軸を考えた上で議論することも大事である。

また、総論として、独立した社外取締役を置くか置かないかということと企業パフォーマンスとの相関関係は基本的にない。ボードの構成の在り方、社外役員の構成の在り方は、一律に画一的なフォームを押し付けるのではなく、選択を各社に任せることでよい。米国型が日本にとっての企業統治の推奨モデルとは必ずしもいえない。一般論として、やはり企業統治の在り方というものは、その国の文化・生い立ち、社会を反映していないといけないのであろう。

- 委員会設置会社というのは、社外取締役を全く入れない会社と比べると、反対側の極端である。問題がないときは社外取締役や委員会は役に立たない。私の経験では、問題が発生した際は委員会設置会社の方が現経営陣への意見が出やすい。何か

問題が起こった時の保険のための仕組みとしては、社外取締役は悪くない。

- ・ 「独立社外」取締役は、少数株主に対する善管注意義務を課され、株主からその行動を事後的にモニタリングされるのであれば、1名の選任でも十分である。仮に「独立社外」が過半数を占めることを求めると、現行制度からの乖離が大きくて、経営効率が損なわれるリスクがある。少数株主の利益の代弁者の役割なので、少数でいいと考える。
- ・ 社外取締役に期待される役割は様々である。社外取締役が制度として有効に機能するために、果たさなければならない役割は多元的である。社外取締役に期待される役割を1人の人物で果たさせようとするのは難しいかもしれない。
- ・ 最低3名の独立取締役を提言する。その理由としては、大企業の実務取締役会の多くは10～15名の取締役で構成されるため、3名未満の独立取締役では形だけのものになりやすいということがある（小規模取締役会はその限りではない。）
- ・ 独立取締役の存在及びその増員は重要である。なぜなら、もし取締役に独立取締役が1人しかいないということになれば、その独立取締役の行為は孤立した行為となってしまうからだ。日本の文化的な風土を考えると1人では適確な質問をすることが難しい場面もあるかもしれない。しかし、その数が2人、3人となれば、独立性に則った行為を、より増殖させることができる。したがって、その取締役会もよりよい解決策を自発的に求めることが可能となる。したがって、過半数を超える大株主のみならず少数株主その他のステークホルダーの声を代弁する形での独立取締役の存在が重要だといえる。
- ・ 社内者と社外者の関係については、例えば英国のコンパインド・コードでは、ボード・バランスの重要性が説かれている。すなわち、社内社と社外者は、どちらかがどちらかを支配するというのではない。社外の独立者と社内の実務取締役の両方のバランスを保つべきである。最も重要な点は、仮に問題が発生したとき立ち上がって社長に対して異議を唱えることができる者がいるかどうかである。それは、社内の人間では難しいといえる。
- ・ 「独立社外役員が supervisory board（監査役会設置会社における取締役会＋監査役会）において1名もいないことが許されている」という状態は、長期安定保有を目指す分散投資型の機関投資家等から懸念が指摘されている。他方、独立役員だけで supervisory board の「過半数」を占めることが企業価値の向上に資するの

についても、supervisory board の機能によって、議論が分かれてくる。特に非業務執行会社役員が多い supervisory board に多くの決議権限を付与すると、非業務執行の会社役員であるので、どの程度リスクをとった経営判断ができるのか、企業の経営効率性が損なわれないかが問題となる。

何らかの法改正なり上場規則やその他のガイドラインやソフトローでの対応（あるいは“Comply or Explain”による開示対応）など様々な選択肢があり得るが、現場経営者側と外から見た機関投資家等の納得のいくバランスを模索する作業が必要である。取締役会と監査役会とが対峙する関係に焦点があたりがちであるが、アカウンタビリティを果たすためには supervisory board として一元的な協力体制が必要な場合もある。両者の協力関係を促進する手当ても必要である。

- ・ 日本の公開会社のほとんどが役員定年制を敷いていることから、定年で辞めざるを得なくなったがまだまだ「腕が鳴る」人たちが多数いるのではないか。「人的資源がない」という議論はやや悲観的すぎる。
- ・ 会社は誰のものかという点についてひとつだけ言えるのは、経営陣のものでないことだ。
- ・ 海外投資家が「独立取締役を採用している企業は、一般的に、ガバナンスが良い企業だ」と考えて、かつ、独立取締役の採用に若干のコストがかかる、という状況であれば、独立取締役の採用は一種のシグナルとなる。そのような前提において、ある企業が独立取締役を導入した場合、海外投資家に、「この企業はガバナンスが良い」とのメッセージを与え、企業価値が向上する。これ自体は、社外取締役を導入する重要な理由になり得る。

4. 社外役員（取締役・監査役）の独立性について

- ・ 社外取締役に期待する役割は少数株主の代表、代理ということであるので、その観点からは、親会社、関係会社、大株主、大口債権者、大口取引先、顧問弁護士、会計士など、当該企業と純投資目的以外の利害関係を持つことで、少数株主の立場と利益相反の可能性があって、かつ直接企業に強い影響力を行使できる立場にある方は、独立取締役にふさわしくない。これは当然社外監査役という立場についても同様である。メインバンクや大株主などは、直接企業へのモニタリングをやっていただければいいが、社外取締役の役割はあくまで広く分散している株主の権利保護であり、この観点から、現在の会社法における社外の定義は見直しをしていただ

く必要があると思う。

- ・ 社外取締役を設置する場合、独立性が担保されることは基本原則となろう。独立性を担保された人たちがいることで、少数株主が無視されず、安心できることが必要である。その意味で、社外取締役においては利益相反ができるだけない方がいいだろう。
- ・ いわゆる外部株主・少数株主においても、出資先の企業が長期的に成長を遂げてほしいという思いは経営陣と全く同じである。

外部株主・少数株主の期待にどう応えるかという観点で議論すべき。外部株主にとっては、社外取締役の導入やその独立性強化が重要となる。外部株主は社外にいて社内者との間では情報量において非対称であることから、特定の利益にゆがめられずに取締役会で判断がなされ、それが外部者にとっても合理的で信頼に足るものであると、外部から類推できるような独立性が求められる。
- ・ 独立取締役の定義として、例えば、経営陣から独立していて、独立した判断の実施を実質的に妨げる可能性のある業務上の、あるいはその他の関係が存在しない(英国のキャドバリー・レポートによる。)ということ、あるいは、過去又は現在において、当該会社、その親会社、同一グループ内の関係会社の従業員であってはならないということ、などが挙げられる。

また、独立取締役は以下であってはならない。主要な株主の代表者(当該株主が外部資産運用会社や年金基金など、経営陣から明らかに独立している場合を除く。)、当該会社からの役員報酬以外の収入受領者(当該取締役の年収全体における当該収入の重要性が極めて低い場合を除く。))。

ただし、上記は独立取締役の全定義の記述ではない。
- ・ 社外役員を、少数株主の代表と位置づけることには疑問がある。幅広い公益の代表としていわゆるパブリックセクターなりステークホルダーの意見を会社に伝える人物、又は、経営陣の暴走を止める力のある人物が社外役員となることが重要である。そのような意味で独立性の要件について、若干、他の委員の皆様の意見と異なる点がある。

1点目としては、いわゆる親会社からの派遣やグループ会社間での派遣においては、個社のガバナンスとは別に、グループ会社同士の相互監視機能を期待するという側面がある。すなわち、会社内部で各部門・機関がそれぞれガバナンスを働かせるように、グループ内でお互いを監視し、ガバナンス機能を果たすということがある。例えば、甲を親会社とする甲グループにおいて、甲の子会社乙が何か不祥事を

起こした場合、甲自体がボイコットにあうということや、あるいは旧財閥系グループ内部でそれぞれの会社同士が相互に監視し合い、牽制が働くという意味での、グループのガバナンスが、日本では非常に大きな存在となっている。そういう意味では、親会社や、グループの他社からの役員を社外者とする事は重要である。

2点目として、親族について、代表取締役や業務執行取締役の配偶者、子といったように、当該会社の役員と非常に近い関係にある人物は、「独立な者」とは言えない場合もあるが、例えば会社のいち従業員の親が当該会社とはなんら関係のない要職に就いていた場合、その人物を社外取締役として選任することができないというのは妥当でない。親族の範囲をどこで区切るかという問題であろう。

それから、この研究会でぜひともご議論いただきたいのが、当該会社の取引先企業関係者の独立性についてである。中でも気掛かりであるのは、メインバンクのような金融機関出身者の扱い、それぞれの会社が非常に大規模で、相互に取引としては重要な部分があるがそれぞれの中でのシェアが小さい大会社同士のような取引関係にある場合の相手先企業出身者の扱い、系列関係の取引先出身者の扱いの3つである。

の下請け子会社の出身者を親会社の役員に選任しても社外者とするのは難しいが、及び（メインバンクのような金融機関から派遣された役員及び双方とも非常に大規模で、取引としては重要であるが、当該会社において相手先企業との取引規模の比率が低い場合の相手先企業出身者）については、社外者だと十分言い切れる。

- ・ 親会社からの役員派遣の是非について議論があるが、日本の場合、グループ全体のガバナンスは非常に重要なものとされており、正に実際に執行部の暴走を止めることができるのはそのような人物ではないか。逆に、役員がその会社から圧倒的な影響力を受けている場合、例えば子会社の役員や系列下請け会社の役員である場合などは、当該役員は執行部の暴走を止めることはできないので、そのような人物は社外者と言えない。しかし、その会社に影響を与えうる人物というのは逆に社外者として意味がある。
- ・ 影響力のある立場の人物の独立性を認めるかどうかという問題について、やはりそのような人物には独立性は認められない。会社の利益と100%一致する利益をもっているのは、通常少数株主であり、影響力を持っている人物は何らかの形で自己の利益のためにその影響力を使うのではないかと、どうしても外から見えてしまう。そういう人物が取締役・監査役になることは、大変責任を負うことになり良いことだが、独立性は認められるべきではないというのが普通なのではないか。

