



Viewpoint

在日米国商工会議所意見書

自由民主党の選挙公約の「日本の上場
企業のコーポレート・ガバナンスの改革」
の実現を要望

Calling upon the LDP to Follow
Through on its Campaign Promise
to Reform Corporate Governance
at Public Companies in Japan

対日直接投資委員会
Foreign Direct Investment Committee

2014年4月まで有効
Valid Through April 2014

英語正文

在日米国商工会議所 / **The American Chamber of Commerce in Japan**

〒106-0041, 東京都港区麻布台 2-4-5, メソニック39MTビル10階
Masonic 39 MT Bldg. 10F, 2-4-5 Azabudai, Minato-ku, Tokyo 106-0041
<http://www.accj.or.jp/en/advocacy/viewpoints>

Ethan Schwalbe / Associate Director for External Affairs &
U.S. Government Affairs Manager
Phone: +81 3 3433 8549, Fax: +81 3 3433 8454

伊地知 徳子 / 日本政府担当マネジャー
Phone: +81 3 3433 8451, Fax: +81 3 3433 8454

ACCJ Viewpoint

RECOMMENDATIONS

The Liberal Democratic Party (LDP) of Japan's recent return to power followed a successful political campaign based on a proactive policy platform, including a robust set of corporate governance reforms intended to restore confidence in the Japanese financial markets and encourage economic growth. In its "Comprehensive Policy Proposals" dated November 27, 2012, the LDP's campaign promised to:

accelerate corporate governance reform through such measures as tightening the definition of outside directors, mandatory adoption of multiple independent directors at listed companies, reviewing functions of statutory auditors and independent directors in appointing an external auditor, a more effective whistleblower system, a regulatory framework to discipline the relationship between a parent company and subsidiaries, a review of the audit firm and public accountant system, tougher penalties for misconduct and indemnification for those who voluntarily surrender.¹

The ACCJ applauds the LDP for its foresight in adopting this important position. Unfortunately, the Ministry of Justice (MOJ) Legal System Advisory Council Company Law Committee (the "Company Law Committee") appears ready to submit to the Diet proposed amendments to the Company Law that were prepared by the prior administration, and fall far short of the LDP's campaign promises, especially in respect to the implementation of a requirement for independent directors.

The American Chamber of Commerce (ACCJ) calls on the LDP and the Government of Japan led by Prime Minister Shinzo Abe to act swiftly to ensure that the proposed amendments to the Company Law to be submitted to the Diet include the measures described in the LDP's own campaign platform.

Accordingly, the ACCJ recommends the following specific changes to Japanese law and regulation:

- (a) amend the Company Law to include a definition of "independent outside director" that is consistent with global best practices;

¹ "J-File 2012, Comprehensive Policy Proposals, (「J-ファイル2012 自民党総合政策集」、題名:「日本を取り戻す」)", p. 53, item 192.

提言

先般の自由民主党(自民党)の政権復帰は、日本の金融市場の信頼回復と経済成長を促すことを目的とする包括的なコーポレート・ガバナンスの改革案を含む、積極的な政策を基盤とした政治運動が成功を収めた結果である。2012年11月27日付の「総合政策集」において、自民党は以下の公約を発表した。

社外取締役の要件厳格化、上場会社における複数独立取締役選任義務の明確化、会計監査人選任における監査役・独立取締役のあり方の見直し、公益通報制度の実効化、親子会社等に関する規律の法制化、監査法人・公認会計士制度の見直し、違法行為についての刑罰厳格化と「過去は問わない」一定の自首による免責などを検討し、企業統治改革を推進します。¹

在日米商工会議所(ACCJ)は自民党がこの重要な方針を明確にした先見性を高く評価する。しかし、残念ながら、法務省の法制審議会会社法制部会(会社法制部会)は現在、特に社外取締役の義務化の要件の面において自民党の選挙公約とは程遠い、前政権によって取りまとめられた会社法の改正案を国会に提出しようとしている模様である。

ACCJは、自民党と安倍晋三首相が率いる日本政府が、国会に提出される予定の会社法の改正案に自民党自らが先の選挙運動にて掲げていた内容を盛り込む様、早急に行動することを要望する。

