

2012 年 1 月 31 日

〒100-8977 東京都千代田区霞が関 1-1-1  
法務省民事局参事官室  
関係者各位

拝啓

在日米国商工会議所(ACCJ)はこの度、法務省民事局参事官室が 2011 年 12 月に発表した「会社法制の見直しに関する中間試案」(以下「試案」)への意見募集にあたり、以下の意見を提出する機会に恵まれたことを感謝する。

近年の日本の企業不祥事を鑑みると、株主の利益をさらに保護し、日本企業への国内外投資家の信頼を回復するために、コーポレート・ガバナンスの改革に大胆に取り組むべき適切な時期であるという判断に深く同意する。

試案は社外取締役 1 名の選任など、積極的な政策を含んでいる。しかしながら、全体的には、試案はコーポレート・ガバナンスの改善と投資家の信頼を回復する目的では、以下の理由から効果がない。

- ・ 試案が義務付ける独立した社外取締役は 1 名(もしくは 0 名)でしかなく、企業の取締役会の意思決定に実質的な影響を与え、かつ昨今の不祥事に繋がる不正行為を防止するには、法的かつ心理的な観点から不十分である。
- ・ 試案は、株式会社の他の株主と実質上利害関係が異なる、当該会社の重要な取引先、もしくは当該会社の親会社の子会社の関係者が社外取締役や社外監査役として就任することを認めている。
- ・ 試案は、内部の取締役の自己利益と株主の利害が対立する際に、独立した社外取締役のみに構成される「特別委員会」、もしくは「特別取締役会」で重要な意思決定を行えるよう法制度を設置できていない。

さらに、ACCJ は、試案がコーポレート・ガバナンスへの昨今の国民の懸念を払拭するために意義のある変化であるという錯覚を生むことによって、将来のさらなる積極的な変化を妨げていると考える。

## 提言の概要

ACCJ は日本の全ての上場企業<sup>1</sup>に関わる日本の法令に以下の(a)～(e)の具体的改正を加えることを提言する。

- (a) 独立した社外取締役が取締役会の少なくとも二分の一を占めることを義務付けるよう、会社法を改正すること。
- (b) グローバル・ベスト・プラクティスに即して、独立した社外取締役と社外監査役が (1) 当該株式会社の重要な取引先の従業員やその他関係者でなく、(2) 当該会社の親会社の子会社の従業員やその他関係者でないよう義務付けるべく会社法を改正すること。
- (c) 各株式会社が以下(i)～(iii)を実施するように、会社法および、または日本の金融庁の規則に詳細な規定を加えること。
  - (i) 独立した社外取締役の定義に一致している取締役または取締役候補者がいる場合、それに一致する者を特定する。
  - (ii) 独立していると特定された各取締役または取締役候補者について、独立性を判断する際に会社の取締役会が検討した取引または関係を開示する。
  - (iii) 業務執行取締役に対する選任前の研修および全ての取締役に対する継続的教育に関して、取締役の研修にかかる会社の方針を開示する。
- (d) 取締役会が会社法第 373 条と同様に、特定事項に関する意思決定を独立社外取締役のみで構成される「特別取締役会」に法に則って委ねることができるように、会社法を改正すること。
- (e) 自己利益および利益相反性のおそれが潜在的に高い類型として特定された取締役会決議事項について、少なくとも 3 名の独立社外取締役のみで構成される「特別取締役会」が利用されない場合、しかるべき善管注意義務および忠実義務の充足に関する立証責任を取締役会に転換するように、会社法を改正すること。

## 背景と分析

### 独立した社外取締役の必要性

日本の公開会社において内部取締役が取締役会の圧倒的多数を占めていることは、内在する自己利益や、潜在的利益相反性が企業価値を下げ、特にこのような状況は日本法の「利益相反取引」という狭い解釈である定義に当てはまらないことから、重大なリスクをもたらす。たとえば企業の支配権(MBO を含む)、取締役の任命と報酬などの決定、内部役員による不正行為の特別調査では、内部取締役によるバイアスという重大なリスクが必然的に含み、それは投資家やその他ステークホルダーの大きな懸念となる。

独立社外取締役の存在が日本を含め、企業価値に貢献しているという十分かつ説得力のある証拠もある。京都産業大学の齋藤 卓爾教授が行った分析では、取締役全員が内部者で構成される日本の上場企業に社外取締役を導入すると、企業業績および将来利益予測の質が向上すること、