- 親会社出身者については、様々な意見がある。そもそも親子上場をどう考えるかという基本的な問題もある。確かに、子会社に親会社から取締役を派遣すると、子会社の社長等に対しては相当の権限、牽制になる。一方、そういう人物が他の株主の立場から見ると、独立した取締役かどうかということについては、非常に説明しづらいということも事実であろう。したがって、親会社出身者の役員就任は、ガバナンスに効果はあるが、独立であるかどうかというとまた別の議論になるだろう。
- 監視の実効性の点から、多大な利害を有する者を一律に排除するのが懸命ではないだろうという考え方自体には異論はないが、多大な利害を有する者の対象として、取引先銀行出身の者と親会社出身の者とは、若干異なる点があるのではないかと。つまり、取引先の銀行や関係企業、取引先企業に関しては、債権者と株主で利害対立が生じるものであるが、親会社に関しては、親会社と一般株主が、同じ株主でありながらその利害が対立するものである。メインバンク出身の役員と親会社出身の役員を同じものとして考えていいかについては議論の余地がある。
- この研究会では、基本的に、長期的に日本企業の企業価値、株主利益を向上させる一つの機能として、ガバナンスの在り方を議論しているのだろう。その観点からは、いわゆる一般株主 純粹に投資のリターンを目的とした投資家 が非常に重要で、一般株主の利益を守ることが、長期的に株式市場の企業価値を高めるということにつながってくる。したがって独立した社外の役員というのは、一般株主、少数株主の利益を代表する人物であるという考え方になると考えている。経営に対するモニター機能として、親会社やグループ会社の出身者から役員が選任されることを否定するものではないが、さすがに親会社から派遣されている人物は「独立」とは言い難い。親会社出身者を役員に選任している会社でも、その役員とは別に少数株主の権利を代表する「独立」取締役を入れていただくことが重要だ。
- 現在監査役会制度を採用している上場子会社では、最低2名以上の社外監査役が選任されている。そのうちの1名が親会社関係者で、子会社の経営陣に強い影響力を与えうるということには、大きなメリットがある。反面、社外監査役が2名ないし3名選任されているときに、それが親会社出身者のみという場合には、問題もある。具体的な数、パーセンテージについては意見が分かれるであろうが、社外監査役といわれている役員の中で、例えば最低1名、より進んだ独立性を持っている人物が選任されていないと問題なのではないか。これは今すぐ立法論として声高に言うつもりはないが、長期的には上場子会社の社外監査役の一部は独立性を備えていなければならないというのが落ち着きどころでないかと考えている。このような観点からは、現行法でいう社外という概念を廃止して、独立性に置き換えてしまうの

ではなくて、現在のような社外概念をおおむね維持しながら、それよりも少し厳格な独立性という概念も、法令ないし自主規制などで定めていくという整理になるかと思っている。

- ・ 日本における社外の定義は非常に曖昧である。子会社上場において親会社からの派遣役員が社外取締役という立場でいるのは少なくとも海外投資家には納得できない。しかし、その会社の業務執行に携わった経験のある人物でも、一定の範囲では独立性を認めてもいいのではないかと、逆に思っている。あまり厳格に規制すると適任者がいなくなってしまう。
- ・ 破綻の懸念がない通常の企業にとってのメインバンクのような金融機関や、相互に取引としては重要な部分があるがそれぞれの中でのシェアが小さい大会社同士ののような取引関係にある相手先企業出身者は独立だと言えるのではないか。
- ・ 相互に取引としては重要な部分があるがそれぞれの中でのシェアが小さい取引関係にある相手先企業出身者について、どの程度重要な取引先かというところは詰める必要があるのだろうが、独立ということではないか。
- ・ 現在当社には主要な借入先でなおかつ大株主であるメガバンクの方が社外監査役になっている。月1回のペースでの監査役会、取締役会への出席、工場の査察、個別課題に関する説明等を通じ、監査活動に取り組んでおられる。社外取締役と異なり、監査役は監査が業務であり、時間の許す限り取り組んでいただける。また、その方の取締役会での発言は、企業経営者として高い知見・経験に基づくものであり、非常に経営陣にとって重い。「重い」というのは、もちろん個人的なバックグラウンドもあるが、やはり、メガバンクのトップという社会的影響力の大きさが更にその言葉の重さを増している。監査される経営陣も緊張感を持ち、当然十分な説明をして、十分ご理解いただいた上で御指摘をいただいている。

監査という機能の性質上、利益相反の問題は極めて起こりにくい。実際に上述の社外監査役についても、出身母体を意識するような発言はない。逆にいうと、今、ご議論いただいているような取引関係を問題とする場合、当社と取引関係のないようなビジネス界の方が要件を満たすのだろうが、その場合当社のビジネス環境に関する知見も薄く、的確な監査は難しいであろう。取締役会に実際どのような案件があがるかという、当社については最近、海外投資案件が多い。ここに独立性が高い、つまり当社と全く関係がない方、確率的に言えば、そういう企業・ビジネスの方はあまりグローバルな展開はされていないが役員として選任されて、監査するというのは、もちろんできる方もいらっしゃるであろうが、そのような人物

を探すのは難しい。

- まだ本格的な実証研究ではないが、社外監査役の中にメインバンク出身の監査役が選任されていることが、特に業績がかなり悪い企業におけるリストラの程度や経営陣の交代に対して非常に強い相関を示す、ということが実証研究で確認された。そのような意味で、メインバンク出身の社外監査役が、業績の悪い会社では、それなりの役割を果たしているのではないかと。

- 独立性が歪められる類型を4点考えてみた。まず1点目は経済的利益を受けている場合。例えば、その会社に勤務している場合や、報酬を受け取っている場合が挙げられる。2点目は、直接的には経済的利益は受けていないが、利益相反が生じる可能性がある場合。議論が分かれるであろうが、例えばメインバンクや大株主をどう考えるかということである。3点目は、近親者である場合。4点目は、長期に役員として在任している場合。これは英国に特有なことかもしれないが、最初に選任される際は独立役員であっても、長年在任していると独立性が失われるというのが英国の考え方である。

上述の類型が正しいかどうか分からないが、株主の立場から考えると、独立性が歪められないと判断できる視点は何かということから具体的な議論をして、その中で現実的な解を出していくべきである。

- 社外取締役・社外監査役、特に社外取締役に期待される最低限の役割は、経営者の品質の評価、経営の効率性に対する監督である。そうだとすると、社外取締役として最も重要なのは能力、知識、経験、やる気である。独立性というのはそれらの要素の次にくる要素という位置付けであろう。独立性というのは、社外取締役の要件の中心、第一の前提という捉え方ではないかという印象を持っている。だからといって独立性が重要でないというわけではない。独立性があるということが、適切な品質評価 経営の品質に対する評価 がなされているということに対する信頼感の裏付けになるという意味で、独立性は重要である。しかし、過度に独立性だけを強調するのは本末転倒でないか。

独立性をどのように捉えていくかということ、経営者からの独立性が重要であって、経営者に対してどのような影響力を持ちうるのか、あるいは経営者からどのような影響を受けるのかという観点の基本ではないか。類型化すると、第一に、経営者が自分でコントロールできるという人物は、客観的に経営者を評価するには好ましくない。具体的には、その会社の従業員、子会社の関係者や下請けのような完全に経済的に従属している取引先の関係者がこの類型にあたる。第二に、経営者が当該役員に支配されているときも、独立性という観点からすると、中立性・客観性に欠け

る。「経営者が当該役員に支配される可能性がある」類型には、親会社の出身者や、破綻しかけている会社におけるメインバンクの出身者が分類される。第三に、会社の外から経営者をアドバイスしたり評価する役割を担っている人物が、同時に会社の役員として選任されて経営者を評価するというのは、地位として必ずしも両立し得ない。例えば、会社と契約関係にある弁護士や会計士、コンサルタントなどは、このような類型に入る。数値基準で考えるのではなく、独立性を支える根拠は何か、ということからさかのぼって議論すべきである。

- ・ いわゆる投資家サイドから見たガバナンスの透明性の観点と会社サイドから見たガバナンスの実効性の観点、この二つのガバナンスの観点のバランスをどのようにとりながら進めていくかというのが問題である。その意味において、独立性の要件については、一律の要件・ルールを適用するのではなく、社外役員をそれぞれの会社の実態に合わせた格好で導入し、ガバナンス機能を最大限発揮できることを株主が納得する形で開示をして、説明責任を果たして、これを株主に納得してもらうというプロセスとすべきである。開示の方法として、例えば株主総会の役員選任議案の中で候補者の経歴を開示することによってある程度株主が納得できる開示が可能ではないか。今の株主総会の機能を最大限にいかしながら解決する道があるのではないか。
- ・ ドイツで監査役が経営者を解任する際、1人の意見では解任することができないので、他の監査役を説得していく。そこでは適切な説明と議論というプロセスがある。1人で経営者と対峙するという意識ではなく、ある程度合理的な議論に耳を傾け判断をすることのできる人材が求められているのではないか。そのような観点からすると、経営者からの独立性は確かに重要であり、非常に強いステークホルダーの利益を代弁する人物は、このイメージにあわないかもしれない。
- ・ 親会社やメインバンクから派遣された社外取締役は、派遣元の利益を優先してモニタリングするだろう。それはそれで結構だが、利害関係をもっている社外者の他に、配当利回りと値上がり益を期待して株式を持っている少数株主を代表する人によるモニタリングが必要である。
- ・ 銀行や支配会社、取引先などから派遣される社外取締役については、企業経営サイドに一定の導入インセンティブがあり、競争を通してより良い仕組みを磨くべき部分なので、制度化の必要はないと考える。
- ・ 過去要件はナンセンスで、5年ないし7年程度、当該企業において業務執行に携

わらなければ、社外性が認められるようにすべき。親会社との関係、グループ会社との関係、大株主との関係、親族関係、当該企業の株主と利益が相反するような取引先との関係、銀行等との関係のある役員は独立性がないと考えられる。ただし、独立性のない役員を選任すべきでないということには必ずしもならないのではないか。子会社が上場している場合には親会社の上場の有無を問わず、親会社からの独立性のある役員（可能であれば取締役）の選任を義務付けるべきであろう。そうでない会社であっても、1名は独立性のある役員を置くことが望ましい（グッド・プラクティス）といえる。モニターが備えるべき資質について言えば、経営トップに近いからこそ情報に基づいた判断ができるとも言えるし、経営トップから距離があるために歪みのない判断ができるとも言える。どちらが正しいかではなく、いずれの要素を体現した役員も必要である。そうであれば、現在の社外性を完全に独立性に置き換えてしまうのではなく、社外者の一部は独立性も充たさなければならない、と整理するのが現実的である。

