

R.I.B.A. ACADEMIC FORUM

No.17

New Developments in the Corporate Governance Regime for Listed Companies in Japan

Introduction

An Overview of the Recent Controversy Surrounding Appropriate
Corporate Governance Regime for Listed Companies in Japan and
a Summary of the Key Points for Discussion Nobuo Nakamura … 7

I. Presentation

1. Corporate Governance under the Japanese
Economic System in Transition Hiroaki Nihara … 33
2. Diversity and Minimum
Standards in Corporate Governance Kazuhito Ikeo … 66
3. Optimizing Use of Independent Board Directors Seiichi Ochiai … 81

II. Discussion

Nobuo Nakamura … 93
Hiroaki Nihara
Kazuhito Ikeo
Seiichi Ochiai
Miyuki Kawaguchi

2009

Research Institute of Business Administration

R.I.B.A. ACADEMIC FORUM

No.17

第17回 産研アカデミック・フォーラム

「公開会社のコーポレート・ガバナンスの新たな展開」

問題提起

「公開会社ガバナンスを巡る最近の議論の背景と論点 整理」 中村 信男… 7

I. 講演

1. 「経済の転換期とコーポレート・ガバナンスの在り方」 新原 浩朗… 33
2. 「企業統治の多様性と最低基準」 池尾 和人… 66
3. 「独立取締役活用の在り方」 落合 誠一… 81

II. パネル・ディスカッション

中村 信男… 93
新原 浩朗
池尾 和人
落合 誠一
川口 幸美

2009

早稲田大学産業経営研究所
Research Institute of Business Administration

第17回 産研アカデミック・フォーラム

「公開会社のコーポレート・
ガバナンスの新たな展開」

2009年7月11日

於：早稲田大学国際会議場 井深大記念ホール

◇ 目 次 ◇

ご挨拶 辻山 栄子… 3

問題提起 中村 信男… 7

I. 講演（各 40 分）

1. 「経済の転換期とコーポレート・ガバナンスの在り方」

経済産業省経済産業政策局産業組織課長 新原 浩朗… 33

2. 「企業統治の多様性と最低基準」

慶應義塾大学経済学部教授 池尾 和人… 66

3. 「独立取締役活用の在り方」

中央大学法科大学院教授・東京大学名誉教授 落合 誠一… 81

II. パネル・ディスカッション … 93

プログラム

ご挨拶



早稲田大学産業経営研究所所長 辻山 栄子
早稲田大学教授（商学学院）

本日は、お忙しい中、多数の方々にご来場いただきまして、ありがとうございます。

恒例でございますので、まず、産研について若干紹介させていただきます。

産業経営研究所は、1974年、今から35年前でございますが、早稲田大学における産業経営における中心的な研究機関として発足いたしました。以来、産業経営に関する研究、教育関連、幅広い領域におきまして、プロジェクトチームによる共同研究、受託研究、機関誌発行などさまざまな活動を続けております。本日、17回目を迎えます産研フォーラムにつきましては、過去のテーマを見ますと、まさにこの間の日本の経済、社会、産業の環境、時代背景の変遷が一望できるわけでございます。2007年10月からは、旧アジア太平洋研究センターの国際経営部門と統合いたしました。商学学院総合研究所に改組されました。現在の産研は、その中の研究部門としての位置づけでございます。

本日、17回目を迎えるアカデミック・フォーラムのテーマは、「公開会社のコーポレート・ガバナンスの新たな展開」ということで、まさに時宜にかなったトピックであろうと思います。本年、2009年3月に日本におきましても内部統制報告制度の第1回目の施行が終わりまして、今月は株主総会でも報告されている時期でございます。会社法が施行されて3年経過しまして、社外取締役をはじめとする欧米型のコーポレート・ガバナンスを念頭に置いた制度設計が、これからさらに改革されてどういう方向に向かっていくのかということが注視されるところでございます。私ごとですが、専攻は財務会計でございます。上場会社の社外監査役等も務めさせていただいておりますので、日頃この問題につきましては大いに考えさせられているところでございます。本日の講演者は、お手元に一覧がございますように、いずれもそれぞれの専門領域の第一人者の方々と、それぞれの切り口からこの問題を論じていただくのに最も相応しい方々だと思えます。

本日は、皆様方とともに私もよく勉強させていただきまして、後半にありますパネルディスカッションにおける活発な議論をつうじて、早稲田大学発の、この問題に対する今後の考え方についても勉強させていただきたいと思えます。長丁場になりますけれども、どうぞ最後までおつき合いたいと思えます。ありがとうございました。

問題提起

I 基調講演



問題提起



早稲田大学産業経営研究所所長補佐
早稲田大学教授（商学学術院）

中村 信 男

それでは、私から、まず、本日の企画の概略と問題の整理および幾つかの問題提起をさせていただきます。

シート1の第17回産研アカデミック・フォーラム「公開会社のコーポレート・ガバナンスの新たな展開」というパワーポイント資料をご覧ください。

本日、私の後に経済産業省の新原浩朗課長にご報告いただきまして、経済産業省に設けられた企業統治研究会の報告書を含めてお話をいただくことになっております。また、その後に慶應義塾大学の池尾和人先生にお話をいただき、先生が座長を務められました金融審議会のスタディグループの報告書を含めてお話をいただくことになっております。

いずれの報告書も、ともに今年の6月17日に公表されました。内容を見ますと、明確な義務化の方向性を示したわけではありませんが、我が国の上場会社の大半を占める監査役・監査役会設置会社についても取締役会のメンバーの中に社外の人間を入れ、社外取締役を選任して、取締役会が担っている経営の監視機能を強化するという方向性を示しているという点で共通するよう思われます。

シート2をご覧ください。経済産業省の企業統治研究会は、神田秀樹東京大学教授が座長をお務めですが、最終的には、上場会社のうち委員会設置会社以外の株式会社にあっても社外取締役を一定数選任して、経営の監視体制を高める体制整備をとるか、そうでなければ各企業が独自の方法で企業統治体制を整備するかを選択するという考え方を示しております。

そして、社外取締役を選任しますと、社外監査役を含めまして、社外役員による経営の監視が行われることとなりますが、その場合に現在の我が国の会社法が規定している社外取締役、社外監査役の要件がやや広過ぎることから、これに縛りをかけて、経営陣から独立した社外役員に要件を置きかえるかどうかの問題となります。この点につきまして、独立要件に完全に置きかえるということではないようですが、今の社外取締役、社外監査役の定義する要件で満足することなく、独立性があると認められる社外役員を各社が選任することを前提に話が進められているようです。

そして、これらを法律で規制するかどうかの問題となりますが、企業統治研究会は、この点は、法改正にはよらず、とりあえずは取引所のルール、いわゆるソフトローによる対応に委ねる方式を提言しています。

一方、池尾先生が座長をお務めの金融審議会金融分科会の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」が公表した報告書では、切り口がやや違うのですが、最終的には、上

場会社の大部分を占めている監査役・監査役会設置会社においても、社外取締役がいて、これと社外監査役が共同歩調をとることが1つの経営に対する牽制力として働き得る。そして、これは、日本独自のものだけけれども、国際的にも通用し得るガバナンスモデルの1つとして認めることができる。こういう考え方が示されています。

ただし、最終的にどういった体制を上場会社が採用するかについては、取引所に対応を委ねるという方式をとっている。しかし、その前提として望ましいモデルを例示されておられまして、この点は、企業統治研究会が指し示す方向性と基本的には一致しているように思われます。同時に、金融分科会のスタディグループでは、監査役機能強化ということも言っており、この点も重要な指摘かと存じます。さらに、社外取締役、社外監査役の独立性確保という点は、先ほどの企業統治研究会と同じ問題意識に立っておりまして、とりわけ親会社などからの独立性を確保すべきことが指摘されています。

これら2つの報告書が既に公表されておりまして、対応は、既に取引所に委ねられています。今後、東証がどういう対応をとるかが非常に注視される場所ですが、いずれにせよ、我が国の株式会社のうち95%を超える割合を占めている監査役・監査役会設置会社において、現在、法律上の要件として社外取締役の選任が要求されてはませんが、そこに社外取締役の選任を求めて、社外取締役と監査役の両者による経営の監視を行わせ、株式会社制度に対する内外の信頼確保に努めようという方向が示唆されています。以上が問題の発端です。

シート4は、現在の会社法の規律内容と東証上場会社の状況を示したものです。我が国の会社法は、ご存じのように、株式会社制度を規模の大小を問わず、公開、非公開を問わず、あらゆる企業に開放している関係上、幾つかの基準で株式会社を分類しております。小さなものと資本金が何円というものから、逆に大きなものと何百億円というものまでさまざまですが、少なくとも本日議論の対象とする上場会社は、会社法上は公開会社という扱いになりましょうし、一般的には大会社に該当するはずで。

このように大規模で、会社法で言う公開会社に該当しますと、結局、選択できるガバナンスの仕組みは2つでありまして、監査役会を設置して、これに取締役による業務執行を監督させるという体制か、アメリカ型のガバナンスシステムがモデルになっている委員会設置会社を選択するかのいずれかです。

法律の規定を見ますと、公開大会社では、監査役・監査役会設置会社のほうが原則的形態で、委員会設置会社は、あえてそれを選択する場合にとれる仕組みと位置づけられているようですが、それもあってか、シート4に示されていますように、東証上場会社の圧倒的多数は監査役・監査役会設置会社です。したがって、本日は、これをターゲットに議論を進めさせていただきたいと思っております。委員会設置会社も上場、非上場を含めると、100社ほどありますが、数の問題も考え、本日は、基本的には監査役・監査役会設置会社を対象に話を進めさせていただきます。

シート5は、監査役・監査役会設置会社の概念図です。1点だけ申しますと、監査役・監査役

会設置会社になりますと、取締役会も経営に対する監督を行うことになっていますが、それを全体的に監査役会と個々の監査役の権限行使を通じて監視するという体制がとられます。

この体制は、横の関係と書きましたが、経営を監督する者が監査役、経営を行う者を取締役全体と位置づけますと、経営の担い手である取締役に対する関係で、監査役は選任権も解任権も持たないという関係です。最終的には、監査役が監督権の発動のいわば最後の拠り所を持たないで監督するということですので、要は横の関係と言えるかと思います。

これに対し、本日は議論の対象から除外させていただきますが、委員会設置会社は、株主総会で取締役だけを選んで取締役会を組織させまして、これが経営の担い手となる執行役を選任いたします。取締役会の基本的役割は経営の監督である、モニタリングであると理解されておりまして、この経営の監督・モニタリングを行う取締役会が経営の担い手を選任・解任する。したがって、取締役会が上位機関として執行役による業務執行を監督するという関係にあり、その意味では、縦の関係にあるということです。

この委員会設置会社と監査役会設置会社の違い、縦の関係と横の関係、これを踏まえて、今日は議論をさせていただきたいと思いますが、シート7からシート9にかけて、ご参考までに主要国のガバナンス体制の大まかな概念図を示しておきました。

シート7は、ドイツの体制です。シート8は、アメリカの上場会社のガバナンス体制の大まかな概念図です。ちょうど我が国の委員会設置会社とそっくりですが、それはそのとおりです。委員会設置会社は、このアメリカの体制を輸入したものだからです。ここで特徴的なのは、取締役会が経営の監督機関になって、CEOなどを選任・解任する立場で監督するという関係に立っているということです。また、取締役会のメンバーの過半数が、アメリカの上場規則で言うところのインディペンデントディレクターでなければならないとされている点も特徴的であり、この点が我が国の委員会設置会社とは異なりますし、また、監査役会設置会社における取締役会の位置づけとも違うところがあります。

シート9は、ご参考までにイギリスの体制です。後で恐らく落合先生、あるいは新原課長のご報告の中で、独立取締役の話が出てくると思いますが、イギリスも独立取締役を、法律ではなくて、コーポレート・ガバナンス原則という、いわゆるソフトローの中で規律しておりまして、そういったことの関係で参考までに概念図を示した次第です。

次に、シート10をご覧ください。先ほど少し指摘いたしましたように、現在、議論がいろいろ行われている社外取締役の選任の義務化、あるいは選任の要請というものは、監査役会設置会社にとりましては、法律上は要求されていないところをさらに追加するということになります。現在、上場会社の中で監査役制度を採用している会社の44%程度が1人以上の社外取締役を選任しているという実態がありますが、それは、裏返して言えば、過半数がまだ選任していないということでもあります。その意味では、社外取締役の選任を何らかのルールで上場会社に求めていくとなりますと、新たな制度的負担が増えることを意味します。

そのことを考えれば、皆様のお手元の資料には入っていませんが、経済団体連合会が本年4月14日に公表した「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして（主要論点の中間整理）」と題する文書の中では、我が国の上場会社の4割以上が任意の措置とはいえ、社外取締役を選んでいるという実態があることと、監査役制度が経営の監視の機関としては実効性をもって機能していることを理由に、法律によるのであれ、取引所規則によるのであれ、社外取締役の選任を上場会社に義務づけることには反対であるという意見を表明しています。それが「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして」という表題に合致する中身なのかどうかは問題があると思いますが、いずれにせよ、そうした反対論が強く聞かれるところであります。

したがって、本日のパネルディスカッションも含めたシンポジウムの成果は、非常に注目される場所かと存じますが、ともあれ、監査役・監査役会設置会社にとりまして、そもそも社外取締役を選ぶことが、ガバナンスの水準向上とか、株式会社制度に対する信頼の確保という観点から必要なかどうか、実際に有用性を持っているのか、有効に機能するかどうか。これらの問題点を改めて検証していく必要があるかと思えます。

また、仮に社外取締役の選任を求めた場合に、社外監査役も含めて、現在の社外取締役、社外監査役の定義だけでいいのかという問題も現にあるところでして、この点も後ほど3人の先生方からご議論をいただきたいと考えています。

さらに、社外取締役による経営モニタリングの強化という問題が監査役制度とどう関連するかということも考えておく必要があります。

しかも、本日のテーマは、特に海外の機関投資家などが要請しているところでもありますが、必ずしも海外の機関投資家などは、我が国の会社制度に関する正確な理解に基づいて諸般の発言をしているとは言えない面もありますので、やはり、きちんとした制度の裏づけに基づいた議論をする必要があるかと思えます。この点も、後ほど3人の先生方からの的確なご指摘、ご意見がいただけるものと考えております。

次に、上場会社のガバナンス体制を改善する必要があるといった議論の背景を整理させていただきます。シート11をご覧ください。

まず、国内からの提言としては、既に2002年に経済同友会が「企業競争力の基盤強化を目指したコーポレート・ガバナンス改革」と題する文書の中で、まずは1人の社外取締役を特に上場会社に求めることとし、これを徐々に増員して、最終的には取締役の過半数を社外取締役とする体制を目指すべきことを示唆していました。

また、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムが平成18年12月に公表した新コーポレート・ガバナンス原則の中でも、特に取締役会の経営監視機能の実効性確保という観点から、独立した社外取締役の一定数の確保を提言しているところです。

ほぼ同じような要請、提言は海外の関係機関などからも寄せられておまして、第1は、在日米商工会議所が出した2つの意見書です。この中では、上場会社の取締役の3分の1以上を独

立取締役とすることを求めており、そのために会社法か取引所規則を改正して、上場会社に、社外監査役とは別に社外取締役を置くことを求めています。その上で、現行の社外者要件を独立性要件に改めるべきとも主張していきまして、ほぼ同じような内容の意見がエイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーションからも寄せられています。すなわち、ACGAが2008年5月に公表しました日本のコーポレート・ガバナンスという白書の中で、まずは3人の社外取締役を選任し、中期的にはこれを取締役の人数の3分の1まで引き上げ、最終的には2分の1を社外取締役とした上で、独立性を高めるべきであるということを示唆しています。

国内の事情をもう少し申し上げますと、上記の提言なり意見なりを具体的に裏づける事情が我が国の国内にあるのかが問題となりますが、現にあるようです。諸般の不祥事が近時、目につくところでして、必ずしも現在の体制では経営に対する歯どめが利いていないのではないかと思わせる案件が少なからず発生しています。これが氷山の一角というべきなのか、あくまでもレアケースであって、実は多くの上場会社はまじめに運営・経営されていて問題が起きていない。問題が起きているのは、本当にわずか一部であるということなのか。そこは必ずしも判然といたしませんので、推測の域を出ないのですが、経営に対する監督、牽制が利いていないと思わせる事件が少なからず発生していることも事実です。

また、会社全体の利益を損なうようなケースのみならず、突如、大規模な第三者割り当てが行われて、特定の株主の持ち株比率を非常に薄めるという問題も散見されます。この種の問題に対しても、やはり、現在の経営の牽制機能が十分に機能していないと思われるわけです。

さらに、よく言われていることですが、敵対的買収が増加していて、経営者が保身に走る。それをいかに排除するかという点で、現経営陣としがらみのない外部の独立した人の目が必要だということも言われます。

加えて、後ほど見ていただきますが、上場子会社の問題が我が国では指摘されているところでして、上場子会社に親会社から社外役員が派遣されてまいりますと、支配株主である上場子会社の親会社と上場子会社の少数株主との間の利益相反をうまくさばけないという点が問題となります。

こういった問題は、実は、古くからあるものであり、今に始まったものではありません。そこで、経営の監視に対する強化をいかに図るかという問題は、既に日米構造問題協議で議論されていたものです。その際に、アメリカ側が社外取締役の導入を求めたわけですが、ご案内のように、我が国には監査役制度があるので、社外監査役制度を導入して、それによる対応というところに落ちついたという経緯があります。

シート15をご覧くださいますと、そういう経緯で落ちついた現在の体制ではありますが、それが現在の企業の経営の妥当性と適法性をきちんと確保する体制になっているかどうかという問題を改めて検証し、何が、あるいはどこが問題なのか、どういう点が足りなくて、そこをどのように改善したらいいのかということを実際に探っていく必要があるのではないかと思います。

個人としてはなかなかそういった問題の切実性に気づかないわけですが、やはり、機関投資家

の方の話を伺いますと、その点に対する不信感が決して小さくないということが分かるわけです。それだけに、これを我が国の経済のインフラである会社制度全体に対する問題としてとらえる必要があるように思われます。

ただし、その際、やはり、我が国の制度をきちんと踏まえた議論をする必要があることは言うまでもなく、単なる出羽守論法では適切でないと思います。その点も、後ほど3人の先生方のほか、パネルディスカッションから参加される川口幸美先生からご意見を伺えるかと思えます。

シート16は、監査役・監査役会設置会社の問題点で、まず、取締役会に問題があります。取締役会は、経営判断を行う機関であるとともに、業務執行に対する監督を行うことを法律上義務づけられています。業務執行に関する意思決定、経営判断に関しては、取締役会として行うビジネスジャッジメントが妥当で、かつ適法であることを確保する必要がありますが、現在の取締役会がそういったことを確保できる仕組みになっているかどうかは問題です。

また、業務執行に対する監督については、基本的には業務執行取締役に対する監督権を適宜発動していくということですが、それだけに取締役会でこの職務を主として担う取締役が業務執行者から独立しているということが必要です。しかしながら、我が国では、必ずしも執行と監督の分離が行われていない、特に、使用人兼務取締役の問題などがありまして、取締役会の監督機能が少なからず減殺されているのではないかという問題があるように思えます。以上の点で、取締役会の役割の強化という点を考えますと、ここに社外の人間を入れることの必要性が認められるのではないかと思います。

他方で、監査役制度があるので、監査役がうまく機能していれば、取締役会の構成員の中に社外の人間を入れる必要はないのではないかという意見もあろうかと思えます。監査役は、独任制の機関ですので、個々の監査役がアドホックに取締役に対して情報収集権を行使したり、あるいは提訴権を行使したり、差止め権を行使したりすることができる、非常に融通のきく仕組みです。しかし、他方で監査役には、取締役会における議決権はございませんし、取締役の解任を実現する権限もございません。

この点、国際的なコーポレート・ガバナンスの改革の方向性を見ますと、ドイツやアメリカの体制に見られる通り、経営監督機関に経営機関に対する選任・解任権を持たせて、上位機関による監督という体制を目指そうとしている点で基本的には共通しているように思えます。two-tier board systemを指向しているように思えます。

これに対し、監査役制度は、このtwo-tier board system、つまり、縦の関係ではなく、横の関係ですので、この点をどう考えるかが問題となるわけです。

さらに、既存株主の持ち株比率を希釈化するような第三者割り当てが行われた場合に、監査役が持っている差止め権は、会社の損害回避のための手段ですので、会社には払込みがあっても損害は発生しないけれども、株主に不利益が及ぶような第三者割り当て増資に対して、発動できないわけです。取締役会の段階で既存株主に不利益をもたらすような増資を中止することができない

ような体制になっていまして、この点も現行の体制に限界があるように思います。

以上の諸点を勘案すると、取締役会の中に、議決権を持って、代表取締役などに対して取締役のメンバーとしての監視ができる社外取締役を置く必要性が十分に伺えるのではないかと思います。

ただし、現在の法律の規定によりますと、社外取締役の定義は、社外監査役の定義も含めまして、少し広きに過ぎると言われています。特に、親会社から派遣されてくる親会社役員を上場子会社の社外役員の範囲から排除できないという問題がございまして、規定の見直しの必要性が叫ばれているところです。

シート 20 は、東証の上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2009 から抜粋しました上場子会社の数を示しています。監査役設置会社で若干減りましたが、2008 年の段階で 286 社あったわけですので、東証上場会社の 1 割以上を占めているということです。

シート 21 からシート 25 は、独立取締役の独立要件に関するニューヨークの取引所のルールとイギリスのコーポレート・ガバナンス原則の規定を示してあります。

次に、社外取締役を導入する必要があるかどうかということですが、この点は、結論から申し上げますと、各社の自発的対応では限界があらうと思います。株式会社を経済のインフラとしてとらえますと、やはり基本的には、ルールとして、対象となる会社に社外取締役の選任を求めていくことが必要であり、有用ではないかと思います。そうしますと、現在の社外取締役の定義では問題があらうというので、その点の見直しの必要性が出てくると思われます。その根拠規定を法律に置くのか、それとも取引所規則などのソフトローに置くのが問題であり、この点も後ほどパネルディスカッションでご議論いただくところであります。

それから、何人の社外取締役を取締役会の中に入れるかということも、なかなか微妙な問題をはらんでおりまして、ニューヨーク証券取引所の規則によりますと、取締役の過半数が独立取締役であることが要求されております。冒頭に紹介申し上げました 2 つの報告書では、必ずしもそこまで要求してないようでした、その点をどう考えるかということは 1 つの焦点になっていると思います。

続きまして、シート 29 をご覧いただきますと、社外取締役を仮に選任するとした場合、社外取締役に一体どのような役割を期待するかが、必ずしもこれまで明らかにされてこなかったように思います。

基本的には、経営に対するモニタリング、妥当性と適法性を含めた経営の監督ということになるかと思いますが、現在の判例によりますと、取締役の監視義務の範囲が非常に広がっております。普通は取締役会ベースで活動する社外取締役に、取締役会に上程されない事柄についての監視をせよというのは、やや酷に過ぎないかという問題があらうかと思います。

また、取締役会における社外取締役の員数が 1 人とか 2 人という少数派にとどまりますと、取締役会で多数決をコントロールして、代表取締役などの解任が実現できないという機能的な限界

をはらみますので、個々の社外取締役がどのような経営監視活動を果たせるかということをしと考えておく必要があります。この点は、監査役制度と比較しますと、今の制度では明らかでないところがございます。1人とか2人の社外取締役を取締役会の中に入れてだけで、経営モニタリングが本当に実現できるのか。この問題は冷静に考えておく必要があるところでもあります。その意味では、社外取締役の権限の裏づけを今後考えていく必要があるかないか。この点も後ほどパネルディスカッションでの議論の対象になろうかと思えます。

さらに、独立性確保との関係では、報酬の問題があります。特に、現在の取締役報酬の配分の仕方を見ますと、監査役制度採用会社では、株主総会で取締役全員分の報酬の合計金額を決めた上で、その配分を取締役会に一任いたします。取締役会において、業務執行を担う取締役が過半数を占めていて、社外取締役が少数だといいますと、いわば監督の担い手である社外取締役の報酬配分を、監督される業務執行者が実質的に決めるということになるわけですし、この点は、独立性阻害の問題として検討する必要があるのかどうか。仮に検討する必要があるとすると、どういう方法で独立性確保を報酬面で図るべきかという問題も残っているのではないかと思います。

このほか、監査役制度との併存問題をどう考えるか。屋上屋を架すということなのか、あるいは先ほどの権限の問題を考えますと、個々の社外取締役には議決権はあるけれども、差止権などはない。監査役には、取締役会における議決権はないけれども、差止権など個々の監査役が確保している。その意味では、両者がいわば一体となって経営の監視を行うことが必要としますと、単に屋上屋を架すという問題ではなくて、両者がコラボレーションを働かせて補完関係にあると考える必要があるのではないかと思います。そのこととも関係しますが、社外取締役が担うべき役割も後で議論があるところでもあります。

また、社外取締役の資格面で独立性を確保するとともに、就任してからの独立性の確保という点で、先ほどの報酬問題のほかに兼職の問題と再選の制限の可否ということも議論の対象になろうかと思えます。

今日の議論は、基本的には取締役のところには焦点を当てますが、監査役制度にも触れる必要があるかと思えますので、監査役制度の機能強化の観点から、現在の制度に何らかの改善すべき点がないのかどうかということも問題でありまして、この点は、後ほど落合先生のお話の中、あるいはパネルディスカッションで少し議論させていただきたいと思っております。

最後は少し端折ってしまいましたが、以上で私から議論の背景の説明と本日の3人の報告者の講演とパネルディスカッションにおける問題の提起をさせていただきました。ご静聴いただきましてありがとうございます。

第17回産研アカデミックフォーラム 「公開会社のコーポレート・ガバナンスの 新たな展開」

コーディネータ: 早稲田大学教授 中村信男
2009年7月11日(土)
於 早稲田大学国際会議場 井深大 記念ホール

シート 1

1 公開会社ガバナンスのあり方を巡る2つの報告書の公表

- (1) 経済産業省・企業統治研究会報告書(平成21年6月17日)(座長: 神田秀樹東京大学教授)
- 社外取締役の設置による企業統治体制の整備か、各企業独自の的方法による企業統治体制整備かの選択(comply or explain)
 - 一律に社外性要件を独立性要件に置き換えず。但し、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役員が存在することを前提。独立性阻害事例を例示。
 - 法改正によらず金融商品取引所による対応に委ねる方式
 - 社外取締役の役割: 経営モニタリング機能の他、アドバイザー機能

シート 2

(2)金融審議会・金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」(平成21年6月17日)(座長:池尾和人慶応義塾大学教授)

- 社外取締役と監査役・監査役会との連携、内部監査・内部統制担当役員等との連携による経営監督機能の強化策(ハイブリッド型取締役会)を、国際的にも通用し得る望ましいガバナンスモデルの一つと示唆。⇒最終的に金融商品取引所に対応を委ねる。
- 監査役機能強化: 監査役監査を支える人材・体制の確保、独立性の高い社外監査役の選任、財務・会計リテラシーのある監査役の選任を金融商品取引所が促進し、各会社の取組みの開示充実を提言
- 社外取締役・社外監査役の独立性確保
- 上場子会社における独立社外取締役・監査役の選任の必要

(1)会社法の大規模公開会社の機関設計に係る規律

- 監査役会設置会社と委員会設置会社の選択
 - * 前者が原則的形態(会社法327条1項・2項、328条1項参照)
- 東証上場会社の状況: 圧倒的多数が監査役会設置会社

組織形態	東証一部上場 (1,717社)	東証二部上場 (466社)	マザーズ上場 (195社)
監査役会設置会社	1,670社	462社	191社
委員会設置会社	47社	4社	4社

