

2012年1月30日

一般社団法人 日本取締役協会  
投資家との対話委員会

## 2012年の日本経済と資本市場の活性化案を提案 —経営者と投資家との対話から—

日本取締役協会 投資家との対話委員会(委員長 高須武男<sup>1</sup>)は、各企業のIR活動とは一線を画したマクロ的見地から、経営者と投資家の対話を行い、2012年震災復興における日本経済と、資本市場の活性化についての意見をまとめました。

投資家側からは、過去20年間の日本市場の低迷を指摘し、これから予想される事態に対し、これからの日本企業は高い技術力や収益力を持った集団への変革が必要であり、ROEやコーポレート・ガバナンスなど世界基準を意識すべきであるという意見がありました。

これに対して経営者側からは、投資家との間には、収益的には長期的視点と短期的視点の違いや、経営指標・コーポレート・ガバナンスに関しては、実質主義と形式主義の考え方に隔たりがある、との意見が出ました。

1年間の対話を通じ、当委員会は、オリンパスや大王製紙により失った世界の投資家からの信頼を取り戻すためにも、経営指標は絶対水準ではなく業界水準、トレンドを重視すべきであり、指標も財務テクニクに左右されやすいROEよりは、ROS(一株当たり利益)のようなものが望ましいこと、また市場からの強いプレッシャーにより、日本の企業経営が、ROSやコーポレート・ガバナンス(独立取締役の導入)、ダイバーシティ(外国人の取締役)への意識を高めていくことが必須と考えます。

そのためには、経営者がリターンを最大化するよう、挑戦し続ける仕組みが必要であり、一定の基準を満たせない企業は、市場からの退出も考えるべきと思います。

当委員会では、この意見を元に、投資家や市場関係者と、意見交換や対話を行いたいと考えています。引き続き、日本経済・資本市場の成長に向けて、経営者・投資家との対話の機会を作っていく予定です。

◆日本取締役協会は経営者、専門家、研究者、独立取締役、機関投資家が集まる日本で唯一の団体です。コーポレート・ガバナンスを充実することにより、企業活動を発展させ、日本経済を元気にすることを目的にしています。  
設立 2002年3月13日。会長 宮内義彦(オリックス会長・グループCEO)

<sup>1</sup> 株式会社バンダイナムコホールディングス 取締役相談役

## 日本株式市場活性化に向けて～投資家意見書

一般社団法人 日本取締役協会  
投資家との対話委員会ワーキンググループ

### (骨子)

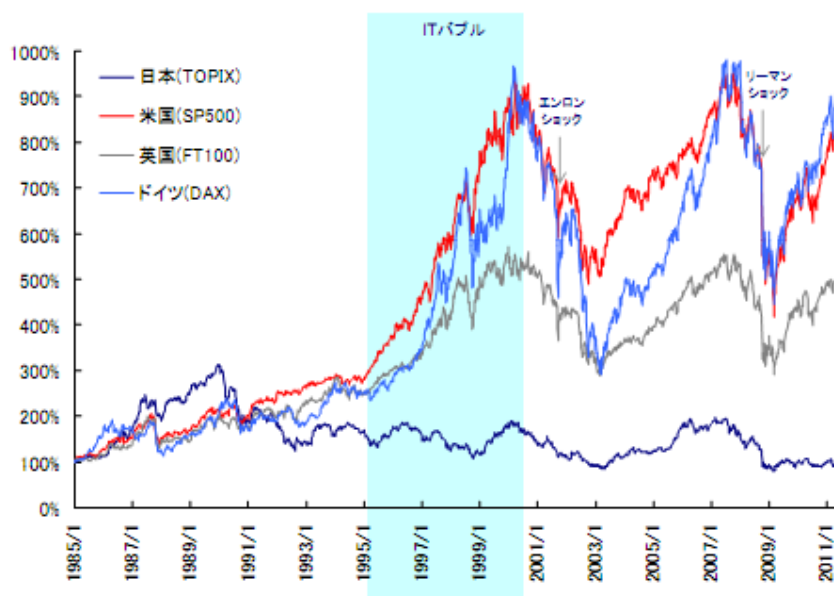
- 日本株式市場が先進国株式市場から「取り残されている」状況は、直近の震災の影響を差し引いたとしても、現実問題として看過できない水準まできている

- 小泉改革と世界的な信用拡大により増大した日本の時価総額は、サブプライムローン問題やリーマンショック等によりその後最大 380 兆円減少し、続く東日本大震災においては、最大 60 兆円の時価総額が減少した。

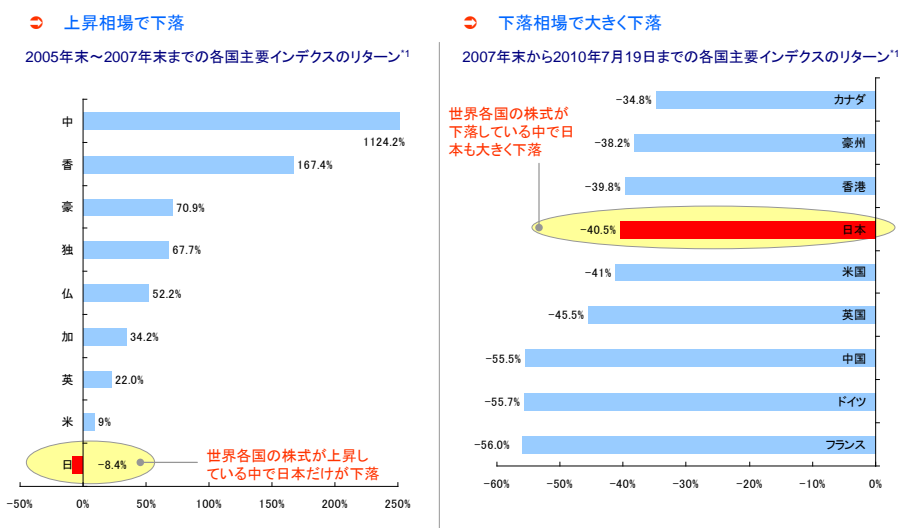


- 超長期の株式指数の推移を見ると、主要先進国の中で日本だけが成長機会を捉えられていない状況が見られる。

失われた 20 年(超長期の株式指数の推移)

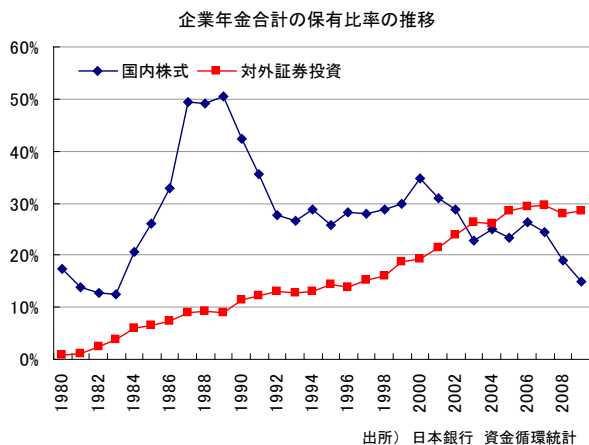


- 海外と比較して過去 5 年の株式市場パフォーマンスをみても、世界的な上昇相場(2005-2007 年)でも日本だけが下落し、2007 年以降の下落相場でも同じように下落している。つまり、日本の時価総額の下落はリーマンショックや地震という外的要因だけではなく、日本自体に対する海外の評価が低下している要因が無視できないということである。

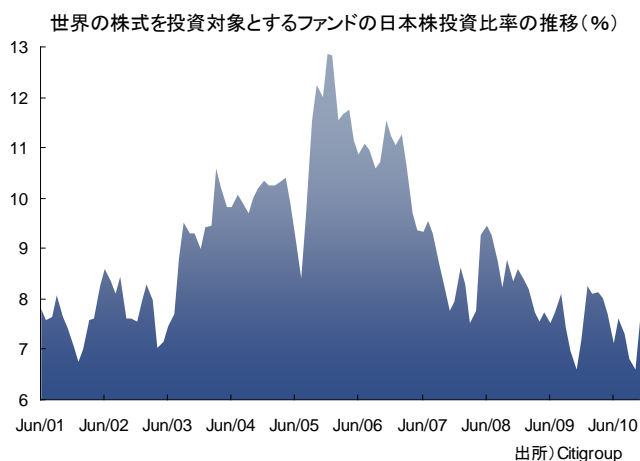


- 結果、過去 5 年間の内外投資家の東京市場への投資活動の引きは止まらず、2009 年には上海市場の売買高が東京市場への売買高を上回る状況となっている。

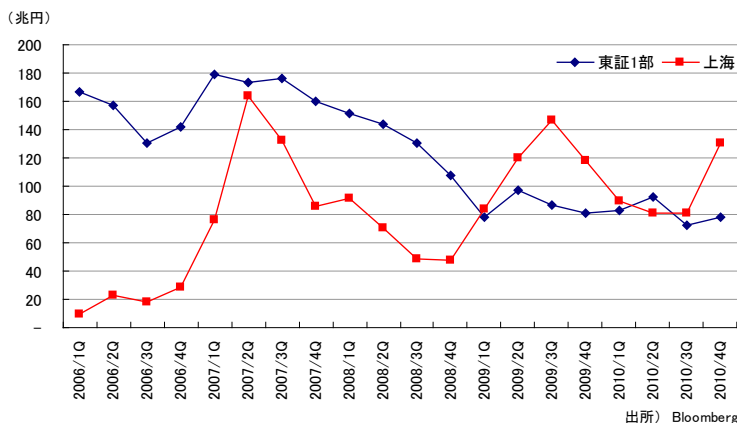
- 企業年金による日本株保有金額急減



- 海外投資家の日本株保有急減



- 東証一部取引残高と上海市場の取引残高の比較

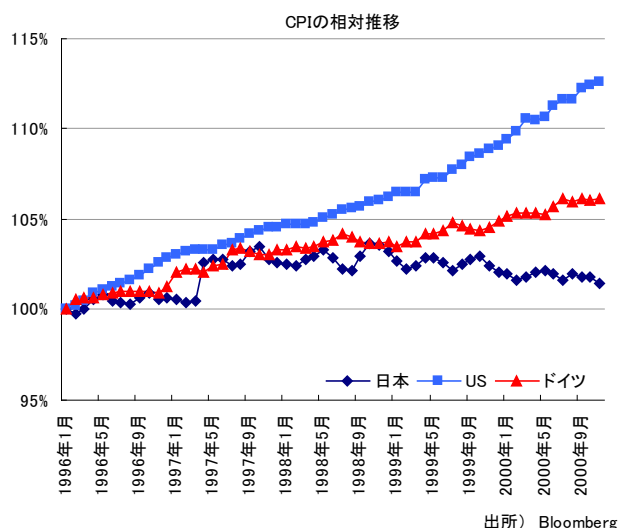
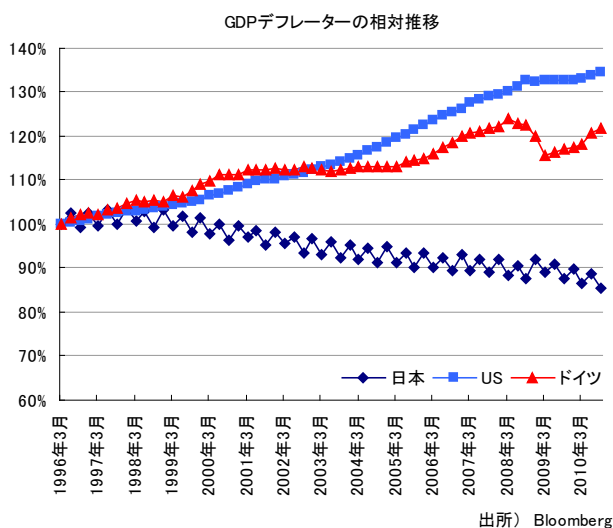