- ・ 兼任の制限ということを独立性の要件に付け足しておく必要があるのではないか。仮に社外取締役や社外監査役をいわゆる経営監督として機能させようとするのであれば、全精力を注ぎ込まないまでも、ある程度の専念をしていただく必要があり、独立性があるからといって相当数の社外役員を兼任ということでは支障が生じる。そのため、兼任の制限を独立性の要件の一部として採用する必要があるのではないか。同様の理由で、在任期間の上限についてもある程度基準を設けておく必要があるのではないか。すなわち、当初就任した際独立であった人物が、長期間継続的に役員として在任し続けた場合、それでも独立性を認められるかということである。これも検討する必要があるのではないか。

兼任の上限としては、非常に直感的なイメージだが、一般的には各社で取締役会が1か月に1度開催されるとすると、1か月は4週間であるので、社外役員のみを務めている人物については、最大4社ほどの兼任に制限すべきではないかと思っ

- ・ 取締役を相互に送りあう構造が作り出されるおそれが日本では非常にあり得るのではないか。もし仮に社外取締役を義務付けたとしても、直接二社間で、ということは考えにくいとしても、三角・四角関係を通じて、結果的に取締役の相互就任構造を築くことで対応されてしまうのではないか。それをすべて形式基準で排除することは実際上困難であるので、最終的には真に独立して、問題がないということ、会社が責任を持って説明をし、株主の納得を得るということではないか。

- ・ 取締役の相互就任という現象は非常に問題である。欧米のファイナンス学会のコーポレート・ガバナンスのセッションにおいて、米国や欧州の企業といえども、様々な有名企業の社外取締役の間に相互就任という現象がある、という発表があった。
- ・ 常に監査役の独立性や自立性とは一体何であろうか、どのようにあるべきなのだろうかと思いを巡らせている。特に将来のことを考えると、ますます経済がグローバル化していく中、会計基準等が国際基準の流れに同調することも現実味を帯びてきたとすると、その会計基準を監査するシステムや制度などが大きな意味でのコーポレート・ガバナンスの中でどのように評価されていくのか、どうあるべきなのかというところに焦点が当たっていく時代になっていくのではないかと。そうすると、半数以上が社外監査役という制度になってはいるが、社外性ということについては、引き続き考えていく必要がある。取締役の社外性のみならず、監査役の社外性の在り方についても考えたい。
- ・ 社外監査役の要件と社外取締役の要件は、異なってもいいのではないかと。社外取締役の要件は、あくまで取締役という経営の判断、あるいは経営の直接的監督に携わる人物の要件ということである。適法性の監査が主たる任務であるということ的前提にするのであれば、監査役の場合はもう少し緩やかに社外性を解してもよいのではないかと、という感触を持っている。取締役の場合は厳しい独立性を求めてもよいのではないかと。
- ・ 内外の投資家の中では、社外監査役については、主に取締役会での投票権がないこと、つまり経営陣の人事権がないことから、社外取締役に代わることは難しいという意見が非常に多かったが、一方で、社外取締役と同様の監督機能を期待されているのも事実であり、独立性を高めることが重要である。
- ・ 日本は上場企業に対して、取締役の一定の独立を求めない唯一のアジアの主要市場である。

5. ルールを定める際の手段の選択について

- ・ この研究会で議論される内容は、株式会社一般ではなく、上場会社を対象としたものであると理解している。

- この研究会での議論は公開株式会社を対象としていると認識している。会社法は、有限会社法を統合して、ありとあらゆる種類の会社を規定するものとなっているが、公開会社に限定したルールを作っていくのがよいのではないか。
- 少数株主の保護を前提に独立性を考えると、独立取締役というのは「少数株主に代わって行動することを妨げるような利害関係を有しない者」ということである。独立性を担保する方法としては、形式要件を詳細に定めるということも考えられるが、抽象的に基本概念のみを示し、取締役会に具体的な選任についての説明義務を課した方が効果的ではないか。なぜなら、独立性というものは実質的に評価されるべきであるし、具体的に形式要件を規定してしまうと、その規定に合わせればいいということになりかねない。また、会社ごとに利益相反の程度などそれぞれの事情を踏まえるべきである。
- 独立取締役の定義は、しばしば相当程度に規定的だが、このような定量的規定は独立取締役の選任をより容易にする一方、アジアでの経験によれば、しばしば有益ではない結果を生み出す。すなわち、形式が実質を凌駕する。より健全な定義とは、形式的な規定より、むしろ主要原則や原理を包含したものである。
- 独立性については、本質的には、数値基準（「売上額の何%以上の取引のある企業出身者であってはならない」など）ではなく、会社の取締役会や経営陣との利益相反関係がないことが重要であり、それを取締役会としての確に説明できることが重要である。ただ、ある程度の指針は必要であるので、その指針については検討していくべきである。いくつかの企業では既に独自に独立取締役の要件を定めて公表しており、そのような企業で挙げられている要件は一定の方向に収れんしつつあるのではないか。そのようなことも踏まえた検討が必要である。
- 国際的なベスト・プラクティスに沿った明確な「独立性」の定義基準を定めることが必要である。その上で、上場企業に対し(i)独立社外取締役が任命されている場合、取締役又は取締役候補者が独立社外取締役の定義に適合しているかを特定し、(ii)取締役の判断の独立性に影響を及ぼす又は利益相反を引き起こす可能性のあるすべての事実を開示する旨義務付けることが必要である。
- 投資家にもある程度理解されるようにするという意味では、“Comply or Explain”（一定のルールを設定し、そのルールと異なる選択を行う場合に説明義務を課するという手法）なども一案である。

- 委員会設置会社における報酬委員会は、会社法409条により、報酬を決める前に報酬の決定の方針をまず決め、その方針に従って、各取締役、執行役の報酬を決めることになっているが、報酬委員会だけではなく、指名委員会や監査委員会による指名や監査にも本来前提となる方針があるはずである。それらは、投資家に対して全てディスクロースする必要はないが、「何が良いガバナンスか」ということについて各社（経営者）が考える哲学や方針が、開示の前提として、今後、言語化されることになってくるであろう。今まで日本企業では、それが言語化されることが少なかったので、方針の言語化は大変な仕事であるが、同時に画期的なことであると考えられる。
- どのような手段であれ、一律に義務付けることは反対である。
- アジアの各国市場においては、米国型の規制方式と英国型のコンプライアンス方式の混合型を取り入れており、一部においては規則を強制するが、他の部分においてはベスト・プラクティスとして推奨するという形態を採用している。その上で、ベスト・プラクティスに従わない会社においては、なぜ従わないのかということについて、マーケットに対し理由を説明することとされている。このような混合型のアプローチにより、バランスもとれ、ある程度の柔軟性も会社に認められる。
- 社外・独立役員に関するルールは金融商品取引所の規則で定めることになるのではないか。その際、すべての取引所で一律に同じルールを かつ各取引所も今複数の市場を運営しているので、すべての市場について一律に同じルールを 適用すべきか、というのは非常に大きな問題ではないか。日本の新興市場の企業は未熟なまま上場してしまっているという現実がある。その現実から出発すると、例えばそのような未熟な会社に対して、ある程度高度なガバナンスを一律に課するような規制・ルールを入れると、上場のコストそのものに耐えられないのではないかという意見がある。少なくとも取引所ごと、あるいは取引所の運営する市場ごとに、規制・ルールにはばらつきがあってもいいと考えるべきではないか。
- 金融商品取引所間におけるルールの異同に関し、取引所間の競争によりルールが異なることもあり得るが、同時に、取引の透明公正性等を確保する観点からする取引所のルールは、取引所ごとに全く自由に異なっているというわけではない。
- 会社法の改正には反対である。会社法改正以外に何が可能かということだが、金融商品取引所の規則であれば、取引所ごとに、違いや様々なバリエーションがあってもいい。ただし、現在でも各上場企業は多くの情報を開示しているので、現在足り

ないとされる情報がいかなるものかを明確に指摘して議論する必要がある。

- ・ ルールに関しては、取引所ごとにある種のバリエーションがあってもいいのではないか。ある種のバリエーションがあり、取引所ごとのルールが投資家に明確に示されていれば、バリエーションはあってもいい。その意味では、取引所のルールで定めるのが現実的である。

その上で、ルールの在り方としては、形式要件を定めるのではなく、実態論で検討すべきである。もっとも、明確なメッセージを投資家に発信する必要があるので、ある種の原則は明確に示すため、原則はある程度厳しく規定し、実態に関して原則とは異なることになるのであれば説明責任を果たす必要があるとする組合せはある程度納得されるのではないかと思う。その際、説明責任が、株主総会の承認のみで足りるのかというところは悩むところである。なぜなら、そもそも規則の趣旨が、少数株主の保護であるとする、最終的に株主総会でマジョリティが承認してしまうと、少数株主は自らの意見をその決定に反映できないということになりかねない。その場合、株主総会だけでなく、取引所などで、実質的な判断ができるのであれば、その方が、ルールとしては望ましい。

- ・ 確かに、ニューヨーク証券取引所においてもロンドン証券取引所においてもこの分野では取引所のルールが重要な役割を果たしている。しかし、日本の取引所は若干事情が異なる。米国は州法で会社法が定められているので、連邦会社法としての機能を果たす法律が存在しない。その代替機能をニューヨーク証券取引所のルールが果たしている。すなわち、取引所のルールで会社について規定することが、いわば社会的に容認され、期待されているのだろう。英国においては、自主ルールが、法律と同程度の権威をもって適用されている。一方、日本では、取引所のルールは、法律の補完的役割だと言われている。補完とは言え、マーケットは変化が激しいので、その変化に追いついていくために、機動的に対応できるという意味で大変メリットがある。先駆的に、取締役の社外性など、法律による改正がされない間に、取引所のルールであれば先にある程度定められるというのにはあり、この先駆性に期待が集まっているのだろう。しかし、あくまで基本的には法律を補完するという役割なので、ニューヨーク証券取引所やロンドン証券取引所のルールのように、法律の代替機能を果たすことはより困難であるということは考慮する必要がある。