この観点から、ACCJは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) グローバルなベスト・プラクティスに則った「独立社外取締役」の定義を盛り込むように、会社法を改正すること。
- (b) 各上場企業が以下(i)～(iii)を実施するように、会社法、日本の金融庁および東京証券取引所(東証)等の証券取引所の規則に詳細な規定を加えること。
 - (i) 独立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、その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。

¹ 「J-ファイル2012 自民党総合政策集」、題名:「日本を取り戻す」53ページ、192項

ACCI Viewpoint

- (b) add detailed rules to the Company Law, Financial Services Agency (FSA) regulations and the rules of stock exchanges such as the Tokyo Stock Exchange (TSE) to require each publicly-listed company to: (i) identify which, if any, directors or director nominees fit the definition of independent outside director; (ii) for each director or director nominee that is identified as independent, disclose any transactions or relationships that were considered by the company's board of directors in determining that the director is independent; and (iii) disclose the company's policy with regard to director training, both with respect to training of executive directors before nomination, and continuing education of all directors;
- (c) amend the Company Law and/or listing rules of Japanese stock exchanges to require that at least one-third of a listed company's board of directors be independent outside directors;
- (d) amend the Company Law to permit a board of directors to formally delegate decision-making authority on specific matters to a "special board" comprised entirely of independent outside directors, along the lines of Article 373 of the Company Law;
- (e) amend the Company Law so that where no such "special board" consisting solely of at least three independent outside directors is utilized with regard to specified types of board resolutions where the risks of self-interest and conflicts of interest are inherently high, the burden of proof will be shifted to directors with regard to satisfaction of their duty of due care and duty of loyalty; and
- (f) create legal infrastructure for "*shikkouyaku*" executive officers, including CEOs with representation authority, who can be appointed by the boards of statutory-auditor-style companies. This amendment should be similar in structure to the legal rules currently governing executive officers (as defined under Japan's Company Law) at committee-style companies, including codification of the legal duties, responsibility, and potential liability of such executive officers.

(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。

- (c) 上場企業の取締役の少なくとも3分の1を独立社外取締役とすることを義務付けるよう会社法および日本の証券取引所の上場規則を改正すること。
- (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に転換するように、会社法を改正すること。
- (f) 監査役会設置会社の取締役会によって選任することができる「執行役」(代表権のあるCEOを含む)に関する法制度を整備すること。当該改正は委員会設置会社における執行役(会社法上の定義を参照)の法的義務、責任および潜在的な責任を含む法規と同様の制度とすべきである。

またACCIは、会社法制部会の改正案が監査役に一定事項に関する議決権を与える第三のガバナンス・ストラクチャーの導入を含むことに注目する。最も効果を得るためには、かかるストラクチャーの導入が、先に概要を述べた方針を反映したコーポレート・ガバナンス・システムの義務付けを達成するための包括的プランの一部としての経過措置でない限り、この導入は効果がないばかりでなく、将来のより有益な改正を阻むものであるとACCIは考える。

問題点

取締役の独立性と企業価値

以前と同様に、ACCIは経済産業省によって設置された企業価値研究会が2008年に公表した買収防衛策に関する報告書(企業価値研究会報告書)を高く評価する。

この提言が法律として採用されていれば、日本の株式市場に対する信頼の回復、日本企業の企業価値の向上および日本企業の企業価値を増加させる買収案件(そのほとんどが究極的には「友好的」性質のものとなったと思われる)の促進に大きく貢献していたであろう。しかしながら、この提言は未だに法的枠組みの中に採用されておらず、海外から

ACCJ Viewpoint

The ACCJ also notes that the Company Law Committee's proposed amendments include the introduction of a *third* governance structure which would allow statutory auditors to vote on certain matters. To be most effective, this proposal should be a transitional measure and part of a comprehensive plan to achieve a mandatory corporate governance system incorporating the policies outlined above.

ISSUES

Director Independence and Corporate Value

As before, the ACCJ commends the advisory report (the "CVSG Report") concerning takeover defenses that was issued in 2008 by the Corporate Value Study Group formed by Ministry of Economy, Trade and Industry (METI).

Adoption of these recommendations into law would have contributed substantially to confidence in the Japanese stock market, increased the value of Japanese companies, and facilitated transactions that enhance the value of the Japanese companies involved, most of which would have ultimately been "friendly" in nature. However, they have not yet been adopted, and foreign investment in Japan continues to lag. Furthermore, board decisions regarding takeover defenses are not the only type of decision for which there is great risk that inherent self-interest and conflicts-of-interest can reduce corporate value. Decisions with respect to control of the company (including an MBO), nomination of directors and compensation of directors also carry similar significant risks, which greatly concern investors and other stakeholders. In recent years in Japan, these issues have increasingly become the subject of lawsuits (in the case of low MBO prices) or low shareholder approval percentages (in the case of nomination and/or compensation of directors).