<sup>1</sup> ACCJ の提言において「上場企業」はその株式の「譲渡制限」がなく、過去三年間のいずれかの時点で証券市場に上場している全ての企業を指す。

および社外取締役の導入に対する投資家の反応はポジティブなものであることが実証されている<sup>2</sup>。またこのような恩恵が、独立性のない単なる「社外」取締役からよりも、独立した取締役の選任から生じることは明らかである。阿部 修人教授とチョン・テフン教授(2004)<sup>3</sup> および入江 和彦氏と野間 幹晴教授(2008)<sup>4</sup> の研究は、当該企業、企業の主要株主または銀行との間に重要な関係を持たない独立した社外取締役の存在のみが、企業業績にプラスの相関関係を示すことを示唆している。

2005 年、経済産業省および法務省によって支持された「企業価値研究会」報告書(以下「CVSG 報告書」)において、日本はコーポレート・ガバナンスのいわゆる「デラウェア・モデル」を選択したが、これは報告書が、政策決定として、買収防衛策等の会社支配に影響を及ぼす事項の決定に関して取締役会が裁量を保有する取締役中心のシステムを選択したからである。しかしながら日本は、企業価値の維持および最大化を確保する「デラウェア・モデル」の最も重要な要素、すなわち、a)経営陣の大きな自己利益が内在する事項に関して中立的な意思決定者としての役割を果たすことができる独立社外取締役の設置、b)このような独立した取締役のみで構成される委員会が、一定の意思決定を出来るよう取締役会が委任することを認可し、義務付ける法的基盤を導入しなかった。

日本のコーポレート・ガバナンスに独立社外取締役の仕組みを導入しなかった結果、取締役会が、買収防衛策の導入や支配権の売却等の重要な決定に関する検討および提言をさせるために、取締役以外の者から成る非公式の「特別委員会」もしくは「第三者委員会」を設置するようになった。以下でさらに詳しく記載されているとおり、このような法定外の委員会は、法的責任を持たないゆえに取締役の責任および株主に対する説明責任に関する重要な問題が生じる。

過去 20 年超にわたり、独立社外取締役採用の義務化および促進という考え方は、主に米国のみにおける事象ではなくなってきた。1992 年のキャドバリー・コミッティー<sup>5</sup>の報告書および 2004 年の「(独立)非業務執行取締役または(独立)監督取締役の役割に関する欧州委員会勧告」<sup>6</sup>後、世界中の主要経済(先進国および発展途上国)の大多数は、独立社外取締役の採用を義務付けるまたは推奨するシステムを導入した。例えば、アジア・コーポレート・ガバナンス協会の 2010 年の報告書「アジアにおける独立取締役会の数に関する規則および勧告」<sup>7</sup>には、中国、香港、インド、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポールおよび台湾における独立取締役の必須ルール(「ハード・ロー」であるか、またはコーポレート・ガバナンス規約等の「ソフト・ロー」であるかを問わない)が記載されている。

しかしながら、日本は 2005 年に採用されたコーポレート・ガバナンスの法的モデル(「デラウェア・モデル」)において必要不可欠な要素の採用に著しい後れをとった。近年の東京証券取引所上場規則において役員のうち 1 名は「独立」役員であることを義務付けていることはきっかけにはなるが、当該規則が議決権を持たない監査役に独立役員の役割を果たすことを許しており、かつ独立役員として要求する人数がたった 1 名であるかぎりには、経営陣の自己利益および利益相反問題に対処するための十分な方法としては到底物足りないものと言わざるを得ない。

<sup>2</sup> 齋藤 卓爾「Boards with and without Outside Directors: An Empirical Comparison (working draft)」4~6 頁。

<sup>3</sup> 阿部 修人とチョン・テフン「Cross-Shareholdings, Outside Directors, and Managerial Turnover: The Case of Japan, August 2004」5 頁。

<sup>4</sup> 入江 和彦と野間 幹晴「社外役員の独立性と企業価値・業績(Independence of Outside Directors and Corporate Value/Financial Performance)」経営財務研究 第 28 巻 1 号(2008 年) 51~52 頁。

<sup>5</sup> Cadbury Committee.

<sup>6</sup> European Commission's 2004 Recommendation on the Role of (Independent) Non-Executive or Supervisory Directors.

<sup>7</sup> Rules & Recommendations on the Number of Independent Directors in Asia.