- このように、日本株式市場の縮小均衡が発生している背景には、1) 日本のマクロ的な経済ファンダメンタルズの問題と、2) 日本固有の利益還元スタンスや、法制度・コーポレートガバナンス、結果としての経営者の資質の問題の双方が大きく影響している

(マクロ的な日本経済ファンダメンタルズの問題)

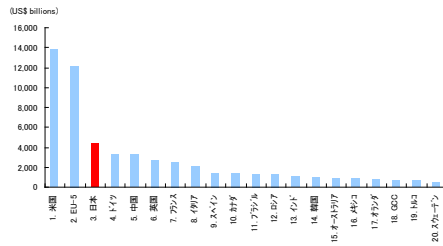
- GDP デフレーター、消費者物価指数等のマクロ指数などの長期経済ファンダメンタルズをみると、過去のトレンド、先行きの見通しどちらを取っても、日本が他の先進国市場と比較して見劣りすることは否定できない

- 1996 年からの GDP デフレーター推移、消費者物価指数の推移をみると、先進国中日本だけが下降曲線

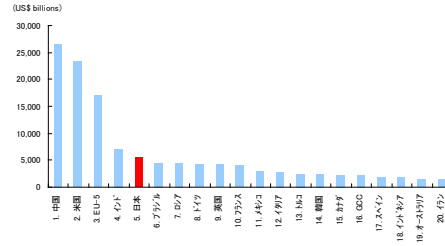


- ある長期 GDP 予想によれば、日本は 2030 年には第 5 位の経済圏、2050 年には 11 位まで転落し中国は日本の 12 倍の経済規模となる

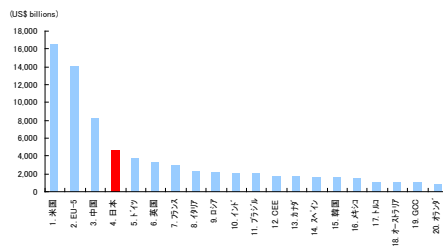
2007年



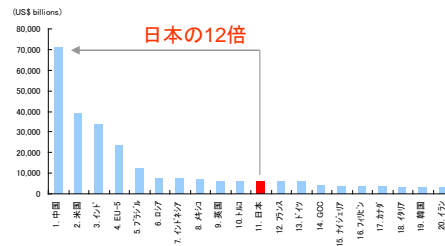
2030年



2015年



2050年



出所)ゴールドマンサックス証券

### (日本固有の企業ガバナンス構造による低ROE経営、税制問題)

- とはいえ、マクロ的な経済ファンダメンタルズへの見通しがすべて決めてしまうかという、必ずしもそうではない。もう一つの日本株式市場の構造問題は、日本固有の企業ガバナンス構造、税制に派生する日本企業の ROE の低さにあると考えられる。

- 市場銘柄全体の ROE とPBRには相関関係があるように見え、日本の上場企業のROEが他の先進国市場の半分という実情が、少なからずPBRの相対的低さに繋がっているように見える

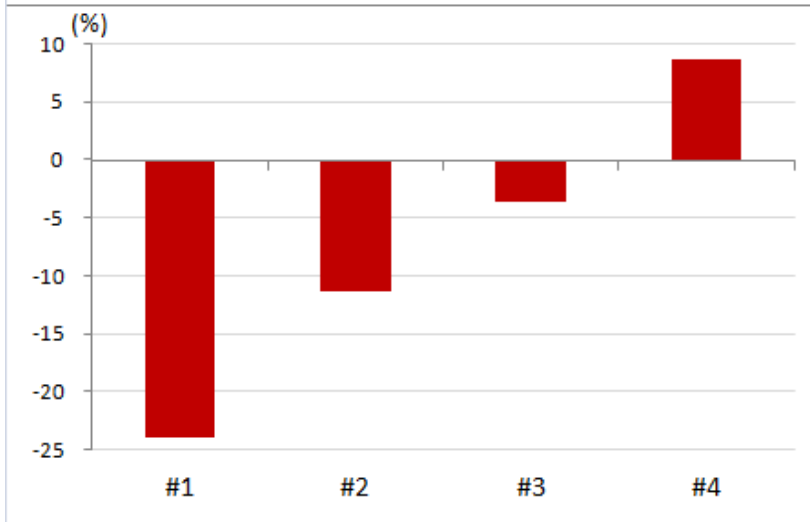
- ① 米 SP 500 ROE 16% PBR2.0
- ② 英 FT100 ROE 16% PBR1.7
- ③ 独 DAX ROE 13% PBR1.4
- ④ 日 TOPIX ROE 6% PBR 1.0

- 実際、同じ日本市場の中でみると、実績 ROE の多寡と株式累積リターンには、正の相関があるようにみられる

ユニバースを東証一部銘柄とし、直近実績ROEの大きさを4分位に分けたときの分位別 36ヵ月累積リターン平均

	実績ROE(小)		実績ROE(大)	
	#1	#2	#3	#4
分位別36ヵ月累積リターン(%)	-23.85	-11.90	-3.72	8.65
銘柄数	425	414	409	416

※36ヵ月累積リターンは2011年2月末時点



出所)野村証券

- 日本の上場企業が、平均すると他市場の企業に比べ低 ROE経営となってしまっているのは、日本固有の株式保有構造・コーポレートガバナンスが、資本コストを上回る利益率・ROE を上げる経営インセンティブ、意識の希薄さを生んでいる可能性があると考えられる
  - ① 持ち合い株式構造・安定株主工作が続いた結果、「資本コストに対する最低リターン(ハードルレート)を確保する」プレッシャー、インセンティブが希薄化
  - ② 結果的に、株主への利益還元や新規ビジネス・企業買収に待機資金を投入し、思い切ってリスクを取るよりも、「内部留保して有事に備える」経営に
  - ③ リーマンショック以降の経営者の反応をみても、資本効率を「極端に追求する弊害」と資本コストの「ハードルレートを最低限クリアしなければならない基本原則」を混同しがち
  
- 実際、日本のコーポレートガバナンスに対する客観的な評価は厳しく、スコアリング評価(ACGAレポート)では世界水準の 80 に対して日本は 57。香港(67)、シンガポール(65)と比較してもかなり見劣りする水準にある。
  - 特に評価が低いのは、「コーポレートガバナンスのルールと実践」という項目で、日本はアジア 11 カ国中下から 5 番目(日本 45、シンガポール 65、香港 59、中国 47)
  - 独立取締役役にしても株主総会にしても、「形式だけ整えて終わっている」状態が続いている
  
- さらに日本固有の税制の問題も
  - 実効税率 20%台の欧米国、アジア諸国も多い中、40%以上もの法人税を支払うことは、日本企業の国際競争力・収益成長力を失わせる要因となっている。

- 税率の国際比較に関しては、実効税率のみならず、各国の業種別実質税負担率についても目を向ける必要がある。実効税率では日本と同水準みなされている米国も実質税負担率は低いためである。
- 企業が現状の重い税率を避け海外へ事業シフトを進める事は、国内雇用環境の悪化、日本経済に繋がるリスクがある

(これから現状の問題が続く=「貧国」への道か)

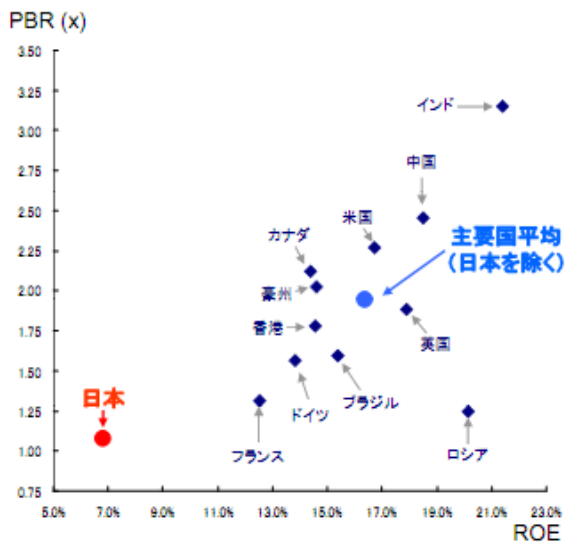
- 問題は、このままの状況が更に 10 年進むと、先進市場だけでなく、海外リスクマネーを取り込み急激にグローバル化していく他のアジア市場からも取り残され、日本市場が究極の縮小均衡の経済発展サイクルに陥る可能性があるということである。  
 「貧すれば鈍する」で、これまで日本が行ってきた世界貢献を行う力は大きく喪失するだろうし、年金・社会保障の屋台骨は崩壊、失業率の更なる増加、結果としての治安の悪化にさえも繋がり得るかもしれない。

(一株利益の増加を通じた、「日経平均 20,000 円」を目指す運動を)

- 日本の企業価値は他の主要諸国と比べて極めて割安に評価されていることは事実である。では、どうしたらよいか。  
 もちろん、日本株式市場の活性化には、震災復興も含めた国家的な、中長期的、マクロ経済・ファンダメンタルズの抜本的な回復政策が急務である。  
 しかし、仮に日本の ROE が世界標準になれば、株価も世界標準の評価を受ける可能性がある。民間経営者がより当事者意識をもち、圧倒的多数の日本企業が資本コストを上回るリターンを出せる市場にする(例えばROE2 桁以上を達成)することは、極めて有効と思われる。

● 日本の極端な割安状況—ROE 半分

主要国株式指数組入れ企業のROEとPBR比較



日本が世界標準となった場合の評価

- 日本が主要国平均の評価となった場合、株価はおよそ57%上昇する可能性があります

国	主要指数	ROE	PBR
日本	日経225	6.5%	1.24
インド	SENSEX	21.0%	3.10
ロシア	RTS	20.1%	1.24
中国	SHANGHAI	18.5%	2.47
英国	FT100	17.9%	1.88
米国	SP500	16.7%	2.28
ブラジル	ボベスバ	15.4%	1.60
豪州	ASX200	14.6%	2.01
香港	HANG SENG	14.5%	1.79
カナダ	TSX	14.4%	2.14
ドイツ	DAX	13.9%	1.55
フランス	CAC40	12.5%	1.29
平均(日本を除く)		16.4%	1.95