法律の代替機能を取引所のルールが果たしていくためには、2つほど条件がある。1つ目は、市場関係者、この場合には特に上場会社の間で一定のコンセンサスが得られることである。もっとも、上場会社のクオリティ・コントロールはすべきである。当然のことながら、上場会社のコンセンサスが必要であるというのは、形式のみ規定すると形骸化してしまうので、市場参加者全体で遵守していくべきという意

識を共有しなければ遵守されないということである。

2つ目は、取引所だけで独自に検討することは困難であるということである。したがって、政府レベルの明確なコミットメントが後ろ盾にないとうまく機能しない。ニューヨーク証券取引所においてもSECが後ろ盾となって事実上そのような役割を果たしている。

最後に、取引所のルールで規定する場合に、上場会社が説明責任を果たしているか否かを取引所が実質判断することが望ましいとの意見があるが、これは実務的には不可能である。各会社の説明が成り立っているか否かを、取引所がすべて判断するということは、一定数以上になると難しい。また、取引所の責任での説明の成否に関する判断は、恣意的になるため困難である。実際に投資を行い、会社の株を購入しようとしている投資家、又は株主の方が、容易に判断できる材料を得た上で判断していくという形態にするのが望ましい。

- ・ 金融商品取引所は市場の開設者として、一定の質を備えた企業を、一般投資家が誰でも投資できるように提供していくということが役割である。したがって、そのクオリティ・コントロールの一つとして、何らかのガバナンスに関する基準の遵守を要求することは、取引所として当然の責任であり、一定のガバナンス水準を、法律の基準がどうであれ、要求するポリシーをもつということは、取引所として当然のことである。投資家としては、どのような会社でも上場できるとなると不都合が生じるので、上場審査の管理を取引所に委任している。上場会社が取引所の顧客であることは事実だが、もし上場会社がすべて合意できるルールしか規定しないということであれば、取引所として何の役割も果たせないことになってしまう。

- ・ 取引所には取引所の役割があり、取引所市場のクオリティ・コントロールというものがある。上場会社のコンセンサスがなければ何も規制できないというものではない。

また、議論の中で、会社法などの法改正と取引所規則が選択肢となっているが、両者はルールを作成する主体も異なり、法的効果も異なる。厳密に選択肢かどうかは明らかでない。したがって、最低限言えることは、上場規則が会社法のルールに抵触することはできないが、会社法との整合性を保ちつつ、やはり取引所が上場市場を管理するという立場で、主体的に考えるべきであるということだ。必ずしも選択肢ということではなく、どちらの取組みも等しく重要ではないか。

6. コーポレート・ガバナンスを巡るその他のご指摘

- ・ 独立者が監督機能を発揮する上で、「独立者はなぜ高いインセンティブをもって監督を行うのか」あるいは「独立者に懸命に監督させるインセンティブ構造は何か」という点が重要である。
- ・ 独立役員はどのようなインセンティブで、就任している会社全体のために行動するのかという問題がある。回答として考えられることは3点ほどあり、1点目は株主から直接選任されているため、不適当な行動をとれば株主から法的責任の追及を受ける可能性があるという、プレッシャー・脅威によって行動するというものである。2点目は、プロフェッショナルとしての意識をもっていて、自らの行動規範として、プロフェッショナルリティに基づいて的確に行動するというものである。3点目は、レピュテーションである。

また、独立性を満たす適切な人物が役員に就任していくためには、役員の法的責任の合理化も改めて検討されるべきではないか。平成13年12月商法改正の際に会社法上の取締役の責任については、いわゆる2 - 4 - 6年の責任限定がなされたが、金融商品取引法上の不実開示責任についても、合理化が検討されるべきではないか。法定されている損害賠償額は、個人として到底支払えない額であるが、開示事項も増加し、何が「不実」なのかが必ずしも明らかではない場面も出てきている（長銀事件での高裁での有罪判決と最高裁での無罪判決などがある。）。
- ・ 世界各国を見ると、自らのこれまでの経験、知識あるいは特定の地域における経験を生かして企業に助力したいと思う人物が独立取締役に就任しているため、必ずしも金銭的インセンティブは必要ない。しかしながら独立取締役は時間を提供するもので、その時間に見合う合理的な報酬が必要である。ストックオプションに関しては必ずしも望ましいといえないが、例えば独立取締役が一定の株式を所有する、株式の形で報酬の一部を受け取る、又は、その株式を取得することを奨励される、もしくは要件づけられるということも考えられる。その結果、会社の業績が上向きになることで独立取締役にとっても利益になる。しかしながら最も優れた独立取締役というのは、企業の問題を解決する、あるいは戦略的な部分について立て直しをすることで企業の業績を上向かせることに傾倒している人物であろう。
- ・ どのように独立取締役に対してインセンティブを与えるかということだが、かなり個人差がある。こういった人物は、少数株主ないしは社会全般を代表することで何か望ましいことを行い、貢献しようと考えている人物である。だからこそ、取締役会や役員会などで本来であれば一般の役員が質問しないであろう分野を質問し

ようとする。内部主導の役員会であればなされないような質問を尋ねようと彼らは考える。したがって独立取締役が含まれるような役員会において、自由にそのような質問を投げかけることができる会社の方が、最終的にはよりよい解決策を見いだすことができるようになる。その点を考えると、企業サイドも独立取締役の参加を望むだろう。では、そのような人物を確保するにはどうすべきか。妥当な対価を支払わなければならない。そのような人物は大変有能であり、しかもそれほど人数が多いわけではない。

- ・ 仮に、社外取締役を制度的に導入したとしても、制度導入だけでは意味がない。実際にこの制度をワークさせる必要がある。
- ・ 実際に、何をどう開示するのかという点は、本質的に重要である。社外取締役、独立取締役の議論から日本としてのコーポレート・ガバナンスは何かという議論に行き着いたわけであるが、「日本企業のあるべきガバナンスはどのようなものなのか」という点までには完全には議論を詰めきれておらず、今後議論する必要がある。
- ・ 社外取締役制を採用しない企業というのは、全て一斉に同一ラインに立って、どの企業がより良い企業統治体制を採用しているかということを、マーケットで競争し合うとも考えられる。そうであれば、より良い企業統治体制を採用できた企業は株価が上がって、そうでない企業は株価があまり上がらないということにもなり得る。そのように考えた場合、これが機能するためには、コーポレート・ガバナンスに関する競争を担保するメカニズムがあることが望ましい。
- ・ 独立取締役が企業に十分貢献するためには、幅広いビジネス経験が必要である。新任独立取締役は、当該企業の事業、戦略、財務、組織に関する就任研修を受けなければならない。すべての取締役は、法規改正、投資家の期待、ステークホルダーの問題に精通する必要がある。定期的な教育セミナー・プログラムは極めて有益な役割を果たし得る。
- ・ 機関投資家への説明責任を果たすという意味で、IRなどに supervisory board も多少なりとも関与すべき部分があると思われる。この点の実務面での進展も、日本では必要だろう。
- ・ 英国では筆頭の社外取締役が株主との対話の窓口になる。
- ・ コーポレート・ガバナンスの問題は、何かベストなものがあって、それを変える

ことなく守っていけばいいというものではなく、環境に応じて変化していかなければならないものである。例えば、欧米のガバナンスも今回の金融危機を踏まえて変わってくるのであろう。また、ベストなものを求めて、それぞれの会社が工夫をするし、制度としても様々な工夫をし得る。ゴールが決まっているわけではないので、変化に合わせて議論をしていかなければならない。そうであれば、取引所でルールを決めていくことになるとしても、今後生じる変化にどのように対応していくかということも、将来的に重要なポイントになってくるのであろう。

本研究会において 議論していただきたい主要論点

2008年12月2日
経済産業省 産業組織課

本研究会において議論していただきたい主要論点(1)

コーポレート・ガバナンスの在り方について

そもそも、コーポレート・ガバナンスの在り方について、どう考えるか。

具体的には、

独立役員が存在と企業のパフォーマンスの関係は立証されていないが、それでも導入を進めるべきか。

グローバル化の進展の中で、コーポレート・ガバナンスの在り方が議論になっているが、どのように考えるべきか。

日本企業が持続的に成長するためには、長期投資、R&Dの実施が必要になる。このような点につき、株主・投資家サイドの理解を得ていくためには、どのようなコーポレート・ガバナンスの形態が望ましいか。

そもそも、10年後、20年後の日本企業のかたちを考えると、どのようなコーポレート・ガバナンスの形態を将来像として目指すべきなのか。

本研究会において議論していただきたい主要論点(2)

社外役員(取締役・監査役)の独立性についての意見

現在の取締役・監査役の「社外性」の要件を改正し、「独立性」の要件とするべきとの意見があるが、どう考えるか。

具体的には、

当該会社及びその子会社のCEO等でないことに加えて、

親会社のCEO等でないこと、

重要な取引先のCEO等でないこと、

親族が当該会社のCEO等でないこと等

を「独立性」の要件として要求し、

他方、過去一定期間(3年ないし5年等)、この要件に抵触していなければ、

「独立性」を満たすものとする過去要件を復活させる等の指摘がある。

社外取締役の人数を巡る意見

取締役会に一定数又は一定割合の社外又は独立取締役を導入すべきとの議論があるが、どう考えるか。

具体的には、

監査役会設置会社についても、

一定数の社外取締役の導入をルール化する。

ただし、一律な義務づけが困難な場合、

当該ルールを遵守できない場合は、説明を求める(Comply or Explain)、

といった手法が考えられる。

ルールを定める際の手段の選択

ハードロー(会社法改正)、ソフトロー(上場規則等の制定)のいずれの手法をどのように組み合わせるか。

本研究会において議論していただきたい主要論点(3)