(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2009」25頁より)

図3 ドイツ株式法に基づく株式会社ガバナンスの体制

二層制(Two-tier board or dual board system)

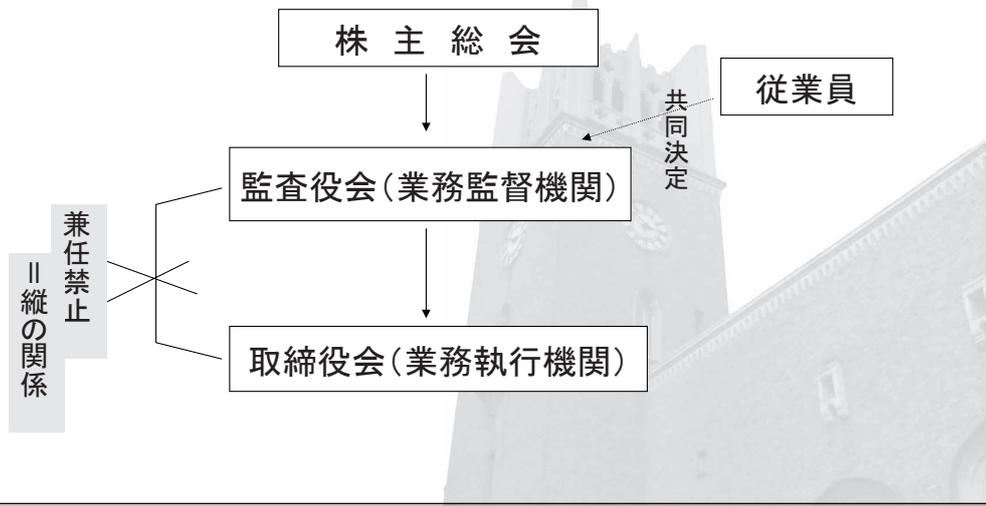
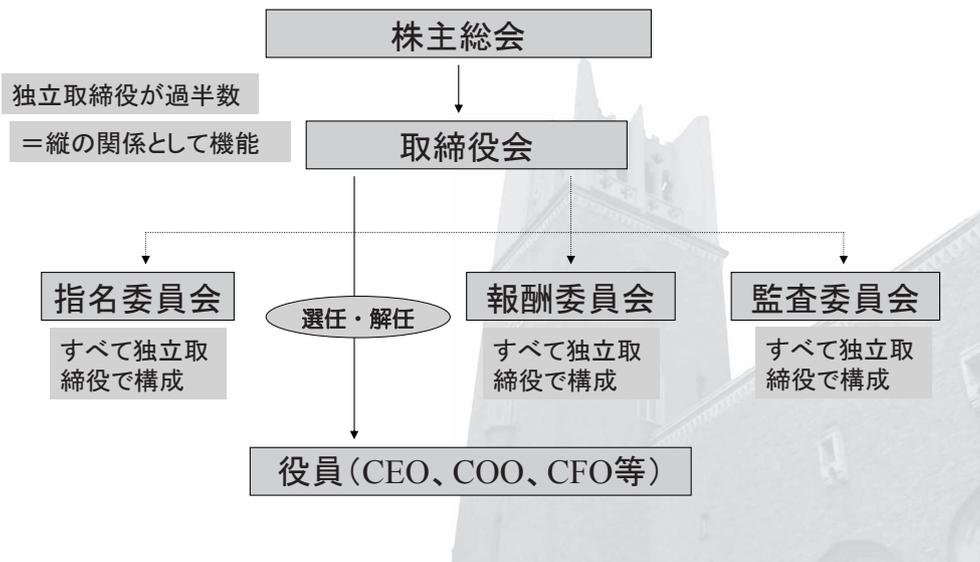
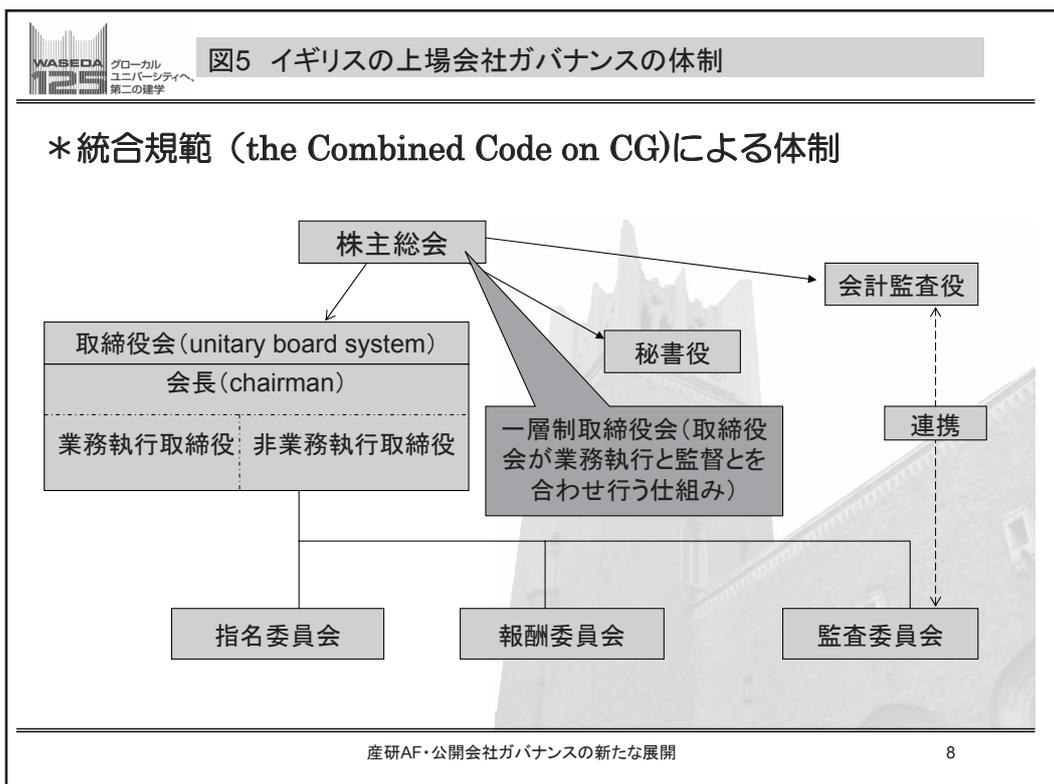


図4 アメリカの上場会社ガバナンスの体制(NYSE上場会社)





シート 9

WASEDA 125 グローバルユニバーシティへ、第二の建学

2 わが国における現行の上場会社ガバナンス体制の概要

(2)監査役・監査役会設置会社にとっての社外取締役選任

- 任意の措置⇒社外取締役の選任義務化は法的負担の追加
- 経団連「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして【主要論点の中間整理】」(2009年4月14日):選任の(原則)義務化に反対
- * わが国の上場会社の実情⇒東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2009:東証上場会社の45.4%(監査役設置会社の44.1%)が社外取締役を選任⇒監査役・監査役会設置会社における自発的措置としての社外取締役選任の実態(このうちの半分の会社は社外取締役1人選任)→法律・取引所規則等による選任義務化に対する経団連からの疑問提起に

⇒監査役・監査役会設置会社にとっての社外取締役選任の必要性、有用性の有無、独立性確保の必要性の如何。監査役制度との関連の如何。

産研AF・公開会社ガバナンスの新たな展開 9

シート 10

(1)独立社外取締役導入による取締役会の機能強化に向けた提言

①国内からの提言の一例

➢経済同友会「企業競争力の基盤強化を目指したコーポレート・ガバナンス改革」(2002年7月):まず1人の社外取締役、その後、徐々に増員することを提言、独立性要件の導入、さらに社外取締役が取締役会の過半数を占める体制を示唆

➢日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム「新コーポレート・ガバナンス原則」(平成18年12月15日):委員会設置会社のみならず、監査役・監査役会設置会社にも、取締役会の業務監督機能の担い手としての独立取締役の選任を提言(委員会設置会社は過半数、監査役・監査役会設置会社は2人以上)

②海外関連機関・団体からの提言

I)在日米国商工会議所「上場会社へ独立取締役の選任を義務付ける企業統治の改革」(2009年3月まで有効)、「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」(2009年7月まで有効)

⇒経済産業省・企業統治研究会への影響

* 上場会社の取締役会につき3分の1以上の独立取締役の選任義務化とそのための会社法・取引所規則の改正

* 社外取締役から独立取締役へ

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

* 監査役・監査役会設置会社でも、経営モニタリングの担い手として独立社外取締役の選任を要請
⇒まず3人、中期目標として取締役の3分の1、長期目標として取締役の2分の1まで独立社外取締役とすること

* 独立社外取締役の監督機能の内訳:戦略決定に独立性の高い判断力の導入、専門知識の提供、ガバナンス機能(役員指名、業務執行の監視、ベストプラクティス遵守の確保等)

(2) 経営モニタリングの実効性確保を必要とする諸問題の発生

- 諸般の不祥事:各種偽装事件、粉飾決算、経営者暴走、
- 大規模な第三者割当てによる既存株主への不利益発生事例
- 敵対的買収の増加:経営者の保身の排除の必要
- 上場子会社の支配株主(親会社)・少数株主間の利益相反問題
⇒取締役会自体の経営モニタリング・監督機能の実効性確保の必要

※日米構造問題協議⇒社外取締役の導入を米側が要請

* 監査役制度のある日本会社法:社外取締役か社外監査役か
⇒社外監査役制度・監査役会制度の導入へ(平成5年改正)



監査役制度の改正・機能強化による対応という選択

(3)経済インフラとしての株式会社制度

➤信頼性の高いガバナンスの用意の必要性和重要性

⇒監査役・監査役会設置会社の現行経営モニタリング体制(妥当性・効率性と適法性＝会社業務の「適正」確保体制)の実効性の如何に関する再検証の必要。現行体制の何が、どこが問題か。何が足りないか。どのように改善をするべきか。

➤各国の事情・制度状況を踏まえた議論展開の必要性—特に、海外機関投資家の日本の制度に対する理解の如何(監査役制度のない英米法諸国の制度を前提とした議論とわが国への展開における留意)。日本の法制度との整合性等に十分配慮する必要。

(1)監査役・監査役会設置会社における問題点

①取締役会の機能と問題点

➤取締役会の機能・職務(会社法362条2項1号～3号)

(ア)業務執行に関する意思決定機能(同項1号)—取締役会としての意思決定の妥当性と適法性の確保の必要

(イ)業務執行に対する監督機能(同項2号・3号)⇒代表取締役・業務執行取締役に対する監督権の発動(会社法362条2項3号等)—業務執行者に対する独立性の確保の必要

➤取締役会の構成:執行と監督の未分離問題(委員会設置会社以外の会社での使用人兼務取締役等)による取締役会の監督機能減殺という問題 cf.アメリカ、イギリス

WASEDA 125 グローカルユニバーシティへ、第二の建学

4 現行体制の枠組みと問題の所在

②監査役・監査役会制度の機能と限界

- 独任機関としての監査役：取締役等に対する事業報告請求権・業務財産状況調査権(会社法381条1項・2項)、違法行為差止請求権(会社法385条)、会社と取締役間の訴訟の代表権(会社法386条)等の付与／取締役解任を実現する権限なし。
- 取締役会における議決権を背景としない監督：取締役会における意見陳述義務(会社法383条1項本文)
- 横の関係における経営チェック⇒イギリス法的？
rf.国際的なガバナンス改革：two tier boardの志向(図3・図4)

※既存株主の持株比率稀釈化をもたらす第三者割当増資に対する監査役への対応の限界

産研AF・公開会社ガバナンスの新たな展開 16

シート 17

WASEDA 125 グローカルユニバーシティへ、第二の建学

4 現行体制の枠組みと問題の所在

(2)委員会設置会社における問題点

- 委員会設置会社：取締役会が執行役の選任・解任権保持
⇒縦の関係(two-tier board system)
- エンロン事件後のアメリカの体制との違い
* 執行役兼務取締役の容認(会社法402条6項)：員数規制なし
⇒取締役の過半数を執行役兼務取締役が構成することも制度上可能。こうした取締役会が指名委員、監査委員、報酬委員を選任すること(会社法400条2項)の問題性。エンロン事件前のアメリカの上場会社ガバナンス体制の輸入？

産研AF・公開会社ガバナンスの新たな展開 17

シート 18

(3)現行の社外取締役・社外監査役の定義・要件と問題点

①会社法:社外取締役・社外監査役⇒社外者要件(形式基準)

* 社外取締役＝株式会社の取締役であって、当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人でなく、かつ、過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人となったことがないもの(会社法2条15号)

* 社外監査役＝株式会社の監査役であって、過去に当該株式会社又はその子会社の取締役、会計参与若しくは執行役又は支配人その他の使用人となったことがないもの(会社法2条16号)

➤ 広きに過ぎると共に狭きに過ぎるという問題:当該会社の経営経験者を一切排除／親族等の社外役員就任の余地、親会社役員・使用人の子会社の社外役員就任の可能性

* 上場会社CG報告書における開示の充実

【我が国における上場子会社】

(東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2009より)

	親会社を有する上場会社の数(括弧内は、一社あたりの親会社出身社外取締役の数)
監査役設置会社	2006年:296社(0.70) 2008年:286社(0.63)
委員会設置会社	2006年: 22社(2.14) 2008年: 13社(2.54)
全体	2006年:318社(0.80) 2008年:299社(0.71)

②NYSE Listed Company Manual 303A.02

➤取締役会が、当該取締役は、当該会社との間において直接的にもまたは間接的にも重要な関係を有していないと判断しない限り、独立取締役と認定されない。会社は、取締役会の決定の理由を開示しなければならない。

➤以下の場合には、当該取締役は独立性を有しない。

- (i)当該取締役が現在当該会社の使用人である場合、もしくは過去3年以内に当該会社の使用人であった場合、または、当該取締役の同居の親族が、現に当該会社の業務執行役員である場合、もしくは、過去3年以内に当該会社の業務執行役員であった場合
- (ii)当該取締役が、過去3年以内に12ヶ月にわたり当該会社から直接、取締役および委員会の手当て、年金、その他履行済みの役務に対する後払い報酬以外に、10万ドル超の報酬を受けていた場合、または、そのような報酬を受けている者が親族にある者

- (iii)(A)当該取締役またはその親族が、当該会社を委託者とする監査法人の現役パートナーである場合、(B)当該取締役がその監査法人の使用人である場合、(C)当該取締役の親族が、その監査法人の使用人であり、監査、保証または税務コンプライアンス業務に関与している場合、(D)当該取締役またはその親族が、過去3年以内に、その監査法人のパートナーまたは使用人であって、当該会社に対する監査業務に自ら関わったことがある場合
- (iv)当該取締役が、当該会社の現役の業務執行取締役が報酬委員会の委員を勤めている他の会社において業務執行役員である場合、または、当該取締役が、当該会社の現役の業務執行取締役が過去3年以内に報酬委員会の委員を勤めたことがある他の会社において同時期に業務執行役員であった場合
- (v)当該取締役が、当該会社に対して過去3事業年度以内に財産または役務の対価として100万ドルまたは連結粗利益の2%のうちいずれか高い額を超える金額の支払を行なったことがある会社またはそのような額の支払を受けたことがある会社の使用人である場合、または、親族がそのような会社の業務執行役員である場合

③UK統合規範(the Combined Code on Corporate Governance 2008)による規律

➤独立取締役(⇒non executive director)は、以下に抵触しないことが原則として必要。しかし、取締役会が、以下の事情が認められても、当該取締役が独立性を有すると判断するときは、その理由を説明すること(comply or explain)

⇒最終的に独立性の有無の判断は取締役会の責任で行うとする(A.3.2)。筆頭独立非業務執行取締役の選定(A.3.3)

〈独立性阻害事由〉(A.3.1)

(i) 当該取締役が過去5年以内に当該会社またはその会社の属するグループ企業の従業員であった場合

(ii) 当該取締役が、当該会社との間において直接、重要な取引上の関係を現に有し、もしくは、過去3年内にそのような関係を有していたか、または、当該会社との間において重要な取引上の関係を有する団体のパートナー、株主、取締役または上級従業員としてそのような関係を現に有し、もしくは、過去3年内に有していた場合

(iii) 当該取締役が取締役としての報酬以外に会社から別途報酬を受けていたか、もしくは、現にこれを受けている場合、当該会社のストック・オプションまたは業績連動型報酬制度に参加している場合、または、当該会社の年金制度の受給者である場合

(iv) 当該取締役が、当該会社の顧問、取締役または上級従業員のいずれかの者との間において近親関係(close family ties)を有する場合

(v) 当該取締役について取締役相互派遣関係(cross-directorship)がある場合、または、他の会社または団体への関与を通して他の取締役との間において重要な結びつきがある場合

(vi) 当該取締役が主要株主を代表する場合

(vii) 当該取締役の在任期間が、最初の選任時から9年を超える場合

④シンガポール会社法

➤上場会社に監査委員会の設置を強制(201条B第1項)

* 会計監査の担い手、会計監査役(auditor)の指名(同条第5項)

* 監査委員会の委員(3人以上)の過半数は、以下の者に該当しないことが必要(同条第2項)

(ア):当該会社または関連会社の業務執行取締役

(イ):(ア)の配偶者、親、兄弟姉妹、子

(ウ):取締役会において監査委員会としての独立した判断を阻害する関係を有するものと認める者

⇒法律(hard law)で独立性要件(独立阻害事由)を規定することの限界?

(1)独立社外取締役制度導入の要否

➤独立社外取締役の選任義務化の是非:わが国の株式会社制度全体への信頼確保の必要性

⇒各会社としての自発的対応では限界。ルールとして対象会社に一般的に選任を求めることの必要性・有用性。

➤社外取締役就任者の属性:親会社出身、特定関係事業者出身等が少なくない実状、その他独立性を阻害しうる人材の就任可能性

⇒社外役員から独立役員への要件見直しの必要

(2) 独立社外取締役の選任義務化の場合の根拠規定

➢ hard lawかsoft lawか？ ←NYSE、UKとシンガポールの比較

➢ hard lawの場合：会社法か金商法か？

→会社法による場合、上場会社に関する規律見直しの一環。上場会社規制を持たない現行会社法との整合性

➢ soft lawアプローチ：上場会社対象の場合は取引所規則

→enforcement問題、comply or explain方式採用の有無？

(3) 独立社外取締役の最低員数⇒期待される役割とも関係

* NYSE：取締役会の過半数（←監督機関としての取締役会）

cf. 企業統治研究会報告書・金融審議会金融分科会STG報告書

(4) 独立社外取締役の要件（独立性阻害事例の明示）

➢ 独立性要件の設定方法

* soft lawアプローチ：NYSE Listed Company Manual, UK the Combined Code on CG

* hard lawアプローチ：シンガポール会社法

➢ 会社法で規定した場合に、社外役員選任決議取消の訴えまたは社外取締役選任決議無効の主張・同確認の訴え提起リスクが懸念されるのでは。

⇒その意味で、soft lawでの対応が現実的かつ法的安定的か。

➢ 現行法の社外取締役・社外監査役の定義を前提

⇒元役員は対象外に。

WASEDA 125th グローカルユニバーシティへ 第二の建学

6 検討すべき関連問題

(1) 独立社外取締役の担うべき役割・独立性確保：経営モニタリング機能との関連

➤ 経営モニタリング→取締役会ベース（議決権、質問権・意見陳述権）

* 取締役会の監督機能の強化⇒株式会社の業務の「適正」確保に向けた対応の一環としての位置づけ、内部統制システムを支える基盤の一つ

* 取締役の監視義務の射程：取締役会上程事項に限らないとするのが判例（最判昭和48年5月22日民集27巻5号655頁）・多数説。
⇒独立取締役による経営モニタリングと内部統制システム構築・整備の重要性の高まりに要注意

産研AF・公開会社ガバナンスの新たな展開 28

シート 29

WASEDA 125th グローカルユニバーシティへ 第二の建学

6 検討すべき関連問題

➤ 取締役会の外での活動→業務財産状況の調査（当然可能か）

* 監査役の権限との比較：監査役の差止請求権（会社法385条）、会社と取締役間の訴訟に関する会社代表権（会社法386条）
⇒社外取締役の取締役会ベースでの監督機能とその限界。独立社外取締役が取締役の過半数を占めない場合は、各独立社外取締役に経営監督を行うための権限面の裏付けが必要。この点はhard law問題として扱われるべきか？

⇔独立社外取締役の員数問題

②独立性確保 cf. 監査役の場合：監査役・会計監査人選任に関する同意（会社法343・345条）、報酬等の決定・請求に関する独立性確保（会社法387・388条）

産研AF・公開会社ガバナンスの新たな展開 29

シート 30

➤独立社外取締役の報酬とその決定方法

* スtock・オプション付与の当否

* 現在の監査役・監査役会設置会社における取締役報酬の決定方法＝株主総会決議で決まった取締役全員の報酬総額・最高限度額の範囲内で取締役会の決議により報酬配分

⇒業務執行取締役が過半数を占める取締役会で、社外取締役の報酬配分を決定できることと、社外取締役の独立性阻害の危険。社外取締役が少なくとも過半数を占める報酬委員会での報酬配分という方法採用の必要性？

③監査役・監査役会制度との並存問題

⇒屋上屋を架すことか、補完関係か？

➤権限面の分属状態(現行制度)から、現行制度を前提とすれば、補完関係として検討⇒取締役会での議決権はあるが独任制機関としての各種権限を付与されていない社外取締役と、取締役会における議決権はないが独任制機関としてアドホックに各種権限を行使しうる(社外)監査役との連携・協働が必要。

※現行制度の抜本的見直し(上村達男早稲田大学教授の意見(税経通信2009年6月号(64巻7号)pp.2-3)⇒社外監査役の社外取締役化という考え。委員会設置会社への移行論？

WASEDA 125 グローカルユニバーシティへ 第二の建学

6 検討すべき関連問題

(2) 独立社外取締役の担うべき役割と取締役会の経営判断機能

- 監査役・監査役会設置会社の取締役会：経営判断機関の側面も
⇒(独立)社外取締役が過半数を占める取締役会は、経営判断に適するか？ 経営モニタリングを主として担う(独立)社外取締役が却って経営判断の主体となり、矛盾が生じないか？

- * アドバイザリー機能も担当？ 過半数である必要なし？
- * アドバイザリー機能は(独立)社外「取締役」が担う必要があるか？
- * 取締役会における経営執行部の説明責任の問題という視点

産研AF・公開会社ガバナンスの新たな展開 32

シート 33

WASEDA 125 グローカルユニバーシティへ 第二の建学

6 検討すべき関連問題

(3) 独立社外取締役の実効性確保の措置(社外監査役にも妥当)

- 独立性は必要条件→独立「取締役」としての資質の確保の必要
⇒取締役就任後の研修、情報の十分・適時な提供体制の確保
- 他社の役員の兼職の問題(開示による対応(会社法施行規則74条4項による開示で十分か)と兼職に対する数量規制の可否・是非)
⇒兼職のし過ぎと当該独立取締役の任務懈怠の可能性。問題の本質は、経営モニタリングという未然防止も含めた体制の在り方。責任追及で対応するという考え方に問題も。
- 再選制限の可否⇒同じ人物が独立取締役として再選され続ける場合と独立性の低下・阻害？ UK:Higgs Report
rf.会社法施行規則74条4項7号:就任年数の開示

産研AF・公開会社ガバナンスの新たな展開 33

シート 34

(4) 監査役・監査役会制度の機能強化・実効性確保措置の必要

➤ 社外監査役の独立性確保: 独立性要件明示と現行要件への付加。

➤ 内部統制システムの一層の強化の必要: 社外監査役の本来の役割発揮のための前提条件。

* 監査役補助者の選任の原則義務化、補助者の独立性の一層の確保等

➤ 監査役解任議案の取締役による総会提出への歯止めの必要?