## 独立した社外取締役と社外監査役の要件

試案は上場株式会社の親会社の子会社の関係者や、重要な取引先の関係者が社外取締役や社外監査役に従事すべきか否か決定するにはさらなる検討が必要だと述べている。これらの人材は上場会社株主とは大きく異なった当該会社への利害関係を持つ可能性がある。よって社外取締役や社外監査役としては適切ではない。たとえば、主要な取引先や当該会社の親会社の子会社の従業員は、上場会社との取引を継続するかさらに増大することを望んでいるかもしれないし、あるいは、株主のために会社の価値を増すことより、現状維持を希望しているかもしれない。試案は社外取締役や社外監査役に株式会社の親会社の関係者がならないものとしたことにおいては正しい方向への一歩ではあるが、当該会社の親会社の子会社の関係者が不適任とせずにしたことは、グローバル・ベスト・プラクティスに即しておらず、必要条件の容易な回避をもたらし、実質上ではなく、形式上の区別となっているに過ぎない。

## 法的に有効な委員会もしくは「特別取締役会」の必要性

独立した取締役が、その役割を履行する、ACCJ は、取締役会設置会社が特定事項に関する意思決定を、独立社外取締役のみで構成される法的に有効な委員会、もしくは「特別取締役会」など、選ばれた取締役から構成される特別委員会に、法に則って委ねることが可能となるように会社法を改正することを提言する。

この点は独立した取締役が効力を持つために不可欠であり、以下の点からも特に重要である。

- (a) 内部取締役(管理職)が、委員会の意思によりオブザーバーと呼ばれたとしても、委員会の意思決定に常時立ち会い、監視することは明らかに不適切である。
- (b) 委員会もしくは特別取締役会は、法的責任のリスクが他の全ての取締役との連帯責任ではなく、それぞれの構成員に降りかかってくる場合に、より良い慎重な意思決定を行う。
- (c) 取締役以外の者で構成される「第三者委員会」は、日本企業の取締役会に対し買収防衛策、特別調査、MBO その他の案件に関する助言を提供する頻度が高まることにより、その法的有効性とその立場について重要な疑問が存在する。会社法では、当該「委員会」の構成員は、取締役と違い当該会社への善管注意義務を負わず、また株主が法的責任を追及することは出来ない。

現行の日本法の下では、

- (a) 「第三者委員会」と「特別委員会」の両者とも法律の枠組み外のものであり、その設立・構成または運営に関する法的根拠がない。
- (b) 取締役会がその意思決定を委任することは、それが取締役でない者で構成される場合はもとより取締役で構成される委員会であっても、法的に認められていない。
- (c) 取締役が特別委員会の委員になった場合でも、当該委員が、取締役として株主からの法的責任追及を含めた完全な善管注意義務を負いつつ活動しているのか否か、また委員会が提訴をしたり、提訴されたりする立場にあるか、もしくは裁判とはかけはなれた免責状況にあるのか、という点が不明瞭である。さらに、取締役でない者は、株主代表訴訟で提訴されることがない。

これらの現状の法に基づき、ACCJ は、防衛または買収に関する判断の究極的責任は取締役会の全ての取締役が負っており、現行法上では当該責任は他の何者、もしくは一部の取締役のグループにも委任することのできない基本的義務であるという CVSG 報告書の主張は的確であると考え

る。また、CVSG 報告書は、「経営陣からの独立性が実質的に担保されている必要がある」こと、および独立社外取締役の役割が非常に重要であることを正確に指摘している。

しかしながら、判断に関する取締役のこの究極的責任と、独立した判断の重要性の調和は、全ての構成員が独立社外取締役から構成される「特別委員会」または「特別取締役会」を設置し、意思決定権限を付与することが法的に可能である環境が整えられてはじめて達成できるものである。

独立社外取締役から構成される法的に有効な会議体の設置を企業に認めるために必要な会社法の改正を実施するにあたり、ACCJ は、法務省が会社法第 373 条で既に確立した枠組みに倣うことを推奨する。会社法第 373 条は、重要な財産の処分および譲受けまたは多額の借財の承認にかかる決議を行うために全取締役の中から事前に選任された 3 名以上の取締役から構成される「特別取締役会」を設置することを企業に認めている。会社法第 373 条に基づく会議体は実際の取締役会と見なされ、議事録の作成、監査役の出席および法に則った決議など全ての通常手続きが必要となる。会社法第 373 条は、取締役会が独立社外取締役から構成される法的に認められた「委員会」に相当する会議体を設置する会社法の改正において適切なベースとなり得る。