その他のコーポレート・ガバナンスに関する事項

ルール(形)を決めた場合に実体的にどうやって機能させるか。

機能している会社としていない会社に大きな差。

何が違うのか

事前に独立役員が勉強する仕掛けがなければ、

機能しないのではないか。

呼ぶ側の経営トップが本当に活用しようという意識がなければ、

機能しないのではないか。

結局は、トップの意識が大きいのではないか。

例：経営計画や取締役人事、報酬決定でさえ、関与していない会社もある。

もともと「議長以外、発言のない」形式的取締役会では、

機能しようもないのではないか。



我が国のコーポレート・ガバナンスの在り方を検討するための基礎資料

2008年12月2日

経済産業省 産業組織課

(注) 本資料は産業組織課の単独の責任で、あくまで討議の基礎資料として作成したものである。本文中の誤り等の責任は、産業組織課のみに帰属する。

目次

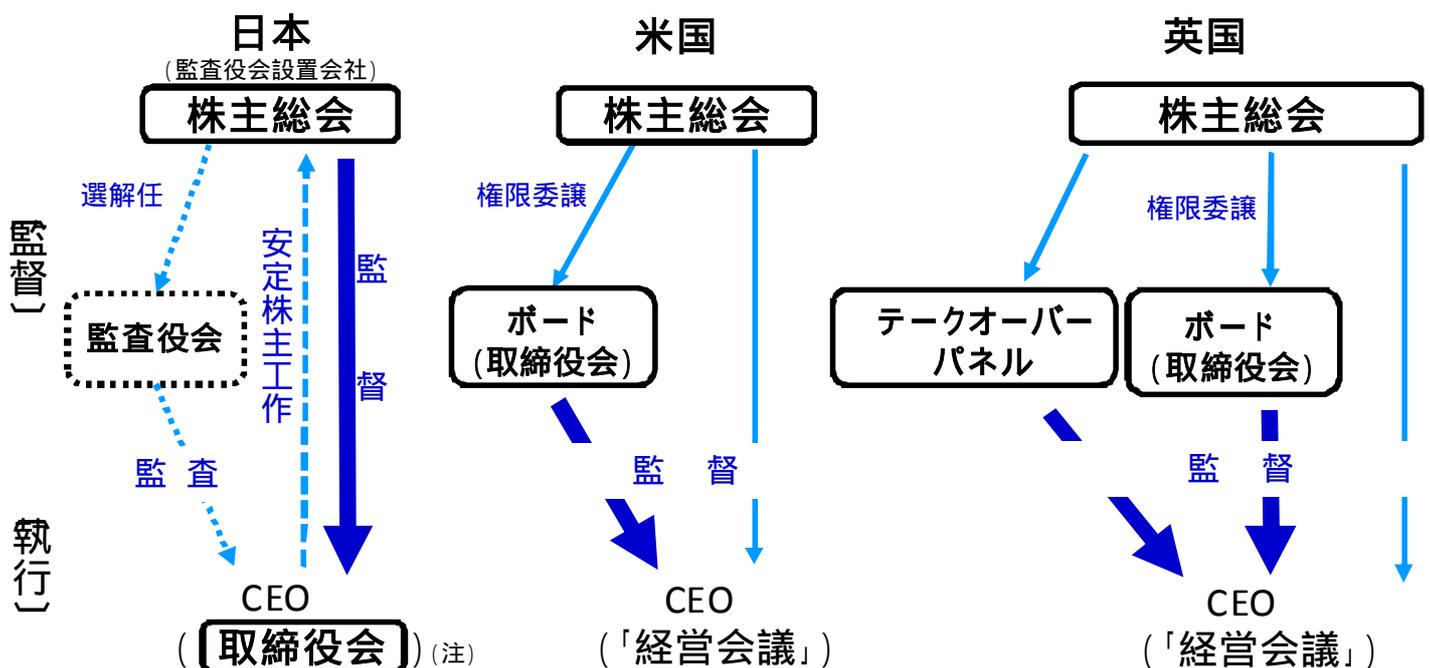
1. 会社のコントロール・メカニズムと権限配分
2. 我が国のコーポレート・ガバナンスの在り方を巡る近時の見解
3. コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンスの関連性の研究
4. 社外役員の独立性とその在り方
5. 社外取締役の人数を巡る問題
6. ルールを定める際の手段の選択
～各国におけるソフトロー／ハードローの選択～

1. 会社のコントロール・メカニズムと権限配分



1. 会社のコントロール・メカニズムと権限配分(1) - 権限配分の実態

- 米国では、監視機能について、ボード(取締役会)への権限委譲が進み過ぎ。したがって、株主(総会)の権利が弱いのが問題。
- 一方、日本では、監視機能について、株主総会からの直接的コントロールの性格が強く、全てが総会マターになりがちなことをどう考えるか。



(注) 日本の監査役会設置会社の場合、「取締役会」は、監督機関でなく、執行機関的側面が大きい。監査役会設置会社が大半であるがゆえ、委員会設置会社についても、これに「引っ張られ」、実体上、執行的案件が取締役にかなり付議されているのが、日本の実情である。

1. 会社のコントロール・メカニズムと権限配分(2) - 株主総会の権限

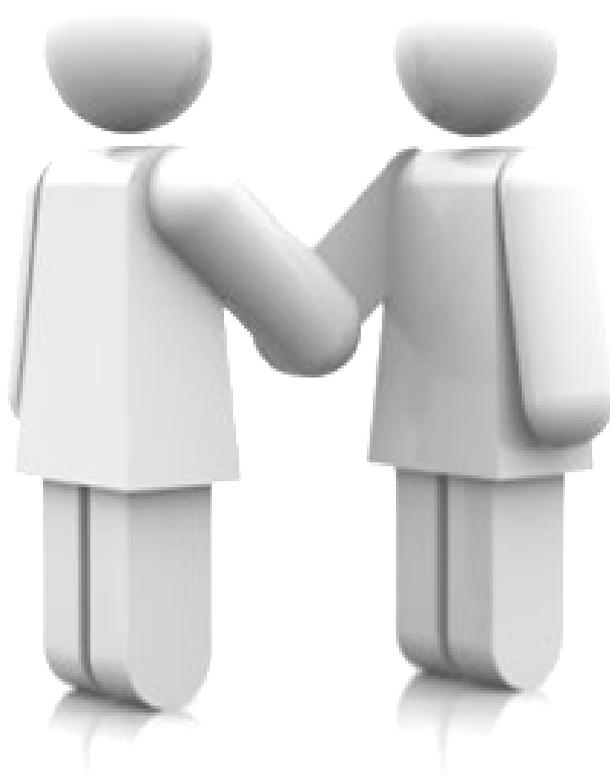
	日本	米国	英国	仏国	独国
配当の決定	・原則、 総会決議事項 。	・ 総会決議事項ではない (総会で決議しても、法律上の効力なし)。	・定款で機関を定める (モデル定款上は、 総会決議事項)。	・ 総会決議事項	・ 総会決議事項
定款変更	・ 株主提案が可能 。	・基本定款 (charter) の改訂について、 株主提案ができない (取締役会が上げてきた場合に、拒否権があるだけ)。	・ 株主提案が可能 。	・ 株主提案が可能 。	・ 株主提案が可能 。
取締役の解任・任期	<ul style="list-style-type: none"> ・株主はいつでも理由を問わず取締役を解任することができる (普通決議)。 ・任期は最長2年 (委員会設置会社では一律1年)。 <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>監査役 (監督機能的) ・選任は普通決議だが、解任は特別決議が必要 ・任期4年と長い。 (定款等で短縮することも不可)</p> </div>	<ul style="list-style-type: none"> ・以下のような、株主が取締役会を支配しにくくする仕組みが採られていることがある。 - 取締役の解任は、正当な理由なくしてはできないと定款で定める - 株主による臨時総会の招集請求権を定款で排除する - 1年ずつずれる期差任期制を採用 	<ul style="list-style-type: none"> ・株主はいつでも理由を問わず取締役を解任することができる (普通決議)。 ・(法令上の上限はないが、Combined Code上、) 全取締役は任用後最初の年は任期1年とし、その後は最長3年ごとに再選手続に付されるべきとする。 	<ul style="list-style-type: none"> ・株主はいつでも理由を問わず取締役 (一層制の会社) 又は監査役 (二層制の会社) を解任することができる (普通決議)。 ・任期は最長6年。 	<ul style="list-style-type: none"> ・株主は、定款で別途規定されている場合を除き、いつでも、理由を問わず株主総会で選任した監査役を解任することができる (特別決議 = 3 / 4)。 ・任期は最長4年。

在来の日本の会社は株主からのダイレクト・コントロール。
 米国の会社は、株主から取締役会に権限委譲し、取締役会によるコントロール。

1. 会社のコントロール・メカニズムと権限配分(3) - 機関設計と構成 (社外・独立者導入の義務)

	日本		米国	英国
	監査役会設置会社 (東証上場企業の95.3%)	委員会設置会社 (東証上場企業の2.5%)		
機関設計	<p>執行と監督が分離していない</p> <ul style="list-style-type: none"> ・取締役会は内部者が主たる構成員となっており、業務執行機能的側面が大。 ・監査役・監査役会が、取締役による業務執行の監督を行う (会計監査と適法性監査)。 		<p>執行と監督が分離</p> <ul style="list-style-type: none"> ・取締役会は外部者が構成員の多数を占めており、監督機能のみに専念。 <p>(注) ただし、日本の場合、監査役会設置会社の影響を受け、取締役に執行的の案件がかなり付議されるのが実態。</p>	
構成員に関する規定	<p>監査役会</p> <ul style="list-style-type: none"> ・半数以上の「社外」監査役で構成 	<p>3委員会</p> <ul style="list-style-type: none"> ・各委員会を、過半数の「社外」取締役で構成 	<p>取締役会</p> <ul style="list-style-type: none"> ・過半数の「独立」取締役で構成 <p>3委員会</p> <ul style="list-style-type: none"> 各々、「独立」取締役のみで構成 	<p>取締役会</p> <ul style="list-style-type: none"> ・過半数の「独立」取締役で構成 <p>3委員会</p> <ul style="list-style-type: none"> ・監査・報酬委員会は「独立」取締役のみで構成 ・指名委員会は過半数の「独立」取締役で構成
実態	「社外」取締役約9%	52	「独立」取締役約80%	「独立」取締役約60%

2. 我が国のコーポレート・ガバナンスの在り方を巡る 近時の見解



2. 我が国のコーポレート・ガバナンスの在り方を巡る近時の見解(1)