* 取締役解任議案の提案権を持たない監査役と、監査役の同意なく監査役解任議案を総会に提出できる取締役とのインバランス。

* 取締役解任議案の総会提出権、代表取締役等の解職提案権の監査役への付与(単独行使を認めるべきかどうかは一つの問題)

I. 講 演

1. 経済の転換期とコーポレート・ガバナンスの在り方



経済産業省経済産業政策局産業組織課長 新原 浩朗

経済産業省の新原です。よろしくお願いたします。土曜日にお疲れさまでございます。

私からは、「経済の転換期とコーポレート・ガバナンスの在り方」という表題でお話をするわけですが、恐らく最も期待されているのは、私のところで企業統治研究会という研究会を起こして、ガバナンスの問題を取り上げて議論してきたわけなんです。その議論の帰趨というあたりが恐らく関心事項になってくるだろうと思います。

ただ、そこに限定しなかったのは、今日のシンポジウム全体がそもそもガバナンスとはどうあるべきかということなので、そこに至った背景、あるいは私が実際にいろいろな立場の人と議論していて感じたことを率直にお話ししないと、日本でこの問題を深めることがなかなかできないのではないかと考えているわけで、その辺のお話をしたいがゆえにこういう表題にさせていただきました。

まず、私がこの問題に最初に意識を持ったのは、もう1年以上前でありまして、ちょうど今年とちょっと、この課の課長をやらせていただいているんです。私自身は、役人としてはちょっと特異なキャリアがありまして、その前はアメリカのハーバード大学、MITでコーポレートファイナンスとか、会社組織の問題を一年間ビジティングで研究していたことがあります。帰国後、この課長に就任したわけですが、その頃、ちょうどブルドックスソースの議論がありました。

ということで、まさに採用されている買収防衛策をマーケットフレンドリーな方向に直していくというような作業をやっていたわけです。弁護士さんがこの中にいらっしゃると多少批判的な方もいるかもしれませんが、私の基本的な考え方は、これは最終的には株主のためにあるんだということですから、それに反するような扱いは避けていただきたいということで、新しい報告書を企業価値研究会でまとめさせていただいたということなんです。

ただ、そのときに痛切に感じたのは、このガバナンスの議論、まさにそうなんですけれども、日本では、立場立場でずっと言い放しが続いておりまして、具体的なプロGRESSに結びつかないのは何でかということ、議論が深まっていないわけです。これは、何のためにやっているのかということがいま一つよく分かっていない。

今日のパンフレットをちょっと取り上げさせていただいて恐縮なんですけれども、ここに在日米商工会議所や国内外の機関投資家等からの要望として、実効性確保のため社外取締役を一定数選任することを義務づけた上でこれこれというのが要望されております。一方、経済団体連合会は、こうした動きを強く牽制しており、議論が非常に活発化していますというご紹介があるわけです。

別にこのパンフレットについてとやかく言うつもりはないんですけれども、これ、違うんです。なぜ違うのかというと、アメリカのある有名な新聞で私の行動が報道されまして、「彼は、この議論を始めてから200回ミーティングをしている」という報道がありまして、私、数えたことはないんですけれども、多分、100回は超えていると思うんです。

なぜ、取りまとめをする人間が、日本ではこんなにミーティングをしなければならないのか。これは単純で、意見が違っているんです。ここに書いてあるように、投資家の意見が一本にまとまっていて、何のためにガバナンスをやるかということが分かっている、そこに投資家サイドとしてのコンセンサスがあって、それに対して事業会社が対峙していて、経団連でもいいですけども、傘下の事業会社も全く同じ見解をこのガバナンスについて持っているのであれば、私の調整はもっと簡単なんです。要するに、代表者と話して、「二者で歩み寄ってください」とやればいだけなんです。

ところが、事業会社も国際化していますから、その中で意見の違いがあるんです。もっと困るのは、投資家サイドの中に意見の違いがあるんです。私がお会いした中で、大きく言うと3つぐらい意見の相違がありまして、1つは、後援されている日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムがとられているような見解で、一定の範囲を義務づけなければいけないという考え方があります。

しかし、2つ目に投資家の中で、義務づけに強く反対されている方は結構いらっしゃるんです。私がお会いした限りで言うと、恐らく、これがマジョリティーだと思われるのは、やはり、投資家にきちんと決めさせてほしい。だから、企業とコミュニケーションをとって、どのようにするかを議決権の行使をつうじて決めさせてほしい。それを一律、政府なり東証なりが、少なくとも形で抑え込むのはよくないという議論。これが2つ目の議論です。

3つ目の議論は、これも結構多いんですが、これは、私は結構苦勞するんです。「新原さん、ガバナンスとか何とかいったって要は成果でしょう。ガバナンスというのはROEです。ROE 8%ですかね」と。8%という数字は、ご存じの方がいると思いますけれども、企業年金連合会で8という数字が入っているわけなんです。私が2日に一遍ぐらいよくコミュニケーションをとる団体なんですけれども、彼らはちゃんと企業とコミュニケーションをとってやっていくということなんです、機関投資家の中には、それを悪用して年金連合会も8%だから8%と。それよりよければガバナンスはいい、それより悪ければガバナンスが悪いという方がいらっしゃるわけです。

そうなってくると、皆さんよくご存じのように、ファイナンス上の成果とガバナンスの形の適切性はリンクしていないんです。日本の場合は多少は相関が計測されるんです。でも、国際的に見ると、この間のリンケージというのはほとんどないんです。

それはそのはずで、なぜそうなのかと言えば、ガバナンスというのはリスクマネジメントなんです。だから、社外取締役を半分以上にする、あるいは独立な社外取締役を半分以上にする。場合によっては、COE以外全部にするということによって確保されるものは、平均のパフォーマンスではないのです。何かおかしくなったときに、そのリスクを分散させるために、そういうリスクを小さくするためにこの制度はあるわけで、そのような議論の多様性が投資家サイドにあると、当然、事業会社のほうに入るわけです。

経団連といっても、世の中国際化していますから、皆さん、経団連の会長、今の御手洗さんは「社外取締役は嫌いだ」と世の中で言われていますけれども、さりとて私が会っている中で、ガバナンスについて不熱心な人では全然ないです。ずっと見ていただきますと、経団連会長会社というのはどんどん国際化してきているわけです。どちらかというとい国際化した企業のほうに移ってきているわけです。

そういう人たちにしてみると、もうちょっとガバナンスの実質について議論したいというのがありますが、私なんか調整して一番苦労するのは、投資家の意見を彼らはよく聞くんです。確かに経団連の意見書というのは出ていますけれども、よく見ていただくと、これはやらないというのは書いてあるんですが、これをやるという結論は書いていないのです。これをやるべきだというのは投資家の意見をよく聞いて決めるというわけです。

現に、何やかんや言っても経団連事務局は話を聞いていました。結果として出てきたことはどうということかという、「どうも、新原さん、何を期待されているのかよく分かんないですね」と。ここでも議論はあるかもしれませんが。今日の会議を後援されている団体は、どちらかというモニタリング、監視ということにウエイトを置かれていますけれども、やはり、意味のある経営情報、サジェスチョンみたいなのを期待されていると言われる投資家もいらっしゃる。それから、社外取締役は素人でいいんだ、経営陣に説明責任とらせるだけだから、そういう人がいれば、その人に向けて説明しなければいけないから、それで規律が保たれるんだという人もいれば、いや、やはり、経営センスのある人でなければいけないという人もいるわけです。

多分、ここでアンケートをとってみても—ここで手を挙げてもらってもなかなか言いにくいかもしれませんが—義務づけ反対ですか、賛成ですか。何人ぐらいがいいと思いますか。イギリスのようなComply or Explain型がいいですか。ニューヨークのNYSEのような定義を数字で定量的に決めて、これだけの人数を入れるというほうがいいですか。これだけの質問をマル・バツでやってみても、私は確信を持って言いますが、意見の分散はかなり大きいと思います。

民主主義社会ですから、いろいろな議論があっいいんです。ただ、日本に欠けているのは、

自分と意見が本質的に違っている人たちと議論をし合って、この辺ぐらいだったらコンセンサスだよねという合意を形成していく機能が欠けているんです。

法律とか上場規則というのは、ゲーム理論などの言葉で言うと、「フォーカルポイント」（焦点）なんです。社会の人たちが、社会の参加者が大体どのように思っているのか。6割、7割の人は同じように思っているけれども、少数の2、3割の人がそれに従わないということだったら、やはり、それはルールとしてがちっと決めたほうが効率がいいよねという議論になってくるわけで、何度も言いますが、投資家サイドの意見がそろっていれば問題ないんですが、ばらばらのときに、「おれとみんなの意見が違っているから、あんた、おれの意見を通してくれ。おれは一步も妥協しないぞ。あんたがおれの意見だけを通してくれ」というのは、まさにファシズムのようなものです。

そこまで考えて、我々は何が欠けているのかと考えると、やはり、マーケットに関するルールをつくる機能と、それを実際に行使していく機能が弱い。

それはなぜかという、1つの大きな要因は、ばらばらのままだからで、それは、ルールのプリンシプル、考え方が固まっていないからです。ですから、本当は、役人の役割はまとめるだけのはずなんです、私は、結構、自分の考え方を率直に言っていたわけ。言わないと、それに対して反対するのか、賛成するのかが分からないわけです。200回ミーティングをしても、一般にご意見どうですかと聞いているだけでは議論は進まないわけです。

そこで、私は、ルールのプリンシプルを「マイノリティ・シェア・ホルダーの保護のため」というように一言で言っていたわけ。およそ、産業界の中には、親子上場の場合だって、おれは50%の株式を親が持っているんだから、株主総会で50%行使して決める分に何が悪いんだという議論があるわけです。そういう方もいらっしゃる。それに対して私が言っていたのは、上場制度ということを考えてみると、市場で売ったり、買ったりする人の大半は、そんなに大きな株式を持っていないわけで、その人たちの最低限の保護ができないようであれば、上場制度自体が崩壊しますよと。あなたが非上場会社なら問題はない。でも、上場会社であれば、その最低限のルールは要るのではないんですかということ。

このところの議論がやや欠けている。我々の会社をめぐる制度は、歴史的には、基本的には官に負ってきているわけで、法律、裁判所、役所の執行というところから来ているんですけれども、「公」というのは、もともとプライベートセクターが、今言ったように大体、フォーカルポイントがこの辺であれば、ルールとしてこうつくったほうが効率がいいよねということできいていくもので、官である必要性はない。そう考えると、官ではなく、皆さんがどのように何を決めていくのかを自分で具体的に案を提示してもいいと思うわけです。相手と折衝してみてもいいと思うわけです。

私は、新聞どおりかどうか知りませんが、200回か100回やったとして、恐らく10回以上、経団連のビルに行って直接折衝した人は、この一年間の騒ぎをつうじて私一人だと思うんです。

仲介者を誰かが引き受けて、ひたすら詰めてコンセンサスをつくっていく以外に道は開けないと思ったので、その役割を私は引き受けました。役所はジェネラリスト育成型でキャリアを回しますので、私も任期が近づいてきていると思うんです。私としては、皆さんに自ら意見の異なる人と調整をする努力をしていただきたい。この点をぜひ強調して帰りたいと思っているわけであり。これは、会社と株式市場に対する私の思いであります。

そう考えてみると、後で議論も出るかもしれませんが、とりあえず会社法で全部決めてきているんですけども、およそ、こういうルール自体を全部国会に付して、長時間かけて議論して法律で決めていくということにどれぐらいの意味があるのか。もっと言うと、英国のように市場に参加している人たちが自分たちの意見で、自らこのようにルールを決めますということではいけないのかと思うわけです。それは、私は何度も証券取引所にもお願いしているし、逆にお願いしているだけでは私も単なるコメンテーターになってしまうので、そうはなりたくないの、それをサポートする。非常に調整がしにくいようであれば、私がかわって引き受けて、証券取引所の思いを体現していく。そして、調整するというのもあると思います。もっと言えば、これも最近さんざん言っているんですけども、ヨーロッパでは、M&AについてEU指令がまとまりまして、会計に次いで、この分野のコンバージェンスの方向が見えてきたわけです。それは、どういうものかということ、ロンドンのシティで発達したもので、王政に対する敵対関係の中で出てきたわけです。本早稲田大学の法学部は、この分野は、上村先生を初めとして研究されているわけですけども、市場関係者の民間で自主規制機関をつくって、自主的なルールをつくる。これは、法律ではありませんから、例えばデリバティブで新しい問題が一個起きたといたら、数ヶ月内で新しいルールができるわけです。何か聞くといっても裁判所に持っていくわけではありませんから、大量の弁護士費用がかかるわけでもないし、短くて半日、長くて2日ぐらいで裁定が行われるわけです。

それから、もう1つかなり重要な点として、議決権の行使という問題があります。ガバナンスのあり方を株主がどう考えているかというのが分かる方法が議決権の行使なんです。

1、機関投資家は、議決権行使の基準をきちんと定めなければいけないし、2、できれば、その行使結果について公表する。ということがあれば、私は、産業界にとっても、どのようなガバナンスがいいか分かりやすくなると思う。産業界で本当にまともに考えている人でも、株主サイドから何を求められているのか分からないという人は本当に多い。議決権の行使がきちんとないと、ガバナンスについてどんなルールを定めても実効性が出てこないと私は思っています。

最後に、今日の話題ですけども、機関論ですね。これは、大きく2つありまして、実は、私は、前者のほうが重要だと思っているのですが、まず、社外要件というのがあられるわけです。この独立性が日本が弱いということについてどう考えるか。これは、さっき言ったプリンシプルで言うと、マイノリティ・シェア・ホルダーの保護ということで考えるのであれば、それとの関係で独立性をどう担保していくかということが重要になる。

2つ目は、監査役と取締役の関係で、社外監査役ではなく社外取締役にしたほうがいいのかという論点です。社外取締役を義務化するか、しないかというわけです。それは、確かに大切なことです。けれども、取締役か監査役かよりもっと重要なことは、就任する人の属性がどうなっているかなんです。社外要件とか、独立要件。これは分かりにくい。だから、取締役の問題だけ出てくるんです。いろいろな研究者とか、場合によっては役人もそうかもしれない。

これは、問題をととても惹起する。だから、もとに戻るわけですが、少数株主、これはマイノリティ・シェア・ホルダーの日本語訳ですから、日本語で言うと一般投資家と言ったほうがいいかもしれません。両方重要なんですが、前のほうはととても重要だと私は思っているということです。

企業の方とかが皆さん言われるように、別に諸外国がどうだからといって、それに全く倣う必要があるかといったら、そんなつもりはない。特色とか多様性があってもいいでしょう。だけど、私が申し上げたいのは、私と同じか、もうちょっと若い世代が機関投資家の代表になり、あるいは事業会社のトップになった世代があったときに、今の状態で株式市場と会社をちゃんと運営できますかという、できないと私は思っている。なぜかという、両サイドのコミュニケーションがきちんととれていないからです。それは、まさにガバナンス制度をどうあるべきかと議論することの中でもまさに問題になるわけです。お互いに議論が行われていないわけだから。何やかんや言っても、やってよかったと思うのは、経団連の事務局に2、3人スタッフがいるんですけども、そういう人は投資家の意見を一生懸命聞いて歩いていました。私がかんかん言うこともあるかもしれませんが、それから、海外から投資家代表が来たときも、ひつつかまえてご飯食べに行って、意見を聞いていましたよ。そういうことは、やはり、両サイドでやらなければいけない。それでも立場は違うんだから、コンフリクトは起きると思うんです。そのときは、整理した上で裁定をすればいいんだと思っているわけであります。

特に、ここ数年、ガバナンスが重要になってくるだろうと思う理由は、この数年は景気がちょっとよかったこともあって、株主還元、配当とか自社株買いしながら投資の資金に回すことができたんです。ですが、リーマンショック以降一転しているわけで、投資にどのくらい回すのか、株主還元にもどのくらい回すのか、コンフリクトが起きやすい。その中で、経営層としては、明らかに株主の了解を得ながら進めていくしかないんです。そのコミュニケーションのために、何としても株主とCEOのパイプは要ると思っているわけであります。

それはなぜかという、日本企業のこれまでの統治機構においては、株主総会とCEOの間に入るべき中立的な監督機関が脆弱だということが言えるわけです。だからなんです、重要な案件は何でも株主総会に持っていかないと、裁判の場でも裁判所の心証がなかなか得られないというところがあるわけです。これ自体がかなりの程度問題になるわけです。

ちょっと図で見えますと、法律論の図ではないのですが、非常に図式的に書くと左側が日本のシステム、監査役会がある。東証の上場企業の95%ぐらいは監査役会設置会社です。ですから、

委員会設置会社が、これからすごい勢いで増えていくということは考えにくい。だとすると、このストラクチャーをどのようにしていくのかということを我々は真っ正面から考えなければいけないと思うのです。

それが脆弱だと何が困るか。これは、理屈の問題ではなくて、一般投資家、株主サイドが、この間に入っている機関を信じてくれるかどうかなんです。信じてもらえなければ、間に入ってもしょうがないんです。制度がどうのこうの言っても、条文はこう書いてあると言っても、信じてもらえるかどうかなんです。ガバナンスを義務化すべきだという人も、義務化すべきでないという人も、コミュニケーションをとりたいという人はある。ちゃんと説明してもらって納得して議論したいという感じは少なくともある。だから、株主総会に持ってこいということになるんですが、これは、投資家サイドと議論してみても大多数の人がそうだと思いますけれども、「いちいち持ってこられても、おれも忙しいんだし、見られないよ。持ってくればいいってもんじゃないんだ」と。できの悪い部下みたいなもんで、「これ、どうしましょうか、どうしましょうか」といちいち聞かれても、こっちは全部の情報を持っているわけではないんだから。そんなこといちいち聞いて、了解とれましたから、指示はこれですからと言われても困るような、株主指示はこれですからと言われても困るようなところは一般投資家にあるわけです。

にもかかわらず、実態を言うと、株主総会から直接コントロールするような形になっているわけです。そうすると、CEOは、当然のことながら、一年に一回開かれる株主総会をどうやってコントロールするかということを考えるわけです。ライツプランみたいなものに期待をしていたところもあるだろうし、「そんなのはマーケットオリエンテッドな方向でないと使えないですよ」と言われれば、別の方法を考えるわけで、それは、例えば安定化の株主構想だったりするわけです。

でも、これをまた批判しても、多分、ほかのものが出てくるんです。この構造を直すためには、そういうインセンティブがかかりにくいように、この制度を設計する以外に方法はないんです。モグラたたきをやっていても、多分、らちは明かない。

それに対して米国の制度については、米国でも、実はこれも議論があります。私、正直言うと、日本の学者さんともかなり議論しているんですが、この議論を始めるときに米欧、特にロンドンとニューヨークの制度を見ているところについては議論をかなりしました。米国のハーバードやイエールといったロースクールの有名な先生なんかともハーバードにいた頃からずっと議論してきました。特に米国の学者が私に幾度もアドバイスをしたのは、「おまえがガバナンス改革をやるという方針は正しい。ただ、1点間違っただけいけないのは、今、アメリカが間違ってしまった点で苦労しているところを絶対やってはいけない。それは何かというと、アメリカのようにボードの改革をすることによって、株主総会の権限を極端にボードに移譲すること。これは絶対にやってはいけない。米国では、この議論が政治的な議論になってしまっていて、権限を株主総会に戻したいんだがなかなかできない。株主総会のほうに権限をもうちょっと戻したいんだができない。どうしてもできない。これは、日本のガバナンス改革が苦労する、おまえらが苦労しているより

も、さらに難しい問題になってしまうかもしれない。この点では日本の制度の方がすぐれている」。

米国の制度では、ボードのところを抱き込めば何とかかなと思うわけです。インセンティブの構造がそうなっている。そうすると、CEOは、何としてでもこのボードのところを巻き込みたいと思うわけです。

ところが、悪いことにアメリカのNYSEの基準というのは、先進国の中で極めて例外的に形式的で数字で決まっているわけです。ロンドンでもドイツでも、パワーポイントをお配りした中に入っていますので、後で見ていただくと分かるんですが、例えば英国であれば独立性について、重要な取引関係の人はだめだけれども、だれが重要な取引関係でないかは、それぞれが判断してちゃんと開示して納得を得てくださいと書いてあるわけです。だから、よく言われているように、その遵守状況とか、不遵守の理由を開示してくださいという義務になっているわけです。

それから、フランスの場合の経済団体が公表しているものも、勧告の遵守状況、不遵守の理由を開示すべきと。ドイツのコデックスも同じです。遵守、不遵守の状況を開示してください。

これに対して、NYSE（ニューヨーク証券取引所）の基準だけが、数字という形で一律義務づけているわけです。例えば過去3事業年度内のいずれかの1事業年度において、その会社と年間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だけの取引関係のある会社は独立性は認められない。それが金融機関の場合には、借入額はカウントしないで、利息その他融資に付随する手数料のみをカウントするとか、細かく決まっているわけです。

ということは、CEOにしてみると、投資家とコミュニケーションする必要はなく、NYSEの基準をとにかく満たすように工夫すれば、ボードを取り込むことができるわけです。それがよく言われている友達が多いとか、大学時代の友人が多いとかいう話なんです。数字をクリアすれば何でもいいということになってしまう。

ちょっと悪い言い方ですけども、私が分かりやすく申し上げるのは、渋谷に行って女子高生をナンパしてください、連れてきてください。その人を取締役にすれば、独立性は満たしちゃうんです。それが今、米国で問われていることである。

コーポレートガバナンスの世界でグローバルに行われている議論というのは、独立性は、マイノリティ・シェア・ホルダーのために保たなければいけない。だけど、一方で、知識を持っている人は独立性がない。そうすると、ボードに独立性を持っている人を入れた上で、知見をどうやって担保していくのか。そこにトレードオフがあるときに、そのトレードオフは企業の性格によってどっちのほうに議論のウエートを置くかが違う。これが、最近国際的に行われている議論なんです。

そう考えると、例えば金融機関で、デリバティブといった難しいものがボードに出てきて、「おれは金融機関の経験一切ないんだけど、これでいいですかと言われても分からない」。だから、米国の金融機関のボードで議論があったのは、リーマンショックで問題が起きた8金融機関について調べてみると、ボードメンバーの3分の2は銀行の経験がなくて、しかも、その人たちは、

リスクマネジメントの委員会とか、そういう重要な委員会に入っていたんだということなんです。

だけど、それを奇禍として、一部の方からは、「だから、アメリカのボードはだめだから、社外取締役は意味がないんだ」という議論が出てきます。これも違って、逆に、知見があれば独立性が担保できる。マイノリティ・シェア・ホルダーのために働くことが約束されるということでも全然ないんです。例えば親会社と子会社の関係、親から子に行っている取締役。それは、もちろん、平時は、取締役は、子会社の社長がさぼってれば、「おまえ、何やっているんだ」と言うかもしれません。その観点では、親から子に来ている取締役は、確かに株主の利益も担保しているかもしれません。でも、親子の関係の取引関係になれば、それは、親会社の利益のために働くよということになり得る。少なくとも子会社の株主がそう疑うことは否定できない。銀行から来ている取締役だってそうです。銀行は、ふだんは、ちゃんとモニタリングしているかもしれない。しかし、会社が倒産しそうになれば、銀行の債権者としての立場と会社の株主としての立場がぶつかり得るわけです。だとすると、やはり、独立性というのは考えていかなければいけないということになってくる。

そこで、この企業統治研究会の報告書がまとめたものは、どういうものになっているかという、1番目を私はとても強調したいんです。この前、「商事法務」に、まさにこのコンファレンスの後援団体の方、中村先生ですか、が書かれているものが出ていて、私は非常に問題と思ったのです。民主主義というのは、議論することによって話が進むと私は思っているので、報告書を別に批判していただくのは全然構わない。ただ、事実はちゃんと伝えていただきたい。ここで、まず1点目決めていることは、まさに少数株主の利益保護が目的だとすると、利害関係を経営陣との間で有していないことが大切です。だとすれば、親会社とか、取引先、メインバンク、それから、親族、こういう人たちは、やはり独立性がないカテゴリーに該当し得るよねと。だからといって、さっきも言ったように、こういう人たちは知識がある。だから、社外役員の人を全部、独立な人にしてくれということとは言わない。それは、かえってガバナンスが悪くなる。なぜならば、一般株主の保護という利益を確保するための「独立性」と「知識」の間にトレードオフがあり得るからです。でも、最低限、一般株主の保護のために、そういう独立な役員、取締役か監査役は存在することが前提だよね。ここは、前提なんです。ここは最低限満たしていなければいけないポイントなんです。その上で、当該企業の性格にとって、投資家と経営側でどれぐらい独立者を入れていけばいいかということが議論できるように、企業側として考え方を開示してくださいということになっているわけです。これが1点目。これ、非常に重要です。

分かりにくいので報道されませんが、私は、ちゃんと説明しているんですけども、こういうところがなかなか出てこないんです。1番目は肝に銘じてください。その上で、取締役か監査役かという議論になってくるわけです。

この報告書の中では、監査役設置会社においても、やはり取締役を置くことは意味があると言っています。社外取締役も団体によっていろいろな考え方がありまして、こちらを後援されている

フォーラムなんかだと監督だと言っていますし、他のところでは、助言とか、あるいは、内部取締役の説明責任が生じるので、説明させるだけでもいいという議論もあります。ここは多様です。ただ、どちらにせよ、そういうのは意味があるだろうという整理をしています。しかし、社外取締役導入の一律義務化はしていません。その理由は以下のとおりです。

例えばトヨタ自動車では、社外から独立性のある人を入れてきて執行をやらせることがあるんです。そのほうが現場感覚がつくので、取締役として機能しやすい。そういう意味では、さっきのトレードオフの存在の中で、知見を積ませたいというところがあるんです。ところが、これは、単純に法律上の理由ですが、一たん執行につくと、どんな独立な人でも、その人は社外取締役にならないんです。

それから、例えば帝人は、ご案内のとおり、大屋さんのいろいろな議論などがありましたので、経営は社員に信じてもらわなければいけないということで、安居一長島さんとガバナンス改革に取り組み、法律が入る前に力の強いアドバイザーリーコミットをつくっているわけです。そこに外国人も入れてきて、がんがん議論して、私たちはこんなに監視されているぞというのを社員に見せているわけです。

しかし、それも法律上のものではないのです。社外取締役を入れていくことにはならない。(今は、帝人は、法律上の社外も少し入れていますが。)ですから、社外取締役は義務化せず、選択制としました。

ですが、何度も言いますが、最初のところの独立の役員、すなわち独立取締役か独立監査役がいることが前提になって、後ろの取締役を導入するかどうかの選択が生まれている。それを証券取引所において枠組みを定めてほしいということで、9月から東証さんのほうで、これをルール化するための枠組みの議論をされると思っています。私自身の期待としては、あまり長くなるのも何ですから、次の株主総会には間に合うようにルール整備をいただきたいと思っています。

後の関係もあるので、この辺で終わりたいと思います。どうもありがとうございました。

○コーディネータ 新原課長、どうもありがとうございました。最初に新原様のご紹介をしていませんでしたので、事後になりましたが、お手元のパンフレットにございます講演者略歴の新原浩朗様のところをご覧ください。

経済の転換期とコーポレート・ガバナンスの在り方

2009年7月

経済産業省産業組織課

にいほら ひろあき
新原 浩朗

シート 1

1. ルール整備をどう考えるのか①

問題は何か？ ➡ マーケットが機能する条件の欠如
解決策(構造面)は何か？

➡ マーケットに関するルールメイク機能の整備と実際のルールメイク
(マーケットが失敗するからという理由で、マーケットを否定することでは
決してない。)

従来の日本は、ルールメイク機能を担う機関は、
「法律(金商法、会社法)+裁判所+役所」。

➡ 日本の将来を考えると、公を担うのは誰であるべきなのか。

公だからといって、公務員(官)だけが担う必要があるのか。
「公」は、「私」が作り上げるものとの発想も日本にもっと必要ではないか？
Ex Take Over Panel(英国)

1

シート 2

1. ルール整備をどう考えるのか②

日本に求められる具体策としては、

①証券取引所の政府から独立したルールメイク機能の明確化
(上場会社に対するルールメイク機能の強化が必要)。

②ヨーロッパ型ルールメイクへの移行

市場関係者を中心とした民間自主規制機関「テークオーバーパネル」の創設とパネルによる自主規制ルール(「コード」)の創設)

ヨーロッパは、EU指令がまとまったことで、コンバージェンスの方向が見えた。

③一般国民のために働く、機関投資家の整備と議決権行使基準の明確化(及び機関投資家の受託者責任の明確化)

④社外要件の独立性の強化および社外取締役のルール化
少数株主保護(一般投資家保護)のための会社内での自律機能の確立。

2

シート 3

2. コーポレート・ガバナンスと10年後、20年後の日本企業の将来像 ①

・諸外国にただちに日本が倣う必要はない。一定の幅で、それぞれ特色、多様性が認められるべき。例外なき一律義務化は効率的でない。

・しかし、**株主の覚醒と経営者に対する対峙という元に戻れない変化の中で、現在の四〇代前後の中堅幹部がトップマネジメントに立ったとき、現在のシステムを維持したままで、果たして円滑に会社経営を行っていけるかどうか**という点が重要。

・日本企業の競争力の源泉は、**長期的視点での投資、積極的なR&D**。
それを続けて、持続的な成長を図るためには、**覚醒した株主とコミュニケーションを取り、納得してもらいつつ進める必要**が出てきている。

➡ 投資、積極的なR&Dについても、これまでの数年間は、たまたま景気も良かったので、十分な利益から、配当による株主還元をしつつ、長期投資にも資金を回すことができた。しかし、これから三年程度は、十分な利益が確保されない事態が続く。いかにして、投資の必要性についての株主の理解を得ていくのか。

➡ **コーポレート・ガバナンス改革の必要性**

3

シート 4

2. コーポレート・ガバナンスと10年後、20年後の日本企業の将来像 ②

・日本企業のこれまでの統治機構においては、株主総会とCEOの間に入るべき、中立的な監督機関が脆弱なため、「株主総会からのダイレクトコントロール」の性格が強く、すべてが株主総会マターになりがちになっている。



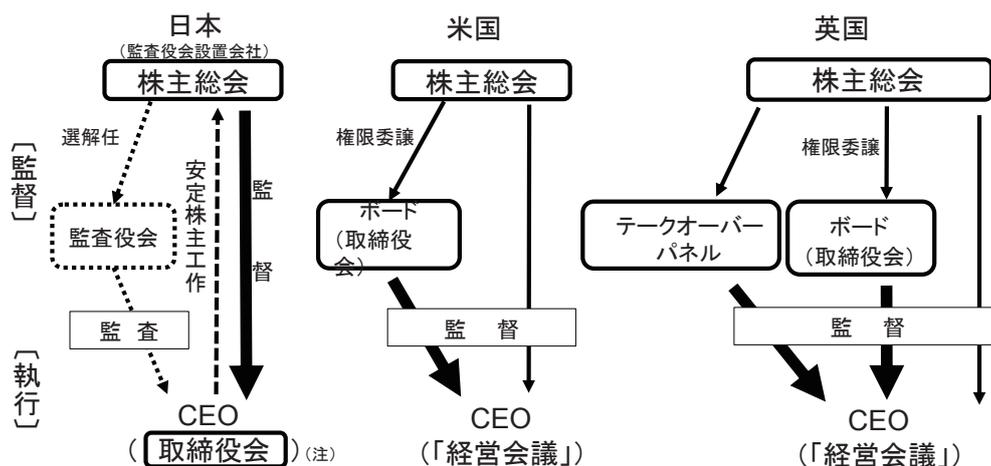
・経営者に近いところで、日常的にモニタリングしている経営感覚を持った独立した人間の必要性。
機関投資家サイドは、そのような独立した人に判断を任せられると知っている。また、何でも株主総会に持ってこられても困るとも知っているのである。