### 利害関係を有する取締役への立証責任の転換

前述のとおり、ACCJ は、日本の全ての公開会社に対して、取締役の少なくとも二分の一に独立社外取締役を選任しなければならない義務的要件を課すことを強く支持する。経営陣の潜在的利益相反性または自己利益が内在する取締役会決議について、これら独立した社外取締役のみが判断するために、ACCJ は、当該決議が独立社外取締役のみで構成される「特別取締役会」によらない限り、株主代表訴訟における善管注意義務に関する立証責任を、原告株主から被告取締役に転換することを推奨する。この変更に伴い、会社法第 373 条に倣って、取締役会が特定事項に関する意思決定を全てのメンバーが独立社外取締役で構成される「特別取締役会」に正式に委任することを認める改正を行う必要がある。

当該規則の対象となる取締役会決議には以下の(a)～(e)が含まれる。

- (a) 取締役の報酬に関する決議
- (b) 取締役および監査役の候補者および解任の提案に関する決議
- (c) 関係当事者(大株主等)との重要な取引の承認に関する決議
- (d) 買収防衛策の導入、合併・株式交換・MBO 等の特殊な取引または上場廃止や一般株主の流動性の喪失を招くその他の取引の推奨または承認に関する決議等、会社の支配権に影響を与える決議
- (e) 不正に関わる役員の調査など、取締役会決議に参加する個々の取締役の重大な自己利益に相当する要素が内在するその他の事項に関する決議

これらの決議が独立社外取締役のみで構成される特別取締役会により承認された場合、経営判断の原則が通常の方法で適用され、かかる決議が会社に損害を与える結果を招いたと主張する原告株主が善管注意義務違反を証明する義務を負うことになると考えられる。これらの決議が独立要件を満たさない取締役を含んだ取締役会により承認された場合でかつ原告株主が会社の被った損害は取締役会決議に起因することを立証した場合、当該決議に賛成した取締役は当該決議に関して自己の善管注意義務および忠実義務の履行を立証することが求められるであろう。つまり、取締役は自ら行った決議について説明する責任を負うことになり、取締役会決議に関する内部的

な情報や事実を完全に入手するというほぼ不可能に近い負担を原告株主に強いることはなくなる。  
(この作業は、裁判前、裁判中において効果的な情報開示が非常に限られている日本では特に難しい。)

利害関係のない公平な独立社外取締役により承認されていない決議に関する立証責任を取締役に転換することは、米国の上場企業の設立地として最も一般的なデラウェア州で検証済みの手法である。これは 2005 年に日本が採用したいいわゆる「デラウェア・モデル」の一部である。

日本と同様に、デラウェア州の企業の取締役会による行動の大部分は「経営判断の原則」によって保護される。経営判断の原則に基づき、原告株主が取締役の決議に善管注意義務違反があったことを優位な証拠によって立証できない限り、被告取締役の行動は裁判所によって保護される。取締役が重大な利害関係のある決議(全ての株主が得られるわけではない個人的な金銭的利益を取締役が得るような取引に関する決議等)は、当該決議が独立社外取締役のみで構成される委員会によってなされた場合または取締役会の過半数が利害関係のない独立した公平な取締役である場合でない限り、経営判断の原則によって保護されず、取引が完全に公正であったことを証明する立証責任は利害関係を有する取締役に転換される。

なお、この「デラウェア・モデル」によるより厳格な善管注意義務基準は一例として提示しているのみで、今回法制度に採用されることを提言しているわけではない。本提言では、善管注意義務の基準は現状のままに留めつつ、ある一定の状況において、立証責任を転換することを求めている。

ACCJ の提言は、日本の上場企業に対して自発的に独立社外取締役を選任する動機を与えると同時に、経営陣の自己利益または利益相反性によって不適切な影響を受けた取締役会決議から株主を保護することを可能にするものであると考える。

ACCJ では、試案への意見を提出する機会に恵まれたことを感謝致します。提示した規則の ACCJ のコメントに関してご質問のある方は、ACCJ 渉外室 (03-3433-7358、external@accj.or.jp) までお問い合わせください。

敬具

在日米国商工会議所(ACCJ)

(以上)