

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、私は結構苦労するんです。「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勞するのは、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言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っ

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、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のかもかもしれません。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。だからなんですが、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お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お考えるわけです。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点間違っははいけないのは、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になっている。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。



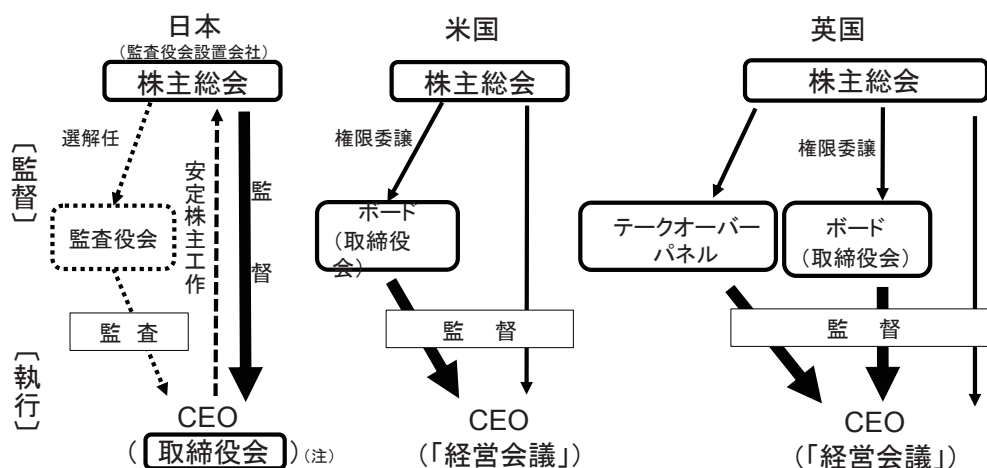
・経営者に近いところで、日常的にモニタリングしている経営感覚を持った独立した人間の必要性。
機関投資家サイドは、そのような独立した人に判断を任せられると知っている。また、何でも株主総会に持ってこられても困るとも知っているのである。

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、すべ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、企業のアカウンタビリティ、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

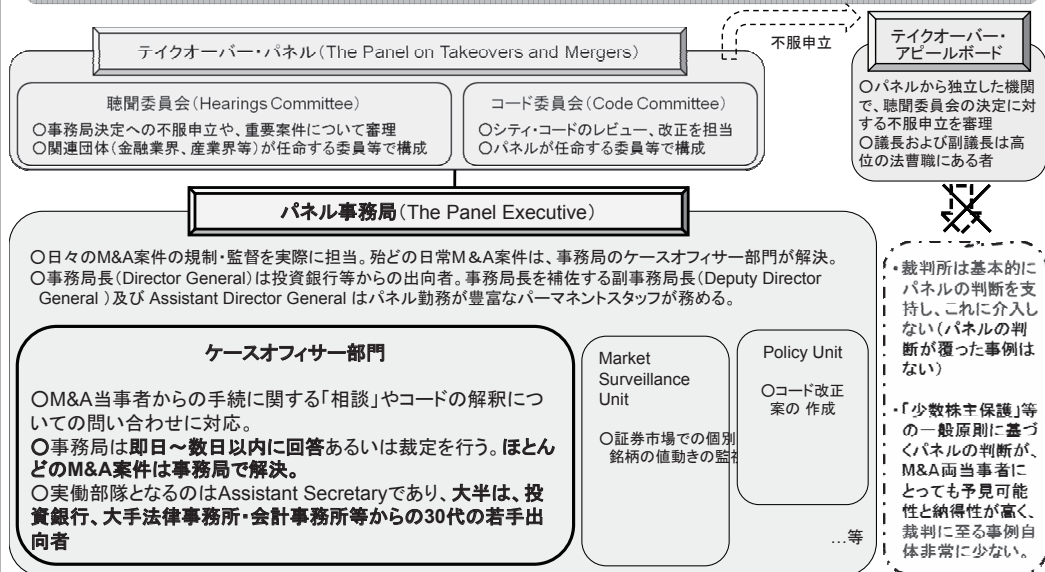
項目	概要
全部買付義務 (mandatory offer)	・30%以上の議決権に係る株式を取得した場合には、すべての株主に対して、過去12ヶ月間の最高買付価格で、現金を対価として公開買付を行い、応募のあった全ての株式を取得しなければならない。 ⇒特定の株主が会社の支配権を取得した場合には、他のすべての株主に売却の機会(当該会社から離脱する機会)を公平に与えるべきという少数株主保護の原則に基づく。
潜在的な買付者の公表	・公開買付の可能性がある者は、買付けの可能性に関する情報の公表を求められることがある。 ・買付者が買付けの可能性を公表した場合、パネルは、一定期間内(例えば6週間)に公開買付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
オブザーバー	柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科准教授
	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

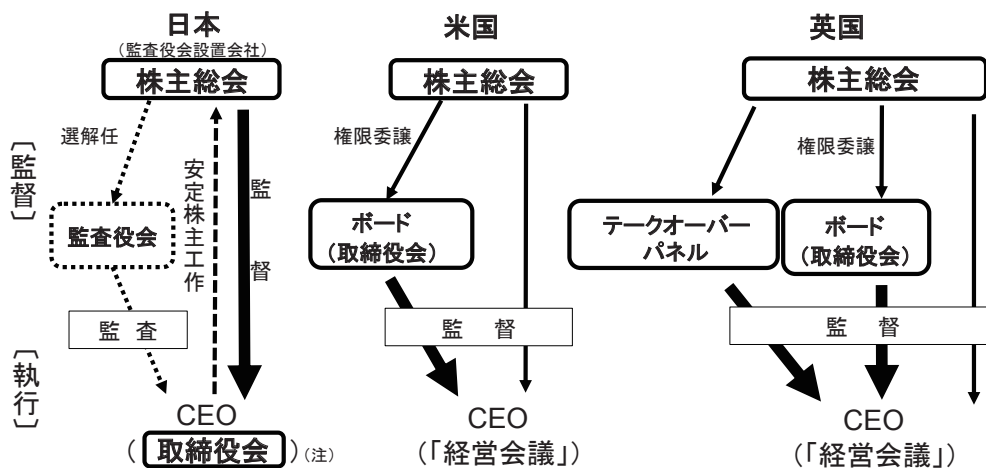


26

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、執行的の案件が取締役にかなり付議されているのが、日本の実情である。

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 ・取締役会は内部者が主たる構成員となっており、業務執行機能的側面が大。 ・監査役・監査役会が、取締役による業務執行の監督を行う(会計監査と適法性監査)。	執行と監督が分離 ・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。 (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。		
構成員に関する規定	■ 監査役会 ・半数以上の「社外」監査役で構成	■ 3委員会 ・各委員会を、過半数の「社外」取締役で構成	■ 取締役会 ・過半数の「独立」取締役で構成 ■ 3委員会 各々、「独立」取締役のみで構成	■ 取締役会 ・過半数の「独立」取締役で構成 ■ 3委員会 ・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. 社外役員独立性とその在り方



30

シート 31

4. 社外役員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
26JFE-HD	7	2
27国際石開帝石HD	16	4
28デンソー	13	0
29信越化学	20	4
30関西電力	20	3
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