4

シート 5

3. 会社のコントロール・メカニズムと権限配分—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る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、執行機能的側面が大きい。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会にかなり付議されているのが、日本の実情である。

5

シート 6

企業統治研究会報告書について

シート 7

1. 企業統治研究会報告書

近年のグローバル化の進展に伴い、企業統治の改善が大きな問題となっており、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あり。



コーポレート・ガバナンス向上に向けたルールの在り方について検討を行うため、昨年12月に企業統治研究会(座長: 神田秀樹東京大学大学院教授)を設置し、6月17日に、最終報告書を取りまとめた。

7

シート 8

1. 企業統治研究会報告書

企業統治研究会報告書の概要は、以下のとおり。

(1) 社外取締役・監査役の「独立性」について

- ① 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い、独立性を有しているとは言えない場合として、当該企業、子会社、親会社並びに下請企業及びメインバンク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、親族等が該当すること。
- ② 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という、追求すべき二つの価値の間には、トレードオフが認められること。
- ③ したがって、次のとおりの結論とすること。
 - ・ 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(取締役又は監査役)が存在することを前提とすること。
その上で、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かえることは行わないこと。
 - ・ 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、上場企業側の考え方につき、開示の充実等を求めること。

8

シート 9

1. 企業統治研究会報告書

(2) 社外「取締役」の導入について

- ① 監査役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り、その意義は、取締役の業務執行に対する監督に加え、外部的視点からの助言機能に求められること。
- ② 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、あるいは、独立な立場の社外出身の業務執行取締役を選任するなど、制度が要求する以上に、当該企業独自の方法で、ガバナンスに力を入れている企業も見受けられ、そのような企業についてまで、形式的な社外取締役の導入を画一的に押し付けることは、最適な統治構造をつくりあげる上で、かえって妨げになる場合も想定されること。
- ③ したがって、次のいずれかの対応を選択することを上場企業に求めること。
 - ・ 社外取締役を設置し、その役割、機能等について、開示すること。
 - ・ 上記を選択しない場合、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、開示すること。

(3) 枠組みを定める手段の選択について

本報告書の結論に従い、金融商品取引所(東京証券取引所等)において、枠組みを定めること。

9

シート 10

2. 企業統治研究会委員名簿

座長： 神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
阿部 泰久	社団法人日本経済団体連合会 経済基盤本部長
池尾 和人	慶應義塾大学経済学部 教授
岩間陽一郎	東京海上アセットマネジメント投信株式会社 取締役社長
大崎 貞和	野村総合研究所研究開発センター 主席研究員
大杉 謙一	中央大学法科大学院 教授
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
小佐野 広	京都大学経済研究所 教授
神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
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
静 正樹	株式会社東京証券取引所 執行役員
島崎 憲明	住友商事株式会社 代表取締役
関澤 秀哲	新日本製鐵株式会社 取締役
武井 一浩	西村あさひ法律事務所 弁護士
田中 稔三	キヤノン株式会社 代表取締役副社長
谷家 衛	あすかアセ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
築館 勝利	社団法人日本監査役協会 会長
萩尾 博信	株式会社ニッセイ基礎研究所 常務取締役理事
藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
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

10

シート 11

3. MONITORING CORPORATE PERFORMANCE (Boot and Macey, 2004)

トレード・オフ：パラダイムをシフトさせる(1)

1. 客観性と近接性のトレードオフの概要

- 企業経営のパフォーマンスを監視する個人、企業、組織は、モニタリングにおける客観性(objectivity)と近接性(proximity)の間のトレードオフの関係に直面する。
- モニタリング機能の間にトレードオフが存在するのは、密な近接性を手に入れた監視者は必然的に客観性がなく、客観性を有する監視者は経営陣から十分な距離を保つ必要があり、結果、近接性の利点を失うからである。
- 客観性と近接性のトレードオフの関係についての以下の三つのポイントが重要である。
 - ① 監視者が近接性が客観性のいずれかを有していなければコーポレート・ガバナンスの効率的なモニタリングは存在しないこと。
 - ② 監視者一人一人は近接性と客観性を同時には有しえず、近接性と客観性にはトレードオフの関係があること。
 - ③ 客観性と近接性の片方しか有していないコーポレート・ガバナンス・システムは、そうであるにもかかわらずモニタリング能力の弱点を補うことにより成功しうること(具体的には、4. を参照のこと)。

11

シート 12

3. MONITORING CORPORATE PERFORMANCE (Boot and Macey, 2004)

トレード・オフ:パラダイムをシフトさせる(2)

2. 近接性に依拠したガバナンス・システムのメリット・デメリット

- 近接性に依拠したガバナンス・システムでは、監視者が企業と密な近接性を持ち、企業の意思決定に参加し、リアルタイムで執行を監視することができる。
- 一方、これらの近接性は必然的に監視者を内部者にしてしまい、企業によるお抱えにしてしまいがちである。彼ら監視者の意思決定プロセスへの参加は、買収者、取引者、信用格付け会社やアナリストよりも早く情報にアクセスすることになるだけでなく、現経営陣による監視者の抱え込みが最も起こりやすい状況を確立する。
- ドイツ、オランダなどは、この種のガバナンス・システムに該当する。

3. 客観性に依拠したガバナンス・システムのメリット・デメリット

- 客観性は、監視者が、腐敗した、または業績の良くない経営陣に対し制裁を課す可能性を高める。
- しかしながら、客観性に依拠したガバナンス・システムでは、十分な距離が監視者(投資家)と経営陣の間にある。よって近接性は存在しえず、投資家は経営に関するタイムリーな信用できる情報を得られないため、事前に監視・行動をすることができない。
- アメリカなどは、この種のガバナンス・システムに該当する。

12

シート 13

3. MONITORING CORPORATE PERFORMANCE (Boot and Macey, 2004)

トレード・オフ:パラダイムをシフトさせる(3)

4. 緩和要素としての順応性(Adaptability)

- 近接性が客観性かの二者択一の選択において、近接性をベースとしたシステム・客観性をベースとしたシステムのいずれをとっても、そのシステムの欠点を軽減する種々の要素(順応性(Adaptability))が存在する。
- 具体的には、①社外取締役がより独立し、より客観性を有することを保証する方法(社外取締役の指名手続や社外取締役の報酬など)、②株主の権利拡大の方法(議決権行使や敵対的買収者の登場、少数株主の保護の方策など)、③開示と透明性の改善の方法、が挙げられる。

5. 特有のガバナンス

- ガバナンスのアレンジメントはそれぞれの企業や業界のニーズに合わせるべきである。近接性の不利益が大きく出る企業や産業もあれば、経営陣からの距離や客観性のために情報が欠如することがコストとなる企業・業界もある。法的制限が業界特有の選択を妨げていることに留意すべき。

13

シート 14

4. The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis (OECDレポート, 2009)

- ボードの能力は外部者から判断することは極めて困難であるし、事実関係を確かめることも難しい。それでも、銀行のボードは銀行業務や金融業務の経験を欠いているとしばしば主張される。ある研究によれば、8つの米国の主要金融機関において、3分の2の取締役は銀行業務の経験が全くなかった。さらに、金融業務の経験のない取締役の多くが監査委員会やリスク委員会など高度に技術的な委員会のメンバーになっている。
- アメリカでは、監査委員会に関する上場規則やSOX法のルールが問題を増幅させている。あるヘッドハンターの言によれば、SOX法の予期せぬ結果の一つは、独立性の強調がビジネス知識のある多くの人をボードでの地位から退けてしまったことである。別のヘッドハンターによれば、人々は、洗練された金融商品やその価値についてよく分からないと感じているため、銀行のボードに参加することにナーバスになっている。
- 中心的な問題は、大規模かつ複雑な企業におけるボードの効率性と、リスクマネジメントシステムの運用に関するものである。いくつかの事例においては、独立取締役に関する問題は、ネガティブリストに偏りすぎており、資質(qualification)や適格性(suitability)といった事項が二の次にされてしまっている。多くの金融機関がボードの構成を変えようとしている事実は、この仮説を支持するものであろう。

14

シート 15

5. その他の問題 ~ ヨーロッパ型ルールメイクへの移行

会社のコントロール権の帰趨・移転を第一義的に誰が決めるのか

無論、概念的には株主だが、イコール株主総会ではない。

会社内部で決める(問題ある場合は、裁判所へ)か、会社外部で決めるのか。

我が国は、これまで、「内部」で来ているが、これを貫くなら、企業のアカウントビリティ、信頼可能性の確保が不可欠(企業統治改革が不可欠)。

- ➡ 内部ですべて処理するのは困難ではないか、後者へのかじ切が必要(欧州型)。
- ➡ 我が国では、経営者と買収者が時間をかけて膨大な議論。その過程で、弁護士事務所などが莫大なレントを取得。
- ➡ 経営者、買収者双方にとって望ましくない。裁判所も不安定な判断で、企業経営にとっての予測可能性が少ない。
- ➡ マイノリティにとどまり配当のみを期待しコントロールプレミアムを与えないか、全責任をもって経営する覚悟を求めるか(全部買付義務)、のいずれかを義務付けるべきではないか？
- ➡ そもそもこれを義務付け(代わりに買収防衛策を採ることを困難にする)。

15

シート 16

議決権行使基準(受託者責任)の明確化

素人による運営を排除して、素人のための株主構成をどうつくるのか。

- ➡ 機関投資家を通じた株式投資の促進と機関投資家による議決権行使基準の明確化(受託者責任の明記)。

これを前提とした、従業員による自社株式導入促進と一般個人(サラリーマンなど)の機関投資家を通じた株式購入促進。

16

シート 17

派遣切りなどに端を発する 従業員 VS 株主の議論

厳しい環境下においてこそ、R&D投資、設備投資をすべきことを明確に旗ふる必要がある。

- ➡ 内部留保、利益を使って投資した方が、無理に人員抱えるより、将来の雇用吸収力は大きいと主張すべき(パイの食い合いからパイを大きくする議論へ)。

17

シート 18

英国M&A制度研究会報告書に関連して



18

シート 19

1. 英国型(EU型)M&A制度を検討する必要性

1. 我が国の証券市場における少数株主保護の促進

○我が国証券市場については、マーケット参加者の大多数を占める「少数株主(minority shareholder)」の利益を保護するルールが不十分。

○投資家を呼び込むためには、株式取引において、少数株主の利益が保護される仕組みを整備することが必要

2. 市場関係者の専門的知見を活用 = 「公」を「民」が担う

○M&A規制等の「公の役割」は、官(=「法律(会社法、金商法)+裁判所+役所」)が担ってきた。

→市場関係者ではない者による規制・裁定・・・実務の考え方からの乖離・低い予見可能性
官によるルール運用(法律改正・裁判)・・・迅速な運用が困難

○M&A分野においては、専門的知見を有する市場関係者による規制が重要=「民が公を担うべき」

→実務に精通した専門家による規制・裁定・・・プリンシプルに基づいた合理性・納得性・予見可能性のある規制運用が可能

→民間による規制・・・手続が簡略化され、より迅速なルール運用が可能



○英国型(EU型)のM&A制度は、以下の特色を有している。

①会社を支配しようとする者に全部買付義務を課すなど少数株主保護をプリンシプルとしたルール

②テイクオーバー・パネルという市場関係者の自主規制団体による規制方式

⇒これらを我が国に導入することは、国内外の投資家が安心して投資できる環境や、M&Aがより適正かつ円滑に行われる環境の整備につながり、日本経済の活性化に資するのではないか？

19

シート 20

2. 「英国M&A制度研究会」で、英国のルールの実態を詳細に調査

- 経済産業省も、ライツ・プランの導入をはじめとして、従来は、米国の規制制度を導入することを中心に政策展開を行ってきたところ。日本においては、英国の規制制度の中身や運用実態についての詳細な研究は、学界を含めて、これまでほとんど存在せず。
- このような現状に鑑み、経済産業省と金融庁とのイニシアチブの下、法務省及び東京証券取引所の参加も得て、(財)日本証券経済研究所に、証券業界関係者、法学者、政府関係者有志などからなる「**英国M&A制度研究会**」(座長: 神田秀樹 東京大学教授)を2008年8月下旬に立ち上げ。
 - ・英国ルールと実際の運用状況についての事前研究に加えて、実際に英国に主要メンバーからなるミッションを派遣し、先方の全面協力の下、英国テイクオーバー・パネルについての調査を実施。これらの結果を踏まえ、報告書を本年6月を目途に取りまとめ・公表。
- 国際的にみると、「EU企業買収指令」が採択され(2004年)、これが英国のルールを基礎とするものであったため、英国型のルールがドイツ、フランス等も含めてEU各国のスタンダードとなったところ。我が国へのルール導入の参考に資するため、近年導入を行った香港、ドイツについても調査。

20

シート 21

3. 英国型M&A制度の特色

○我が国のM&A制度 ⇒ M&Aを巡る紛争が司法の場に持ち込まれ、決着する米国型がベース。時間と費用のコスト大。



○英国型制度 ⇒ 買付規制が厳格で予見可能性大。自主規制機関(テイクオーバー・パネル)が自主規範(テイクオーバー・コード)に基づき、個々の案件について素早く裁定。

【M&A制度にみる米国型と英国型との違い】

英国型(EU型)		米国型
民間の自主規制機関が制定したルール (英国テイクオーバー・コード) → 少数株主保護等の一般原則に基づき、予見可能性が高い	ルール	法令 米: 証券法・州会社法・SEC規則など 日: 金融商品取引法・会社法など
民間の自主規制機関 (英: テイクオーバー・パネル) → 市場関係者の出向者を活用し、実務の現実に即した判断が可能	規制機関	政府機関 米: SEC(証券取引委員会) 日: 金融庁
事前規制 英: パネルがコードに基づき買収の適否をリアルタイムで裁定。裁判所はパネル判断に介入しない。 → MAを巡る手続きが、迅速に裁かれる。	規制の種類	事後規制 米・日: M&Aを巡る紛争は裁判所で時間をかけて争う。
強い 英: 30%以上の議決権を取得した場合の全部買付義務や厳格な買収資金の存在証明制度などが存在。	少数株主保護の色合い	弱い 米: 全部買付義務なし。取締役会の裁量性が強い。 日: 原則、全部買付義務なし(公開買付により2/3以上の議決権を取得する場合のみ、全部買付義務)。
原則禁止	買収防衛策	導入・発動が可能

21

シート 22

4. 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、英国における買収等に関するルールであり、英国の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年英国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など、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

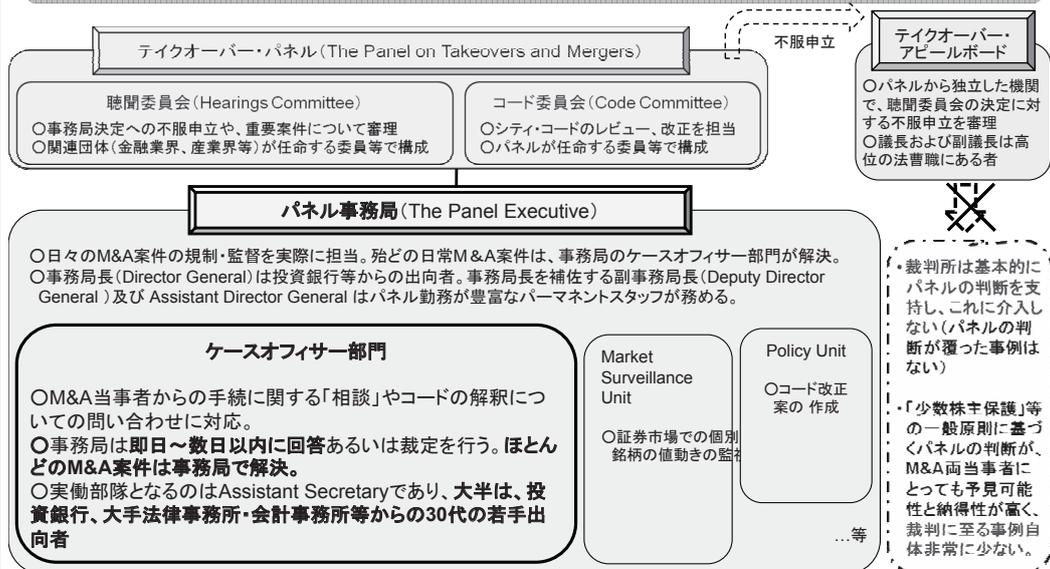
項目	概要
全部買付義務 (mandatory offer)	・30%以上の議決権に係る株式を取得した場合には、すべての株主に対して、過去12ヶ月間の最高買付価格で、現金を対価として公開買付を行い、応募のあった全ての株式を取得しなければならない。 ⇒特定の株主が会社の支配権を取得した場合には、他のすべての株主に売却の機会(当該会社から離脱する機会)を公平に与えるべきという少数株主保護の原則に基づく。
潜在的な買付者の公表	・公開買付の可能性がある者は、買付けの可能性に関する情報の公表を求められることがある。 ・買付者が買付けの可能性を公表した場合、パネルは、一定期間内(例えば6週間)に公開買付を行うか否かを明示するよう求めることができる。買付けを行わない場合、その後6ヶ月間、買付け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 Principle6)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、買付者は買付けに要する資金の調達が可能であること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(買収防衛策)を採ってはならない。

22

シート 23

5. 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年英国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。



23

シート 24

6. 英国M&A制度研究会委員名簿

座長 委員	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	阿部 泰久	日本経済団体連合会経済基盤本部長
	上村 達男	早稲田大学法学学術院長・法学部長
	大神 貞和	野村総合研究所研究開発センター主席研究員
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	佐賀 卓雄	日本証券経済研究所理事・主任研究員
	柴田 拓美	野村ホールディングス株式会社執行役副社長兼COO
	田中 亘	東京大学社会科学研究所准教授
	野田 博	一橋大学大学院法学研究科教授
	藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	松尾 直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授
	矢内 裕幸	早稲田大学法学学術院客員教授
	柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科准教授
オブザーバー	三井 秀範	金融庁総務企画局企業開示課長
	河合 芳光	法務省民事局参事官
	新原 浩朗	経済産業省経済産業政策局産業組織課長
	平田 公一	日本証券業協会常務執行役
幹事	河野 秀喜	東京証券取引所上場部長
	熊谷 真和	森・濱田松本法律事務所弁護士
	河村 賢治	関東学院大学経済学部准教授
	渡辺 宏之	早稲田大学法学学術院教授
	萬澤 陽子	日本証券経済研究所研究員

24

シート 25

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。

シート 26

1. 会社のコントロール・メカニズムと権限配分

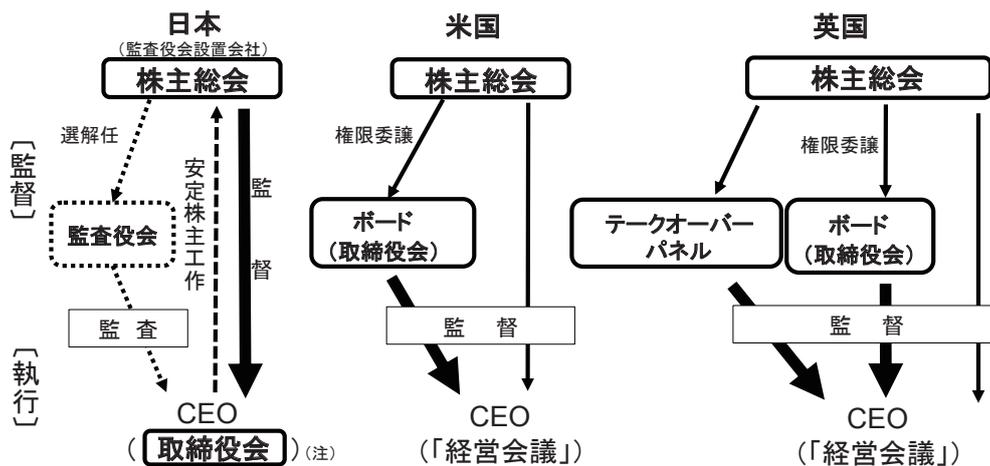


26

シート 27

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る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、執行機能的側面が大きい。
 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「引つ張られ」、
 実体上、執行的案件が取締役会にかなり付議されているのが、日本の実情である。

27

シート 28

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)。 ※監査役(監督機能的) <ul style="list-style-type: none"> ・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) 	<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。 <ul style="list-style-type: none"> -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。

28

シート 29

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	執行と監督が分離していない <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、業務執行機関の側面が大。 ・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)。 	執行と監督が分離 <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、取締役に執行的機能がかなり付議されるのが実態。</p>		
構成員に関する規定	■ 監査役会 <ul style="list-style-type: none"> ・半数以上の「社外」監査役で構成 	■ 3委員会 <ul style="list-style-type: none"> ・各委員会を、過半数の「社外」取締役で構成 	■ 取締役会 <ul style="list-style-type: none"> ・過半数の「独立」取締役で構成 ■ 3委員会 <ul style="list-style-type: none"> 各々、「独立」取締役のみで構成 	■ 取締役会 <ul style="list-style-type: none"> ・過半数の「独立」取締役で構成 ■ 3委員会 <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%		「独立」取締役 約80%	「独立」取締役 約60%

29

シート 30

4. 社外役員の独立性とその在り方



30

シート 31

4. 社外役員の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、
①親会社のCEO等
②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
③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。

31

シート 32

(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（社外監査役の要件厳格化や社外監査役の人数増加等）などを含む提言が公表され、議論が開始。

(改正の概要)

①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

②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）

③ 監査役機能の強化

- ・社外監査役の要件厳格化（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員数増加（「1人以上」を「**監査役の半数以上**」に改正）
- ・監査役の任期を、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③による改正後の監査役の社外要件と同様。

32

シート 33

4. 社外役員の独立性とその在り方(2)－各国比較① 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

33

シート 34

4. 社外役員の独立性とその在り方(3)－各国比較② 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	<p>・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</p> <p>監査役は執行役、支配人を兼務することができない(※3)</p> <p>2名以上の元執行役が監査役になるべきではない。</p> <p>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</p>
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	
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	
長期の在任関係	・在任期間が12年を超えないこと	
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	
<small>※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</small>		

34

シート 35

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、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

① 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

② 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。

① 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。

② 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託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託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。

35

シート 36

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ると推測される。

36

シート 37

4. 社外役員の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。

37

シート 38

4. 社外役員の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。

38

シート 39

5. 社外取締役の人数を巡る問題



39

シート 40

5. 社外取締役の人数を巡る問題(1)

○ 独立役員の意味

- ① 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)。
- ② 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、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

- ③ 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。

40

シート 41

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
3NTT	12	2
4NTT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
13JT	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
20JR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
24KDDI	11	3
25日立製作所	13	5
26JFEHD	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
31JR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

41

シート 42

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～



42

シート 43

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”)。

43

シート 44

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。

44

シート 45

2. 企業統治の多様性と最低基準



慶應義塾大学経済学部教授 池尾和人

○コーディネータ つづきまして、2人目のご報告者ですが、慶應大学教授の池尾和人先生に「企業統治の多様性と最低基準」というテーマでお話をいただきます。先生は、金融審議会のスタディグループの座長を務められております。そういう観点からお話をいただけるものと思います。それでは、よろしくお願ひいたします。

○池尾 慶應大学の池尾です。今日は、どうかよろしくお願ひします。

本日は、私個人としての意見を述べさせていただくわけですが、私が今日ここに呼ばれたのは、金融審議会のもとに設置されています「我が国金融資本市場の国際化に関するスタディグループ」の座長をやって、最近、上場会社等のコーポレート・ガバナンスに関する報告を取りまとめたということがあったからだと思いますので、スタディグループの議論についても触れながら意見を述べさせていただきたいと思ひます。

シート2をご覧くださいたいんですが、報告タイトルは「企業統治の多様性と最低基準」、ミニマムスタンダードという意味です。このタイトルどおりのことをお話ししたいということです。

企業統治というのは、基本的に多様なものだ。企業統治の望ましいあり方というのは一義的に決まるものでなくて、その企業が置かれている状況、あるいはその企業の規模とか発展段階、成熟期にある企業なのかどうか、そういうことで望ましいコーポレート・ガバナンスのあり方は当然変わってくる。機械的、技術的に決まってくるものではないという意味において、本来、多様性を認められるべきものだというのが一方にあるわけです。それはそのとおりのみならず、だからといって何でもありということではなくて、基本的に満たされるべきミニマムスタンダードというのは多様性を認めた中でも当然あるだろうということをお話ししたいということです。

コーポレート・ガバナンスということの理解の仕方もいろいろありまして、それだけでも議論になったりするわけですが、私としては、「はじめに」というところに書かせていただいていますように、現実の特に規模の大きな企業を考えた場合には、異なった利害関心を持つ諸々の主体から構成されているわけで、企業統治というのは、「企業にかかわる種々の主体間の利益相反をうまく解決し、効率的な企業活動を実現するための枠組み」というような意味でコーポレート・ガバナンスということを理解しております。

もう少し狭く言うと、「経営者を規律づけて、効率的な企業活動を遂行させるための枠組み」がコーポレート・ガバナンスなんだと思っているわけです。そういう意味のコーポレート・ガバナンスに関しては、当然、企業に資金を提供している主体である投資家も利害関係者の一人とし

て関心を持たざるを得ない。そうであれば、日本の金融資本市場の競争力強化ということテーマにしている金融審のスタディグループも、当然、投資家が関心を持たざるを得ない事項に関しては、資本市場の競争力強化ということとの関連で関心を持たざるを得ないということで、昨年秋から今年の春にかけて上場企業等のコーポレート・ガバナンスのあり方について検討してきたわけです。

経済学の分野では、NORTH-HOLLANDという出版社からハンドブックシリーズというのが出ていまして、それが割と権威のあるリーディングスになっているわけです。そのエコノミクス・オブ・ファイナンスの巻のトップはコーポレート・ガバナンスというテーマになっている時代なわけです。

そこでは、企業統治にかかわるさまざま諸側面とでも言ったほうがいいかと思いますが、そういうものとして5つ挙げられています。

①が大株主の存在ということで、これはもう少し広げて言うと株主構成のような話です。株主構成のような話は、当然、1つの側面として重要だと。

②が敵対的企業買収と委任状争奪戦となっていますが、これは、言ってみると、いわゆるマーケット・フォー・コーポレート・コントロール（企業支配権の取引の市場）として株式市場が機能しているのかどうかという話です。

③が取締役会ということで、これがより広く言うとガバナンス機構のあり方ということで、今日のフォーラムのメインテーマにかかわる側面になるわけです。

④が収益連動型の報酬制度、ストックオプション等が代表的ですが、そういうものが1つの側面としてある。

⑤に、株主代表訴訟に象徴されるような経営者の受託者責任を明確化し、投資家を法的に保護するような枠組みのあり方ということが挙げられています。

ハンドブックにはこの5つが挙げられているんですが、レジュメの2ページに行ってください、日本の現実を考えると、さらに追加的な側面として、⑥として主要債権者による代表的監視というのは、我が国ではお馴染みのメインバンク制等の話の側面があるわけです。また、⑦として従業員による内部規律づけというメカニズムも考えられる。