57.4%  
上昇

- 具体的には、「一株利益の増加→日経平均 20,000 円を目指す」という分かりやすい指標を掲げた運動を、一国を上げて仕掛けていくべきではないだろうか。アクションアイデアとして、以下のような例を挙げたい。

### 1) 民間主導の「1 株利益増加運動＝日経平均 20000 円へ」

- 高一株利益/ROE 二桁成長を達成する優秀企業の認知、そのランキングに基づく日本株 CG 優秀ファンドの組成による意識改革の浸透
  - 日本取締役協会等の民間団体で、ROE2 ケタ成長を実現し、効率経営とグローバル水準のコーポレートガバナンス実践を体現している企業を毎年認知、表彰
  - 当該表彰企業の銘柄だけを集めた「日本株 CG 優秀ファンド」を組成。通常インデックスとのパフォーマンスの違いを明確化することで、グローバルリスクマネーを呼び込むと同時に、日本企業経営者の意識改革を同時実現
- 取引所の上場基準、維持基準のさらなる見直し
  - 一株利益の低い企業については、必要に応じて(MBO)非上場化を促進
  - 上場、もしくは上場維持支援の必要ない上場企業は前広に上場廃止に

### 2) 「1 株利益増加＝日経平均 20000 円運動」への政・官サポートの可能性

- 持ち合い株式の解消促進に向けたドイツ型法人保有株売却制度の導入
  - 法人保有の株式売却益を非課税にして、売却資金で相互に自社株買いを行う施策を設計
  - 受け皿として日本銀行が一旦株式を購入、市場変動をバランス
  - 売却益が非課税のため、持ち合い株式の売却金額全額を企業が利用可能
  - 資本コストを上回るリターンを上げる経営インセンティブを阻害していた、日本固有の持ち合い株制度の終焉として、象徴的に対外アナウンス。
- JREIT のような制度の企業導入による株主還元促進と国内経済の需要喚起並びに雇用創出
  - 利益の 9 割以上を株主還元すると無税、利益の 7 割以上の株主還元で実効税率 20%とする
  - 企業は設備投資等の事業方針によって株主還元を伴う税制オプションを毎年選択できる
  - 税率の引き下げはWACC<sup>1</sup>の引き上げに繋がるため、企業価値評価を高める効果をもたらす。これにより企業が事業拡大による買収を考える際のハードルが低くなり、収益のある企業への刺激となり、経済を活性化させる。また、海外資本流入効果、消費税問題の解決なども期待できる。
- 配当損金算入方式の導入
  - 法人の配当を損金に算入して法人段階では課税しないことによって、以下の効果を期待。

<sup>1</sup> WACC (Weighted Average Cost of Capital) 加重平均資本コスト。資本コストの代表的な計算方法で、借入にかかるコストと、株式調達にかかるコストを加重平均したもの。



- ① 法人が積極的に配当を実施し、株主は安定して配当を得ることが可能となる。
  - ② 上記の結果、日本国民の株式保有比率の上昇、海外資金の流入により、日本市場の底上げが期待できる。
  - ③ 株主段階でのみ配当に対して課税することによる二重課税の排除
- 一方、①非課税法人および外国人株主に対する課税の機会がなくなり、②政府にとっては二重課税が出来なくなることからそれぞれ対応する策が必要
- これらと同時に、TPP に代表されるように海外との取引の自由度を上げることで、高い意識をもつ企業経営者の行動を後押ししていくべきである

以上

一般社団法人 日本取締役協会

投資家との対話委員会

委員長：高須武男(バンダイナムコホールディングス 取締役相談役)

副委員長：大月博司(早稲田大学商学大学院 教授)

ワーキンググループ

リーダー：佐野順一郎(ダルトン・インベストメンツLLC 日本代表)

佐々木裕子(チェンジウェーブ 代表)

スコット・キャロン(いちごアセットマネジメント 代表取締役社長)

福原理(いちごアセットマネジメント 代表取締役副社長)

水嶋浩雅(シンプレクス・アセット・マネジメント 代表取締役社長)

吉原和仁(UBPインベストメンツ 代表取締役社長)

本件に関する問い合わせ先

一般社団法人 日本取締役協会

〒105-6106東京都港区浜松町2-4-1 世界貿易センタービル6階

電話番号：03-5425-2861

Mail: info@jacd.jp

2012年1月30日

一般社団法人 日本取締役協会

会社法制委員会

**社外取締役の複数導入・柔軟設計型委員会設置会社制度等を提言**

日本取締役協会 会社法制委員会(委員長 中鉢良治<sup>1</sup>、副委員長 太田洋<sup>2</sup>)は、現在会社法制見直しに関する審議を行っている、法務省法制審議会会社法制部会の中間試案(2011年12月14日発表)に対するパブリックコメントに対応し、意見をまとめ、法務省(民事局)に提出しました。

日本取締役協会は、経営者をはじめとする企業経営に関与する有志が、コーポレート・ガバナンス(企業統治)を充実させることにより経営の効率化を図り、日本経済の持続的発展と豊かな社会の創造に寄与することを目的として活動している団体です。また、当委員会は、上記の目的の下で、経営に実際に関与している立場から会社法制見直しについて意見発信を行っていくことを目的として日本取締役協会内に設置されたものであり、企業経営の透明性を向上させ、そのガバナンスの実効性を高めていくための在るべき会社法制の姿・ビジョンを示すことにより、わが国の資本市場に対する内外からの信頼の確保とわが国経済の持続可能な成長に寄与することを目指して、これまで議論を重ねてきました。

そもそも、リーマン・ショック等の影響もあり長期に亘って継続しているわが国の経済停滞を打破し、経済の活性化を図るためには、わが国資本市場に内外の資金を呼び込むことが不可欠であるところ、近時、わが国においてもコーポレート・ガバナンスに関する深刻な問題が発生したこともあり、誠に遺憾ながら、わが国の資本市場自体が内外の投資家からの信頼を失いつつあります。このような状況下で、企業統治制度に関する会社法制の見直しが行われることは、わが国の株式会社制度が抱えるコーポレート・ガバナンスに関する問題を解消することにより、内外の投資家からの懸念を払拭し、ひいては資本市場の活性化を図るために極めて重要な意義を有しています。当委員会としても、冒頭に述べた日本取締役協会及び当委員会の設立趣意に照らして、企業統治制度の改善に向けた会社法制の見直しの方向性には全面的に賛成するものです。

もともと、中間試案の内容には、コーポレート・ガバナンスの向上という目標達成のためには必ずしも十分ではないと考えられる部分も見受けられます。特に、海外投資家からの信頼を確保しわが国の資本市場に対する海外からの資金流入を促進するという観点からは、米国を初めとする諸外国においてはモニタリング・モデルによる企業統治制度が定着していることに鑑み、わが国上場企業の間でも広くモニタリング・モデルに基づく企業統治が採用されることが極めて重要であると考えます。かかる観点から、当委員会としては、このようなモニタリング・モデルを適切に実現しわが国のコーポレート・ガバナンスの向上という目標を達成していくためには、現行の委員会設置会社制度又はその更なる発展形として以下に提言する柔軟設計型委員会設置会社が広くわが国企業の間で採用されることが究極的な理想型であると考えます。

<sup>1</sup> ソニー株式会社 取締役代表執行役 副会長

<sup>2</sup> 西村あさひ法律事務所 パートナー 弁護士

しかしながら、わが国におけるコーポレート・ガバナンスの現状に鑑みるに、まずは現状を少しでも前進させるべく、わが国上場企業の間でモニタリング・モデルに基づく企業統治が普及することを後押しするような各種施策が講じられることが、差し当たっての重要課題であると考えられます。

このような観点から、中間試案への単なる賛否を述べるだけでなく、更に一步進んだ議論として、当委員会として、

① 社外取締役を「複数」導入すること

② モニタリング・モデルを採り入れる上場企業が大幅に増加することを促すような新たな選択肢を提示すべきであるという観点からの提言(例えば、柔軟設計型委員会設置会社制度の導入等)

も行っています。(詳細については意見書参照)

当委員会としては、本意見が、中間試案を踏まえた今後の会社法制の見直しの検討の一助となることを切望してやみません。

日本取締役協会は経営者、専門家、研究者、独立取締役、機関投資家が集まる日本で唯一の団体です。コーポレート・ガバナンスを充実することにより、企業活動を発展させ、日本経済を元気にすることを目的にしています。設立 2002 年 3 月 13 日。会長 宮内義彦(オリックス会長・グループ CEO)。協会ホームページ <http://www.jacd.jp>

2012年1月30日

## 「会社法制の見直しに関する中間試案」に対する意見

法務省民事局参事官室 御中

一般社団法人日本取締役協会 会社法制委員会は、2011年12月14日付けで貴庁から公表された「会社法制の見直しに関する中間試案」について、委員会内で協議の上、別紙のとおり意見を取り纏めたので、ここに貴庁に対して提出するものである。

一般社団法人日本取締役協会  
会社法制委員会 委員長 中鉢 良治  
同 副委員長 太田 洋

(別紙)

## 「会社法制の見直しに関する中間試案」への意見の内容

日本取締役協会は、経営者をはじめとする企業経営に関与する有志が、コーポレート・ガバナンス(企業統治)を充実させることにより経営の効率化を図り、日本経済の持続的発展と豊かな社会の創造に寄与することを目的として活動している団体である。また、当委員会は、上記の目的の下で、経営に実際に関与している立場から会社法制見直しについて意見発信を行っていくことを目的として日本取締役協会内に設置されたものであり、企業経営の透明性を向上させ、そのガバナンスの実効性を高めていくための在るべき会社法制の姿・ビジョンを示すことにより、わが国の資本市場に対する内外からの信頼の確保とわが国経済の持続可能な成長に寄与することを目指して、これまで議論を重ねてきたものである。

そもそも、リーマン・ショック等の影響もあり長期に亘って継続しているわが国の経済停滞を打破し、経済の活性化を図るためには、わが国資本市場に内外の資金を呼び込むことが不可欠であるところ、近時、わが国においてもコーポレート・ガバナンスに関する深刻な問題が発生したこともあり、誠に遺憾ながら、わが国の資本市場自体が内外の投資家からの信頼を失いつつある。このような状況下で、企業統治制度に関する会社法制の見直しが行われることは、わが国の株式会社制度が抱えるコーポレート・ガバナンスに関する問題を解消することにより、内外の投資家からの懸念を払拭し、ひいては資本市場の活性化を図るために極めて重要な意義を有している。当委員会としても、冒頭に述べた日本取締役協会及び当委員会の設立趣意に照らして、企業統治制度の改善に向けた会社法制の見直しの方向性には全面的に賛成するものである。