- 近年のグローバル化の進展に伴い、欧米との政府間協議の場において、あるいは、国内も含めた投資家サイドから、我が国の企業統治の改善について議論が提起されている。
- 特に、社外取締役・監査役の独立性の問題や独立社外取締役の一定数の導入促進などについて、提言が出されている。
- 会社経営の問題であるから、実態上、経営が困難になっては困るので、提起されている問題について、「丸飲み」する必要はないが、個々の問題を真摯に検討する必要あり。
- ちなみに、いずれも監督機能の強化の提言であり、業務執行に独立者・社外者を加えるべきとの議論は一切ない。

「企業価値研究会による2008年6月の主要提言を実行する法的枠組みの導入を」
(2008年7月、在日米国商工会議所)

- 企業価値研究会報告書における提案を実行するために、以下に示す会社法の改正を行うべきことを提言する。

【独立性の定義】

- グローバル・ベストプラクティスに沿った「独立社外取締役」の定義を会社法に加えるよう、会社法を改正すること。

【独立社外取締役の導入促進】

- 上場企業の取締役会の少なくとも3分の1を独立社外取締役とすることを義務付けるよう、会社法及び日本の証券取引所の規則を改正すること。

2. 我が国のコーポレート・ガバナンスの在り方を巡る近時の見解(2)

「日本のコーポレート・ガバナンス白書」
(2008年5月、ACGA(Asian Corporate Governance Association))

【独立性の定義】

- 独立取締役は以下の条件を持つ者であってはならない。
 - ・当該企業のアドバイザー、取締役または上級従業員のいずれかと近親の親族関係を有する者。
 - ・当該企業の従業員、または、上級管理職であった者。
 - ・会社間で相互兼任の取締役、あるいは当該企業の取締役間で影響力に大きな差をもつ(強い影響力を有する)取締役と実質的なつながりをもつ者。
 - ・当該企業の支配株主や支配株主に当たる企業の経営陣と利害関係を有する当社の主要株主を代表する者、あるいは特定の利益団体を代表する者やそうした団体の従業員であった者。
 - ・専門アドバイザー、または、主たる供給業者または顧客として当該企業と営利関与がある者。
 - ・当該企業の業績連動報酬対象者、ストック・オプション付与対象者、あるいは年金受給資格者。
 - ・当該企業と関連性の高い業種における競争会社の取締役である者。
- 取締役会に長期にわたって勤めることは独立取締役の独立性の高い視野を失わせることになるので、在職期間を7～10年に限るのが適切。

【独立社外取締役の導入促進】

- 最低3人の独立社外取締役を可及的速やかに指名することを公約すべき。
- 中期的には独立社外取締役が取締役会の3分の1を構成するのが理想
- より長期的にはこれを2分の1まで増やすべき。

2. 我が国のコーポレート・ガバナンスの在り方を巡る近時の見解(3)

「OECDコーポレート・ガバナンス」(2004年、OECD)

【独立性の定義】

- 取締役会の客観性の問題に対しては国によって異なるアプローチをとる必要がある。

多くの場合、客観性を確保するために取締役会のメンバーの内、相当数の者が会社や関連会社によって雇用されていないこと及び、相当の経済関係、血縁関係、その他の関係を通じて、会社やその経営陣と緊密な関係にないことが必要。
- 取締役会として「独立している」と考えている者は誰か及び、その判断の基準は何かが示されることが望ましい。

【独立社外取締役の導入促進】

- 取締役会は、利益相反の可能性がある場合には、独立の判断を下せる十分な数の非執行の取締役会メンバーを任命することを検討すべき。

2. 我が国のコーポレート・ガバナンスの在り方を巡る近時の見解(4)

「東証上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する
投資家向け意見募集に対して寄せられた意見の概要について」
(2008年8月、株式会社東京証券取引所)

【独立性の定義】

- 社外取締役のより厳しい「独立性」の定義を制定すべき。
- 取締役会の役割は経営陣の監視とされるので、
必要なときに政策や経営陣の変更を行うことができるよう
独立取締役が多数を占めるべき。

【独立社外取締役の導入促進】

- 一定の社外取締役を選任すべき。
あるいは、社外取締役の選任を推奨すべき。
- Comply or explain形式で上場会社に対して
社外取締役の任命を義務付けるような上場ルールの制定をするべき。

2. 我が国のコーポレート・ガバナンスの在り方を巡る近時の見解(5)

「コーポレート・ガバナンス原則」(2007年2月、企業年金連合会)

【独立性の定義】

(2004年3月「株主議決権行使基準における社外取締役の独立性に関する判断基準」)

- 次のような関係があると認められる場合は「独立性」があるとはしない。

当該企業又はその子会社の業務執行取締役又は社員として勤務経験を有する者。
ただし、退職後5年間を経過すれば独立性があると判断する。
当該企業の大株主又は主要な取引先企業の業務執行取締役又は社員。
当該企業から取締役報酬以外に報酬を受けている。
当該企業の取締役と親族関係にある。
当該企業との間で取締役を相互に派遣している。
その他、当該企業との間に利害関係を有し、社外取締役としての職務を遂行するのに
ふさわしくないと認められる場合。

【独立社外取締役の導入促進】

- 取締役の少なくとも3分の1は、独立社外取締役とする。
当面、少なくとも独立社外取締役が1名含まれていることを要する。

【その他】

- (議決権行使基準に関し)提案された議案が上記基準に適合しない場合でも、
企業から納得のいく説明が得られれば、議案に賛成する。

2. 我が国のコーポレート・ガバナンスの在り方を巡る近時の見解(6)

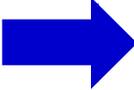
「独立取締役コード」(2005年10月、日本取締役協会)

【独立性の定義】

- 独立取締役とは、実質的に独立した判断を下すことができる(被業務執行)取締役をいう。
- 以下のいずれかの者に該当するにもかかわらず、なお独立取締役であると判断するときには、説明責任はとくに重いものとなる。
 - 1 当該会社の大株主又はその利益を代表する者。
 - 2 当該会社の経営者又は従業員である(あった)者。
 - 3 当該会社のグループ会社の経営者または従業員である(あった)者。
 - 4 当該会社と重要な取引関係がある(近い過去あった)別の会社の経営者または従業員である者。
 - 5 当該会社のアドバイザーとして、取締役としての報酬以外に高額な報酬を受け取っている(近い過去に受け取っていた)者。
 - 6 1～5までのいずれかに該当する近親の親族を有する者。
 - 7 会社間における取締役の相互兼任がある場合の取締役である者。
 - 8 当該会社の取締役に就任してから、すでに長期間を経過している者。

【独立社外取締役の導入促進】

- 独立取締役が相応の影響力を及ぼすことができるような人数とすべき。
- 監査役会設置会社では、構成員の2分の1あるいは5分の1以上といった基準を持つことが望ましい。
- 委員会設置会社の委員会については、三委員会の構成員の過半数を独立取締役とすべき。



これらに基づいて、日本取締役協会により、「公開会社法」要綱案が第11案まで公表されている。
政府においては、経済財政諮問会議・グローバル化改革専門調査会の第一次報告(平成19年5月8日)において、公開会社法の制定の積極的検討が提言されている。
更に、現在、民主党において公開会社法PT(座長:鈴木克昌議員、事務局長:大久保勉議員)が開催されており、公開会社法の議員立法に向けた動きがある。

2. 我が国のコーポレート・ガバナンスの在り方を巡る近時の見解(7)

「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度のあり方について」 (2006年6月、日本経済団体連合会)

- ・社外取締役の導入義務化、社外役員の独立性強化には反対。
- ・独立取締役の存在と企業のパフォーマンスとの関係は立証されていない。
- ・米国では株主の権利が日本より弱い。
- ・米国の社外取締役には、経営者の友人・知人が就任している場合が少なくない。
- ・諸外国との制度や実態等の違いを十分に踏まえる必要がある。
- ・我が国も自国の制度について積極的に情報発信すべき。
- ・社外監査役・社外取締役の適格性は形式的な要件ではなく、総合的実質的に判断すべき。

3. コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンスの 関連性の研究



3. コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンスの関連性の研究(1) (海外企業の実証研究)

- 取締役会の員数の少なさと会社業績の良さに正の相関あり。
- 独立取締役の比率の高さと会社業績の良さの関係については、正の相関を確認した実証研究もあるものの、**基本的には正の相関は認められない。**
(但し、業績の悪い企業ほど、独立取締役の導入への圧力がかりやすいため、正の相関関係が現れにくいとの指摘もある(逆の因果関係))

【欧米諸国】

Yermack (1996)

- ・(米国において) **員数が少ない会社ほど業績がよい。**
- ・企業パフォーマンスの代表的指標の一つであるTobin's q^(注1)と**取締役会内部の独立的な取締役の比率の高さには、相関関係が見られない。**
(注1) Tobin's q: 実物資本の再取得価格で評価した実物資本の価額に対する企業価値の比率

Bhagat and Black (2001)

- ・独立度^(注2)と、**経常利益/総資産または売上/総資産の関係に着目すると有意な相関関係はない。**
- ・独立度とTobin's qの関係に着目すると、**有意な負の相関関係がある。**
- ・独立度が0.4超の企業は他と比べて**業績が悪い。**
(注2) 独立度: 取締役をinside、affiliated、independentに分類し、「(independent - inside) / 取締役数」を独立度として評価。

【韓国】

Black et al. (2006)

- ・1999年に法改正で資産総額2兆ウォン以上の上場会社につき、**取締役会の50%以上を社外取締役とし、2/3以上を社外取締役とする監査委員会を置くことを強制。**
- ・**50%以上の社外取締役を導入しているか否かとTobin's qとの間に正の相関関係が見られる。**

3. コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンスの関連性の研究(2) (日本企業の実証研究)

- 日本において、会社法(商法)で「社外取締役」が定義されたのは、2001年。それ以前は、関連するデータがない。
- このため、会社法上の社外取締役の役割に着目した日本企業の実証研究は少ない。

【日本】

宮島 = 新田(2007)