There is ample and persuasive evidence that independent outside directors contribute to corporate value. Research by Professor Takuji Saito of Keio Business School has shown that the introduction of outside directors into all-insider boards at Japanese listed companies significantly improves firm performance and the quality of forward earnings estimates, and that investors' reaction to the introduction of outsiders is significantly positive.² And it is also

2 Takuji Saito, Boards with and without Outside Directors: An Empirical Comparison (working draft), pp. 4-6.

日本への直接投資は遅れを取ったままである。さらに、内在する自己利益および利益相反性が企業価値を減少させる大きなリスクを伴う種類の決定事項は、買収防衛策についての取締役の決定に限られない。会社の支配 (MBOを含む)、取締役の選任、および取締役の報酬についての決定にも、同様の重大なリスクが伴い、投資家およびその他のステークホルダーも大いに懸念しているものである。近年において、日本ではこれらの問題が訴訟の対象 (MBO 価格が低いとされる場合等) となったり、株主の賛成率の低下 (取締役の選任と報酬の場合) を招いている。

独立社外取締役が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。慶應大学ビジネス・スクールの齋藤 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、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²。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、独立取締役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)³ および入江 和彦氏と野間 幹晴教授 (2008)⁴ の研究は、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」(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、経営陣の大きな自己利益が存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を導入しなかった。

日本のコーポレート・ガバナンスにおいて独立社外取締役が主要な役割を持たなかった結果、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

2 齋藤 卓爾「Boards with and without Outside Directors: An Empirical Comparison (working draft)」4～6ページ

3 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ページ

4 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ページ

clear that such benefits derive from independent directors rather than just “outside” directors who are not independent. Studies by Professors Abe and Jung (2004)³ and Mr. Irie and Professor Noma (2008)⁴ indicate that only independent outside directors – those without significant ties to a company’s majority shareholder or bankers – show a positive correlation to the company’s performance.

In 2005, in the “Corporate Value Study Group” (CVSG) report endorsed by both METI and the MOJ, Japan adopted the so-called “Delaware model” of corporate governance, because as a policy decision it opted in favor of board-centric systems where a company’s board of directors has discretion to decide matters affecting corporate control, such as takeover defenses. However, Japan did not adopt the most crucial element of that “Delaware model” which ensures that corporate value is maintained and maximized: that is, incentives and requirements for independent outside directors who can serve as neutral decision-makers on those matters for which intense managerial self-interest exists.

That independent outside directors are not a major component of Japanese corporate governance has resulted in boards establishing informal “special committees” comprised of non-directors to consider and make recommendations on key corporate decisions, such as the introduction of takeover defenses and the sale of corporate control. As described more fully below, these extra-legal “committees” of non-directors raise significant issues concerning liability and accountability to the company’s shareholders on the part of both committee members and the board.

Over the past 20 years, the concept of mandating requirements and incentives for the use of independent outside directors has ceased to be mainly a U.S. phenomenon. Following the 1992 Cadbury Report and the European Commission’s 2004 Recommendation of the Role of (Independent) Non-Executive or Supervisory Directors, the vast majority of major economies

「特別委員会」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取締役以外の者から成る「委員会」は、委員会構成員と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を提起する。

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 (Cadbury Committee) の報告書および2004年の非業務執行取締役または監査役員の役割に関する欧州委員会勧告 (European Commission’s 2004 Recommendation on the Role of (Independent) Non-Executive or Supervisory Directors) 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要求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」 (Rules & Recommendations on the Number of Independent Directors in Asia) 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要件 (「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CVSG報告書に盛り込まれたコーポレート・ガバナンスの法的モデルにおいて必要不可欠な要素の採用に著しい遅れをとった。東証規則において役員のうち1名は「独立役員」であることを必須にし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」の要件を満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十分に対処するための実効性のある方法としては到底物足りないものと言わざるを得ない。東証の最新の統計では、全ての上場企業のうち取締役の過半数以上が社外取締役である企業はわずか2.2%に過ぎず、社外取締役が存在しない企業は46.3%に上る⁵。その結果、国内外の機関投資家の多くは、日本のコーポレート・ガバナンス基準に近い将来改善されるという希望を失い、日本の株式市場への関心が薄れる要因になった。

取締役の研修

ACCJはまた、日本が取締役と取締役候補者に必要な研修や教育方針に関する開示とそのインセンティブの面で

3 Naohito Abe and Taehun Jung, Cross-Shareholdings, Outside Directors, and Managerial Turnover: The Case of Japan, August 2004, p. 5.