もっとも、以下に述べるとおり、中間試案の内容には、コーポレート・ガバナンスの向上という目標達成のためには必ずしも十分ではないと考えられる部分も見受けられる。特に、海外投資家からの信頼を確保しわが国の資本市場に対する海外からの資金流入を促進するという観点からは、米国を初めとする諸外国においてはモニタリング・モデルによる企業統治制度が定着していることに鑑み、わが国上場企業の間でも広くモニタリング・モデルに基づく企業統治が採用されることが極めて重要であると考え。かかる観点から、当委員会としては、このようなモニタリング・モデルを適切に実現しわが国のコーポレート・ガバナンスの向上という目標を達成していくためには、現行の委員会設置会社制度又はその更なる発展形として以下に提言する柔軟設計型委員会設置会社が広くわが国企業の間で採用されることが究極的な理想型であると考えている。

しかしながら、わが国におけるコーポレート・ガバナンスの現状に鑑みるに、まずは現状を少しでも前進させるべく、わが国上場企業の間でモニタリング・モデルに基づく企業

統治が普及することを後押しするような各種施策が講じられることが、差し当たっての重要課題であると考えられる。

従って、以下では、中間試案で提案された各事項に関して、このような観点から有益且つ現実的であると考えられるものについては、当委員会として必ずしもそれが目指すべき理想型であるとの確信にまでは至っていない場合であっても、賛成の意見を表明している。加えて、一部の事項については、単なる賛否を述べるだけでなく、更に一步議論を進めて、当委員会として、社外取締役が積極的に導入されることや、モニタリング・モデルを採り入れる上場企業が大幅に増加することを促すような新たな選択肢を提示すべきであるという観点からの提言(例えば、「複数」の社外取締役の義務化、柔軟設計型委員会設置会社制度の導入等)も行っているところである。

当委員会としては、本意見が、中間試案を踏まえた今後の会社法制の見直しの検討の一助となることを切望してやまない。

## **第1部 企業統治の在り方**(\*)

### **第1 取締役会の監督機能**

#### **1 社外取締役の選任の義務付け**

(\*) 項目番号は、中間試案の該当項目の番号に合わせている。以下同じ)

社外取締役選任を義務付けることについては、賛成する。

また、対象となる株式会社の範囲については、原則として上場会社(即ち、金融商品取引所に上場されている株式を発行している株式会社)を対象とすれば十分であると考えられることから、上場会社に限定すべきと考える。

ただし、社外取締役の人数については、一人以上に留まらず、少なくとも複数(即ち、二人以上)の選任を義務付けるべきものと考える。

近時の企業不祥事の事例等からも窺えるように、経営トップは社内的には極めて強い存在であり、社内出身の人間が正面から経営トップの判断や言動に異を唱え、現実的に経営トップの暴走を食い止めることは容易ではない。他方で、巧みに隠蔽された不正行為を会計監査その他外部からのチェックにより明らかにすることも容易ではなく、また、上場会社においては株主も広く分散しているため、株主の社内情報へのアクセス能力、株主による経営者の日常的な行為に対する牽制機能にも自ずと大きな限界がある。このような観点から、コーポレート・ガバナンスが持続的に機能するためには、経営トップに対する実効的な牽制システムが経営の中核部分に存在していることが重要であると考えられる。当委員会の立場としては、社外取締役の存在それのみ

には経営トップに対する牽制システムとしては必ずしも十分ではないと考えているところであるが、それでも、社内取締役と比較すれば、社外取締役については、それが存在しているということだけでも、一定の経営トップに対する牽制力が期待できると考える。

もっとも、社外取締役に牽制力を有効に発揮させるためには、社外取締役を複数選任すべきものとし、社外取締役相互の議論を通じて経営トップの方針を多角的な視点から再検証することができる体制を採用することが望ましいと考えられる。実際に、米国では、ニューヨーク証券取引所(NYSE)等の証券取引所のルール<sup>1</sup>において、取締役会とは別に、非業務執行取締役(non-management directors)又は独立取締役のみが構成するエグゼクティブ・セッション(executive session)といった名称の会議体を定期的に開催することが要求されており、これらの非業務執行取締役等が率直に意見交換をする機会が確保されている。従って、社外取締役の人数は、少なくとも複数とすべきであると考える。

なお、社外取締役選任の義務付けに関しては、わが国においては社外取締役候補者の確保が困難であるとの批判が一般に存在しているところであるが、当委員会が2011年9月に実施した委員会設置会社及び当協会会員である監査役会設置会社を対象とするアンケートにおいても、実際に社外取締役の確保が困難であるとの意見は比較的少数であり、少なくとも一定規模以上の企業においては一般に言われているほどには社外取締役確保は困難と考えられていないように思われる。

## 2 監査・監督委員会設置会社制度

監査・監督委員会設置会社制度の導入に、賛成する。

その理由としては、まず、当委員会が2011年9月に実施した会員企業等を対象とするアンケート結果に照らしても、既存の監査役設置会社が「監査・監督委員会設置会社」に移行することは一定程度見込まれるところであって、わが国のコーポレート・ガバナンスの向上に資することが期待できることが挙げられる。また、近時の企業不祥事の事例等でも、代表取締役社長・会長の権限が強大であってそれに対する牽制が効いておらず、また、社外監査役が機能していなかったことが不祥事につながった可能性があり、モニタリングの実効化の観点からも、現行制度における監査役に対して、代表取締役の選解任をはじめとする取締役会決議事項全般に関する投票権を付与する意義は大きいと考えられる。

<sup>1</sup> 例えば、NYSEのListed Company ManualのSection 303A.03等。ただし、1934年Securities Exchange ActのRule3b-4に定義されている“Foreign Private Issuer”に該当する外国会社については、当該会社の“home country”における運用に従えば足り、当該規定の適用は排除されている。

なお、現在の案では、実質的には現行制度における監査役を「監査・監督委員」たる取締役と呼び変えたのみである部分が多いとも考えられるため、実務上は、ガバナンス機能の向上をより一層図るべく、監査・監督委員会に加えて、定款規定等による任意的な取り組みとして指名委員会や報酬委員会を設置することも、積極的に奨励されるべきであるとする。補足説明 4 頁・5 頁にも記載のように、当委員会としては、本制度は各監査・監督委員会設置会社におけるこれらの任意的な取り組みを妨げるものではないと理解している。

また、上記の監査・監督委員会設置会社制度に加えて、2011 年 11 月 30 日付けの当委員会意見書にも記載のとおり、柔軟設計型委員会設置会社の導入を行うことも提案する。

柔軟設計型委員会設置会社の制度概要は、以下のとおりである。

- ① 取締役会の過半数が「独立取締役」で構成されていることを条件として、現行の委員会設置会社における、いわゆる必置三委員会の設置義務を解除し、会社が必要と考える任意の委員会を設置することができるものとする。なお、かかる柔軟設計型委員会設置会社制度を採用するためには、定款でその旨定めることを必要とするものとする。
- ② 各委員会の権能、構成員の要件及び決議要件等は、原則として、柔軟設計型委員会設置会社が定款又は定款所定の授權規定に基づく取締役会規則により任意に定めることができるものとする。ただし、現行の委員会設置会社における監査・指名・報酬委員会のいずれかに相当する委員会が設置された場合には、それらの委員会の決定のみが終局的に柔軟設計型委員会設置会社を拘束するものとするためには、当該委員会の構成員の過半数が「独立取締役」でなければならないものとする。
- ③ 柔軟設計型委員会設置会社は、執行役を設置するものとし、監査役・監査役会を設置することはできないものとする。なお、柔軟設計型委員会設置会社における執行役の権限、選解任手続、任期その他の枠組みについては、原則として現行の委員会設置会社制度における執行役と同様とする。

このような柔軟設計型委員会設置会社の導入を図ることにより、「独立取締役」が取締役会の過半数を占めるような日本企業の増加を促進することができるとともに、現行委員会設置会社の制度の硬直性を打開し、モニタリング・モデルの導入を促進することが可能となり、ひいてはわが国のコーポレート・ガバナンスの向上にも大きく寄



与するものとする。

なお、柔軟設計型委員会設置会社において従来の委員会設置会社の必置三委員会の設置義務を解除することについては、必置三委員会によって果たされている機能が失われ、却ってコーポレート・ガバナンスの後退を招くのではないかとの批判もあり得るところである。しかしながら、そもそも柔軟設計型委員会設置会社の前提条件として取締役会の過半数を「独立取締役」で構成することを要件としているため、柔軟設計型委員会設置会社においては、取締役会それ自体が、現行委員会設置会社制度における必置三委員会が果たしている役割を果たすことが可能な体制となっているといえ、このような批判は当たらないものとする。

柔軟設計型委員会設置会社の制度及びその提案理由の詳細については、2011年11月30日付けの当委員会意見書も参照されたい。

### 3 社外取締役及び社外監査役に関する規律

A案(社外取締役・社外監査役の要件見直し)に、賛成する。

ただし、親会社の社外取締役については引き続き子会社の社外取締役・社外監査役との兼任を、また親会社の社外監査役については引き続き子会社の社外監査役との兼任を認めるべきであるとする。

本改正は、わが国の社外性の要件を、米国のNYSE・NASDAQにおける社外性の要件に近づけるものであると理解している。また、特にいわゆる過去勤務要件の対象期間については、一定期間に限定することは合理的であるとする。

従来の社外取締役・社外監査役については、その基準が緩やかであるために独立性が脆弱であるとの懸念も一般に存在していたところであり、独立性強化の方向での改正は、この懸念を一定程度軽減するものとして有効であるとする。

ただし、親会社の取締役が子会社の社外取締役・社外監査役となることを禁止する趣旨として、親会社の関係者である取締役に、親会社の影響力の下にある子会社の経営者が子会社の利益を犠牲にして親会社の利益を図ることについての実効的な監督を期待することはできないと考えられる旨が指摘されていること(補足説明10頁)からすれば、親会社の経営者から独立した存在である親会社の社外取締役については、子会社の社外取締役・社外監査役となった場合でも、かかる立場からの子会社経営者に対する実効的な監督も十分に期待できると考えられる。また、実質的にも、コンプライアンス体制強化の観点から親会社の社外取締役に外部弁護士が就任する場合等、当該社外取締役がグループ全体のコンプライアンス体制についてモニタリングできる体制を採用することがグループ全体のコーポレート・ガバナンス上も有益であるケースがあり得ることから、親会社の社外取締役については、引き続き子会社の社外取締役・社外監査役を兼任することを認める実益があるとする。また、親会社の社外監査役

が子会社の社外監査役を兼任する場合にも上記と同様の議論が該当すると考える。従って、社外取締役・社外監査役該当性が否定される「親会社の取締役」の範囲は親会社の「業務執行取締役」に限定すべきであり、また、社外監査役該当性が否定される「親会社の監査役」の範囲から親会社の社外監査役は除外されるべきであると考え。

なお、当委員会としては、中間試案で示された内容は、わが国の現状に鑑みた過渡的な検討結果であると理解しており、社外取締役・社外監査役の「独立性」に関しては、諸外国の制度も参考にしつつ今後も引き続きその要件のあり方について議論を深めていくべきであると考え。