- ・取締役会の員数の少なさと業績変化の間に正の相関関係あり。
- ・社外取締役(取締役のうち、銀行と大株主出身の者を除く社外出身者と定義。会社法上の「社外取締役」とは異なる。)比率と業績変化の間に正の相関関係がある。
- ・新制度を導入(執行役員制度導入または委員会設置会社形態の採用)したか否かは、業績に有意な変化をもたらさない。

Kaplan and Minton(1994), Kang and Shivdasani (1995)

- ・銀行からの役員派遣と業績が悪化した企業の経営陣の交代に正の相関あり(メインバンクによるモニタリング効果)(Kaplan and Minton(1994))。
- ・メインバンクの系列企業における方がそうでない企業におけるよりも企業業績と経営陣交代に強い正の相関あり(Kang and Shivdasani (1995))。

4. 社外役員の実効性とその在り方



4. 社外役員の実独立性とその在り方(1)

日本の「社外性」と米国の「独立性」

日本の「社外性」: 会社及び子会社の業務執行取締役、執行役、使用人でないこと。
過去、一度でも該当すれば、社外要件を満たさない。



米国の「独立性」: 日本法の社外要件に加え、
親会社のCEO等
年間100万ドルあるいは年間連結総収益の2%の
いずれか高い金額を超える取引のある取引先のCEO等
当該会社のCEO等の親族
も排除。
ただし、過去3年間、要件を満たせば、「独立」になる。

日本: 「過去一度でも」その会社で働いた人間は、会社法上、「社外」取締役、「社外」監査役にならない。



米国: その会社で働いた経験があっても、
3年経過すれば「独立」取締役と認められる。

(参考) 日本法においては平成13年12月改正において「過去一度でも」という条件が付加された。

(参考)平成13年12月改正について

(改正の経緯)

- ・平成9年9月に、自民党や経団連から、
代表訴訟制度の合理化(取締役等の責任軽減・会社による被告取締役側への補助参加等)と、
監査役制度の強化(社外監査役の実要件厳格化や社外監査役の実人数増加等)
などを含む提言が公表され、議論が開始。

(改正の概要)

取締役等の責任軽減

以下の金額までを限度に取締役等の責任軽減を認める。

- 代表取締役: 報酬の6年分
- 代表取締役以外の社内取締役: 報酬の4年分
- 社外取締役()・監査役: 報酬の2年分

株主代表訴訟制度の改正

(訴訟上の和解や会社による被告取締役側への補助参加 など)

監査役機能の強化

- ・社外監査役の実要件厳格化(過去要件について、「過去5年間」を「**過去一度も**」に改正)
- ・大会社における社外監査役の実人数増加(「1人以上」を「**監査役の実半数以上**」に改正)
- ・**監査役の実任期を、3年から4年に延長** など

「社外取締役」概念は同改正により新設。その社外要件は、上記 による改正後の監査役の実要件と同様。

4. 社外役員独立性とその在り方(2) - 各国比較 日米英

	日本(「社外」取締役) 1	米国(「独立」取締役) 2	英国(「独立」取締役) 3
グループ企業等との関係	・現在及び 過去一度も 、当該会社及びその子会社の業務執行取締役・執行役・従業員でないこと	・現在及び 過去3年間に 、当該会社(その 親会社 ・子会社を含む)の役員・従業員でないこと	・ 過去5年間に 、当該会社及びその会社の属するグループ企業(親会社を含む)の従業員でないこと ・重要な株主の代表でないこと
取引先企業との関係	-	・当該会社(同上)と 100万ドル超等 の取引関係を 過去3事業年度内 に有していた企業等の役員・従業員でないこと	・現在及び 過去3年間に 、当該会社の取引先の株主・取締役・上級従業員等として 重要な 取引関係を有していないこと
当該会社との経済的関係	-	・ 過去3年間 、当該会社(同上)から取締役としての報酬以外に年間12万ドル超の報酬を受けていないこと	・現在及び過去一度も、取締役としての報酬以外に会社から別途の報酬を受けていないこと
監査会社との関係	-	・現在及び 過去3年間 、当該会社(同上)の監査会社のパートナー・従業員でないこと	-
取締役等の相互派遣関係	-	・現在及び 過去3年間 、当該会社(同上)が報酬委員を派遣している他の会社(同上)の役員でないこと	・取締役の相互派遣関係等により他の取締役と重要な関係を有していないこと
長期の在任関係	-	-	・在任期間が9年を超えないこと
親族関係	-	・当該取締役の 近親者 が上記各項目に抵触しないこと	・当該取締役の 近親者 が当該会社の顧問、取締役又は上級従業員でないこと

1 会社法で規定

2 証券取引所上場規則(上記はNYSEの基準)で規定

3 証券取引所(LSE)が策定した統合規範(Combined Code on Corporate Governance)で規定

4. 社外役員独立性とその在り方(3) - 各国比較 仏独

	仏国(「独立」取締役) 1	独国(「独立」監査役) 2
グループ企業等との関係	・現在及び 過去5年間に 、当該会社の業務執行者・従業員でないこと ・現在及び 過去5年間に 、当該会社の 親会社 ・子会社の取締役・従業員でないこと	・ 利益相反の原因となるような 、会社あるいは執行役会との 事業上あるいは個人的なつながりが ないこと
取引先企業との関係	・当該会社又はそのグループ にとって重要な 販売先、仕入先、投資銀行、商業銀行の者でないこと ・当該会社又はそのグループが 事業の重要な部分を担うような 販売先、仕入れ先、投資銀行、商業銀行の者でないこと	
当該会社との経済的関係	-	
監査会社との関係	・ 過去5年間 、当該会社の監査人でないこと	・監査役は執行役、支配人を兼務することができない(3)
取締役等の相互派遣関係	・現在、当該会社が取締役の権限を保持している他の会社の業務執行者でないこと ・現在、当該会社の従業員又は業務執行者が取締役である会社の業務執行者でないこと	・2名以上の元執行役が監査役になるべきではない。
長期の在任関係	・在任期間が12年を超えないこと	・監査役が会社の重要な競合会社の地位に就くべきではない
親族関係	・現在、当該取締役の近親者が当該会社の業務執行者でないこと	

1 経済団体が公表した報告書「上場会社のコーポレート・ガバナンス」(Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées)で規定

2 ドイツ・コーポレートガバナンス基準政府委員会が策定した「ドイツ・コーポレート・ガバナンス基準」(Deutscher Corporate Governance Kodex)で規定

3 株式法で規定

4. 社外役員の独立性とその在り方(4) - 独立役員の上場子会社における少数株主保護

- 親会社が存在する上場子会社では、ともすると、子会社単独の利益よりも親会社グループの利益が優先され、少数株主の利益が侵害されるおそれがある。
- そのようなことが起きないように、親会社との利害関係を有しない上場子会社の独立役員には、少数株主の利益を保護する立場から、子会社における業務執行の監督を行うことが期待される。

(参考1) 上場子会社数の比較

日本(東証)(1)

東証上場会社のうち、親会社を有する会社は13.5%(2006年時点)

(1) 東京証券取引所「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2007」10頁

米国(NYSE)(2)

NYSE上場会社のうち、支配株主(3)を有する会社は1.7%(1996年時点)

(2) Barca and Becht, The Control of Corporate Europe, Oxford University Press, 2002

(3) 当該上場会社の50%超の議決権を有する者(個人を含む)

(参考2) 米国の上場規則・判例法の状況

- ・ 米国においても、独立取締役には、少数株主の利益を保護する立場から業務執行を監督することが期待されている。

NYSE・NASDAQの上場規則では、親会社を含む利害関係者との間の取引について、独立取締役から構成される監査委員会等の承認等を要求あるいは推奨。

デラウェア州の会社法では、支配株主は少数株主に対して信認義務を負っているとされるが、判例上、支配株主との取引が信認義務違反か否かの判断に当たって、当該取引について独立取締役により構成される独立委員会による承認を得る等の要件を満たす場合には、取引の公正性に関する会社側の立証責任が転換される。

4. 社外役員の独立性とその在り方(5) - 兄弟会社出身者の扱い

- 兄弟会社の出身者を独立取締役と考えるか否かは、国により異なる。

米国(NYSE上場規則)

- 当該会社の役員・従業員である取締役は独立性が認められない。
- 当該会社の親会社及び子会社の役員・従業員である取締役は独立性が認められない。
- 親会社の他の子会社(いわゆる兄弟会社)の役員・従業員である取締役は独立性が認められる。

英国(Combined Code)

- 当該会社の従業員である取締役は独立性が認められない。
- 当該会社のグループの役員・従業員である取締役は独立性が認められない。

この場合の「グループ」の具体的範囲については明記されておらず、コードの精神に則って広く解釈すれば、**親会社の他の子会社は含まれうる**と推測される。

4. 社外役員独立性とその在り方(6) - 定義改正の上場子会社の統治への影響

- 社外取締役・監査役の社外要件を改正し、現在の社外要件に、親会社出身でないことを加え、代わりに、欧米並みに過去要件を緩和(3年経過すれば独立性を認める)した場合、日本企業の実務には、さほど影響がでないとの見方もある。経過措置の設定を議論することも可能。

・社外役員として、
「現在又は『過去3年間』に、
『親会社及び子会社』の業務執行取締役・執行役・使用人になっている者」
を除く場合、

- グループに属する上場子会社の、監査役会設置会社のうち、
監査役会設置会社を維持するために

最低限必要な社外監査役の人数(監査役の半数)

を確保できると思われる企業数

- グループに属する上場子会社の、委員会設置会社
のうち、委員会設置会社を維持するために

最低限必要な社外取締役2名

を確保できると思われる企業数

は右表の通り。

企業	子会社が 委員会設置会社	子会社が 監査役会設置会社
家電大手A社	16社中11社	4社中0社
電子機器大手B社		8社中3社
自動車大手C社		4社中1社
製鉄大手D社		2社中1社
板ガラス大手E社		1社中1社

(注) 有価証券報告書等、公表情報から判断する限りで当省で推計。

4. 社外役員独立性とその在り方(7) - 取引先の定義

- 諸外国において、重要な取引先の出身者を独立取締役から排除しているが、具体的にどの範囲を排除するかは国により異なる。

米国(NYSE上場規則)