4 Kazuhiko Irie and Mikiharu Noma, Shagai-Yakuin no Dokuritsusei to Kigyo Kachi-Gyoseki (Independence of Outside Directors and Corporate Value/Financial Performance), *Keiei-Zaimu Kenkyu*, Vol. 28, No. 1 (2008), pp. 51-52.

5 「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2013」、2013年2月、東京証券取引所、5～6ページ

ACCJ Viewpoint

- both developed and developing - around the world have implemented systems requiring or encouraging the use of independent outside directors. For instance, a 2010 report by the Asian Corporate Governance Association, "Rules & Recommendations on the Number of Independent Directors in Asia" describes independent director requirements (whether in "hard law" or "soft law" such as corporate governance codes) in China, Hong Kong, India, Korea, Malaysia, the Philippines, Singapore and Taiwan.

However, Japan has significantly lagged with respect to adopting this "essential other half" of the legal model of corporate governance endorsed in the CVSG report in 2005. The TSE's listing rule requiring one board member to be "independent" is a start, but, inasmuch as it allows statutory auditors (who cannot vote) to fulfill this role and only requires one such person, it does not even come close as a practical method for satisfactorily addressing issues of managerial self-interestedness and potential conflicts of interest. According to the TSE's latest statistics, only 2.2 percent of all listed companies have a majority of outside directors and 46.3% of all listed companies have no outside directors at all.⁵ As a result, many domestic and foreign institutional investors have lost hope that standards for corporate governance in Japan will improve in the near future, which has become one more reason for diminished investor interest in the Japanese market.

Director Training

The ACCJ is concerned that Japan also lags with respect to the disclosure of, and incentives for, necessary training and educational programs for directors and director nominees. We note that the TSE has recently published "A Handbook on Practical Issues for Independent Directors/Auditors" to be distributed for the voluntary use by independent directors and auditors. However, according to the TSE's own statistics, only 12.5% of all directors entitled to vote are independent.⁶ This ignores the vast majority of directors, whom are by implication not in need of director education or training only by virtue of being insiders.

5 "Data Summary of TSE Listed Companies: White Paper on Corporate Governance 2013," February, 2013, Tokyo Stock Exchange, Inc., p. 5-6.

6 Id. at 2.

遅れていることを懸念する。東証は独立取締役および独立監査役が任意で利用できる「ハンドブック 独立役員の実務」を最近出版した。しかし、東証の統計によると議決権のある全ての取締役のうち、独立取締役はわずか12.5%である⁶。これは社内の者であるという理由のみで取締役の教育もしくは研修を受けていないその他多数の取締役を看過したものである。

「OECDコーポレート・ガバナンス原則」(OECD Principles of Corporate Governance)およびUNCTAD(国際連合貿易開発会議)の「企業統治開示におけるベスト・プラクティスに関するガイダンス」(Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure)に倣い、現在圧倒的多数の先進国および多くの発展途上国において、取締役の研修(継続教育を含む)または当該研修の必要性について継続的に検討する義務を課す、もしくは少なくともそれぞれの上場企業においてこれらの点に関する社内方針の開示を義務付ける、何らかの規則が導入されている。これらの規則は開示規則、上場規則、コーポレート・ガバナンス・コード等、多岐にわたる。

特筆すべきは、2012年に金融庁と東証が日本政府の協賛のもと、共同で主催したOECDのアジア・ラウンドテーブルにおいて、民間による取締役の教育は、2011年に発表されたコーポレート・ガバナンスに関する「アジアにおける優先すべき改革」⁷の六つの項目のうちの一つであることが再確認されたことである。香港およびシンガポールは、2011年の時点ですでに取締役の教育とオリエンテーションに関してコーポレート・ガバナンス・コードを著しく改善していた。