## 第2 監査役の監査機能

### 1 監査役の監査機能

C案(現行法の規律を見直さないものとする)に、賛成する。

監査役に会計監査人の選解任権及び報酬決定権を付与することにより、これまでは「同意権」という形で二次的に負担していた会計監査人に対する監督責任を、監査役が直接負うこととなり、その結果、監査役の負担・責任が必要以上に増大することが懸念される。従って、監査役に会計監査人の選解任権及び報酬決定権を付与することには反対する。

### 2 監査の実効性を確保するための仕組み

監査役による使用人からの情報収集に関する態勢に係る規定の充実・具体化を図る方向性に、賛成する。

もともと、事業報告への記載を義務付けるという点に関しては、具体的に事業報告にどのような記載をする必要があるかを明確化することが望ましい。

なお、注記に記載されている従業員が監査役の選任議案の内容を決定する仕組み(いわゆる従業員代表監査役)については、株式会社制度は出資者である株主の利益最大化を第一の目的としているものであり、監査役による取締役の職務執行の監査も株主の利益保護を第一の目的としていることからすれば、従業員の利益代表としての従業員代表監査役制度を創設することは、株式会社制度の本質に整合しないものであって適切ではないと考えられるため、反対する。

### 第3 資金調達の場合における企業統治の在り方

#### 1 支配株主の異動を伴う第三者割当てによる募集株式の発行等

C案(現行法の規律を見直さないこととする)に、賛成する。

A 案又は B 案のいずれかが採用された場合には、仮に緊急の資金調達の必要性が総会承認を要する案件の適用除外事由として定められたとしても、その要件の不明確性や、「緊急の資金調達」の必要性を公にすることへのビジネス上のデメリットを考えると、多額且つ緊急の資金調達を実現する手段として第三者割当て増資を用いることは実際上困難になるリスクを否定できない。わが国ではまだライツ・オフERINGがエクイティ・ファイナンスの手段として実務上定着したとはいえない状況にあることにも鑑みると、現時点では、直ちに A 案ないし B 案を立法化することには慎重であるべきである。

#### 4 新株予約権無償割当てに関する割当て通知

新株予約権無償割当てに関する割当て通知の時期を新株予約権の行使期間の末日の 2 週間前までとすることに、賛成する。

この改正により、ライツ・オフERINGの手続に要する期間が短縮され、ライツ・オフERINGの利用が広がることが期待し得る。

## 第2部 親子会社に関する規律

### 第1 親会社株主の保護

#### 1 多重代表訴訟

B案(多重代表訴訟の制度は創設しないものとする)に、賛成する。

ただし、B 案の注記における、イの規律を設けることには、反対し、ウ及びエの規律を設けることについては、少なくとも当該制度が無限定で導入されることには反対する。

親会社の役員は、親会社に対する善管注意義務に基づいて、議決権行使等を通じて子会社を管理・監督し、親会社の利益を守る責務を負っているものであり、子会社の役員行為により親会社に損害が生じたにもかかわらず何ら適切な措置を執らずに放置

した場合は、親会社の株主は、親会社の役員に対して責任を追及することがそもそも可能である。従って、親会社の株主が直接子会社役員を訴える制度を創設する必要性は乏しいと考えられる。

また、中間試案上は、対象となる子会社は「株式会社」とされており、外国子会社はこれに含まれない整理とされていると理解しているものの、多重代表訴訟を認めない現行制度の下でも親会社株主により米国子会社の取締役等に対する責任追及の訴訟が米国において実際に提起されていること<sup>2</sup>からすると、会社法において多重代表訴訟が創設されることにより、濫用的なものを含めて外国裁判所における外国子会社の取締役等に対する訴訟提起が誘発されることにもなりかねず、それに対応するために多大な訴訟コストを要することが強く懸念される。

さらに、中間試案は、B案の注記において、多重代表訴訟を創設しないこととする場合にも、親会社の株主保護の観点からア乃至エの規律を設けることを「なお検討する」としている。しかしながら、以下のとおり、これらのうちア以外の規律については看過し得ない問題が存在する。

まず、イにいう「必要な措置」は、具体的に如何なる措置を意味するのかが明らかではない。即ち、親会社が子会社役員の実任を追及する場合には、訴えによることが必ずしも唯一の手段とはいえず、子会社取締役の資力、行為に至った背景、当該子会社のグループにおける位置付け、損害の程度等の事情に照らし、グループの利益のために最も有効な方法が選択されて然るべきである。しかしながら、株主が、親会社役員が訴えを提起しないことのみを以て任務懈怠であるとして親会社役員に対し訴訟を提起した場合に、親会社役員側に立証責任が転換され、親会社役員側で「必要な措置」を執ったことを立証しなければ敗訴するとすれば、親会社役員側の負担は極めて大きい。

また、ウ及びエについては、親会社の損害が要件となっていないように見受けられるが、そもそもA案の多重代表訴訟制度の根拠が子会社役員の実任により親会社が損害を受けた場合の親会社株主の保護にあるとすれば、A案が採用されなかった場合の代替案として、親会社に損害が生じていない場合においてもこれらの案を検討する必要性が明らかでない。いずれにせよ、仮にウ又はエを導入する場合でも、少なくとも、親会社が被る損害が「軽微」である場合を除外する(軽微基準)とともに、当該軽微基準に該当しない場合であっても、親会社に損害が生じる「可能性」では足りず、その「高度の蓋然性」が存在することを株主側が立証できる場合に適用範囲を限定する必要があると考える。

## 第2 子会社少数株主の保護

---

<sup>2</sup> 例えば、Batchelder v. Kawamoto, 9th Cir., No. 96-56565, July 15, 1998 等がある。

## 1 親会社等の責任

B案(明文の規定は、設けないものとする)に、賛成する。

A案は、親子会社間の取引においては、親会社が議決権を背景とした影響力により子会社の利益を犠牲にして自己の利益を図ろうとするおそれがある、との前提に基づいているが、現行法上、かかる取引によって子会社が損害を受けた場合は、子会社の少数株主の不利益は、子会社取締役の任務懈怠責任の追及や、子会社の親会社に対する不法行為又は不当利得に基づく損害賠償請求権を債権者代位により行使すること等により回復することが可能である。従って、新たに規定を設けるのであれば、現行の手段では不十分であることが実証的に示されている必要があると考えるが、会社法制部会の議論でかかる取引の例として示されたのは一部の濫用的な事例だけであったと理解している。かかる特殊な事例を根拠に親子会社間の取引にこのような一律の規律を設けるのは、やや拙速に過ぎるのではないかと懸念される。実質的に見ても、親子会社間の取引の条件は、当該子会社の企業グループにおける位置付けや、取引の背景、取引の性質等様々な事情によって決まるものであり、単に取引価格等の一面のみをもって「子会社が不利益を受けた」と判断することは適切ではない。A案も、この点に鑑み、②において「当該取引以外の取引の条件その他一切の事情を考慮して判断される」としているが、かかる抽象的な基準は、実際には判断基準としては有効に機能しないものと懸念される。そのため、結局のところ、例え濫用的な訴訟であっても実体的な事項についての主張・立証にまで発展する可能性が高く、親会社側はその対応のために過度な負担を余儀なくされる可能性がある。また、A案が採用された場合には、親会社側は、濫訴のリスクに対する防御のために、子会社との取引の都度、子会社に不利益が生じないことを示すための記録を詳細に残す必要が生じ、契約作成・管理等のためのコストが増大することが懸念される。更に、A案からは、どのような記録を残せば子会社に不利益が生じていないことを立証できるかも不明であり、実務的対応も困難であると言わざるを得ない。

加えて、A案は、子会社が受けた「不利益」の具体的な金額の算定が困難であり、現実的に機能するかどうかにつき疑問がある。また、特に大企業のグループ子会社の場合は、実際には当該子会社は会社の事業部門に類似した機能を果たしているに過ぎないケースが多く、そのような場合であっても柔軟に契約条件を設定することができないとすると、そもそも子会社形態での事業運営に支障を来しかねない。

なお、A案が少数株主の利益の保護を意図しているのであれば、(保護すべき少数株主の存在しない完全子会社を本制度の対象から除外すべきであるところ、試案の文言を見る限り、かかる除外はなされていないように見受けられる。仮に完全子会社への適用を想定しないのであれば、その旨明記すべきである。

当委員会としては、中間試案でなされた親会社等の責任に関する議論の前提として、上場子会社における少数株主の保護については、引き続き議論すべき課題が残っているものと認識しており、この点については今後も継続的に議論がなされるべきであると考えている。

### 第3 キャッシュ・アウト

#### 1 特別支配株主による株式売渡請求等

特別支配株主による株式売渡請求制度の導入に、賛成する。

近時、中長期的な視野に立脚した経営戦略の実行のための手段として経営陣によるマネジメント・バイアウト(MBO)やレバレッジド・バイアウト(LBO)が活用されるようになり、スクイーズ・アウトによる完全子会社化・完全非公開化の需要が高まっている。しかしながら、実務的には、手続に反対する少数株主への対処が円滑なスクイーズ・アウトの実施の妨げとなっている。少数株主の保護の必要性はもちろん重要ではあるが、特別支配株主が存在する状況下においては、少数株主の保護は、原則として、適切な取得対価の算定によって図られるべきであり、また、それで足りると考えられる。従って、スクイーズ・アウトの円滑化のためにも、上記制度の導入に賛成する。

### 第4 組織再編における株式買取請求等

#### 2 株式買取請求に係る株式等に係る価格決定前の支払制度

価格決定前の支払制度の導入に、賛成する。

株式買取請求に関して価格決定の申立てがなされた場合において、裁判手続が終了して発行会社を買取請求者に対して実際に対価を支払うまでの間に生じる法定の年利6%の割合による遅延損害金が、発行会社にとって無視できない負担となっている。現状では供託制度が利用できないとの運用がなされている中、価格決定前の支払いを可能にすることにより、発行会社は予め自らが相当と考える買取金額を支払うことで、遅延損害金の負担を軽減することができる。同時に、買取請求を行っている株主にとっても、(少なくとも企業側が相当と主張する価額の限度において)早期の支払いを受けられることは利益となると考えられる。従って、本制度の導入に賛成する。

### 3 簡易組織再編等における株式買取請求

簡易組織再編の要件を満たす場合、反対株主に株式買取請求権を付与しないこととすることに、賛成する。

簡易組織再編は、当該組織再編の規模が小さい等、典型的に見て存続会社等の株主への影響が軽微であることを理由として、株主総会決議を省略することが認められているものである。そうである以上は、会社の基礎の変更等による株式の価値変動による不利益から少数株主を保護するための制度である株式買取請求権の行使を、このように株主への影響が軽微な簡易組織再編の場合においてまで認める必要性は乏しいと考える。