- 過去3事業年度内のいずれかの1事業年度において、当該会社(注1)と
年間100万ドルあるいは年間連結総収益の2%(注2)の
いずれか高い金額を超える額の取引関係(注3)(注4)のある会社の
現在の執行役員(officer)・従業員等である場合、独立性は認められない。

(注1) 当該会社にはその親会社及び子会社も含まれる。

(注2) 当該取引先の年間連結総収益に対する割合が2%ということの意味する。

当該企業との取引が取引先にとって重要である場合に、

当該取引先から派遣された取締役の独立性が認められない。

メインバンクや総合商社などから独立役員を派遣しようとする場合、重要になるのは、
当該メインバンクや総合商社にとっての、派遣される会社のウェイトである(逆ではない)。

(注3) 取引金額の計算に当たっては、金融機関からの借入額はカウントされない。

カウントされるのは、利息その他融資に付随する手数料のみである。

(注4) 取引先における当該会社に対する売上と仕入のそれぞれが、

上記重要性の基準を超えないことが必要(売上と仕入を合算する必要はない)。

英国(Combined Code)

- 現在及び過去3年間に、当該会社の取引先の株主・取締役・上級従業員等として
重要な取引関係を有している場合、独立性は認められない。

この場合の「重要な取引関係」という概念には、具体的数値基準等はなく、
コードの精神に則って各社がそれぞれ判断することと推測される。

5. 社外取締役の人数を巡る問題



5. 社外取締役の人数を巡る問題(1)

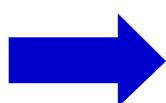
独立役員の意味

マネジメントのチェックについての投資家からの信頼
(職務についていない人による査定)。

大局的で独立性のある(内部者と無関係の)助言をしてくれること。
それによる戦略性の高度化

その会社の事業の知識が不足していても、他社でCEOをやっており、
オペレーションのノウハウを持った人であれば、経営に貢献しうる。
「違う視点」からの意見。「見られている」ことの緊張感。
(説明責任がかかることの意味)。

先に示したように、ガバナンスの形式と企業の成果が相関するとの実証結果は弱
いが、グローバル化の中で、日本企業も導入を指向すべきではないか、要検討。



少なくとも、日本企業のガバナンスシステムが他の先進国
と異なっていること自体が日本企業のグローバルマーケット
からの資金調達上支障になるのは回避すべき

独立取締役では日本の取締役会での活動は無理との事業者側の感触があるが、

これは、日本企業では取締役会の回数が多く、オペレーショナルに
細かいことまで付議していることによるもの。

米国企業の取締役会には、オペレーショナルな細かい事項は付議されない。
(日常的な経営については、「ボード」(取締役会)の下に「エグゼクティブコミッティ」を設置)。
オペレーショナルな事項の決定に独立取締役が参画するのは、明らかに困難。

5. 社外取締役の人数を巡る問題(2)

- 日本企業では社外取締役の数の義務付けは困難との見方もあるが、実は東証上場企業の時価総額上位50社中社外取締役がゼロの企業は11社しかない。少なくとも、大企業に関する限り、導入にさほど大きな実務上の弊害はないとの見方もある。

時価総額順位		取締役数	社外取締役数
1	トヨタ自動車	30	0
2	三菱UFJ	17	3
3	NTT	12	2
4	NTTドコモ	13	1
5	任天堂	13	0
6	ホンダ	21	2
7	キヤノン	25	0
8	三井住友FG	9	3
9	みずほFG	9	3
10	松下電器	19	2
11	三菱商事	15	5
12	武田薬品	7	0
13	JT	11	0
14	東京電力	20	2
15	日産自動車	9	1
16	ソニー	15	12
17	三菱地所	13	4

時価総額順位		取締役数	社外取締役数
18	東京海上HD	13	3
19	新日鉄	11	0
20	JR東日本	25	2
21	三井物産	13	4
22	セブン&アイHD	13	3
23	野村HD	11	5
24	KDDI	11	3
25	日立製作所	13	5
26	JFE - HD	7	2
27	国際石開帝石HD	16	4
28	デンソー	13	0
29	信越化学	20	4
30	関西電力	20	3
31	JR東海	21	3
32	アステラス製薬	7	4
33	第一三共	10	4
34	ヤフー	5	1

時価総額順位		取締役数	社外取締役数
35	ファナック	14	0
36	コマツ	10	3
37	中部電力	15	2
38	三井不動産	8	2
39	住友金属	10	0
40	三菱電機	12	5
41	三菱重工	19	3
42	ソフトバンク	9	3
43	りそなHD	10	7
44	東芝	14	4
45	ブリヂストン	7	0
46	花王	15	2
47	京セラ	12	0
48	富士フィルムHD	7	1
49	三井住友海上GHD	13	4
50	富士通	10	2

2008年9月22日時点

6. ルールを定める際の手段の選択

～各国におけるソフトロー／ハードローの選択～



6. ルールを定める際の手段の選択

～各国におけるソフトロー/ハードローの選択～(1)

- 日本以外の主要各国では、独立性の定義や独立役員の導入義務について、上場規則などのソフトローで規定しているが、我が国の場合、会社法(ハードロー)にもともと規定があるため、導入に当たっては、会社法の改正とソフトローの制定という、手段の選択について議論が必要となる(特に過去要件の緩和など要件緩和については法改正が必要)。

	日本	米国	英国	仏国	独国
独立性、社外性の定義	会社法	上場規則	統合規範	報告書	KODEX
義務的導入人数・属性	会社法	上場規則	統合規範	報告書	KODEX
構成員の任期	会社法	会社法 (州法)	統合規範	商法典	株式法

米国(NYSE上場規則)

- 上場会社に対して原則、適用される。

英国(LSE)

- 民間団体のルールを統合した統合規範(Combined Code)で推奨。
統合規範には強制力はないが、ロンドン証券取引所(LSE)の上場規則により、上場会社は、統合規範の遵守状況や不遵守の理由等を開示しなければならないとされている(“Comply or Explain”)。

6. ルールを定める際の手段の選択

～各国におけるソフトロー/ハードローの選択～(2)

仏国(経済団体による自主規範)

- 経済団体が公表した「上場会社のコーポレート・ガバナンス」
(Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées)と題する報告書で推奨。
同報告書では、上場会社は同報告書による勧告の遵守状況や不遵守の理由を開示すべきとされている。
ただし、同報告書そのものは、あくまで民間団体が自主的に策定したものであり、強制力はない。

独国(法律と政府委員会による基準のミックス)

- ドイツ・コーポレートガバナンス基準政府委員会が策定した「ドイツ・コーポレートガバナンス基準(KODEX)」で推奨。
KODEXの勧告内容そのものに強制力はないが、上場会社は、株式法により、KODEXによる勧告の遵守・不遵守の状況を株主に対して説明することが義務付けられている。

(参考資料) 我が国のコーポレート・ガバナンスの制度の歴史



我が国のコーポレート・ガバナンス制度の歴史 - 株式会社の機関構成

時期	改正趣旨	詳細内容
昭和25年改正	米国型 取締役会制度導入	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会が法定された。 それに伴い、それまで業務監査を担っていた監査役の権限は縮小され、会計監査に限定される。
昭和49年改正	監査役機能の強化	<ul style="list-style-type: none"> 監査役と会計士との任務の重複や、昭和40年代の相次いだ企業不祥事を受けた改正。 監査役に業務監査権限を与え、会計監査に加えて、適法性監査を行う機関とした。 大会社について会計監査人の監査が義務付けられる。
昭和56年改正		<ul style="list-style-type: none"> 大会社において、それまで1人でよかった監査役を複数人要求することとし、そのうち1人については常勤監査役とすることとされた。
平成5年改正		<ul style="list-style-type: none"> 大会社について、監査役を3人以上とすることを義務付けると同時に、監査役会の制度を導入。 社外監査役制度の導入(1名以上の社外監査役の選任を義務付け)や監査役任期を2年から3年に伸長。
平成13年改正		<ul style="list-style-type: none"> 大会社について、監査役の半数以上を社外監査役とすることを義務付け。 社外性の要件が厳格化されるとともに、監査役の任期が3年から4年に伸長される。
平成14年改正	監査役設置会社と 委員会設置会社の 選択制	<ul style="list-style-type: none"> 委員会等設置会社制度(三委員会の過半数を社外取締役が占める)が導入され、監査役設置会社との選択制となる。
平成17年 会社法施行		

(参考資料 3)

平成 2 1 年 6 月 1 7 日現在

「企業統治研究会」委員名簿

(敬称略)

座長 :	かんだ ひでき 神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
	あべ やすひさ 阿部 泰久	社団法人日本経済団体連合会 経済基盤本部長
	いけお かずひと 池尾 和人	慶應義塾大学経済学部 教授
	いわま よういちろう 岩間陽一郎	東京海上ネットマネジメント投信株式会社 取締役社長
	おおさき さだかず 大崎 貞和	野村総合研究所研究開発センター 主席研究員
	おおすぎ けんいち 大杉 謙一	中央大学法科大学院 教授
	おくち としあき 小口 俊朗	ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社 代表取締役
	おさの ひろし 小佐野 広	京都大学経済研究所 教授
	かんさく ひるゆき 神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
	きむら ゆうき 木村 祐基	企業年金連合会 年金運用部コーポレートガバナンス担当部長
	しずか まさき 静 正樹	株式会社東京証券取引所 執行役員
	しまざき のりあき 島崎 憲明	住友商事株式会社 代表取締役
	せきざわ ひであき 関澤 秀哲	新日本製鐵株式會社 取締役
	たけい かずひろ 武井 一浩	西村あさひ法律事務所 弁護士
	たなか としぞう 田中 稔三	キヤノン株式会社 代表取締役副社長
	たにや まちる 谷家 衛	あすかネットマネジメントリミテッド・ファウンディングパートナー CEO
	ちくだて かつとし 築館 勝利	社団法人日本監査役協会 会長
	はぎお ひるのぶ 萩尾 博信	株式会社ニッセイ基礎研究所 常務取締役理事
	ふじた ともたか 藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
	やながわ のりゆき 柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科・経済学部 准教授

【幹 事】

池田 唯一	金融庁総務企画局市場課長
河合 芳光	法務省民事局参事官