②の株式市場がマーケット・フォー・コーポレート・コントロール（企業支配権の市場）として機能しているかという話は、公開会社に限られる話ですけれども、②を除くとほかの側面は非公開会社の場合も共通した話です。公開会社の場合には、⑧として資本市場のルールによる規律づけというものに服さなければいけないという話と、他方、公開会社の場合の利害関係者としての投資家は極めて広い範囲に及ぶということです。公開会社の場合の利害関係者としての投資家というのは、決して既存の株主に限定されるものではなくて、潜在的な株式取得の可能性がある者全般に原理的には及ぶという特徴があると思います。

これらの側面があるわけで、金融審議会のスタディグループの報告書では、ガバナンス機構の

ことだけを取り上げたわけではなくて、最後に挙げました資本市場ルールのあり方についても関心を持って取り上げているわけです。というのは、残念ながら我が国においては株主、特に少数株主の利益を損なうことになるのではないかと見られるような公開会社による資金調達、資本政策が見られる。資金調達とか資本政策における問題行動みたいなものが少なからず見られるという現実があるので、その観点から資本市場ルールの改善について提言したということで、项目的には新株発行等、特に第三者割り当てです。大幅な希釈化が生じるとか、企業支配権の移動が生じるような第三者割り当て増資を平然と行うことがあっていいのかという当然の疑問があるので、そういう問題とか、少数株主を追い出すキャッシュアウト、あと、グループ化、子会社上場、株式の持ち合い等の項目を取り上げて、それらについてのルール整備等を提言したということがあります。

本来申し上げたいテーマに移っていきますが、先ほど申し上げた企業統治にかかわる幾つかの側面のうちの①が株式の保有構造という観点ですが、この株式の保有構造という観点だけから見ても、企業統治は基本的に多様なものであるしかないということが言えるということを改めて次に確認しているわけです。

すなわち、株式の保有が分散化しているような場合、分散保有というようなケースにおいては、経営者に対して規律づけのための働きかけをする、経営者を規律づけるような何らかのアクションを起こすことが株主全体の利益になる場合であっても、株主間で集团的行動（コレクティブアクション）を組織することが、数多くの株主の間で協調行動を組織しなければならないことになり、非常に難しいということで、結果的にそうした働きかけが行われがたいという問題が起きます。それゆえ経営者にとっては、分散化している株主は脅威ではないという話になって、こういうケースでは、経営者と外部の株主の間の利益相反問題が潜在的に存在することになるわけです。

最も伝統的にはコーポレート・ガバナンスの議論というのは、所有と経営が分離していて、しかも株式保有が分散化しているような企業、私は、そうしたタイプをそういう議論を最初にやった学者たちの名前をとってバーリー＝ミンズ型と呼ぶことにしています。バーリー＝ミンズ型の企業を前提にして、経営者をいかに株主の利益に沿った形で行動するようにコントロールするか。そういう問題として、コーポレート・ガバナンスの問題は議論されてきたと思いますが、先進国を含めて株式保有が分散化している企業ばかりかというのと、大株主が存在するような企業というのは、大企業であってもファミリーファーム等の形でかなり存在している。そういう一人で支配的な割合の株式を保有している大株主が存在するような場合ですと、集団行動をとらなくて自分一人でオーケーなわけですから、経営者に対して必要な働きかけをしなければいけないということになれば、当然、自分一人でやれるわけですから、経営者に対する株主のコントロールは非常にききやすいわけです。

そういうケースでは、支配株主と外部の少数株主の間の利益相反が潜在的に最も重要な問題に

なるということで、株式保有構造のような一側面をとっても、そこが違くと潜在的に最も重要な利益相反の問題の所在が変わってくるわけですから、それに対する回答のあり方も当然変わってくるということです。望ましい企業統治のあり方というのが機械的で、技術的にあらゆる企業に共通して当てはまるものとして存在しないことは明らかだということです。

そういう意味で、企業統治のあり方に関して多様性を認めるべきだという意見に関しては、私は全面的に賛成であって、多様性は当然認めるべきだと思っているんです。しかしながら、それは企業統治のあり方は全く任意でいいという話ではなくて、やはり、ある種のミニマムスタンダードのようなものが考えられるということで、多様性を認めるということとミニマムスタンダードを想定するということは決して矛盾する話ではなくて、極めて両立する話だということを申し上げたいわけです。

本題のガバナンス構造の話に焦点を当てることにいたしまして、内部取締役と外部取締役のそれぞれの役割とか、それらの組み合わせがどうあるべきかという問題について考えてみたいと思います。

そういう問題を考えるのに役に立ちそうな分析を1つご紹介したいということで、これは、3ページの下の注のところにつけておきましたように、ブートほかの方の分析のエッセンスのようなものを私なりに勝手に要約してご紹介するということです。

企業統治（コーポレート・ガバナンス）の定義は、最初に申し上げましたが、それをせんじ詰めて究極的に考えると、抽象度が非常に高い形ですが、経営者の暴走を止めるのが企業統治の役割だろうという理解に立って問題を考えてみたいと思います。

タイムラインを想定するというので絵をかいていますが、経営者が意思決定をしたときを時点0というように考えています。ここで経営者が正しい意思決定をしてくれているならいいんですが、誤った意思決定を経営者がした。例えば採算に乗らないような投資案件を採択して、むちゃな投資をやるとうようなことを決めたとしましょう。そういう意思決定が行われたのを時点0とします。そこで意思決定が行われても、実際にプロジェクトが始まるまでにちょっと間があるとして、プロジェクトが実際に始まる時点を時点1と考えて、プロジェクトが進行して、プロジェクトが終了して最終的な結果が出るのが時点2。間違ったプロジェクトが行われたのだとすると、悲惨な結果が訪れるのが時点2と考えるわけです。

そうすると、経営者による意思決定を是正するチャンスとしては2つの機会が考えられるということになりまして、1つは事前の是正の機会と書いてありますが、経営者が意思決定をしたんだけど、プロジェクトが実際に始まる前にちょっと考え直してくださいということでストップをかけるということです。事前の是正ができると損失は発生しない。

しかしながら、事前に止められなくて、プロジェクトが走り出してからでもストップをかけることはできるわけですし、プロジェクトが走り出したのだけれども、最終結果が出る前にストップをかけるということは考えられる。それが事後の是正機会。走り出してから、ようやく是正で

きたときには損失がある程度発生せざるを得ないので、その損失の額をここではC 1と書いています。

それから、最終的に是正できなくて、プロジェクトが全部完遂されてしまったということで悲惨な結果が出た場合には、損失がC 2まで拡大するというような状況を想定します。

そうしたときに、内部取締役と外部取締役を考えると、申し上げたいことは非常に単純であって、内部取締役は事前の是正を行う上において優位性を持っているということです。外部取締役というのは逆で、事後の是正を行うのに優位性を持っている。そういう差があると考えられるだろうということです。

というのは、事前には是正しようと思うと、経営者の頭の中にあるだけで、実際のプロジェクトがまだ始まっていない段階でストップをかけるということになると、ある程度インサイドインフォメーションにアクセスできていなければ到底無理なわけです。言いかえると、企業の内部事情に精通していないと事前には是正することはやりようがないわけでありまして、これは外部取締役には無理だろうということです。

外部取締役は、よく言われているように、当該の企業の業務内容に精通していないわけですから、プロジェクトがまだ始まりもしない段階で修正を求めることは無理だと。それができるのは内部取締役に限られるでしょう。内部取締役は、インサイドインフォメーションにアクセスできる度合いが高いから、それができるでしょうと。

ただ、そうは言っても、100%確実に内部取締役が事前の是正ができるかということ、まだプロジェクトが始まらない段階では、内部情報にアクセスできるからといっても100%正確な情報が得られるわけでもないし、現実的に考えると、いわゆるしがらみがあるから、できないかもしれないけれども、ある程度事前の是正を行う能力は内部取締役に対して期待できる。

それに対してプロジェクトが始まってしまえば、経営者が実際どんなことをしているかはある程度分かるわけですから、とんでもないプロジェクトだということは外部取締役から見ても理解できるようになるわけで、事後の是正に関しては、情報上の優劣というより、是正の必要があると思ったときに、それをちゃんとやれるかどうかのほうが非常に重要で、内部の取締役はさまざまなしがらみが伴っているのだから、客観的には是正をすべきだと思われる事態になっても、そうした是正行動を100%確実にとれるとは限らないという問題がある。それに対してしがらみのない外部取締役は、情報がはっきりと分かるようになった後においては確実な是正行動ができるはず。内部取締役と外部取締役については、そういう優劣がある。

繰り返しますが、事前の是正に関しては内部取締役のほうが外部取締役よりも優越するけれども、事後の是正については外部取締役のほうが内部取締役に優越するという関係を想定することができると。

そういうことになると、経営者が誤った意思決定をして、誤ったプロジェクトを行うことによって企業価値が破壊される事態をできるだけ回避するという観点からすると、どれぐらいの内部取

締役を入れ、どれぐらいの外部取締役を導入すべきかというのは、C1とかC2といったコストの大小とか相対関係に依存して変わってこざるを得ないということになります。

要するに、事前に是正できないでプロジェクトが始まってしまうと、そこそこ大きな損失が出ざるを得なくて、一たん始まった後でストップをかけてもほとんど仕方がない。始まる前に是正しないことには、損失は避けられないというような状況、こういうのはプロジェクトの可逆性がない場合と言っていいと思います。要するに、取り返しがつかない性質がプロジェクトにおいて非常に高い場合です。非可逆的な場合には、始まってしまったら、最後まで行ってしまうのとあまり大差がない。だから、始まる前に止めなければいけないというケースにおいては、やはり、内部取締役のほうが大切で、内部取締役中心のボードのほうがいいんだという答えが出る場合があるということです。

これまで日本の企業が行っているプロジェクトについて非可逆性が非常に高かった、一回やると取り返しがつかない性質が多かったということであれば、内部取締役中心でやってきたことはそれなりに意味があったという話もすることができると思うんです。

ところが、逆の可逆性が高い、取り返すことがある程度つくという場合であれば、とにかくストップをかける、是正の漏れを少なくすることが重要になりますから、その場合には客観的に振る舞える外部取締役の存在が絶対要するという話になる。

ここでも、やはり、多様性ということが企業統治については言えるわけです。C1とかC2がどういう大きさで、どういう相対的な関係になっているかというのは企業によって随分違うわけで、どのような性格のプロジェクトをやっている企業かということによって違ってきますから、そうすると、そういう企業の特性に応じて取締役会の最適な割合が当然違ってくるということで、そういう意味で、やはり、企業統治の多様性が言える面があるわけです。

分かりづらい表現かもしれませんが、トレードオフがあったときに最適な場所を選ぶときに内点と端点という言い方をしていまして、端点というのは文字どおり端っこという意味です。トレードオフがある場合に最適な組み合わせというのは、例えば10人取締役を選ぶとした場合に外部が2人、内部が8人か、外部が4人、内部が6人、そういう違いはあるだろうと。内点の場所が違うということは、さっきから言っているようにプロジェクトの性質の違いによってあるだろうと。

そういうことを考えても、端っこになるということは、まずあり得ないという話ができるはずで、要するに、C1とかC2の相対的な大きさとか、絶対的な大きさは企業によって違うだろうから、どれぐらいを内部の取締役にして、どれぐらいを外部の取締役にするかという割合は違うという意味での多様性は生まれてくるだろうが、端っこになるというのはまず考えられない。端っこになるというのは、全員内部にする取締役会が一番いいんだとか、全員外部にする取締役会がいいんだという、そういう端点が最適解になる可能性はあり得ない。

いくら内部取締役が重要だというケースにおいても、社外取締役は1人以上いて当たり前だと

いう結論が出てきて、そういう意味で多様性はあっても、企業統治に関するミニマムスタンダードとして外部取締役は1人以上いて当たり前だということが、ある程度抽象度の高い話のレベルですけれども、確認できるということです。

ただ、今申しましたような話は、何遍も繰り返していますように、かなり抽象度の高い話ですから、そういう抽象度の高いモデルで言っている外部取締役なるものの現実的対応物というのは、文字どおり現実的意味での外部取締役とは必ずしも限らないわけでありまして、日本の現実においては社外監査役であるということも考えられないわけではない。ということで、社外監査役が1名以上いれば、それでいいはずだという議論も分からないわけではないわけです。

しかしながら、モデルの中で機能的なポイントとして外部取締役に期待していた面というのは大きく2つあるわけで、1つは、しがらみがないということで、情報さえ与えられれば正しい判断をする意欲があるということが1点。もう1つは、そういう是正行動を実際にとる能力がある。この2つが充足されていないと対応物にならないわけです。だから、しがらみがないということが重要で、その点では社外取締役・監査役に関する独立性要件の定義という話は見直す余地があって、現在の我が国の場合は、業務執行していないという要件は当然として、もう1つの要件は従業員でないということに非常に関連した形で社外性を規定しているわけですが、ここでの議論を踏まえると、そうではなくて、利害関係性がない。経営者との間で強い利害関係を持っていない。従業員であるかどうかというよりは、利害関係がないかどうかということで定義されなければいけないということです。

それから、是正行動をとる能力がなければならぬわけですが、その是正行動をとる能力が監査役の場合について十分と言えるのかどうかということについては、限界があるのではないかと指摘が行われていることはよくご存じだと思います。

終わりに、形式よりも実質が大事だというのは、そのとおりと言えはそのとおりで、形式ではなくて実質に着目すべきだという議論は非常にもっともらしい議論で、それ自体が間違っているとは言いきりません。しかしながら、今議論しているような公開会社のコーポレート・ガバナンスということを考えますと、公開会社の利害関係者としての投資家というのは、最初のほうでも述べましたように、今、株を持っている人だけが利害関係者としての投資家とはならないわけです。

株式を公開しているということは、国民の誰であっても、いや外国人であってもいつでも株を買ってくださって結構ですという状態にしているということですから、そういう意味では、潜在的な株式取得の可能性のある者全般に及ぶわけですから、そういう極めて広い範囲のものに対して説明責任を果たしていくということを考えた場合に、形式的な分かりやすさというのは、実は実質的な意味を持つということで、形式ではなくて実質と言っても、形式を伴わない実質は少なくともアカウントビリティという要件から言うと実質たり得ないという問題があると思うのです。

だから、日本の制度の実情を外国の投資家は知らないのではないかという指摘もあったわけですが、それを知らないほうが悪いんだと言い切れないのが公開会社だということを踏まえていただかなければならない。もちろん、外国の投資家にも日本の実情とかは勉強してもらいたいと思いますけれども、知らないやつが悪いんだというのは、公開会社の態度ではないわけでありまして、やはり、公開会社というのは説明をする義務があるわけで、単に話せば分かるだけでは、公開会社の説明責任としてはなかなか難しいところがあって、形式的な分かりやすさというのが大切ではないかということで、そうすると、例えば社外取締役を導入するというのは投資家に対する説明責任を向上させる上で、相対的に費用のかからない非常に効果的な方法だと言えるのではないかということです。

あと、金融審のスタディグループの報告書では、それ以外にも、先ほど新原さんの報告にもありましたけれども、投資家による議決権行使等をめぐる問題も重要な問題としてあるわけで、そういうのにも触れております。それから、上場会社等のコーポレート・ガバナンスにかかわる規律づけをどうするのか。法律のレベルでやるのか、取引所ルールのレベルでやるのかという問題についても取り上げていますが、もう時間も来ておりますので、ここでは言及することは省略させていただいて、私のとりあえずの報告はこれで終わらせていただきます。ご清聴、どうもありがとうございました。

○コーディネータ 池尾先生、どうもありがとうございました。

金融審議会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告の概要

市場における資金調達等をめぐる問題

少数株主等の利益を著しく損なうような資金調達等を防止するため、上場会社等の資本政策をめぐるかバナンスを強化

1. 新株発行等への対応

- 第三者割当増資について、資金使途・割当先の詳細や割当先による資金手当ての方法等の開示。有利発行の可能性がある場合の監査役による意見表明
- 大幅な支配比率の希釈化、支配権の移動を伴う第三者割当増資について、取引所による審査、経営陣から独立した者による意見表明等。問題事案には、上場廃止を含め取引所による厳正な措置
- 経済的にMSCBに類似したスキームに対する、MSCBと同様の規制(適切な開示の確保・転換条件の適正化等)。MSCB等について、発行条件の合理性等に関する開示を拡充
- 当局や取引所等における執行面の充実・連携強化

2. キャッシュアウト(現金を対価として行う少数株主の締め出し)への対応

- 株主の権利を不当に制限するおそれのあるものについて取引所が審査。問題事案には、取引所による厳正な措置
- キャッシュアウトの予定やその具体的内容の開示

3. グループ企業におけるガバナンス

- コーポレート・ガバナンスの原則は企業集団レベルでも実現されるべき旨を明確化
- 親会社の経営に重要な影響を与える子会社の行為等に関して、親会社は、自身の見解と合わせて、子会社経営陣の見解を株主に適切に開示

4. 子会社上場のあり方

- 子会社上場のあり方について、今後真剣に検討。今後も子会社上場が認められていくのであれば、親会社・兄弟会社出身者でない社外取締役・監査役の選任など、親会社の利益相反・権限濫用防止のためのルール整備を検討

5. 株式の持合いへの対応

- 株式の持合い状況についての開示の促進
- 銀行等保有株式取得機種の積極的な活用

ガバナンス機構をめぐらる問題

上場会社等の良質な経営の実現及び投資者の信頼確保の観点から、ガバナンス機構のあり方は極めて重要

1. 取締役会のあり方

委員会設置会社化

⇒ 現状、委員会設置会社はごく一部(東証上場会社のうち 2.3%)。多くの上場会社にとって、近い将来に委員会設置会社化を選択することは現実的でない

独立社外取締役を中心とした取締役会

例えは取締役会の 1/3 又は 1/2 以上を独立社外取締役とする
⇒ 半数以上の社外性が求められる監査役会と重複との指摘。

独立社外取締役の選任と監査役会等との連携

1名ないし複数の独立性の高い社外取締役を選任。監査役会、内部統制担当役員等と連携を図ること、経営に対する監督機能を強化
⇒ 株主・投資者等からの信頼を確保していく上で、多くの上場会社にとってふさわしいモデルとして提示し、それを踏まえ、上場会社は、それぞれのガバナンス体制の内容とその体制を選択する理由を開示

2. 監査役機能強化

- ①監査役監査を支える人材・体制の確保、②独立性の高い社外監査役の選任、③財務・会計に関する知見を有する監査役の選任等を、上場会社に係る望ましい事項として位置付け、各上場会社が取組み状況を開示

3. 社外取締役・監査役の独立性

- 社外取締役・監査役と会社との関係及び独立性に関する会社の考え方についての開示を拡充(子会社上場のケースについては、別掲)

4. 監査人の選任議案・報酬の決定権

- 監査人の選任議案・報酬の決定権を監査役の権限とすることについて検討の促進

5. 役員報酬の開示の強化

- 役員報酬の決定方針及び報酬の種類別内訳等を開示

投資者による議決権行使等をめぐる問題

市場を通じて上場会社等のガバナンスを向上させていくため、投資者が的確な経営監視

1. 機関投資家の受託者責任に基づく適切な議決権行使

- 議決権行使は、機関投資家の受託者責任の重要な要素を構成することの明確化
- 機関投資家による議決権行使ガイドラインの作成・公表、議決権行使集計結果の公表に係る業界ルール等の整備

2. 上場会社等による株主総会議案の議決結果の公表

- 各議案の議決結果について賛否の票数の公表

3. 議決権電子行使プラットフォームの利用促進

- 投資者による議案の十分な検討期間等の確保のため、上場会社による利用の促進

コーポレート・ガバナンスに係る規律付けの手法

- 上場会社について、高い水準のコーポレート・ガバナンスを確保することは、取引所の使命

- 市場監視の中でコーポレート・ガバナンスの充実を図っていくべく、開示の充実

- 上場会社等のコーポレート・ガバナンスをめぐらる法制のあり方については、引き続き幅広く検討を行っていく必要

企業統治の多様性と最低基準

池尾 和人（慶應義塾大学経済学部）

はじめに

現実の（とくに大）企業は、異なった利害関心をもつ種々の主体から構成される組織である。企業統治（corporate governance）とは、広義には「そうした種々の主体間の利益相反をうまく解決し、効率的な企業活動を実現するための枠組み」を意味するということができ、より狭義には「経営者を規律付け、効率的な企業活動を遂行させるための枠組み」であるといえる。企業に資金を提供している主体（投資家）も、利害関係者（stake holder）の一人として、企業統治のあり方に関心をもたざるを得ない。← 同様に、金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」（以下、「国際化SG」と略称する）としても関心。

主な企業統治メカニズムには、HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE, vol. 1A, Chapter 1によれば、次の5つがある。

- ① 大株主の存在
- ② 敵対的企業買収と委任状争奪戦
- ③ 取締役会 ← より広義に、ガバナンス機構
- ④ 収益連動型の報酬制度
- ⑤ 株主代表訴訟（経営者の受託者責任を明確化し、投資家を法的に保護する）

さらに、⑥ 主要債権者による代表的監視や、⑦ 従業員による内部規律付け、といったメカニズムも考えられる。

加えて公開会社の場合には、⑧ **資本市場のルールによる規律付け**に服さなければならぬ。他方、公開会社の利害関係者としての投資家は、既存の株主に限定されるのではなく、潜在的な株式取得の可能性がある者全般に及ぶ。

資本市場ルールの改善

残念ながらわが国においては、(少数)株主等の利益を損なうと考えられるような、公開会社による資金調達や資本政策における問題行動が少なからずみられる。国際化SGの報告書では、そのうち、

1. 新株式の発行等 (とくに第三者割当増資)
2. キャッシュアウト
3. グループ化
4. 子会社上場
5. 株式の持ち合い

を取り上げ、ルール整備等について提言した。

企業統治の多様性

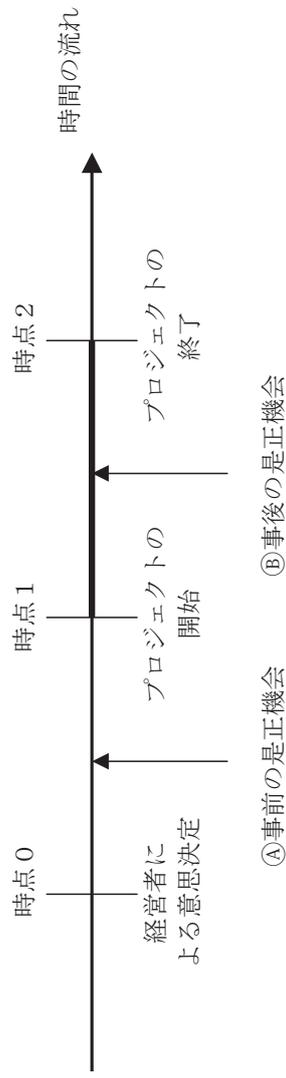
株式の保有が分散化している場合には、経営者に対して規律付けのための働きかけをすることが株主全体の利益になる場合でも、株主間の集団的行動 (collective action) を組織することの困難性から、そうした働きかけは行われがたい。それゆえ、経営者にとつて、分散化している株主は脅威ではない。→ 経営者と (外部) 株主の間の利益相反問題が重要。

しかし、一人で支配的な割合の株式を所有している大株主が存在する場合には、定義的に集団的行動の必要性はなく、その株主は経営者に対して必要な働きかけを行うことができる。→ 支配株主と (外部) 少数株主の間の利益相反問題が重要。

このように株式保有構造の差異等に応じて、問題の所在の重心が異なってくる。したがって、それへの解答としての望ましい企業統治のあり方も一律的なものではあり得ない。しかし、このことは、企業統治のあり方はまったく任意でよく、最低基準 (minimum standard) もあり得ないということでは決してない。

内部取締役と外部取締役

企業統治の究極の役割は、経営者の暴走を止められるかどうかにあるという理解に基づいて、次のようなタイムラインを想定する¹。



経営者の決定が誤ったもの (例えば、不採算な投資案件の採択) であったときに、プロジェクトの開始前に是正が図れたときには損失は生じないが、プロジェクトの開始後によりやく是正できたときには損失 C_1 が発生し、最後まで是正できなかった

¹ 以下の分析は、Boot, A. W. A., Macey, J. R. and Schmeits, A. B., "Towards a New Theory of Corporate Governance: Objectivity versus Proximity" (February 21, 2005) によるものである。

ったときの損失は C_2 に拡大するとする。

ここで情報構造に関して、以下のように想定することにする。これは、外部取締役は当該企業の業務内容に精通していく**はずは）ないとしてもしがらみもないのに対して、内部取締役は当該企業の業務内容に精通しているとしてもしがらみをも**つというトレードオフの1つの定式の例である。

すなわち、事前には是正を行うためには、内部情報が不可欠であり、そうした情報には内部取締役でなければアクセスできない。ただし、時点1以前では情報にノイズが伴い、必ずしも正確であるとは限らない。これに対して、決定（プロジェクト）が実施に移された後では、内部取締役も外部取締役ともにノイズなしに（正確に）同情報にアクセスできるようになる。こうした情報構造の下では、内部取締役は、是正すべきであったにもかかわらず、事前の機会には見逃してしまい、事後になってそのことを知るという場合があり得ることになる。その場合、内部取締役には、事前の機会時における自らの行動を正当化するために（自分の名声を守るために）、事後的にも是正行動をとらないというインセンティブが生じることになる。これに対して外部取締役にはしがらみがないので、必要な場合には必ず事後的には是正行動をとる。したがって、

内部取締役： 事前の是正確率 > 0 、事後の是正確率 < 1

外部取締役： 事前の是正確率 $= 0$ 、事後の是正確率 $= 1$

ということになる。

上述の情報構造に関する仮定その他は、単純化にすぎず、外部取締役の事前の是正確率が0で、事後の是正確率が1といった極端な値をとる必要はない。事前の是正確率については、内部取締役の方が外部取締役に優越し、事後の是正確率につ

いては、後者が前者に対して優越するという関係が成り立てば、以下の議論は本質的に成立する。

すると、内部取締役と外部取締役のいずれが重要かは、 C_1 と $\Delta C = C_2 - C_1$ の大きさに依存していることになる。容易に理解できるように、 C_1 が大きく、かつ ΔC の値が小さいのであれば、事前の是正が重要であり、事後の是正の意義が少ないので、内部取締役中心で構わないことになる。逆に、 C_1 はそれほど大きくないが、 C_2 は大きいのであれば、事前にこだわることが必要は少なく、是正の漏れを少なくすることが重要になるので、外部取締役の存在が不可欠ということになる。

ここでの C_1 と C_2 の値がいかなるものになるかについては、当該企業の事業内容やそれを取り巻く競争環境等に応じて変わってくる。それゆえ、内部取締役と外部取締役の相対的な重要性も、企業ごとに異なったものにならない（企業統治の多様性）。しかし同時に、それは内点解の場所が違うということであって、端点（全員内部、あるいは全員外部）が最適解となる可能性は（ C_2 が無視できる大きさ、即ち、経営者が判断を間違ってもほとんど支障が生じないという考えがたいてい場合を除いて）あり得ない。→ 社外取締役は1人以上いて、当たり前（企業統治の最低基準）。

社外取締役・監査役の独立性

上記のような抽象度の高いモデルにおける外部取締役の現実対応物は、日本の現実においては、社外監査役であるということも考えられないわけではない。機能的な要点は、(1)しがらみがない（Objectivity）ということと、(2)是正行動をとれる能力があるということである。

監査役に関しては、(2)の点で、その権限についての限界の指摘がある。また、(1)の点は、社外取締役・監査役の独立性の定義に関わることになる。

おわりに ― 形式の重要性

形式ではなく、実質に着目すべきだという議論は、一見もつともらしい。しかし、既述のように、公開会社の利害関係者としての投資家は、既存の株主に限定されるものではなく、潜在的な株式取得の可能性がある者全般に及ぶ。いかにして、この潜在的な株式取得の可能性がある者全般に対して説明責任 (accountability) を果たすのかという問題を考えたならば、形式的な分かり易さに実質的な重要性があることが理解されるはずである。