健全なコーポレート・ガバナンスを促進し可能にするこの世界的なトレンドと比べて、日本において同様な規則が全く存在せず、研修に関する社内方針の開示すら義務付けられていないことは驚くべきことである。日本の取締役の圧倒的多数は社外取締役でなく、社内の管理職であり長期継続雇用者であることを鑑みると、この欠落は特筆すべきである。取締役の任務に総合的に備えるために、取締役候補者に対し、広く認知されている第三者機関による教育を受ける義務を課すことは、日本の企業にとって適切なだけでなく容易なことである。また、「会計監査」と「適法性監査」を担当する監査役がこれらの二つの分野に関する知識を有する義務がないことはさらに驚くべきことである。

6 「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2013」、2013年2月、東京証券取引所、2ページ

7 「Reform Priorities in Asia: Taking Corporate Governance to a Higher Level」OECD、2011年、(<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/49801431.pdf>)、33~39ページ

ACCJ Viewpoint

In accordance with the OECD Principles of Corporate Governance and UNCTAD's "Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure", the vast majority of developed nations – and many developing nations – now have some form of rule either requiring director training (including continuing education) or ongoing evaluation of needs in that respect, or at least requiring the disclosure of each listed companies policy with regard to such matters. These rules appear in a variety of forms, ranging from disclosure regulations and listing rules to corporate governance codes.

Of particular note, in 2012 the Asian Roundtable of the OECD, co-hosted by the FSA and the TSE in partnership with the Government of Japan, reaffirmed its 2011 decision that director training provided by the private sector is one of its six "reform priorities in Asia" with respect to corporate governance⁷, at which time both Hong Kong and Singapore had already significantly upgraded their Codes of Corporate Governance with respect to director training and orientation.

In comparison with this global trend that supports and enables healthy corporate governance, it is striking that no such rules exist anywhere in Japan, and that not even disclosure about training policy is required. This gap is striking when one considers that because the overwhelming majority of Japanese directors are not outside directors - i.e., they are managers and long-term employees of the company – it would be not only appropriate but easy for Japanese companies to require director nominees to take recognized third-party courses to comprehensively prepare them for their director duties. It is even more striking when one consider that not even statutory auditors, who are in charge of "accounting audits" and "legality audits", are not required to have any knowledge of those two subjects.

Company Law Committee's Proposed Introduction of New "Audit and Supervisory Committee" Company Structure

The Company Law Committee is currently proposing the introduction of an "Audit and Supervisory Committee" company structure as

⁷ Reform Priorities in Asia: Taking Corporate Governance to a Higher Level, OECD 2011 (<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/49801431.pdf>), pp. 33-39

会社法制部会による新たな「監査・監督委員会設置会社」制度の導入案

会社法制部会は現在、取締役会の経営における監督責任を向上させるために「監査・監督委員会設置会社」制度の導入を提案している。監査・監督委員会の導入は任意であり、既存の「監査役会設置会社」および「委員会設置会社」に次いで第三のコーポレート・ガバナンス・ストラクチャーとなる。監査・監督委員会は委員会設置会社における監査委員会とほぼ同等の権限を持ち、その構成員は最低三人の取締役で、そのうち過半数以上が社外取締役となる。

ACCJは取締役会の経営に対する監督責任を大きく向上させることの重要性に強く同意する。しかしながら、現時点では、新会社制度は、2005年以降の日本のコーポレート・ガバナンスに内在する空白を埋めるものではない。新会社制度案のもとでは、新制度は義務ではなく任意であり、独立性がない取締役を「監査役・監督委員会」に含めることを可能としながら、独立取締役を一番活用すべき事態に彼らを導入する動機づけも枠組みも与えていないからである。さらに、日本において第三のガバナンス・ストラクチャーを任意で導入することは、市場および投資家を混乱させさらには警戒させる大きなリスクを抱えている。したがってACCJは、アジア・コーポレート・ガバナンス協会が会社法制部会に宛てた2012年1月31日付「監査役・監督委員会設置会社」案への反対を提言する書簡に同意する。むしろACCJは、取締役会の構成員の少なくとも三分の一は独立社外取締役でなくてはならないという、全ての上場企業に適用される必須要件を導入することを日本政府に強く要請する。

特別委員会

先に述べたとおり、ACCJは日本政府に対して、取締役会設置会社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会議体など、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。