## 第3部 その他

### 第1 金融商品取引法上の規制に違反した者による議決権行使の差止請求

ある株主が金融商品取引法上の規制に違反し、その違反が重大な場合に、他の株主が当該株主に対して、株主総会における議決権の行使をやめることを請求することができるとする制度を導入することに、賛成する。

また、当該他の株主のみならず、当該株式の発行会社自身にも、同様の差止請求権が認められるべきである。

なお、中間試案では、「ある株主」による金融商品取引法上の規制の違反については、違反の対象が具体的には特定されていないが、当然のことながら、対象となる株式会社の株式に係る金融商品取引法上の規制違反の場合が想定されていると理解している。この点については、念のため立法化に当たって明確化されることが望ましいと考える。

以 上

本件に関する問い合わせ先

提出者：一般社団法人 日本取締役協会 会社法制委員会

郵便番号：〒105-6106

住所：東京都港区浜松町2-4-1 世界貿易センタービル6階

電話番号：03-5425-2861 email:info@jacd.jp

## 会社法制委員会

委員長：中鉢 良治(ソニー 取締役代表執行役 副会長)

副委員長：太田 洋 (西村あさひ法律事務所 パートナー 弁護士)

### [2011 年度の活動概要]

#### 1. 会社法制委員会の活動の目的と範囲

(1)法制審議会会社法制部会では会社法制の見直しのための審議が進行中である。テーマは、①企業統治のあり方、②親子会社の規律、及び、③その他、である。関係方面における審議の動向もにらみ、委員会及びその下に設置されるワーキンググループでの議論を基に、必要な意見発出等を節目毎に行っていく。

(2)また、現行制度(委員会会社制度等)の運用に伴う制度・運用上の問題についても、継続的に議論し、必要な対外発信を行っていく。

### [活動実績]

#### 2011/05/27 第1回

講師：①東京大学大学院 法学政治学研究科 教授 神田秀樹氏②太田洋副委員長

テーマ：①法制審議会(会社法制部会)の審議状況、②現行制度(委員会設置会社)の問題点等

#### 2011/07/13 第2回

講師：太田洋副委員長

テーマ：現行委員会設置会社制度の問題点と会社法制見直し

#### 2011/11/09 第3回

講師：太田洋副委員長

テーマ：①現行委員会設置会社制度等に関するアンケート調査と提言案、②監査・監督委員会設置会社制度の概要

#### 2011/12/14 第4回

講師：太田洋副委員長

テーマ：法制審の監査・監督委員会設置会社制度案の概要(続き)等会社法制見直しに関する中間試案の方向性と基本的論点

#### 2012/01/18 第5回

講師：太田洋副委員長

テーマ：法務省中間試案に対するパブリック・コメント対応

### [意見書]

2011/11/30 取締役会の監督機能の充実に向けた機関設計に関する提言(法務省に提出)

### [ワーキンググループ]

リーダー：西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士 太田洋、

サブリーダー：西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士 大井悠紀

2011/6/7(火)、10/7(金)、2012/1/10(火)



# 日本取締役協会

平成 23 年 11 月 30 日

関係各位

一般社団法人日本取締役協会

## 意見書の発表について

(社)日本取締役協会・会社法制委員会(委員長:中鉢良治・ソニー株式会社 代表執行役 副会長)は、本日、法務省に対し、会社法制見直しに関する第1段階目の提言として、現行の委員会設置会社制度に関し、制度設計の柔軟化を可能とする改正を求める意見書を提出しました。

法改正(制度設計の弾力化)を求める理由は次の通りです。詳細は、意見書をご覧ください。

- ① 平成 14 年の法改正で導入された現行の委員会設置会社制度の普及は必ずしも進んでいないが、現在法制審議会・会社法制部会で会社法制見直しの議論がなされている中、現行委員会設置会社制度についての議論が必ずしも十分になされていないと見受けられること。
- ② 現行の委員会設置会社制度自体がやや硬直的な制度であること等も原因となつて、既に委員会設置会社制度を採用している企業からも当該制度の利便性等に関する問題が指摘されていること。

会社法制委員会の意見の内容は次の通りです。

日本取締役協会・会社法制委員会と致しましては、わが国のコーポレート・ガバナンスの一層の向上を図ることを目的として、わが国においてもモニタリング・モデルに基づいた企業統治制度がより定着して行くことを確保すべく、現在議論されている会社法制見直しに伴い、現行の委員会設置会社制度はそのまま維持しつつも、新たに下記の柔軟設計型委員会設置会社制度を採用することを可能とする制度改正が行われるべきであると考えます。

## 日本取締役協会

### 記

① 取締役会の過半数が「独立取締役」で構成されていることを条件として、現行の委員会設置会社における、いわゆる必置三委員会（監査・指名・報酬）の設置義務を解除し、会社が必要と考える任意の委員会を設置することができるものとする（以下「柔軟設計型委員会設置会社」という。）。なお、柔軟設計型委員会設置会社制度を採用するためには、定款でその旨定めることを必要とするものとする。

② 各委員会の権能、構成員の要件及び決議要件等は、原則として、柔軟設計型委員会設置会社が定款又は定款所定の授權規定に基づく取締役会規則により任意に定めることができるものとする。但し、現行の委員会設置会社における監査・指名・報酬委員会のいずれかに相当する委員会が設置された場合には、それらの委員会の決定のみが終局的に柔軟設計型委員会設置会社を拘束するものとするためには、当該委員会の構成員の過半数が独立取締役でなければならないものとする。

③ 柔軟設計型委員会設置会社には、執行役を設置するものとし、監査役・監査役会を設置することはできないものとする。なお、柔軟設計型委員会設置会社における執行役の権限、選・解任手続、任期その他の枠組みについては、原則として現行の委員会設置会社制度における執行役と同様とする。

以上

平成 23 年 11 月 30 日

## 取締役会の監督機能の充実にに向けた機関設計に関する提言 ～柔軟設計型委員会設置会社の導入に向けて～

一般社団法人 日本取締役協会  
会社法制委員会  
(委員長 中鉢 良治・ソニー株式会社代表執行役副会長)

日本取締役協会・会社法制委員会(委員長 中鉢 良治)は、わが国のコーポレート・ガバナンスのより一層の向上を図るべく、現在議論されている会社法制見直しに関するまずは第一段階の提言として、下記の柔軟設計型委員会設置会社の制度を導入することを、ここに提言致します。

現在、法制審議会・会社法制部会では、監査役会設置会社における取締役会の監督機能の充実を主たる観点として、監査・監督委員会設置会社制度の導入に向けた議論が行われているところです。

これに対して、会社法において監査役会設置会社制度と同列に位置づけられている委員会設置会社制度は、平成 14 年商法改正により、モニタリング・モデルをわが国株式会社に導入するとの目的で創設されたものの、平成 23 年 8 月 9 日現在、わずか 87 社のみ(うち上場会社 61 社)が当該制度を利用しているにとどまり、必ずしもその普及は進んでおりません。委員会設置会社制度を採用している会社は当該制度を有効に活用している状況であると考えられますが、現行の委員会設置会社制度自体がやや硬直的な制度であること等も原因となって、既に委員会設置会社制度を採用している会社からも当該制度の利便性等に関する問題が指摘されているところです。このような状況にも拘わらず、法制審議会・会社法制部会においては、監査役会設置会社制度のガバナンスの在り方に関する問題についてのみ議論が集中し、現行の委員会設置会社制度に関する議論については、必ずしも十分に行われているものとは見受けられません。

そこで、日本取締役協会・会社法制委員会と致しましては、わが国のコーポレート・ガバナンスの一層の向上を図ることを目的として、わが国においてもモニタリング・モデルに基づいた企業統治制度がより定着して行くことを確保すべく、現在議論されている会社法制見直しに伴い、現行の委員会設置会社制度はそのまま維持しつつも、新たに下記の柔軟設計型委員会設置会社制度を採用することを可能とする制度改正が行われるべきである

と考えます。<sup>1</sup>

## 記

1. 取締役会の過半数が「独立取締役」で構成されていることを条件として、現行の委員会設置会社における、いわゆる必置三委員会の設置義務を解除し、会社が必要と考える任意の委員会を設置することができるものとする(以下「柔軟設計型委員会設置会社」という。)。なお、柔軟設計型委員会設置会社制度を採用するためには、定款でその旨定めることを必要とするものとする。
2. 各委員会の権能、構成員の要件及び決議要件等は、原則として、柔軟設計型委員会設置会社が定款又は定款所定の授權規定に基づく取締役会規則により任意に定めることができるものとする。但し、現行の委員会設置会社における監査・指名・報酬委員会のいずれかに相当する委員会が設置された場合には、それらの委員会の決定のみが最終的に柔軟設計型委員会設置会社を拘束するものとするためには、当該委員会の構成員の過半数が独立取締役でなければならないものとする。
3. 柔軟設計型委員会設置会社は、執行役を設置するものとし、監査役・監査役会を設置することはできないものとする。なお、柔軟設計型委員会設置会社における執行役の権限、選・解任手続、任期その他の枠組みについては、原則として現行の委員会設置会社制度における執行役と同様とする。

### [解説]

- (1) 従来の委員会設置会社において、監査・指名・報酬の三委員会が必置とされ、①これらの委員会のうち1つ以上を設置しないこと、又は②これらの委員会の権限を会社法上想定されている範囲よりも拡大し若しくは制限することは、いずれも会社法上は許容されていない。

しかしながら、従前より、従来の委員会設置会社の制度においては、このように三

<sup>1</sup> なお、(社)日本経済団体連合会が発表した「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度の在り方について」(2006年6月20日)において、「4.コーポレート・ガバナンスの実効性向上のための制度整備」として、「(3)委員会制度の見直し・・・現在、委員会設置会社については、会社法上、監査委員会、報酬委員会、指名委員会の3委員会の設置が強制されている。また、委員会の独立権限制限の仕組みしか採用されていないが、一部の委員会のみを設置や社外取締役過半数の場合に取締役会が委員会に代替できる仕組み等、各社が自らの特性に合わせて各委員会の柔軟な利用を可能とすることが望まれる。」との考え方が示されている。

委員会の設置が強制されていること、及び委員会の権限が法定されていることによつて、各委員会の決定事項が硬直的で機動性に欠けるという問題点も指摘されていたところである。また、当委員会が今夏に実施したアンケート結果によれば、既に委員会設置会社制度を採用している会社からも、同様の問題点が指摘された。

- (2) そこで、個別の株式会社それぞれの多様なニーズに合わせるべく、従来の委員会設置会社の制度をより柔軟化し、委員会設置会社における三委員会必置を解除し、取締役会が定める任意の事項毎にそれぞれの委員会に対して取締役会の権限の一部を委譲することができるような柔軟設計型委員会設置会社制度を導入することが望ましいと考えられる。

もともと、このような制度の下では、一部の取締役のみで構成される委員会に対して、場合によっては現行の委員会設置会社以上に取締役会の権限が委譲されることをも認めるものであることからすると、従来の委員会設置会社以上に、取締役会による経営監督機能を確保する必要があると考えられる。

また、従来の委員会設置会社制度の硬直性などを懸念して、委員会設置会社に移行していない監査役会設置会社の中にも、任意に法令に基づかない委員会を設置することで、擬似的にモニタリング・モデルを導入している株式会社が相当数存在しているようである。当委員会による上記のアンケート結果によれば、そのような監査役会設置会社の多くは、社外取締役の確保を大きなハードルであるとは考えておらず、上記のような柔軟設計型委員会設置会社制度が導入された場合には、このような監査役会設置会社の中から柔軟設計型委員会設置会社に直接移行する会社がでてくとも期待される。

- (3) 加えて、取締役会の決定により任意の委員会を設置することを許容する米国における委員会制度の運用においては、委員会の権限は、取締役会の任意の決定による授權に基礎を置くものであって委員会がそれ自体固有の権限を有するものではなく、また、各委員会の権能、構成員の要件及び決議要件等も取締役会が自由に決定することが可能であり、したがって、任意に設置された委員会の決定は、授權者たる取締役会の決議によって覆すことが可能であると解されている。このような米国における理論的整理も踏まえ<sup>2</sup>、また、現行委員会設置会社の硬直性の改善を図るとの観点から

---

<sup>2</sup> 例えば、

① 20を超える州が採用している Model Business Corporation Act に関する American Bar Association の注釈では、“the whole board of directors may reverse or rescind the committee action taken, if it should wish to do so.”