例えば、社外取締役の導入は、投資家に対する説明責任を向上させる上で、相対的に費用のかからない効果的な方法であるといえる。

なお、国際化SGの報告書では、以上の論点の他にも、投資者による議決権行使等をめぐる問題や上場会社等のコーポレート・ガバナンスに係る規律付けの手法についても取り上げられているが、時間等の制約から、ここでは言及することを省略する。

以上。

3. 独立取締役活用の在り方



中央大学法科大学院教授・東京大学名誉教授 落合 誠 一

○コーディネータ 引きつづきまして、3番目の講演者ですが、中央大学法科大学院教授で、東京大学名誉教授の落合誠一先生に、「独立取締役活用の在り方」というテーマで講演をいただきたいと思います。

それでは、落合先生、よろしくお願ひいたします。

○落合 ただいまご紹介いただきました落合でございます。本日は、独立取締役に関してのいろいろな角度から問題を議論するという産研アカデミック・フォーラムの講師として、「独立取締役活用の在り方」というテーマでご報告をさせていただきたいと思います。

もう既に議論がありましたように、我が国においては、今、独立取締役を導入するか、導入せざるかということで、さまざまな場面において官においても、民においてもいろいろな議論がされており、この動向がどういうことになるだろうかということは、我が国の企業にとっても、それから、資本市場にとっても非常に大きなインパクトがある問題だということです。本日は、官のほうとしては、経産省の企業統治委員会および金融庁の金融分科会スタディグループのそれぞれ中心的な役割を果たされた新原さん、池尾先生からご報告があったわけでありまして。

他方、民のほうにおきましても、経団連が中間的な意見をこの問題について出しておりますし、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム、あるいは日本取締役協会等においても、それぞれ意見が出されている状況になっております。

今、それぞれの意見あるいは報告というものがお手元にあると思います。今日は、官および民で中心的な役割を果たしている方々の報告とそれに基づく議論がなされるとの点において大変有意義であると考えております。さらにコーディネータをされている中村教授は、資料に添付しておりますけれども、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムによる経団連主要論点の中間整理に対する意見というのですが、これは、中村教授の起案になるものであるということで付言させていただきます。

まず基本的に、ガバナンスというものは、多様性のあるものであるという池尾先生の指摘は私も全く同感であります。しかし、多様性があるからといって一定のルールというものは必要だろうという点も全く同感でありまして、独立取締役、あるいは独立性のある役員をどのように位置づけるかという問題は、多様性の中でも、恐らくルール化に親しむものではなかろうかと思っております。ここでルール化と申し上げましたけれども、必ずしも、これは、ハードローである立法に限らず、ソフトローというものも含んでルール化というものに親しむ事項であろうと思っております。

おります。

ところで独立取締役の問題というのは、突き詰めればコーポレート・ガバナンスのあり方に関する主要なポイントということになりますから、当然のことながら、いろいろな意見があり得るわけです。また、考えなければいけない問題もいろいろあるのですが、ここでは、1つの切り口からこの問題を分析してみたときに、どのような姿が浮かび上がってくるかに焦点を当ててお話をしたいと思っております。

取締役会の役割

そこで、私のレジュメでいきますと、2の取締役会の役割というところに行くのですが、ガバナンスにおいて取締役会に一体何を期待するのかというのが、そもそもの基本的な問題としてある。そこでまずここを考える必要がある。これが本日の私の切り口の出発点となります。

現行会社法における取締役会の位置づけは、先ほど中村先生からそのポイントについてご説明がありましたので、特にそれ以上詳しくここで説明する必要はないと思いますが、ここでの議論の中心は、監査役会設置会社が念頭に置いて議論することになります。その意味で、委員会設置会社は、とりあえず議論の外に置いておくというわけであります。それは、我が国の上場会社の多くが監査役会設置会社だからです。現実には我が国の上場会社が監査役会設置会社であり、委員会設置会社は極めて少数であるのが現実ですから、それを前提にして考えていくことが必要ということであります。

監査役会設置会社について、取締役会は経営の意思決定と取締役の監督という2つの役割を果たす権限を与えられ、言いかえますと、この2つの義務を会社法は課しております。

そうすると、1番目の経営の意思決定という問題と取締役の監督という2番目の問題において、1と2のどちらに比重を置くかという問題が出てきますが、比重の置き方で、それぞれの会社の取締役会のあり方が決まってきます。

基本的には、第1の権限である経営の意思決定を行うという部分に日本の会社は、重点を置いており、2番目の取締役の監督という点は、やや重点が低いというバランスになっているのではないかと思います。こういう取締役会の状態は、実は米国においてもつい60年くらい前まで基本的にはそういう状態であったのです。

具体的に申し上げますと、1950年代ぐらいまでは、取締役会は経営決定をする場であり、しかも、経営決定というのは、CEOが実質、最高の決定者として決めるというものであり、従って、CEO以外の取締役の役割というのは、CEOが最終的な経営決定をするに当たってアドバイスをする役割を担うのが、その頃の取締役会の状態であったのです。

従って、これは、CEOを除くほかの取締役は、経営決定に参画はしているのですが、実質的には経営決定は行わない。これを行うのはCEOであり、CEOに対して助言をするような機能が中心的であったのです。こういう取締役会のあり方は、1つのモデルとして考えられる

わけですが、これをアドバイザーリーボードと呼ぶことができます。

しかし、その後、特にペン・セントラルという鉄道会社が破綻したケースがありましたが、それ以降、特に1970年代ぐらいから、取締役会が果たす役割である経営の意思決定と取締役の監督という2つの役割の中で、取締役の監督のほうに重点を移していくべきではないかという考え方が出てきて、これが徐々に強くなっていくということがアメリカでは見られるわけであります。

経営の監督に非常に重点を置こうとなると、その取締役会は、経営決定はCEOが行い、それを業務執行役員が実行する。取締役会は、CEO以下の役員による経営決定と経営の実行をモニタリングをするということです。そういう役割を担うモニタリングモデルと言われているわけです。そしてそのモニタリングモデルが、いわば連邦法であるSOX法をもって強制されるということになる。会社法のルールというのは、本来、アメリカの場合は各州の権限であり、州法が規定していたわけですが、証券取引の部分については、連邦法が相当規制しておりました。会社のガバナンスの問題は、州法マターであり、基本的に連邦は介入していなかったのですが、SOX法は、会社のガバナンスの問題について、従来、州法に任されていたものについて連邦が直接的に介入していくという点、すなわち、ガバナンスの法規制のあり方という点でも、非常に画期的な法律であります。

その結果、米国の取締役会というモニタリングモデルが当然というような状況になっているのです。

このように米国の取締役会のモデルを見ると、基本的にはアドバイザーリーボードからモニタリングボードというように、流れとしてはそのような方向で変わってきているのですが、他方、日本の取締役会の状況はどうなっているのでしょうか。日本の現状ですが、経営者の方々が言っていること、例えば社外役員を入れるに当たって、経営上のアドバイスを得たいんだというようなことを言われている経営者は多いわけであります。

そこで言われているアドバイスという意味がもちろん問題にはなるわけですが、一般的に理解すれば、経営決定をするに当たって適切な助言等をしてくれるとの役割を社外役員、社外取締役に期待しているのだらうと思われまます。そうだとすると、日本の現状は、アドバイザーリーボードを目指すというか、それを目的にするような状況がかなり広範囲に見られるのではないかと思います。

もっとも、米国の流れを反映して日本でも理想としてのモニタリングモデルということが非常に喧伝されているということもあり、現状は、従来のあるべき姿としての取締役会に一体何を期待すべきなのかということについて混迷した状況にあるのが日本の現状ではなからうかと思われまます。

我が国の会社法自体は、日本の取締役会がどういう取締役会であるべきなのかという基本問題に対して、本来、法というものは規範的なものがなければいかんと思うんですけども、腰が非常に引けております。従来の監査役会設置会社というタイプをとってもいいし、委員会設置会社

というタイプもあっていいんだ。会社法自体は、どちらのほうがいいんだということは言わない。それは、それぞれ競争しておのずとどちらがいいガバナンスかが明らかになるというスタンスです。

そのような状況の中で、近時の官および民における独立性のある取締役の重要性、必要性が強調され、それをどういう形で多くの会社が受け入れるようにしたらいいかが議論されているということは、この混迷した状態ではだめなのであって、取締役会のあり方についての一定の方向性を示さないと、外国の投資家から日本の企業はよく分からないという、そういう受けとめ方が出てくる。この辺をすっきりさせる必要があるのではないかとという官および民に強い認識や必要性があって、現在、独立取締役に関する議論の高まりが生じているのではないかと考えております。

そこで、私のこの問題への接近の1つの切り口としては、アドバイザリーボードとモニタリングボードという2つのモデルからこの問題を見たときには、どのようなものが出てくるかということなのです。

そこで、アドバイザリーとしての取締役会について、もうちょっと詳しく見てみようと思います。

アドバイザリーとしての取締役会

アドバイザリーボードというのは、非常に分かりやすく言えば、昔の藩に殿様がいたような状態を考えればよい。経営は社長の責任において社長が決めるのだと。これは、藩においては殿様である藩主が決めるんだというのと同じ姿になるわけであります。従って、取締役会のメンバーだといっても、あくまでも経営決定は社長がするのだから、ほかの取締役は社長がよい経営決定をするように手助けをするのがほかの取締役の役目になりますので、ちょうど藩で言うと、社長以外の取締役は、藩の重臣みたいな感じになります。

こういう取締役会の中にもし社外の取締役が入った場合に、どういうインパクトが生ずるかとなりますが、基本的に、社外の役員は、せいぜいご意見番的な役割を期待されるにとどまるのではないかと思われるわけであります。

従って、こういうボードであれば、独立性の要件は余り問題にならない。何か経営に役立つようなことを言ってくれば、それで社外役員として期待したことは果たされるんだというのが、アドバイザリーボードにおける発想になるのです。

モニタリングのための取締役会

次に、モニタリングボードの場合はどうなのかということでもあります。アドバイザリーボードの取締役会においては、まさに殿様であるところの社長がしっかりしているか、あるいは藩のために腹も切るといような忠臣がいれば、余り問題もなく経営が行われるであろうと考えることになります。

しかし、アドバイザリーモデルの基本的な弱点は、社長が殿様であり、すべて決定するという

のが実質中核になっている考え方なので、社長がおかしくなりますと、いくら忠臣がいても歯どめがきかなくなる可能性が高いということであり、それは、悪くすると会社不祥事、あるいは破綻になるわけであります。

アドバイザーレポートでは、社長の乱心・暴走をとめられないので、取締役会のあり方を変えなければいけないというのが米国で出てきた議論であり、モニタリングモデルとはそういうモデルなのです。

そうすると、アドバイザーレポートからモニタリングレポートに移行しようとする、経営決定という第1の権限と取締役の監督という第2の権限を同時に取締役会の任務にするのではなく、これを大きく分離して、経営決定は社長以下の業務執行者が担い、取締役会は社長を監督する役目に徹するようにする。そのように明確にそれぞれの役割を分けて、ボードの主たる役割は、経営をモニタリングすると考えるのがモニタリングモデルです。そういう内容、理念、目的を取締役に与えるモデルがうまく機能するためにはどういう条件が必要だろうかを考えると、やはり、独立性のある取締役という要件は必然的に導き出されると思われるのです。

取締役が社長の経営決定に対してアドバイスするというのではなく、その経営決定のやり方、あるいは、その実行の方法はおかしいということが言うべきときには言える状態とするためには、やはり、経営者から独立性のある人間でなければできないということになるわけです。

問題は、独立性の確保と、その会社についての情報を十分持つこととはなかなか一致しない場合が出る。独立性の確保のために外部者だとすると、そこが内部者と違うマイナス面ということになる。モニタリングボードの中で、外部者である独立性のある取締役がその任務を果たすためにはどうしたらいいかが問題になる。そこで、米国の場合に考えられたのは、取締役会の中に委員会を置いて、例えば報酬委員会、指名委員会、監査委員会のような委員会を置いて、それぞれの委員会は会社の内部統制システムを利用してモニタリングをすることになります。

このように社内の情報という点について、独立性のある取締役はどうしても欠ける場合がありますが、当該会社が設けている内部統制システムというものをあわせて活用して、社内の必要な情報は、社内に設けている内部統制システムをつうじて入手するようにするという形を考える。また、取締役全員が一堂に会して活動するのは、社外者が多ければ大変である。それを軽減するには、委員会を活用する。この2つの方法をメインとしてモニタリングを強化していくというやり方がとられることになります。

アメリカの場合は、このように、取締役会はモニタリングに特化した形で構成されるという方向になっております。日本の場合は、先ほど言いましたように、会社法が明確な形で理想の取締役会はこれだという形での提示をしていないわけですから、混沌とした状態が今でも続いており、いまだに目指すべきはどのような姿なのかという議論が続いているのです。

そして、モニタリングは取締役会がやるんだらうということになると、最終的に経営者の首を切ることができないと実効性のあるモニタリングになりません。日本法では、代表取締役を解任

する権限が取締役会にあるのですが、内部者が多いと、サクしようと思ったとしても、解任議案がそもそも通らない。

従って、社外者である独立取締役の数を過半数以上にすれば、合意すれば社外役員だけで最終的な伝家の宝刀を抜くことができることになります。

ところが、我が国の場合は、経営者の方々の頭の中は基本的にアドバイザリーボードがイメージされているということになると、社外取締役の導入も、さらに、独立性のある取締役の導入にはより強い抵抗感がある。アドバイスであれば、社内者で十分だからです。

そこで、2つのモデル、アドバイザリーに徹するか、それともモニタリングに徹するか、いずれのモデルをとるのが日本にとってよりよいのかが問われているのです。それでは、この辺のところをどうすべきかですが、そのための材料提供が、今、お2人からのご報告と考えることができます。官の方向づけとしては、独立性は必須である。そして、その独立性については取引所の上場規則で何らかの対応とる。この何らかの中身が情報の開示というのとどまるのか、あるいは一定数は義務づけるという方向をとるのかによって、これ、随分違うのですけれども、その辺のところは、一体どちらなのかというあたりは、パネルディスカッションのときにでも、差し支えなければ意見を伺いたいと思っております。

独立取締役のコンセプト

もし取締役会のあり方としてはモニタリングモデルを採用するとの立場をとるのであれば、独立性のコンセプトについてもおのずとある一定程度の輪郭は出てくるし、人数についてもある程度の方向性が出てくることになります。モニタリングを実効性あるべきものとするための目標がしっかり立つのであれば、そのために求められることはおのずと明らかになるからです。

具体的に独立性をどのように定めていくか、あるいはどういう基準でいくかということについては、米国の証券取引所のルールのように非常に明確というか、形式的な基準を定めてやっていくか。それとも、むしろ、実質に着眼してやっていくかという2つの方向が考えられますが、これは、いずれもプラスばかりではなくてマイナスの部分もあり、この辺はなかなか悩ましいところであります。

形式的な要件であれば、実務的には容易に対応しやすいことにはなりますが、実際、独立性が非常に期待され、独立性を発揮できるような人でも形式的基準に合わないとは排除されてしまうというマイナスも出てくるわけです。

それでは、個別的・実質的に判断していく基準となりますと、その基準自体の解釈が必要となり、また解釈も分かれる可能性が出てきまして、柔軟な対応ができるメリットがある反面、本当に独立性のある人なのかどうも分からないことにもなりかねません。従って、独立性の要件の定め方はなかなか難しい問題があらうと思えます。

独立取締役をめぐる諸課題

それから、独立取締役でモニタリングに徹しますというモデルは、すべていいことばかりだというわけではありません。現実の制度で100%いい制度はないからです。もしモニタリングをしているのだとあって、重箱の隅をつつつくような議論をしたり、時間が無限にあるかのように延々と議論をする等が行われると、迅速な経営決定ができず、かえって会社に損害が生ずるといったマイナスが出ることにもなりかねません。

それから、取締役会が円滑に機能するためには、チームワーク的なものがどうしても必要になってまいります。そうすると、独立性はあっても、チームとして行動することがうまくできない人は困ります。ただ、これもトレードオフで、経営にあまり理解があり過ぎると肝心のモニタリングのほうがおろそかになりかねません。しかし、逆に経営に対して十分な理解と認識がなければ、モニタリングという課せられた任務を適切に果たせないことになるわけで、この辺のところのバランスも、独立取締役といった場合に1つの問題として出てくるところであります。

さらに監査役制度との関係が1つの問題点としてあって、独立性のある取締役が増えてくるときに、監査役制度との関係はどうなるのかという論点があります。

形式的に言いますと、監査役のモニタリングは、一般的な考え方によれば、違法性の有無を監査するのが任務である。他方、取締役の方は、適法性だけではなくて妥当性まで監督する。従って、監査役の権限と取締役の権限とはすみ分けができていないから問題はないといえそうですが、問題はそうなのかです。

しかし、適法性と妥当性の境界は、なかなかファジーです。従って、適法性、妥当性という切り口は、明快な切り口のように見えますけれども、実際は非常に難しい。

そうすると、両者は連携をとればいいではないかという議論が出てくるわけですが、この連携の点においても、違法性という面においては連携がとれるだろうと考えられるのでありますが、妥当性の面について監査役と独立取締役が連携をとることはなかなか難しからうということになるわけです。監査役が妥当性の問題について取締役と正面から連携するのが一体許されるのか、また適当なのかがあるからです。

結局、独立取締役と監査役のうまいすみ分けができるのだろうかという点、私の感じでは、なかなか難しいのではないかという気がいたしております。

そうすると、将来の法政策として、我々はモニタリングモデルを目指すということであれば、監査役制度とは併存しない一元的な取締役会によるモニタリングという方向になるのではないかと考えております。

結び

そういたしますと、結局、取締役会の役割に何を求めるのかという根本問題があって、その問いに対して一体どのように答えるんだということから問題を考えると、アドバイザーモデルと

モニタリングモデルというモデルが考えられるわけですが、我が国はどちらの方向を目指すべきなんだろうか。しかも、独立取締役の議論が高まって、官のほうでも一定の方向性を示す報告書が出ているわけですけれども、基本的には、将来の取締役会のあり方について明確な方向がまだ出ていない状況の中での方向ということですから、過渡的なものであり、そういう意味では、かなり現実に配慮して、しかし、少しでも現実を前進させようというものにとどまらざるを得ないだろう。現に、そのような内容になっているのではないかと考えております。

日本パッシングという中で、日本企業が今後さらに発展していかなければいかんわけですが、そういう中で、世界のマーケットでも競争しますし、それから、世界の投資家を引きつける存在になっていこうという必要性があると思いますけれども、そのような中で、中村先生の冒頭の説明にもありましたが、日本の監査役制度は諸外国にない独特な制度であります。その意味では、極めてローカルなルールなんです。

ローカルなルールだっていいんだから、捨てる必要がないというのも1つの対応だとは思いますが、世界で活躍しようという企業であるとする、いつまでもローカルなルールに固執しているような状態が続きますと、世界の投資家から理解がなかなか得られないというようなことが現に生じているのではないかと思います。その辺を考えると、やはり、取締役会のあり方をもう一回考え直して、今後どういう方向を目指していくかを真剣に考え、そして、理想とされることを目指して、少しでも前進を続けていくという以外に、現在のパッシング、あるいは日本企業は元気がないというような状態、何とかその辺について明かりが差してくるようなことのためには、もう一回、根本に立ち返って、自ら考えてみる必要があると私自身は考えております。

ということを結びといたしまして、大体、私に与えられました時間がまいりましたので、これで私の話を終わらせていただきます。ご静聴、どうもありがとうございました。

独立取締役活用の在り方

中央大学法科大学院教授・東京大学名誉教授 落合誠一

1 はじめに

(1) わが国では、独立取締役の導入に関する議論が目下、高まりを見せている。たとえば、官においては、経産省の企業統治委員会あるいは金融庁の金融審議会金融分科会わが国金融資本市場の国際化に関するスタディグループによる検討があり、民においては、経団連、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム、日本取締役協会等においてこの問題への取り組みが行われている。

なぜ今このような高まりを見せているのであろうか。確かにわが国の企業の不祥事事例は依然として後を絶たないし、またわが国企業の国際的競争力もその低下傾向が目立つように思われる。さらには企業の資金調達の源泉となるべきわが国の資本市場も強力で魅力ある状況でもない。その意味で政治のみならず経済においてもある種の停滞感・閉塞感があるのは間違いない。

こうした状況を打破するためには、何よりも経済を支える企業が早く元気になって力強い経営をやるようになってもらわねばどうしようもないであろう。そのためには、さまざまな試みが考えられるが、わが国企業のガバナンスの改革も避けて通れないのではあるまいか。

このような認識が独立取締役の導入に関する議論の高まりの重要な要因となっていると考えられる。換言すれば、わが国における独立取締役をめぐる議論の高まりは、わが国企業の現状に対する不満であり、そのことは、取りも直さずわが国企業のコーポレート・ガバナンスに対する不満に他ならない。

(2) ところでわれわれの社会における企業の存在意義は、新たな富を最大限に創出することである。これは、ガバナンスにおける効率性の確保とあってよい。しかし効率的であれば、企業は何をやってもよいとはならないのであり、われわれの社会が守るべき価値は、しっかり守ることが求められる。このことは、ガバナンスにおける公正性の確保である。

企業のガバナンスの目標を効率性と公正性の確保と理解した場合に、この目標を実現することにもっとも適して企業統治システムの在り方はいかなるものと考えべきか。その場合の取締役会のあるべき姿はどのようなものか。この課題の検討は、取締役会は取締役から構成されるのであるから、当然のことながら、取締役そのものの在り方が問題となることになる。

(3) 私は、独立取締役に関する議論は、このようなコンテキストにおいて検討すべきであると思う。そこで、本日は、この問題に対する私の基本的な考えを述べて、ご出席の皆さんからのご批判を仰ぎたいと思う。

2 取締役会の役割

ここでは、取締役会が果たすべき役割を検討し、その代表的なモデルについて述べる。

3 アドバイザリーとしての取締役会

ここでは、アドバイザリー・モデルにおける取締役会の役割を検討し、その取締役について検討する。

4 モニタリングのための取締役会

ここでは、モニタリング・モデルにおける取締役会の役割を検討し、その取締役について検討する。

5 独立取締役のコンセプト

ここでは、独立取締役のコンセプトをいかに定めるべきかを検討する。

6 独立取締役めぐる諸課題

ここでは、独立取締役をめぐる諸課題を検討する。

7 むすび

以上をまとめて、むすびとする。

以上

Ⅱ パネル・ディスカッション



II. パネル・ディスカッション

○コーディネータ それでは、これから後半のパネルディスカッションの部に入らせていただきます。

先ほど時間を急いでおりました関係で講師の先生方のご略歴を紹介しておりませんでしたので、最初に講師の方々のご紹介をさせていただきます。また、このパネルディスカッションからお一人、現在、駒澤大学法学部にお勤めの川口幸美先生にもご参加いただきます。川口先生は、「社外取締役とコーポレート・ガバナンス」というご著書をお持ちでございまして、今日のテーマに格好の参加者と判断いたしまして、この段階からご参加をいただきます。

まず、私の左手から、一番最初にご講演をいただきました経済産業省経済産業政策局産業組織課長の新原浩朗様でございます。新原様は、1984年に東京大学経済学部をご卒業後、通産省に入省され、その後、お手元のパンフレットの略歴にございますように、ミシガン、ハーバード両大学で学ばれた経験がございます。現在、先ほど申し上げました経済産業組織課長の職にあられて、皆様のお手元にある企業統治研究会報告書の取りまとめにご尽力された方でございます。



駒澤大学法学部准教授
川口 幸美

そのお隣は、2番目にご講演いただきました慶應義塾大学経済学部教授の池尾和人先生です。池尾先生は、京都大学をご卒業の後、一橋大学で博士課程を終えられまして、その後、岡山大学、京都大学を経て、慶應義塾大学の経済学部に移られ、現在に至っております。先生は、金融審議会の金融分科会のスタディグループ報告書の取りまとめを座長として行われた方でございます。

そのお隣が、3番目にご講演をいただきました中央大学法科大学院教授で東京大学名誉教授の落合誠一先生です。落合先生は、東京大学法学部をご卒業後、大学の助手を経られまして、成蹊大学法学部で助教授、教授を務められた後、1990年に東京大学の大学院法学政治学研究科教授になられまして、その後、2007年には、現職の中央大学のロースクールの教授になられてまして現在に至っております。落合先生は、同時に幾つかの団体でいろいろご活躍でございまして、今日、話題に上りました日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムにつきましては、元IBMの社長を務められた北城恪太郎様とともに共同理事長をお務めで、コーポレート・ガバナンスの分野に非常に造詣と関心の深い先生であります。

そして、皆様から見ますと一番右側の先生が川口幸美先生でございまして、駒澤大学法学部の先生であります。先ほど申し上げましたように「社外取締役とコーポレート・ガバナンス」とい

うご著書を弘文堂から刊行しておられまして、特にアメリカ法の社外取締役制度については造詣の深い先生であります。

最後になりましたが、私が本日、コーディネータをさせていただきます中村です。つたない司会ではありますが、あと1時間少し、パネルディスカッションにおつき合いいただきまして、その後、質疑応答を交えていきたいと思えます。

これから各パネリストの方々にご意見やご議論をいただきますが、まず最初に、経団連が本年4月に公表した「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして」という報告書についてご意見をうかがいたいと思えます。

私を見る限りは、経団連は社外取締役の選任にかなり抵抗していて、反対の意見を示しているように思われますけれども、この経団連の考え方に対しまして、新原課長と池尾先生と落合先生のお3人にお考えをお聞きしますが、新原課長はいかがでしょう。

○新原 経団連とも、それから、年金とか投資家サイド、あるいは海外ともかなり密接に、私、この一年間議論をしてきています。

まず、経団連の報告書については、経団連事務局のほうも投資家サイドの意見を聞きながら決めていきたいというのがあって、まず中間報告にしますということ言われています。だから、意見を聞く題材として何か要るからということで、何をすべきであるかということについては投資家の意見があるでしょう。ただ、企業サイドとして、こういうことは勘弁してほしいというところだけをまとめたという感じになっているんです。そういう位置づけの紙なんで、読むと何もしないかのように見えるわけですが、経団連は、そういう意図ではないと思えます。

では、私個人の考え方とそれが合っているかという、そうでないところもあるわけです。そこは、どこにあるかという、先ほどの池尾先生のプレゼンテーションと非常に絡むんですが、形か実質かという問題でいくと、経団連の報告書というのは、とにかく実質なんですということなんです。それは分かるんです。私もよく分かるのは、私もこうやって20年間、事業会社を相手にしてきたので、やはり、何やかんや言っても会社には結果は求められるし、ガバナンスの形だけやっても利益が上がらなければ許してもらえないことにもならないし。だから、実業として価値が作りやすいようにさせてくれよ、という気持ちは分らないはない。

ですが、そうすると、おおよそルールを決めないでくださいという意見が出てくる。企業の自主的取り組みに全部任せてほしいというのがあるわけですが、そこは違うかなと思ひまして、私も経団連の報告書が出た後、随分議論させていただいて、今の企業統治研究会の報告書で経団連サイドにも正直不満もあるんですが、ご了解をいただいたという経緯なんです。

形と実質のところは重要でして、そういう意味では、大変申しわけないんですが、落合先生のプレゼンテーションについては、多少議論させていただきたいと思うんです。先生は、モニタリングモデルかアドバイザーモデルかという議論をされたわけですが、私が理解している限り、おおよそボードにモニタリングの機能を期待していない人はないと思うんです。もちろん、日本の