企業価値研究会報告書の3(5)で指摘されているように、取締役以外の者で構成される、日本企業の取締役会に対し買収防衛策に関する助言を提供するため設置された「特別委員会」または「第三者委員会」の法的有効性について合理的な疑問が存在するため、本提言は特に重要性がある。また、仮に特別委員会が株主に対して負っている何らかの法的義務があるとしても、その内容については明確でない。

ACCJ Viewpoint

a means of improving the supervisory role of the board of directors over management. The decision to adopt an Audit and Supervisory Committee would be optional and would mark the introduction of a third type of corporate governance model, in addition to the current "Company with Board of Auditors" and "Company with Committees." The Audit and Supervisory Committee would have roughly the same authority as the Audit Committee in a Company with Committees, and Audit and Supervisory Committee members would be comprised of at least three directors, a majority of whom must be outside directors.

We strongly agree with the importance of significantly improving the supervisory role of the board of directors over management. As currently envisioned, however, the proposed structure does not address the huge gap in Japan's legal model of modern corporate governance that has existed since 2005. The new structure would be optional, not mandatory, on the part of Japanese companies, allows non-independent members to sit on the proposed "Audit and Supervisory Committee," and does not provide incentives or structure for the use of independent directors in situations where they are most needed. Furthermore, by instituting a *third* optional governance model in Japan, it carries huge risks of confusing and even alarming markets and investors. Accordingly, we concur with the Asian Corporate Governance Association's January 31, 2012 letter to the MOJ Committee in recommending against the introduction of the proposed "Audit and Supervisory Committee" company structure. Instead, we strongly urge the Government of Japan to introduce a requirement, applicable to all listed companies, that at least one-third of the listed company's board of directors be independent outside directors.

Special Committees

As indicated in earlier viewpoints, we recommend that the Government of Japan amend the Company Law so as to allow companies with boards of directors to formally delegate decision-making authority on specific matters to a board committee comprised of elected directors, including a committee comprised entirely of independent outside directors.

This recommendation is especially important because, as Section 3(5) of the CVSG report notes, there are legitimate questions about

現行の日本法上、

- (a) 特別委員会は法律の枠組み外のものであり、その設立・構成または管理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、それが部外者であ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、当該委員が、取締役として完全な善管注意義務を負いつつ活動しているのか否かが不明瞭である。
- (d) 最も重要な問題として、特別委員会のほとんどのメンバーは株主による選任を受けていない部外者であるため、当該メンバーは株主に対して善管注意義務を負わず、また株主が当該メンバーに対して法的責任を追及することができない。

これらの実状に基づき、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が負っており、当該責任は他の何者にも委任することのできない基本的義務であるという企業価値研究会報告書の主張は的確であると考えている。また、企業価値研究会報告書は、「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究極的責任と、独立した判断の重要性の調和は、買収防衛策の採用や利用に関する重要な判断をする目的等で、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。これは独立社外取締役が取締役会の半数を占めない場合、特に顕著である。

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、日本政府が会社法第373条で既に確立されている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みなされ、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「法的に認められた特別委員

ACCJ Viewpoint

the legal validity of the special committees comprised of non-directors that have recently been appointed to advise boards of Japanese companies concerning takeover defense plans. It is also unclear what legal duties, if any, such Special Committees owe to shareholders.

Under current Japanese law: (a) such special committees are extra-legal – there exists no legal basis for their creation, composition or administration; (b) a board of directors is not legally allowed to delegate board decision-making to outsiders or even to a committee comprised of directors; (c) when directors sit on such committees, it is unclear whether they are acting in their full capacity as directors, bearing full fiduciary duties; and (d) most importantly, since most members of such special committees are outsiders who were not selected by shareholders, they arguably do not bear any fiduciary duties to and cannot be held legally accountable by shareholders.

Based on this legal reality, the ACCJ believes that the CVSG Report correctly stressed that the ultimate responsibility for decisions concerning defenses or takeovers resides with the directors, and that this is a fundamental duty that cannot be shifted to any other person or persons. Furthermore, the CVSG Report correctly points out that “it is necessary to effectively guarantee independence from management” and that the role of independent outside directors is very important.

However, the ultimate responsibility of the board can only be reconciled with the importance of independent judgment if the board is statutorily enabled to create and delegate decision-making authority to board committees or “special boards” that are comprised entirely of independent outside directors, including for the purpose of making the key decisions concerning the adoption and use of takeover defenses. This is especially the case where independent outside directors do not comprise a majority of the board.