② Principles of Corporate Governance の第 3.02 条(b)(4)に関する American Law Institute の注釈では、“The term “review,” as used in § 3.02(b)(4), includes the power to revise or reverse any actions of a committee, ... subject only to legal rights that third parties may have acquired as a result of such actions.”

も、本提言案における柔軟設計型委員会設置会社においても、委員会の決定と取締役会決議との関係については、基本的には、各社が定款又はその授權に基づく取締役会規程に基づいて自由に設計することを可能にすべきであると考えられる。

もともと、米国においても、上場企業に関しては、監査委員会・報酬委員会の設置が法令によって強制されており<sup>3</sup>、法令に基づく強制設置委員会の権限に基づく決定を取締役会全体の広汎な裁量により覆すことは、これらの法令による設置義務との整合性の観点から限界があるとも考えられているところである。また、わが国においても、上記の通り、現行の委員会設置会社においては監査委員会・報酬委員会・指名委員会の設置が法令によって強制されていることからすると、このような米国における実務解釈との整合性の観点からも、本提言案における柔軟設計型委員会設置会社が、仮に、その選択により、現行の委員会設置会社における必置三委員会に相当する委員会を設置し、かつ当該委員会の構成員の過半数が独立取締役である場合には、当該委員会の決定が柔軟設計型委員会設置会社を終局的に拘束し、取締役会の決議によっても覆すことができないという整理を採ることが適切ではないかと考えられる。

- (4) 以上のような柔軟設計型委員会設置会社制度を導入することにより、現行委員会設置会社の制度の硬直性を打開すると共に、モニタリング・モデルの導入を促進することが可能となり、ひいてはわが国のコーポレート・ガバナンスの向上にも大きく寄与するものとする。

以 上

---

とされている。

<sup>3</sup> 米国では、上場会社については、①Sarbanes-Oxley Act301 条により追加された 1934 年 Exchange Act 10A(m)(1)及び SEC Rule10A-3 並びに証券取引所の規則(例えば、NYSE manual 303A.06)によって監査委員会の設置が強制されているほか、②Dodd Frank Act352 条により追加された 1934 年 Exchange Act Section10C 及び証券取引所のルール(NYSE Listed Company Manual 303A.05)により報酬委員会の設置が強制されている。また、これらに加えて、③法令ではないが、証券取引所のルール(NYSE Listed Company Manual 303A.04(a)等)で指名委員会の設置も義務づけられており、現在の日本法のもとでの三委員会必置の委員会設置会社と同様のシステムが採られている。

会社法制委員会

委員長：中鉢 良治(ソニー株式会社 代表執行役副会長)

副委員長：太田 洋 (西村あさひ法律事務所 パートナー 弁護士)

[ワーキンググループ]

リーダー： 西村あさひ法律事務所 パートナー 弁護士 太田 洋

サブリーダー： 西村あさひ法律事務所 パートナー 弁護士 大井悠紀

西村あさひ法律事務所 弁護士 生方紀裕

イオン株式会社 法務部マネージャー 満重 誠

コニカミノルタホールディングス株式会社 法務総務部

第1グループ マネージャー 佐藤賢一

ソニー株式会社 法務部門コーポレート法務部 担当部長 土橋博雄

ソニー株式会社 法務部門コーポレート法務部 小林恵理子

帝人株式会社 法務室 山中康裕

株式会社りそなホールディングス コンプライアンス統括部

企業法務室長 野澤幸博

# 日本取締役協会 会社法制委員会 会社法改正中間試案に対する意見・提言の概要

---

2012年3月22日(木)

日本取締役協会 会社法制委員会 副委員長  
西村あさひ法律事務所 パートナー  
弁護士・ニューヨーク州弁護士  
太田 洋

於 自由民主党  
法務部会・財務金融部会・経済産業部会  
「企業・資本市場法制プロジェクトチーム」・  
財務金融部会企業会計小委員会合同会議



# コーポレート・ガバナンスの議論を巡る状況

日本企業のガバナンス／株式市場の透明性が不十分  
⇒投資先として懸念

オリンパス・大王製紙などの企業不祥事

リーマン・ショック以降の株価低迷

更なる株価低迷(?)

ガバナンス強化！

海外からの投資減少(?)

CRC40	6 380	18HD1	▲ + 1,86%
SBF120	4 315	18HD1	▲ + 1,69%
SBF 250	4 042	18HD1	▲ + 1,55%
FTSDCAC	2 667	18HD1	▲ + 0,10%
INDEXE NMJ	4 450	18HD1	▼ - 0,66%

日本の証券市場



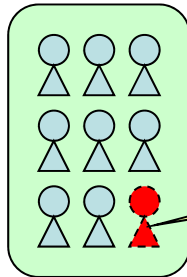
海外投資家

Copyright ©2012 YO OTA. All rights reserved.

NISHIMURA  
& ASAHI

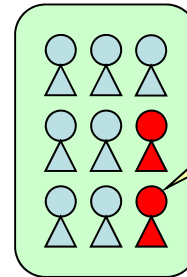
# 1 社外取締役の選任義務化

取締役会



社外取締役1名のみだと、発言力も限定的

取締役会



複数で議論することにより、多角的視点からの検討が可能に！

## 中間試案:

A案:

(大会社のみ社外取締役1名義務化)

B案:

(有価証券報告書提出会社のみ社外取締役1名義務化)

C案

(義務化せず)

## 当委員会提言:

社外取締役選任義務化の方向性(A案・B案)に賛成、但し、

- 対象は『**上場会社に限定**』すべき

...上場会社で十分である

- 『**複数**』の選任を義務化すべき

...社外取締役相互の議論による多角的な視点からの検証が必要

当委員会のアンケート調査でも、社外取締役確保が困難と回答した企業は少数派

## 2 監査・監督委員会設置会社制度の創設

### 【従来の監査役】



取締役会

議案への投票権(代表取締役の人事権)がないから発言力が弱い...



監査役

### 【監査・監督委員会】



取締役会

取締役として、取締役会で投票権が行使できる！



監査・  
監督委員

#### 中間試案:

- 『監査・監督委員会設置会社』制度を提言
- 監査役会に代わって『監査・監督委員会』を設置
  - 監査・監督委員は取締役(モニタリング・モデル)
  - 監査・監督委員の過半数は社外取締役
  - (現行委員会設置会社と異なり)報酬/指名委員会は設置せず、執行役も設置しない

#### 当委員会提言:

- 『監査・監督委員会設置会社』導入に賛成
- 監査権限を実効化のために、代表取締役選任議案への投票権を与えることは有用
  - モニタリング・モデルの普及が促進できる
  - ただし、定款等で指名/報酬委員会を設置することも推奨すべき
  - 更に、『柔軟設計型委員会設置会社』も併せて創設すべき(次頁参照)