事業会社の中に、そんなものは意味がないよと思っている人はいるかもしれませんが、ルールをつくる時に、どこの国のルールでもモニタリングの機能を考えていない国はないと思うんです。

ですから、米国がNYSEで基準を決めているのは、モニタリングだから決めていて、日本がアドバイザーだから決めていないということではない。それよりは、むしろ、池尾先生がプレゼンされた中に少しヒントがあって、つまり、経団連の報告書もそうかもしれませんが、実質だから、とにかく実質で決めさせてくれよと。それは、株主総会で決めればいいのかという議論です。

しかし、これは、何人かの方も言われましたし、私も申し上げたように、やはり、一般投資家にとってちゃんと理解できるかということが非常に重要なんです。先ほど池尾先生が言われましたように、端っこのところというのは、どんなに選択を広げても、そこは最適な値ではない。端点というのは最適な値ではないということ。それをもう一步踏み込むと、結果としてそこが選ばれなければいいではないかということだけではなくて、端点のところは、積極的にとれないよということを決めてしまうという方法があるわけです。それが言い方によっては義務化となるし、言い方によっては最低限のルールになると思うんです。

どうせ選ばれないなら切らなくてもいいではないかというご意見に対しては、これは、切る意味が積極的にあるわけです。なぜかというと、投資家が株式を買うか、買わないかの判断をするわけで、東証の一部に上場されている企業であれば、最低限どれぐらいのことをやっているのかということが分かっている状態と分かっていない状態では全然違うわけです。端点だから結果的に選ばれていないはずというだけだと、投資家は調べなければいけなくなるわけです。それは、普通に株式を取引するようなときにめちゃめちゃなコストになるわけです。だからこそ、上場基準があり、もっと言えば会社法がある。日本に会社をつくるのであれば、最低限、これだけの機関は整えてください。それから、東証に一部上場するなら、最低限これだけのルールは守ってくださいと。

もし、それが要らないのであれば、法律も上場基準も要らないはずなんです。要るということに意味があるのは、調べなくても昭然として分かる。それは、ロンドンの市場で買うのであれば、上場されている会社はこういう基準になっていますよということは分かっているわけで、それを前提に買えるわけです。そこが大きく違う。だとすると、実質と形で言うと、では、そこをどこまで決めるのか、どこまで形を追うのかということになってくる。形のところで言うと、アメリカとイギリス、両方ともこれモニタリングモデルです。

アメリカでは、先ほど申し上げたように事細かに数字で100万ドル超とか、何%とか決めているわけです。その形さえ見ればいいですよとなっている。ところが、イギリスの場合は、どのように書いてあるかということ、重要な取引関係を有していないことと書いてあるわけです。これは、そうでないということを説明してもらって投資家が理解するというで、そういう意味では、さっき池尾先生が言われた内点のところの幅をふやしているわけです。

では、何も決めなくていいではないかとする、どうなるか。もしかしたら親会社でもいいかもしれないし、どんな取引先でもいいかもしれないではないか。もしかしたら近親者でも悪影響を与えられない人もいないかもしれないから、だから、何も決めないで行きましょうというとうなるか。これは、さっき言ったように一から全部、投資家が調べなくてはいけなくなってしまうわけです。そのバランスの問題で、イギリスの場合には、内点の選択の幅を広くするためにもうちょっと投資家と企業間のコミュニケーションでやりましょう。ただ、そのときの前提は、投資家がきちんと自分の形を意思表示することなんです。

それに対してアメリカは、とにかく形さえよければいいでしょうとしている。このところ、形さえよければいいというアメリカ型が結構批判にさらされてしまった理由は、リーマンショックなんかも典型的なんですけれども、ここを形式的に決めたがゆえに、資質のある人が排除されてしまっている。だから、デリバティブのことも何も分からないような人が、銀行のボードメンバーについているというようなことがあった。それが全メンバーの3分の2にも及んでいる。それは、SOX法で義務化したわけですけども、そういうところがあるのではないか。

そうだとすると、我々が考えなければいけないのは、どこまで形で行って、どこまで実質で行くのか。どこからが開示とコミュニケーションで行くのか。私は、最低限のルールというのは要ると思います。それが前提だと思っています。

○コーディネータ　　ちょっと池尾先生にも聞きましょう。私は、経済学のことには明るくないので、誤解があるかもしれませんが、いわゆる端点というものを排除するという意味では、企業価値研究会報告書も、先ほど池尾先生がおっしゃったように、外部取締役が1人以上必要だという理解でよろしいですか。企業価値研究会の立場としては、そういう理解でよろしいのでしょうか。

○新原　　それは私ですね。後で池尾先生にも伺ってください。独立取締役ではありません。独立役員、すなわち取締役か監査役ですね。企業統治研究会報告書に何が書いてあったかという、「およそ選択制をとる前提として」、だから、「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の役員（取締役か監査役）が存在することを前提とする」と書いてあるんですね。この前提が満たされなければ選択制は認められないわけです。それは見れば明らか。その独立性のところも一から独立かないかを議論するのではなくて、一応、親とか取引先とか報酬を得ているコンサルタント、親族、こういうのは独立性を有しない場合に該当しますよ、と書いてあるんです。では、これをアメリカのようにいくら以上の取引先はだめだとか、三親等以上がどうのこうのと決めていくかという、そうすべきではないという議論であったと思っています。それが、ここでの議論です。

あと、ちょっとお考えについて、池尾先生。

○コーディネータ　　池尾先生、いかがでしょうか。

○池尾　　報告でも申し上げましたけれども、私は、できるだけ実質的にもの考えたいと思っ

ているつもりなんです。だから、ルールベースというよりは、プリンシプルベースでコーポレート・ガバナンスにかかわる問題も考えていくべきだと思っています。いろいろなところに関して、ぎりぎりとか何か規則で縛るのが望ましいというのは全く考えていないわけです。けれども、そういうことを前提としながらも、何も無いほうがかえってやりづらいことが企業経営のサイドから見てもあるのではないかと思うんです。ある種の基準のようなものを設定しておくほうが、かえってやりやすい。そして、その基準に関して、どうしても邪魔なときは説明すれば、それを回避できるような弾力性を持った形でルールが設定されていると、それはあったほうが企業経営サイドから見てもむしろやりやすいのではないかと思うんです。

そういうものがない中で、報告のときにも申し上げましたけれども、例えば説明責任を果たすときに、世界中の潜在的投資家に説明して回るような労力を本当に費やすのかという話になるわけで、そんなことはできるはずもないし、実際やるつもりもないんだとすると、では、説明責任を果たすと言っているのは、口先だけで実態がないではないかという批判をかえって受けかねないようなスタンスではないかと思う。それで、私は、経団連の中間整理というのは、正直言ってあまり関心がなかったんですけども、ちょっとかたくなな感じの印象を受けて、ディフェンシブになることによって、かえって自分たちが損をするような格好になっているんじゃないか。繰り返しになりますが、もっとおおらかに構えたほうが企業経営の観点から言っても、かえってやりやすく、コストのかからない道が開けるんじゃないかというのが私の感想なんです。

経団連がかたくなに反対したことが、2年後ぐらいに実現されるのが日本の会社法の改正の歴史みたいですから、その歴史で法則化すると、これは、2年後ぐらいに実現するという期待を持たせてくれたのかなと思わないでもないで、そういう意味では評価しています。

○**コーディネータ** 分かりました。池尾先生、ありがとうございました。

先ほど新原課長から落合先生のご報告への言及もございましたが、落合先生、お考えをお聞かせ下さい。お願いします。

○**落合** 経団連の中間意見については、私も日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムの一員として、中村先生の実質的起草に係るコーポレート・ガバナンス・フォーラムの意見に書かれている立場と基本的に同じです。

もう1点、経団連の意見に関して申し上げますと、結局、会員企業の中でコンセンサスというか、共通の対応がとれなかったということがあり、従って、現状維持的なトーンになっているんだろうと思います。

しかし、私などは、経団連に期待していることは、そういうコンセンサスを目指すというのではなくて、日本企業として、将来、取締役のあり方はどうかについて、企業人としての理想、基本的な目標を示すのが期待されている大きな役割だと思うのですが、どうも、そういうことに応えていないんじゃないか。これは、経団連に対して失望を感じた部分であるということになります。

それから、私のプレゼンにおきまして、モニタリングモデルとアドバイザーモデルという話をしたのですけれども、これは、あくまでも現行法でどうなっているかという議論ではなくて、思考実験としてぎりぎりそういうモデルを突き詰めて考えてみたら、どういう姿が出てくるだろうか。そういう作業をすることによって、問題の所在がより明確になるだろうということであります。

また、アメリカにおいて、例えば代表的なデラウェア州法、アメリカの大企業のほとんどが準拠法にしているのですが、取締役会によって、あるいは取締役会のもとで経営を行うと定めております。これは、英語でバイ・オア・アンダーというようになっていまして、昔はバイだったんです。それがモニタリングという機能を果たすことを生かすためにアンダーというように文言が変えられたということがあるのですが、アメリカの場合だってモニタリングモデルをとっているといっても、経営決定という要素と監督という要素の両方は依然としてあるということです。

それに関連してご質問をいただいております、モニタリング機能とアドバイザー機能は、必ずしも相反するものではないのではないか。それは、英国のヒッグスレポートによる考え方もそのようなものになっているというご指摘があります。私も、東大の演習でヒッグスレポートを学生と一緒に読んで議論したことがあり、非常に懐かしい名前が出てきました。確かに私のお話したことは、先ほど言いましたように、モデルのぎりぎりの形を想定して問題の所在を明らかにしようということでありまして、現実にはイギリスがとっているやり方は、いわばモニタリングとアドバイザーとの中間といいますか、これ、どの辺に線引きするかによって、大分、バラエティーが出てくると思いますけれども、極端な形でどっちかに傾斜することになっていないということは、まさにそのとおりであり、先ほど言いましたデラウェア州会社法もそうだし、日本の会社法もそうだとということです。

従って、思考実験としてのぎりぎり突き詰めた形を考えるということとは別に、現実にはどのような形がとられているかという問題は、基本的にはどちらかに比重をかける形というのが実際に採用されているものだろうと思います。

○**コーディネータ** 落合先生、ありがとうございます。ちなみに、落合先生、アドバイザーという場合に、CEOが案件を持ってきて、それに対して社外役員が助言する。時代劇みたいに殿様が持ってきた案件を重臣が御意と言って、それで進めてしまうということだけではなくて、そこには、ある程度、それはおやめください、といさめる機能も入っていると思うのですね。その意味では、アドバイザーも一種の監督という面を持っていると考えられますか。

○**落合** 監督というと、結局、解任権を持つということで、監督する者が上という関係なのが監督という形だと思うのです。ところが、忠臣の場合は、やはり、殿様よりは下の関係だろうということなので、従って、アドバイザーモデルは、一番上はCEO、取締役メンバーはその下というような感じの位置づけになるのではないのでしょうか。

これに対して、モニタリングモデルはそうではなくて、逆に取締役会自体が経営者に対して上

の関係が成り立つ構図と思っています。

○コーディネータ　なるほど、よく分かりました。そうすると、一応、モニタリング機能を持つものとしての取締役会という前提で、そこにおける社外取締役の位置づけを前提にお話をお聞きしていきたいのですが、先ほど池尾先生のご報告の中で、内部取締役と外部取締役という言葉をお使いになって、それがいる場合といない場合とでどうなるかという経済分析をご紹介いただきました。池尾先生は、監査役には限界があるということをおっしゃられましたけれども、やはり、監査役では、先ほどの事前の是正とか、事後の是正というところでその役割を十分発揮できないと考えておられるのでしょうか。

○池尾　本心を申し上げますと、先ほども申し上げたことの繰り返しになりますけれども、私は、実質が大事だと思っているほうなので、監査役であるか取締役であるかということ、与えられている権能は違うんですが、権能があるからどうだ、ないからどうかという要素は、確かにそれはそれで重要なんだけど、最終的には、その人の人間としての力量のほうが実は大きいだろうと私自身は考えています。取締役であって、取締役会で権限があるからCEOの独走をストップできる、監査役はそういう権限がないからできないというほど機械的に単純に考えているわけではなくて、立派な人だったらできるし、あまり力量のない人だったらできないというのが本当のところだということなので、ミニマムスタンダードを整えた後のミニマムを超えたところの実質という意味では、人選が実際どのようにして行われるのか。また、後でも話題になるかもしれませんが、本当にやる気があって能力のある人を選ぶ仕組みがちゃんとつくれるかどうか、そういうところのほうが基本的には大きいんだというように本心では考えています。

ただ、いろいろなことをやるときに、権能的に与えられていないとやりづらいというようなことはあるわけですから、例えば金融審のスタディグループの報告書の中だと、1つの日本の現実を踏まえたときの望ましいモデルというものをを出していますが、あれは、既におられる社外監査役を中心とした監査役会と、もう1人、取締役会の中でちゃんとした提案権限とかを持っている社外取締役が連携することによって、より実質的にモニタリング機能を高める。そういうやり方を1つのモデルとして、足元の現実等を踏まえると、日本企業のとりあえず目指すべき方向として示唆できるのではないかというように提案しているんですが、私個人としてもそういうところが適切かなというような感想を持っています。

○コーディネータ　いわゆるハイブリット型ですね。今の点につきまして、会場からの質問を交えて、再度、池尾先生にお話をお聞きしたいのですが、池尾先生あてに、内部取締役と外部取締役の優位性に関する分析について実証的なデータの裏づけがありますかというご質問があります。この点は、先生、いかがでしょうか。

○池尾　あの議論は、アメリカの研究者の分析を私なりに翻訳してご紹介したもので、実証的裏づけという意味で言うと、日本に関しては、取締役会の実情自体に関する調査すら、これまでそんなに本格的にやられてきていないわけで、ごく最近、商事法務でそういう取締役会の調査を

やられているのをちょっと紹介してもらって話を聞いたりしたことがあるんですが、日本の取締役会の実情については、調査すら本格的にそれほどやられているわけではないという状況なので、実証的根拠ということと言うと、確たるものが今の時点であるわけではないということです。

私個人の経験というか、実は、私自身も社外取締役をやっている経験とかありますので言いますと、今ちょっと紹介した商事法務の調査なんかだと、結局、2時間ぐらいの取締役会に20ぐらいの案件が出てきたりするわけです。その中には、もちろん重要な投資プロジェクト等が案件としてかかるわけだから、そこで説明を受けていると言えるわけですが、2時間ぐらいの会合の中で20ぐらいの案件をこなさなければいけないとすると、1つの案件について説明を受けたり、議論したりする時間は10分とか15分しかないわけですから、そこで説明された投資プロジェクトが本当に妥当な判断に基づくものなのか、CEOの判断が間違っているのかを見きわめようと思うと、やはり、それ以外の多くのインサイダー情報というか、経営の内実に通暁していることがない限りは無理だろうと思うんです。そういうことから言うと、報告の中で説明したモデルの前提条件というのは、かなりリーズナブルではないかと私個人は思っています。

私も外部取締役の意義というのは、正義感、誠実性を持っていることだと思うんです。それをオブジェクティビティーというようにむしろ申し上げていて、しがらみがなくということですね。しがらみがなくて、本来の客観性に基づいて判断ができるところに意義があるということですので、いわゆる実証分析に耐えるデータが今あるかと言われると、それはないと言わざるを得ないんですが、ある程度、リーズナブルではないかなというように経験的には思っているということです。

○コーディネータ 分かりました。池尾先生、ありがとうございます。社外取締役については、いろいろところでアメリカのモデルが紹介されていますが、せっかく来ていただきましたので、川口先生にお伺いします。落合先生のお話にもありましたように、取締役会の中に独立取締役を入れて経営モニタリングを行わせるのが、会社法というよりも取引所の規則などが目指す方向なのですが、55%の上場会社が社外取締役をまだ導入していない現状を前提にすると、何かインセンティブがないと社外取締役を選んでもくれないかなという気もしなくはないのです。アメリカでは、取引所の規則による規律ですが、エンロン事件の後に初めて取締役会の中に独立取締役を過半数入れろというルールになりました。それ以前は、取引所のルールは違いましたよね。それでも、アメリカでは社外の取締役が過半数いて、経営者をモニタリングしていると言われてきました。その発展の経緯というか、どうして企業がそのようにしようとしたのか、そこに何らかの法的インセンティブがあったのかどうか、仮に日本で取引所のルールというソフトローで社外取締役を入れていく場合に、日本がアメリカの経験に学ぶべき点は何なのかということをお教えいただければと思うのですが、川口先生、いかがでしょうか。

○川口 非常に難しい問題で、2つ目の質問に対しては、私自身もまだ明確な答えは見つけないんですが、1つ目の質問につきましては、先ほど落合先生のご講演の中にもありましたよ

うに、基本的にアメリカでも社外取締役のモニタリングが有効ではないかという議論が出てくるのは、大体、企業不祥事の後でありまして、一番最初は、1970年代にウォーターゲート事件とか、ペンシルバニアのペン・セントラル鉄道会社の大型倒産があったりして、大企業の社会的責任を会社の経営者は認識すべきだという意見が強くなり、では、公益代表かというと、ちょっと言い過ぎかもしれませんが、会社の社会的責任の観点からモニタリングする人を入れたほうがいいのではないかということで、まず、社外取締役にそれを任せてはどうかという議論から始まりました。

一応、1965年の時点で、ニューヨーク証券取引所は、既に上場会社に対しては2名以上社外取締役を義務づけることを上場要件で課しておりました。その後、1978年に監査委員会のメンバーは、全員社外取締役でなければいけないという規則を設けて、それ以降、エンロンの事件があったりしてさらに厳しい独立性の要件になっていったわけで、実際、社外取締役のモニタリングが有効かどうかというのは、正直、理論的に見ても、実証研究を見ても決め手には欠けます。

ですが、会社法の領域から見て、あまり積極的に100%いいとは言えないのに、なぜこれだけアメリカの上場企業が積極的に社外取締役に登用しているかということ、今、中村先生からもちょっとお話がありましたが、法的メリットがあるのではないかと考えております。それは、大きく分けると2つの場面がありまして、社外取締役がどのように使われているかということ、1つは、取締役が利益相反取引、利益相反行為を行うときに、多くの州法は、完全な情報開示をして、そして、独立取締役が過半数を占めている取締役会、もしくは独立取締役のみで構成された特別委員会の承認があれば、その後、事後的に取引の効力が問題になったときに、裁判所は、独立取締役の独立性が証明される限りにおいては司法判断はしない。つまり、委員会の決定を支持するという傾向があります。

もう1つは、代表訴訟の場面で、株主が代表訴訟を提起するときには、事前に会社に対して取締役の経営責任を追及しなさいという提訴請求を原則しなければいけないのですが、その請求を受けたときに会社側としては何をするかということ、独立取締役だけで構成される特別訴訟委員会、特別委員会を立ち上げまして、そこで提訴請求をのむかどうかということ判断させるわけです。特別訴訟委員会が訴訟は会社の最善の利益に合致しないので提訴はしませんという判断をしたときに、それに対して株主は、裁判所に代表訴訟を提起することができますが、そのときに多くの州裁判所は、構成員の独立性が疑わしき事実がない限りにおいては提訴しないという委員会の判断を支持しますので、会社としては代表訴訟を避けられるというメリットがあります。そういったところがアメリカの上場企業にとって本音の部分では大きいのではないかと分析しています。

○コーディネータ　今のお話を聞いていると、特に代表訴訟に関連して言うと、アメリカでは、訴訟委員会に独立取締役を入れておくことで、提訴請求に対して、不提訴の判断をしても株主は訴訟を起こせる日本と違って、却下されますね。その意味では、経営モニタリングと言いながら、万が一のための経営陣の免責の手段として独立取締役をそろえておいて、それを盾にしているというように聞こえなくもなかったのですが、それはうがった見方ということでしょうか。

○川口　　そういうメリットが大きいのではないかなというように私も考えます。

○コーディネータ　日本は、訴訟委員会の制度がないので、同列には論じることはできないのですが、よく分かりました。川口先生、ありがとうございました。

今、川口先生から、アメリカの実証分析としても必ずしも社外取締役がエフェクティブではないのではないかという考え方があるという示唆を頂きましたが、この点で、フロアからその趣旨の質問が新原課長に来ております。質問内容を簡単に読ませていただきます。現在の監査制度では、監督モニタリング機能が不十分という意見が投資家サイドから述べられていますが、社外取締役による監督モニタリングで、果たして監査役よりもガバナンスの実効性確保のために機能すると言えるのでしょうか。こういうご質問であります。

新原課長、この点はいかがでしょう。この点に関しては研究会で何かご議論がありましたでしょうか。

○新原　　研究会でいろいろな議論があるので、これ、そうだという人もいるし、反対する人もいます。ですから、私が全体を調べていて思った感じということで、ちょっとお答えしたいと思います。これ、多分、実効性のところで2つあって、1つは、監査役か取締役かという議論、2つ目は、監査役と取締役共通の問題なんです。独立かどうかという問題、多分、この質問、2つの問題が入っているんだと思うんです。

まず、独立性のところは、さっきもお話ししましたけれども、池尾先生が紹介されたブート以下のペーパーは、たしか2007年か2008年ぐらいのモデルに基づく論文なんですけれども、それよりももう1つ前、企業統治研究会報告書でも引用していますが、2004年ぐらいにディスクリクティブに書いてある論文があります。

その結論を簡単にご紹介すると、客観性と近接性の間なんです。トレードオフがあるよねと言っているわけです。密な近接性を手に入れた監視者というのは必然的に客観性がないと。客観性を有する監視者は、経営陣から十分な距離を保つ必要がある。結果、近接性の利点を失う。だから、トレードオフがあるというように結論しているわけです。

この研究では3つのことを言っていて、監視者は、近接性か客観性かいずれかを有していなければガバナンスの効率的なモニタリングはできない。すなわち、どっちかが必要だと言っている。

2点目は、1人が近接性と客観性を同時には有し得ないと言っているんです。

3点目は、議決権の適切な行使とか開示とかいろいろなことをやることによって、ある程度弱点を補うことは成功し得ると言っているのです。この3点が彼のペーパーの結論なんです。

そう考えると、ご質問で述べられているように、知識があるから監視ができるという側面は明らかにあるんです。ですから、そういう人を排除する必要は全然ないと思います。親会社から来る人はボードに入るなどか、取引先から来る人は入るなどという必要はないと思うんです。ただ一方で、何度もここで議論が出ていますように、それは、近接性はあったとしても、やはり、客観

性はないんです。だから、当然、利害が出てしまうわけで、そうすると、ボードの中にそういう客観性を持った人が入るべきだという議論は否定できないんです。だから、監査役か取締役かは別にして、とにかく何らかの独立な人が入ってください、それが前提ですよと企業統治研究会が言っているのはそこなんです。

次に、監査役か取締役かという議論なんですが、この質問では違法性監査とか妥当性監査といった神話の世界を突き破って議論する必要があるのではないかという議論が出ているんですけども、これは、落合先生が紹介されたように、法律上の解釈についてはいろいろな議論があるんです。ただ、私、監査役という形だけで納得してもらえるのかとか、もっと言うと社外取締役だから納得してもらえるのかという、今、そういう状態では、投資家との関係はないと思っているんです。多分、監査役が、その名前だけで信頼されないのは、どこにあるかという法律上の立て方の問題ではなくて、さっき池尾先生が言われましたけれども、何となく社内から上がっていても、正直言うと、監査役になる人のほうが取締役になる人よりちょっと格下だよとか、実態があるわけです。

もうちょっと言うと、内部統制の議論が出ましたけれども、監査役の方は、私も多分、50名以上会っていると思うんですよ。ヒアリングもしました。中にはかなり闘っておられる監査役の方にもお会いしました。ただ、やはり、厳しいのは、監査役がいるからといって単身でそこに置いておかれても何もできないんです。もちろん、法律上、弁護士費用を払えと言ったら会社は払わなければいけない。それはそう。だけど、ファックスも自分で送らなければいけないということから始まって、部下がいない。それが仮に監査役が内部統制システムを使えば、ある程度ガバナンスの適正化はできるはずなわけです。

だから、企業統治研究会は、どういう結論にしたかという、社外取締役を入れないのであれば、何か独自のちゃんとワークするようなシステムを考えてくださいと。それは、単に監査役がいるからというのではなくて、ちゃんとワークできるような制度をとってくださいね。それで、投資家が納得するかどうかなんです。こういう議論にしたつもりなんです。

○コーディネータ　監査役で、補助者がいなくて、何から何まで自分たちでやらなければいけないケースがあるとよく聞きますので、まさに、それはご指摘のとおりだと思います。

そうしますと、ボードのメンバーに社外の間人があるということになりますと、先ほどNYSEのルールのことが出ましたように、彼らがマジョリティーになれば、端的に取締役会の決議の多数決をコントロールできるわけです。この点は、企業統治研究会の報告書も、金融審議会のスタディグループの報告書もどれくらい必要かということには、先ほどのご説明ですと必ずしも触れられていなかったものです。そこは、各会社の実情に応じて、最低限のところを満たせばある程度の多様性は認められるべきであるということだと思っておりますが、この点はいかがでしょうか。新原課長からお願いします。

○新原　それは、会社側が一方的に決める権限を持っているということではなくて、今、独立

性の確保と実効性の確保のトレードオフの問題があるわけですが、それを勘案して、まず、会社側がどのように、その最適点を考えるか。さっき池尾先生の言われる最適点、内点ですね。そこをちゃんと提示して、それをもとにして投資家とのコミュニケーションをとって判断してもらってくださいということなんです。そうなってくると、やはり、議決権がきちんと適正に行使されるかどうか非常に重要になってくる。

ちなみに、このスタイルは、緩いのではないかという議論なんです。先進国の中で完全な形で義務化をやっているのはNYSEだけなんです。アメリカだけです。イギリスもComply or Explain、これは有名な話。それから、ドイツの監査役会、これ、人事権を持っている、落合先生のところで言うとモニタリングです。これも、やはり、コデックスのルールで選択制になっているわけです。フランスもそうです。アジアもそうですね。

だから、この研究会でACGAのジェレミー・アレンという人が来て話をしたんですが、とにかく形を追い過ぎると失敗した例がいっぱいあるので、それはやめたほうが良いというのはかなり強く言われました。

○コーディネータ 池尾先生、員数問題という点についてはいかがですか。

○池尾 正直言って、社外取締役が過半数を占めるのが望ましいという議論には必ずしもくみしないです。それは、やはり、企業の状況によって、必ずしもそうでない場合が十分あり得るだろうという感じがしていて、今の段階では、やり方はいろいろあると思うんです。過半数を原則としておいて、過半数未満になる場合はきちりとした説明をさせるというような制度的な仕組み、仕掛けもあると思うんですが、日本の足元の現実からすると、とりあえずは、最低1人の社外取締役が監査役との連携を非常に密に持つ形で存在する状況がミニマムスタンダードとして確立するというのを中間目標として考えるのが妥当だろうと。それが実現した後に、本当に社外取締役の比率をもっと高めることが大方の企業にとって望ましいと言えるのかどうかというのを議論すれば、まだ十分間に合うというのが現状ではないかと。

○コーディネータ とりあえず、最初の第一歩は1人からということですかね。落合先生、社外取締役を仮に入れたとすると、任意で入れたとしても取締役である以上、善管注意義務を負って、職務を遂行しなければなりません。仮に1人ということになりますと、社外取締役は何ができるのだろうかという疑問がわくのです。この点は、法的にどのように考えたらよろしいでしょうか。