In implementing changes to the Company Law necessary to allow a company to create such legally valid special committees comprised of independent outside directors, the ACCJ recommends that the Government of Japan look to the framework already established by Article 373 of the Company Law. Article 373 authorizes a company to establish a “Special Board” of three or more directors selected in advance

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

現行の会社法の枠組みのもとでは、日本の上場企業は「委員会設置会社」の機関設計を採用するか、「監査役会設置会社」の機関設計を従来のまま継続するかという選択が可能であり、結果として独立社外取締役の導入を避けることが認められてきた。新たに「監査役・監督委員会設置会社」という任意のガバナンス・ストラクチャーを追加するという提言は、独立社外取締役の役割強化という基本的ニーズに対応することなく、日本企業のコーポレート・ガバナンスに単なる表面上の変化をもたらすさらなる機会を提供するだけである。

前述のとおり、ACCJは、日本の上場企業に対して、取締役の少なくとも三分の一を独立社外取締役とする義務的要件を課すことを強く支持する。それが政治的に実行不可能な場合には、最低限の措置として、ACCJは、日本における「ビジネス・ジャッジメント・ルール」をデラウェア州などの法域における法の発展に倣い、微調整することを推奨する。特に、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、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要望する。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伴う必要がある。

当該規則の対象となる取締役会決議には以下の(a)から(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

from the full board to vote to approve sales or purchases of significant assets or significant borrowings. Meetings convened under Article 373 are considered actual meetings of the board of directors subject to all of the normal procedures, including the taking of minutes, the presence of statutory auditors and formal voting. Article 373 is a convenient basis for amendments to the Company Law enabling boards to establish the equivalent of legally authorized special committees of independent outside directors.

Shifting Burden of Proof to Interested Directors

The current framework of the Company Law which allows Japanese public companies to elect to either adopt the “committee” system or continue with the *kansayaku* system has allowed Japanese public companies to avoid the introduction of independent outside directors. The proposal to add an additional voluntary governance structure, the Joint Audit Committee Company, would provide a further opportunity for Japanese companies to make superficial changes to their corporate governance without addressing the fundamental need to strengthen the role of independent outside directors.

As noted above, the ACCJ strongly supports a mandatory requirement that at least one-third of directors at all Japanese companies be independent outside directors. If this is not politically feasible, as a minimum measure we recommend enhancing Japan’s “Business Judgment Rule” consistent with developments in such jurisdictions as Delaware. Specifically, we call for shifting the burden of proof from shareholder plaintiffs to defendant directors in connection with shareholder derivative claims alleging that a director breached his or her duty of due care in approving board decisions with respect to which managers have an inherent conflict or self-interest, unless such decision was made by a “special board” comprised solely of independent outside directors. This change should be accompanied by an amendment permitting a board of directors to formally delegate decision-making authority on specific matters to a “special board” comprised entirely of independent outside directors, along the lines of Article 373 of the Company Law.

The board decisions subject to this rule should include (a) matters relating to the compensation of board members, (b) the nomination and/or

- (e) 取締役会決議に参加する個々の取締役の重大な利益相反関係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で構成される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。

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であり、グローバルな基準となるコーポレート・ガバナンスのベスト・プラクティスを世界に先駆けて導入するデラウェア州で検証済みの手法である。日本と同様に、デラウェア州の企業を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。取締役に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。

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、経営陣を含める取締役会に潜在的に存在する利益相反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。

監査役会設置会社における「執行役」の法的基盤の必要性

現在の日本の監査役会設置会社の法制度の重大な問題点の一つは、代表取締役（ほとんどの場合においてCEOでもある）が株主により既に選任された既存の取締役からのみ選ばれることである。上場企業における取締役会におけ

ACCJ Viewpoint

recommended termination of board members and statutory auditors, (c) approval of material transactions with affiliated parties (such as majority shareholders), and (d) decisions relating to the control of the company, such as resolutions to adopt takeover defenses or to recommend or approve extraordinary transactions such as mergers, share exchanges, MBO's or other transactions resulting in de-listing or loss of liquidity to the public shareholders, and (e) any other matter in which any directors participating in the board's decision have a material conflict of interest.

If these decisions are approved by a special board comprised of independent outside directors, the business judgment rule would apply and a plaintiff alleging that the decision resulted in damages to the company would bear the burden of proof to show a breach of fiduciary duties. If the decisions are approved by a board comprised of directors who are not independent and if the plaintiff shareholder demonstrates that the damages resulted from the board's decision, the directors who voted for the decision would be required to demonstrate that they fulfilled their duty of care and duty of loyalty in connection with such decision. In short, those directors would be held accountable for explaining their decision without requiring the plaintiff to succeed in the nearly impossible task of acquiring full information and facts about an internal board decision.

Shifting the burden of proof to directors in respect of decisions not approved by disinterested independent outside directors is a tested approach in Delaware, the most common jurisdiction in which U.S. public companies are incorporated and a jurisdiction at the forefront in establishing global best practices in corporate governance. As in Japan, most actions by a Delaware corporation's board of directors are protected by the "Business Judgment Rule". Under the Business Judgment Rule, actions by a board of directors will be protected by the courts unless the plaintiff stockholder can prove by a preponderance of the evidence that the directors' decision involved a breach of fiduciary duty. In decisions where directors have a material interest in the decision (such as a personal financial benefit in a transaction that is not available to all stockholders), the decision will not be protected by the Business Judgment Rule and the burden of proof shifts to the interested

る不正行為(たとえば、昨今の企業不祥事のような)が行われた場合、取締役会は代表取締役およびCEOを解任することは出来たとしても、新たな代表取締役およびCEOの候補者は非常に限られることになる。実務上および法律上は、臨時株主総会が開かれ、新たな取締役が選任されるまで、候補者は、前CEOに忠実だったり、同じ不祥事に関与した可能性もある現在の社内取締役に限られる。

同時にこの十年で、多くの監査役会設置会社が、特別措置として会社法上明確な定義のない「執行役員」を置いてきた。会社法上で定義されていないため、これらの「執行役員」はあくまでも名目のみで法的にはなんら義務を負わない。日本国民の多くにとっては監査役会設置会社の「執行役員」と委員会設置会社の「執行役」の違いが明確ではないため、このような特別措置は一般市民の困惑と共に表見的権限のリスクをもたらす。

このためACCJは、監査役会設置会社の取締役会によって選任することができる「執行役」(代表権のあるCEOを含む)に関する法制度を整備することを推奨する。この法改正は委員会設置会社における執行役の法的義務、責任および潜在的な責任を含む法規と同様の制度とすべきである。

ACCJ Viewpoint

director to show that the transaction was entirely fair, unless the decision is made by a committee of independent outside directors or where a majority of the board's directors is independent and disinterested.

We believe that our proposal would protect shareholders from inherent conflicts of interest that arise in management-led boards while simultaneously providing an incentive to Japanese public companies to voluntarily appoint independent outside directors.

The Need for “Executive Officer” Infrastructure for Statutory-Auditor Style Companies

One major issue with the present legal structure for statutory-auditor-style companies in Japan is that the Representative Director – who almost always is the CEO – can only be selected from among the existing directors who have been already elected by shareholders. In the case of board-level malfeasance at a public company (such as occurred in recent corporate scandals), this means that whereas the board may be able to terminate a director's status as Representative Director and CEO, the range of candidates who can be considered to replace that director as CEO is extremely limited. In terms of practical, legal reality, until such time as an extraordinary shareholders meeting can be called and held and new board members elected, the range of choices is limited to the current inside directors who may be loyal to the prior CEO or who may even have been involved in the same offending acts.

At the same time, for some ten years many statutory auditor-style companies have adopted an extra-legal, ad hoc practice of appointing “executive board members” (*shikkou yakuin*) who are such in name only, not legal reality, because the Company Law in fact does not define any such role for statutory auditor-type companies, and therefore, they have no duties under that law. Because many Japanese people are not even aware of the legal difference between “*shikkou yakuin*” at statutory auditor-style companies and “*shikkouyaku*” at committee-style companies, this ad hoc practice raises disturbing issues of public confusion and apparent authority risk.

Therefore, the ACCJ recommends the creation of legal infrastructure for “*shikkouyaku*” executive officers, including CEOs with representation authority, who can be appointed by the boards

ACCJ Viewpoint

of statutory-auditor-style companies. This amendment of current law should be similar in structure to the legal rules currently governing “true” executive officers at committee-style companies, including codification of the legal duties, responsibility, and potential liability of such executive officers.