○落合 結局、取締役会に何を期待するかということにまず問題があって、1人ということは、モニタリングという観点からすると、相当限定される可能性があります。言いかえると、1人の場合はモニタリングを期待するのではなく、アドバイスと期待しているのでしょう。また、モニタリングモデルで行こうとした場合、監査役会設置会社を前提にすると、取締役会で決定する事項が物すごく多いですね。従って、独立取締役を過半数以上にしたときに、現行法のような重要な業務執行は、取締役会で決めろというルールは少し緩和しないといけない。委員会設置会社の

ような形態はモニタリングモデルにぴったりくるタイプであろうと思います。1人を義務づけるというのは、やはり、過渡的な位置づけになるのではないか。しかし、それでも現状をインプルーブする効果はあるのではないかと思います、やはり、中途半端ではあります。

○**コーディネータ** 権限を代表取締役をはじめとした業務執行者に移譲して、取締役会が経営の監督にある程度特化している。そうしますと、取締役会で決議する事柄が減ることになります。その場合、先ほど池尾先生が、取締役会で出てきた案件に、時間は短いながらも外部の人間としてご意見をおっしゃるという体験談をされましたが、こういう形でのモニタリングができにくくなってきまして、そういう意味では、取締役会に上程されない事項を日常的に社外の人間がどう監督するのか。内部統制を使いながらということなのですから、情報は集まります。しかし、情報は集まるけれども、集まった情報で問題を発見したときに、先ほど池尾先生がおっしゃった是正行動を社外取締役がとれるのかということ、落合先生、今の会社法を前提にすると、個々の社外取締役としてとれる行動に限界があるように思うのですが、この点はいかがでしょう。

○**落合** 論点としては、モニタリングという役割を果たすのは、取締役会というボードなのか、それとも取締役会を構成している個々の取締役なのか、そのいずれと考えるかによって、答えが随分違ってくるのではないかと思います。

ボード自体の権限なんだということになると、ボードでこういう問題について調べようというようなことを決めなければならない。そして、具体的にそれを調べるに当たっては、〇〇取締役に調べてもらうというような形になる。ボード自体の権限だとすると、ボードとしての決定行為が必要になります。他方、ボードではなくて個々の取締役がそういう調査権限を持っていると考えると、ボード多数がそんなものを調べる必要がないと言っても、やれることになってくるわけで、どちらの考え方が現行の会社法により整合的かということ、恐らく、ボード自体が持っているとの解釈になるのではなかろうかなと思います。

そうだとすると、社外独立の取締役が1人いた場合に、その人が何か問題を感じたときに独自にいろいろやれるかということ、法的にはクリアしなければいけない論点が出てくると思います。

○**新原** この問題を議論するとき、私も会社法をちゃんと勉強しているという前提のもとなんですが、法律上の形と実態の会社の食い違いをやはり考えなくてはいけないと思うんです。実際にどう運営されているかとか。今、議論の中で、委員会設置会社は業務執行が下に落ちているからと言われたんですが、この会場の中に委員会設置会社の会社から来られている方がいればすぐ分かると思うんですけれども、委員会設置会社だからといって下においているなんてことは実態上ないんです。どういう構造になっているかといったら、第一に、さっきから申し上げているように、東証の上場企業の95.3%は監査役設置会社で圧倒的多数なので、逆に言うと、委員会設置会社といえど、ボードにかけておかないで、後々問題になったときのコンプライアンス上の問題を法務部はすごく強く気にするわけですね。自分たちは少数派なんです。ですから、調べれば分かりますけれども、委員会設置会社でも取締役会にかけているんですよ。日本の場合は、

少なくともその差はないと思ったほうがいいです。

第2に、内部の人間にとっても取締役会に付議するということは、ある種のモニタリング機能として働いているんです。これは、米国の会社でSOX法が入ったことに対する文句というのは、経営者に随分ありますけれども、実際に話してみれば分かりますが、彼らにとってよかったことは何かと聞くと、要するに中間管理職層にちゃんとコンプライアンスの責任がかかって、そういう意識を持たせられて、社長が中間管理職層を監視するツールができたことだというように言う経営者が多いんです。

つまり、会社が落としたいと思っているか。これが結構微妙。場合によって、取締役会に付議させることによって、監督をしようと思っていることが結構多い。コンプライアンス問題が起きた場合というのは、事業部が勝手にやったとか、社長さんが知らなかったケースというのがかなり多いわけですから。

こういうご時世ですから、コンプライアンス問題が起きると、会社のブランドにかなり大きなダメージがあるので、監視するシステムとして取締役会付議を使っている可能性がある。あまり米国型のガバナンスを採用すると、すっと下に落ちていくというように考えないほうがいい。

さっきご説明があったように独立取締役が過半数だといろいろなメリットがあるわけです。だから、米国の会社は入れるかもしれません。でも、問題は、それが株主の観点から本当にきているかどうかということが大きな問題で、さっきも申し上げましたが、私は何度も言われているんです。例えばイェールにいるヘンリー・ハンスマンという会社法の学者からは強く言われていますし、ハーバードでも「とにかくアメリカの制度は形だけ下に落としておけば、何でもできてしまうので、おまえ、絶対、株主総会の監視というところは外すなよ」ということは何度も言われているんです。そこは、リアリティーのある問題として考えないと、条文をどうしていくかだけでは、やはり、議論にならないと思います。

○コーディネータ　確かにアメリカの場合、株主の権利や株主総会の権限が相当縮小されていて、逆に最近、その揺戻しで役員報酬を株主総会で扱う方向に向かっていますが、現実には、社内であれ、社外であれ、取締役として業務を遂行に当たり、先ほど新原課長がおっしゃったように、内部統制システムがありますので、会社の状況を知らないで済ませるわけにいかない。知ってしまったら何かしなければいけない。そのとき、何ができるかという、日本の制度は、そこが不十分で、知ってしまった以上何かしなさいと言いながら、何ができるのですかという、できるツールがない。知るツールは持っているけれども、それを使って是正行動をとれる手段がないのではないかというのが、会社法を学ぶ者としての率直な疑問なのです。

○新原　多分、2つあって、1つのその議論に対する答えは、独立役員を1人入れるか、全く入れないかで違うのかなんです。これ、全く違うんです。なぜ違うのかというと、その人に知見があるとか、是正行動がとれるかどうかもあることながら、その人がいることによって内部取締役が説明しなければいけなくなってしまうんです。社長と内部取締役だけで取締役会をやっ

ていては、分かんなくてもとりあえずいいとなっている。普通、そんなものは分からなくても聞かないんです。でも、1人独立役員がいることによって、その人は、分からなければいろいろなことを聞くから、他の内部取締役もなるほどこうなっているんだと。今さら聞けないことでも分かるとなるわけです。それ大きいんですよ。これ1点です。

もう1点は、米国、米国と言われるが、米国では株主総会は報酬だけではなくて、ガバナンスについてもやはり弱いんです。例えば日本だったら、この前のアデランスさんのケースでも、スティールパートナーズが取締役選任提案を出して議論していますね。アメリカでは実態上できませんよ。やれないことはないんですけども、とにかく会社側に自分の提案をつけて送ってもらうことはできないので、現実的にはできないわけです。別に私はアメリカの制度を全面的に批判するわけではないし、日本の制度は透明さをもうちょっと確保したほうがいいと思っているんですけども、でも、アメリカの制度に全部乗りかえればガバナンスがよくなるというように考えるのは、私は全くナンセンスだと思うんです。

○コーディネータ 私もその点は同感でして、ナンセンスだと思いますね。それは単なる出羽の守論法だと思いますね。

ともあれ、法的な意味での監視とすると、権限の裏づけがないと何もできないのではないかと。つまり、善管注意義務の履行のしようもないのではないかという気もしなくてはなくて、落合先生に伺ったのです。アメリカの会社法のテキストを見ると、情報収集権というものがあると書いてあります。多分、それを実行させるための手段として内部統制システムを使うという話になっているのではないかという気もしますが、アメリカの場合、個々の独立取締役に、具体的な監視行動としてどういうものが期待されていて、どういうことができるのか。何度か会社法のテキストを読んだのですけれども、その点はうまく見つけられませんでした。川口先生、この点はどうですか。

○川口 原則としては、多分、先ほど落合先生がおっしゃったとおり、アメリカもボードシステムですから、取締役会がモニタリング、すなわちチェックをしているということなんですが、ただ、一応、コモン・ロー上、各取締役に情報請求権は与えられております。ですが、実際にそれを使って、例えばインジャンクションなんかで役員の違法行為を察知して止める例があるかという、隅から隅まで調べれば、そういうのも1件ぐらい出てくるかもしれませんが、ざっと見たところ、そういうのはない。ですから、一応、権利として情報請求権は認められていますが、社外取締役がそれを積極的に使って役員を止めるとか、チェックすることは、多分、現実的にはないのではないかと思います。

○コーディネータ なるほど。落合先生、お願いします。

○落合 善管注意義務の関係でちょっと補足しますと、確かにボードが権限を持っていると、取締役単独の決定で当該取締役が調査したりすることはできないわけですが、疑問を感じたようなときに、そういう調査をすべきではないかということをボードで発言し、調査がなされ

るような方向で努力をしないと、当該取締役につき善管注意義務違反という問題は生じてきますよね。

ただ、それだけしているのに、ボード自体が調査しないというように決めたのであれば、善管注意義務違反にはならないだろう。しかし、およそ黙っているということになると、いかにボードの権限であるといえども、ボードの権限を行使するように働きかけないと善管注意義務違反という問題は生じると思います。

○コーディネータ 分かりました。時間があと15分ほどしかないので、先に進ませていただきます。そろそろ終盤に入るのでありますが、今までの議論で社外取締役を何らかの形で選任していくという、一応の皆様方の意見の一致はあったと感じています。仮にそれを実施していくときの手段、規律づけの方法として、経済産業省の企業統治研究会報告書と金融審議会のスタディグループの報告書は、いずれも東証に対応を委ねて、先ほどの新原課長の言葉で言うと、マーケットに近いところにいる人にルールメイクをしてもらう。そういう意味で、実情に適したルールをつくってもらうということなのですが、そうしますと、基本的な規律づけはソフトローで行なった方がいい、あるいはそうすべきだということなのではないでしょうか。新原課長、いかがですか。

○新原 まず、日本の場合は、会社法に「社外性」の定義ありますので、これは、ご案内のとおり、日本の場合には一回でも働いたことがあれば社外性を満たさないということになっています。海外の場合には、3年とか5年とか一定の期間が経過すれば、社外性を満たすとなっているので問題ないのですが、日本の場合、大学を出てちょっとだけ働いて、そしてアカデミアに入った人でも社外でなくなってしまうわけです。その議論は少なくともありまして、この問題は、会社法に規定がある以上はどこかで解決しなければいけないと思っているんです。だから、将来にわたって改正が要らないということはないと思います。

ただ、そもそもこういうガバナンスのルールだったり、TOBのルールだったりというところについて、事情が変わるごとに一回一回法律を改正していかなければいけないかという、これは、大分疑問があるのではないかと。先ほど申しましたように、全部法律で決めているのは日本だけなんです。だから、独立性の定義とか、社外取締役の人数の話なんかも米国だったら上場規則、英国だったら統合規範、ドイツだったらコデックス、皆そういうところで決めているわけで、法律で一回一回改正しないと動かない状態にしておくのは、やはり、市場の規律という観点からしてどうなのかなという気がします。

そうは言っても、これまで東証は、そういう機能がなかなか果たせてきていないわけで、東証の人にもこれは直していかなければいけないという認識は強くあるわけですがけれども、国としてもそういうところは支えていって、できるだけ民におけるルールメイクの取り組みができるようにしたほうがいいと思います。場合によって、TOBなんかにおいては、イギリスのようにある種のパネルのようなものを民間でつくるというのも1つの手かもしれないと思っています。

○コーディネータ 東証のお話が出ましたが、この点につき、新原課長と池尾先生のお二方に

ご質問が来ています。東証には、斉藤社長およびそのスタッフに、新原課長がおっしゃったような大役を引き受ける覚悟はありますかという質問を受けているのですが、それはあるという理解でよろしいですか。

○新原 これは、報告書が出た後の斉藤社長の記者会見をぜひ参照していただきたいんですが、彼は、かなり強く記者会見で発言されています。

○コーディネータ そうですか。なるほど。相当な覚悟で実施するということですね。

○新原 覚悟って。我々が皆で支えなければいけないですけどもね。

○コーディネータ そうですね。

○新原 さっきも言ったように社会のルールというのは、フォーカルポイントでできてくるので、官でやればいいのか、東証がやればいいのか、そんなことを言ってもしょうがないので、我々全体として、ここにいる人が皆で支えていかなければいけないんです。ご本人は、東証側でちゃんとさばいていく覚悟があるということは会見でかなり明確に言われています。

○コーディネータ そうですか。今日も、そういう趣旨で開かせていただいているのですが、昔、斉藤社長の二代ぐらい前の社長にコーポレート・ガバナンス・フォーラムの年次大会に来ていただいて、東証として、こういった点でルールメイクする気はありますかと聞きましたら、「いや、上場会社様はお客様ですから」と言われまして、冷や水を浴びせられた経験があるのです。恐らくそういうこともあって、こういうご質問になったのではないかと思います。

池尾先生、いかがですか。法律よりもソフトローということでしょうか。

○池尾 いや、どちらかというように排他的に考える必要がある問題だとはむしろ思っていないくて、新原さんがおっしゃったように、機動性を要求される面もあるし、それから、アメリカは連邦レベルの会社法がないから、ニューヨーク証券取引所がいろいろやっているという面はありますよね。でも、日本はそうではないわけですから、やはり、会社法なり、金融商品取引法できっちり対応すべきところは対応すべきなのであって、それは、重層的に規律づけの手法は考えていくべきだという意見です。

○コーディネータ とりあえず東証規則でいくことになると、今の日本では法律の根拠がないことになりますので、例えば、東証規則で規定する独立性要件をあまり満たしていないと思われる人を社外取締役、あるいは社外監査役に選んでしまって、それがためにきちんとモニタリングできなかつたとなりますと、責任問題に発展する可能性があると思われまます。この点で落合先生にお伺いしたいのですが、仮にソフトローで規定した場合、それに従わなかったり、あるいは、そこで規定している望ましい方法や措置を合理的理由なしにとらなかつた場合に、それが法律上の責任にどのように結びつくかというのは、これまであまり議論されていないように思います。この点はどうか考えたらよろしいでしょうか。

○落合 もし証券取引所が上場規則でこの問題に対応しようとしたときに、それに違反した企業が出てきた場合にどのぐらいのサンクションをルールとして定めるかという問題がまず起こる

と思います。

一番重いほうだと上場廃止ですが、独立取締役を1人入れるべしとやったものに違反したから、上場廃止は恐らくかなり難しいでしょう。具体的にどのぐらいのレベルの制裁を用意するか。そのいかんによっては、牙が鋭いものから全然ないものまで非常に広がるわけで、具体的なでき上がりがどういう姿になるかがかなり重要ではないか。そのでき上がり方いかんによっては、それはソフトローのレベルだけれども、裁判所が、例えば上場規則に従わない取締役について、善管注意義務違反があるんだということになりますと、東証から何らかの制裁を受けたことによって、その企業に損害が生じたような場合は、損害賠償請求という問題も出てきます。

しかし、ソフトロー違反の制裁が非常に軽いような場合ですと、どこまで民事上の善管注意義務違反の損害賠償請求という形で取り込めるかは、なかなか微妙な問題であり、具体的なルールの仕上がりがどうなるかは非常に興味がありますね。

○コーディネータ 川口先生、アメリカだと州の会社法が割とルーズな形になっていて、そこを引き上げるために取引所規則で規律づけをしていると理解しています。アメリカの場合、取引所規則に従わないと、かなり大きな制裁があると思いますが、NYSEの場合、その規則に従わなかった場合、どういう制裁があるのですか。もしお知りであれば、ご教示下さい。

○川口 今すぐ詳細は分からないのですけれども、アメリカの場合、日本の証券取引等監視委員会と違ってSECが強い権限を持っておりますから、ですから、どうなのでしょうね。上場廃止というのは聞いたことがないと思いますが、まず、是正措置をとるように勧告したり、場合によっては罰金を科したりということもあるのではないのでしょうか。そのところはよくわかりません。

○コーディネータ 川口先生、ありがとうございます。時間がそろそろ来まして、最後に、実は、1つ大きな問題が残っておりまして、社外取締役であれ社外監査役であれ、社外の人が会社経営の監視役に選ばれるとしても、一体どういう目的、どういう動機で監視をちゃんとしてくれるのだろうかということ。その動機づけが、やはり人間薄情なものですから、必要ではないかという気がするのですが、社外取締役、社外監査役も含めて、いわゆる社外役員全般に対して、職務をきちんと遂行して、きっちりと監督の役目を果たしてもらうために、どういう動機づけの仕組みとか方法があるか。この点は、経済学の観点から、どのように考えられていますか、池尾先生、お願いします。

○池尾 動機づけの手段としては、非常に大きく分ければ金銭的動機づけと非金銭的な動機づけに分けられると思いますが、社外取締役を動機づける際に金銭的な手段を使って動機づけるというのは、やはり、馴染まないというように基本的に思います。

従って、非金銭的な形での動機づけを考えるしかないわけですが、それは、名誉心ということもあるかもしれませんが、社会のためになりたいとか、とにかく経営をよくしたいというようなことで意欲を持ってもらわなければいけないわけですよ。そのような意欲を普通の人が

持つかという非常に深刻な問題があります。ただ、社外取締役の最大の候補者は経営者OBだと思うんです。経営者という方は、お金儲けのために経営をしているのかもしれないけれども、経営者は本当に金銭的動機だけで経営しているのかと考えると、経営そのものをやりたいからしているような方が実は多いのではないかと考えております。経済学でアニマルスピリットという言葉があるんですけども、企業家精神。企業家精神というのは単にお金を儲けたいという思いではなくて、もっと違う種類の志ではないか。新しいものをつくり上げたいとか、そういう本来の意味での企業家精神にあふれた経営者であれば、現役をリタイアした後、そういう人に社外取締役になってもらおうと、一番動機づけという点においては意味があるのではないかと思うんです。

○コーディネータ 研究者に似ていますかね。

○池尾 だから、別に金銭的動機で人間すべて動いているわけではなくて、経済活動のかなりの部分もノンプロフィットでやっているというところがあるわけで、金儲けしたいから経済学の論文を書いているわけでもないわけで、知的好奇心の割合のほうが大きいわけで、そういうことで、経営に関しても、経営したいという好奇心を満たすような形での動機づけが中心ではないかと思えます。

○コーディネータ 分かりました。

実は、ほかにいろいろご質問をいただいていたのですが、この会場の使用時間の制限もございまして、今日ご紹介できなかったご質問については各講師の方々にお渡ししておきます。それでご勘弁を願いたいと思えます。

それでは、これで本日の企画はすべて終了させていただきます。長時間おつき合いいただきましてありがとうございました。

また、本日は、週末で本当は休んでおくべきところ、早稲田までお越しくございました4人のパネリストの先生方、本当にありがとうございました。最後に盛大な拍手をお願いいたします。

第17回
産研アカデミック・フォーラム

「公開会社のコーポレート・ガバナンスの新たな展開」

日時 2009年7月11日(土)
場所 早稲田大学 国際会議場
井深 大 記念ホール



R. I. B. A.
Research Institute of
Business Administration
Waseda University

主催 早稲田大学 産業経営研究所
後援 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム

ご あ い さ つ

早稲田大学産業経営研究所は、早稲田大学における産業経営に関する中心的な研究機関として1974年に設立され、2007年10月からは旧アジア太平洋研究センターの国際経営部門との統合により新設された商学学術院総合研究所の研究部門として改組され、今日に至っております。産業経営研究所は、設立以来今日に至るまで、商学部のスタッフを中心とした研究陣により、企業経営から産業発展に関する幅広い領域において、グローバルな視点から先端的な研究を精力的に展開してまいりました。

このたび第17回目を数えることとなりました「産研アカデミック・フォーラム」は、当研究所の若手スタッフをコーディネータとして、現代の産業経営の分野から話題性に富んだテーマを選び、学内外の第一線の研究者をお招きして、報告、討論していただく企画です。今回は「公開会社のコーポレート・ガバナンスの新たな展開」を統一テーマとして選定いたしました。

会社法が施行されて既に3年が経過しましたが、上場会社に代表される公開株式会社に関する限り、ガバナンスの体制は大きな変更が加えられておらず、監査役・監査役会設置会社と委員会設置会社の選択制が引き続き採用されています。ただ、現実には東証上場会社のほとんどが監査役制度を採用しているため、わが国の上場会社の経営のモニタリングの担い手として、取締役会における議決権を持つ者としての社外取締役の選任は、監査役制度を採用する多くの上場会社にとっては任意的なものにとどまっています。

ところが、近時、経済産業省・企業統治研究会や金融審議会「わが国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」等での議論のほか、在日米国商工会議所や国内外の機関投資家等からの要望として、監査役・監査役会設置会社にも、取締役会の経営モニタリング機能の実効性確保のために社外取締役を一定数選任することを義務づけた上で、現在の社外取締役の定義を、経営陣からの実質的独立性を担保する内容へと見直し厳格化する方向での制度の見直しが検討されてきました。これに対し、経済団体連合会はこうした動きを強く牽制しており、上場会社のガバナンスのあり方を巡る議論がここに来て非常に活発化しています。それと同時に、これまでの議論では、社外取締役に経営モニタリングの役割を担わせるとしても、どのような権限の裏づけを行うのか、独立社外取締役の役割と社外監査役を含めた監査役の職務・機能との関係をどのように捉えるのか等、監査役制度のあり方そのものも含め、検討すべき課題が依然残されているようです。

そこで、本アカデミック・フォーラムでは、こうした問題意識に立った上で、わが国公開株式会社のガバナンスのあり方につき産学協同でガイドラインを公表する等の活動を続けている日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムの後援のもと、上場会社のガバナンスのあり方について問題点を洗い出し、わが国経済社会として向かうべき方向性を探ろうとするものです。皆様方のご来聴を、所員一同、心よりお待ち申し上げます。

早稲田大学産業経営研究所
所長 辻山 栄子

プログラム

挨拶

早稲田大学商学大学院総合研究所所長
兼 産業経営研究所所長

早稲田大学教授（商学大学院）辻山栄子

問題提起

「公開会社ガバナンスを巡る最近の議論の背景と論点整理」

コーディネータ

早稲田大学商学大学院総合研究所所長補佐

兼 産業経営研究所所長補佐

早稲田大学教授（商学大学院）中村信男

I. 講演

1. 「経済の転換期とコーポレート・ガバナンスの在り方」

経済産業省経済産業政策局産業組織課長 新原浩朗

2. 「企業統治の多様性と最低基準」

慶應義塾大学経済学部教授 池尾和人

3. 「独立取締役活用の在り方」

中央大学法科大学院教授・東京大学名誉教授 落合誠一

II. パネル・ディスカッション

早稲田大学産業経営研究所について

(Research Institute of Business Administration, Waseda University)

当研究所は、研究・教育関連の一貫として産業経営およびこれに関連する諸分野の研究・調査を行うことを目的として、1974年7月に設立されました。設立以来、関連資料の収集・整理、プロジェクト・チームによる共同研究、受託研究、機関誌『産業経営』および『産研シリーズ』の発行、『ワーキングペーパー』の刊行、研究会、公開講座、産研フォーラム、産研アカデミック・フォーラムの開催などを積極的に行い、上記分野の研究水準の向上に重要な役割を果たしています。

講師略歴

中村 信男（なかむら のぶお）氏

- 1986年 早稲田大学法学部卒業
- 1988年 早稲田大学大学院法学研究科（民事法学専攻）博士前期課程修了
- 1991年 早稲田大学大学院法学研究科（民事法学専攻）博士後期課程退学
- 1991年 愛知学院大学法学部専任講師
- 1994年 早稲田大学商学部専任講師
- 1996年 早稲田大学商学部助教授
- 2001年 早稲田大学商学部教授
- 2008年 早稲田大学商学学術院総合研究所所長補佐
兼 産業経営研究所所長補佐（現職）

新原 浩朗（にいほら ひろあき）氏

- 1984年 東京大学経済学部卒業
- 1984年 通商産業省入省、情報経済課長、紙業生活文化用品課長
- 1992-94年 ミガン大学大学院経済学博士課程留学
- 2006-07年 ハーバード大学経済学部フェロー（組織の経済学）
- 2006年 早稲田大学法学研究科客員教授
- 2007年 マサチューセッツ工科大学（MIT）
スロン経営大学院リサーチ・アフィリエイト
- 2007年6月末より通商産業省経済産業政策局産業組織課長（現職）

池尾 和人（いけお かずひと）氏

- 1975年 京都大学経済学部卒業
- 1980年 一橋大学大学院経済学研究科博士課程修了
- 1980年 岡山大学経済学部助手
- 1986年 京都大学経済学部助教授
- 1987年 経済学博士（京都大学）
- 1994年 慶應義塾大学経済学部助教授
- 1995年 慶應義塾大学経済学部教授（現職）

落合 誠一（おちあい せいいち）氏

- 1968年 東京大学法学部卒業
- 1970年 弁護士登録（1974年3月請求取消）
- 1974年 東京大学法学政治学研究科修士課程修了
- 1974年 東京大学法学部助手
- 1977年 成蹊大学法学部助教授
- 1981年 成蹊大学法学部教授
- 1990年 東京大学大学院法学政治学研究科教授・法学部教授
- 2007年 中央大学法科大学院教授（現職）
- 2007年 東京大学名誉教授

産研アカデミック・フォーラム一覧

日 時	テ ー マ
第 1 回 1997. 7. 19	「21 世紀企業の戦略と組織 —新しい研究パラダイムの台頭—」
第 2 回 1997. 12. 6	「首都圏工業の空洞化を考える—集積活性化へ向けて—」
第 3 回 1998. 6. 20	「ブランド・エクイティ構築のための広告戦略」
第 4 回 1998. 12. 5	「日本企業システムの変容と 21 世紀への展望」
第 5 回 1999. 6. 12	「わが国企業における経営と会計の革新」
第 6 回 1999. 12. 3-4	「大学の教育理念と専門職業人の倫理」
第 7 回 2000. 6. 17	「日本における効率と公平 —『平等神話の崩壊』をめぐって—」
第 8 回 2000. 12. 11	「インターネット時代における E-組織」 —新しい E-組織形態と既存のグローバル企業の E-組織への移行—
第 9 回 2001. 6. 30	「日本企業におけるバランスト・スコアカードの適用可能性」
第 10 回 2002. 6. 22	「現代における保険販売と消費者保護」
第 11 回 2003. 6. 14	「会計基準の形成過程と規制が資本市場に及ぼす影響」
第 12 回 2004. 6. 19	「人材を活かす経営戦略」—経営戦略と人事マネジメント—
第 13 回 2005. 7. 2	「消費者行動とマーケティング」
第 14 回 2006. 6. 17	「ビジネスのための経済学教育」
第 15 回 2007. 6. 16	「ネットビジネスの近未来像と課題」
第 16 回 2008. 6. 21	「日本の会計制度改革—評価と展望」

産業経営研究所スタッフ

辻山 栄子（所 長） 早稲田大学教授（商学学術院）
中村 信男（所長補佐） 早稲田大学教授（商学学術院）
中道 麻子（助 手） 早稲田大学大学院商学研究科 博士後期課程
清水 弘幸（助 手） 早稲田大学大学院商学研究科 博士後期課程
吉見 憲二（助 手） 早稲田大学大学院国際情報通信研究科 博士後期課程

産研アカデミック・フォーラム No. 17

2010年3月31日発行

発行者 早稲田大学産業経営研究所所長 辻山栄子
発行所 早稲田大学産業経営研究所
〒169-8050 東京都新宿区西早稲田1-6-1
電話 (03) 3203-9857
FAX (03) 3202-4274
印刷所 共立速記印刷株式会社