### 3 柔軟設計型委員会設置会社制度とは？

【従来の委員会設置会社】

取締役会



報酬委員会 監査委員会 指名委員会

モニタリング



執行役

- 三委員会が必置で権限も法定されているため硬直的で使いにくい

【柔軟設計型委員会設置会社】

取締役会

【例】



リスク管理委員会 コーポレート・ガバナンス委員会

多角的な視点からのモニタリング

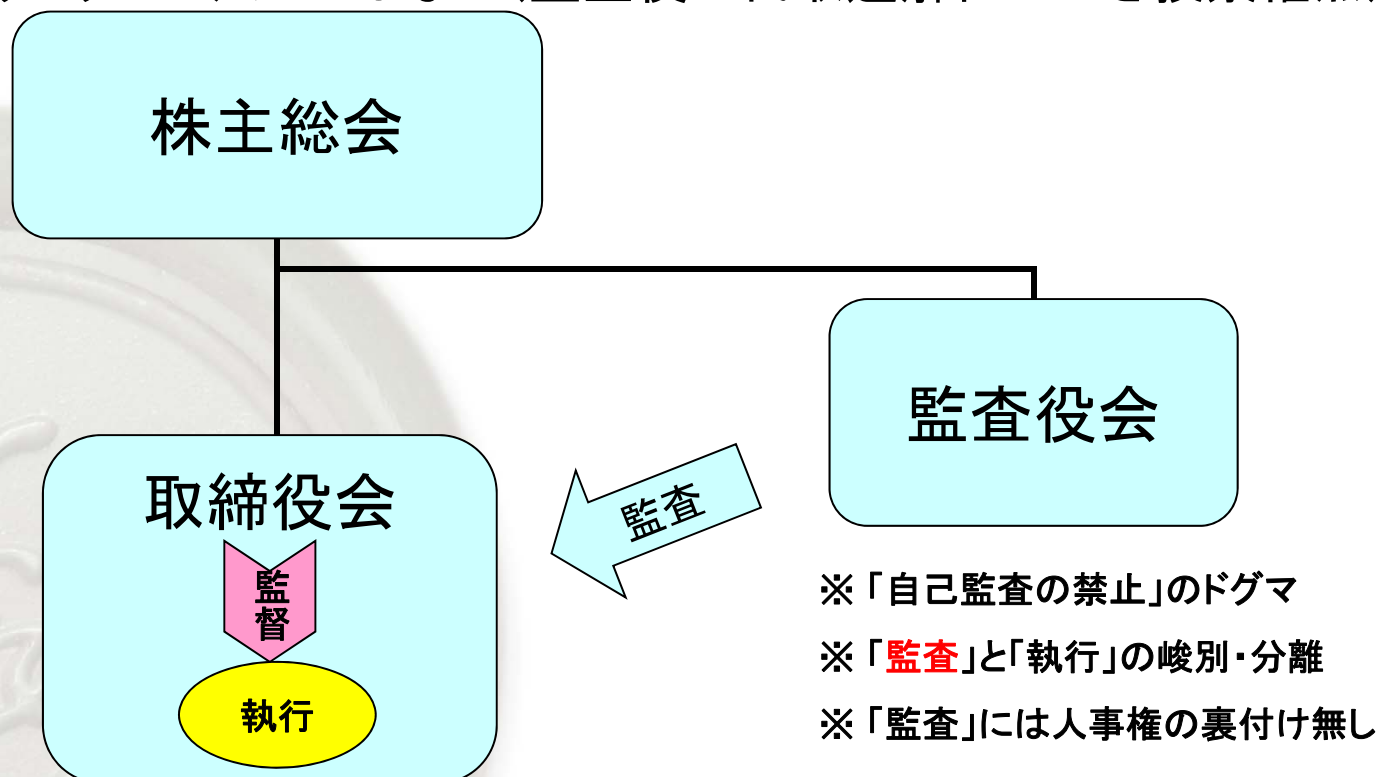


執行役

- 会社が必要とする委員会を自由に設置可能となり、柔軟な機関設計が可能  
- 独立取締役を全体の過半数とすることでモニタリング・モデルを徹底

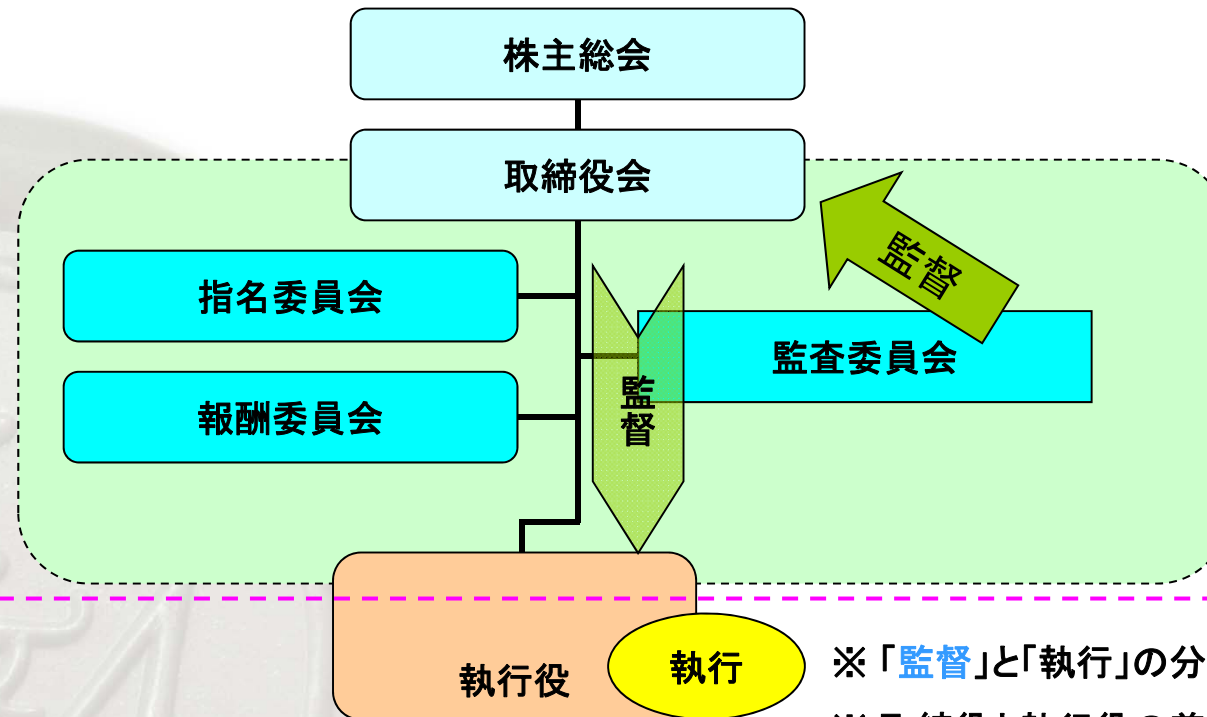
# 日本の上場会社の経営機構(1)～監査役会設置会社

- 並列型モデル(世界で日・韓・中・台の4カ国のみ)  
→ モニタリング・モデルではない(監査役に代取選解任につき投票権無)



## 日本の上場会社の経営機構(2)～委員会設置会社

- 「必置3委員会」(+取締役会)によるCEOの監督 ～ 一層型モニタリング・モデルのヴァリエーションの一つ



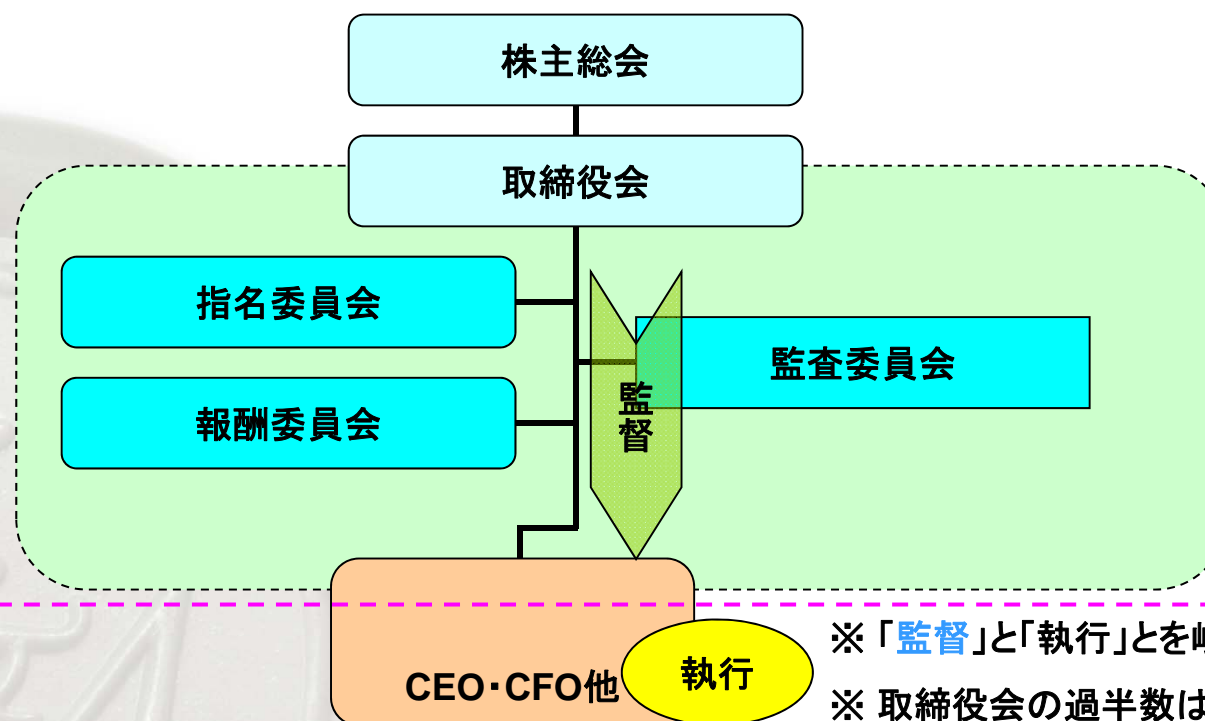
※「監督」と「執行」の分離を志向

※ 取締役と執行役の兼務が可能

※ 取締役会の中に最低2人の社外取締役でOK

# アメリカの上場会社の経営機構

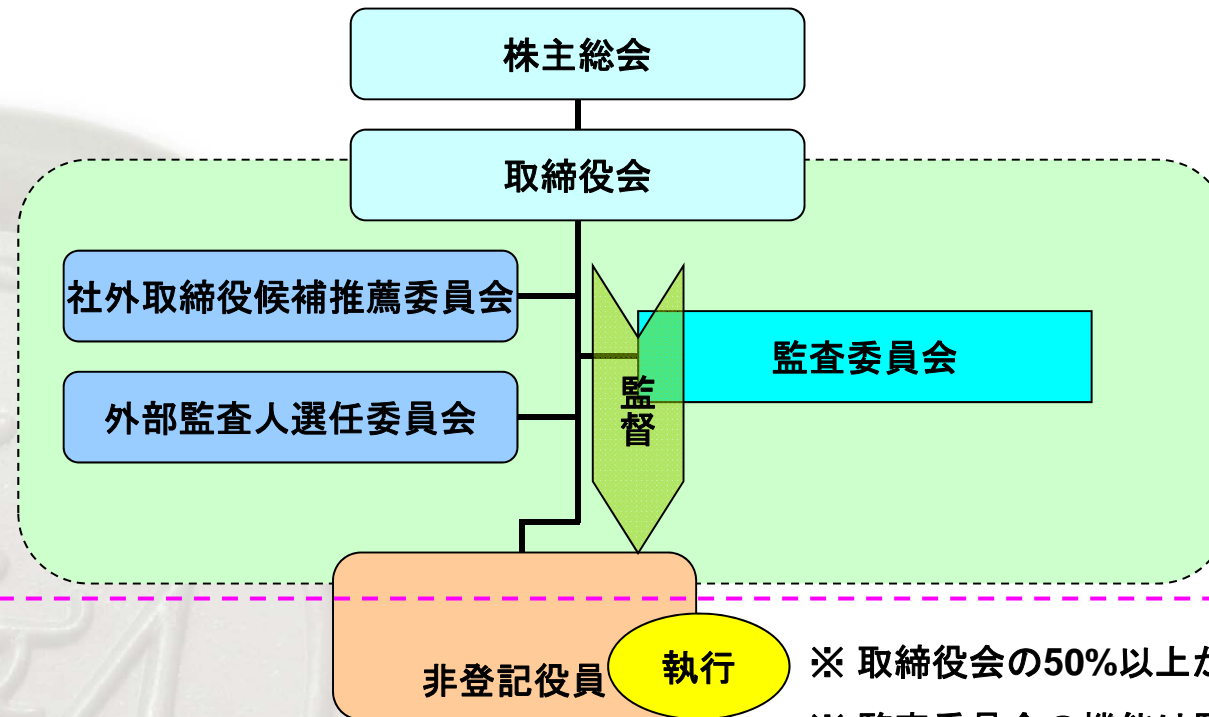
- 「取締役会」によるCEOの監督 ~ 一層型モニタリング・モデル



- ※ 「監督」と「執行」とを峻別
- ※ 取締役会の過半数は独立取締役
- ※ 3委員会は全て独立取締役で構成
- ※ 指名委員会は勧告のみとの設計も

# 韓国上場会社（総資産2兆ウォン以上）の経営機構

- 「監査委員会」設置会社 ～ （準）一層型モニタリング・モデル  
→ モニタリング・モデルが基本だが監督と執行との分離は部分的

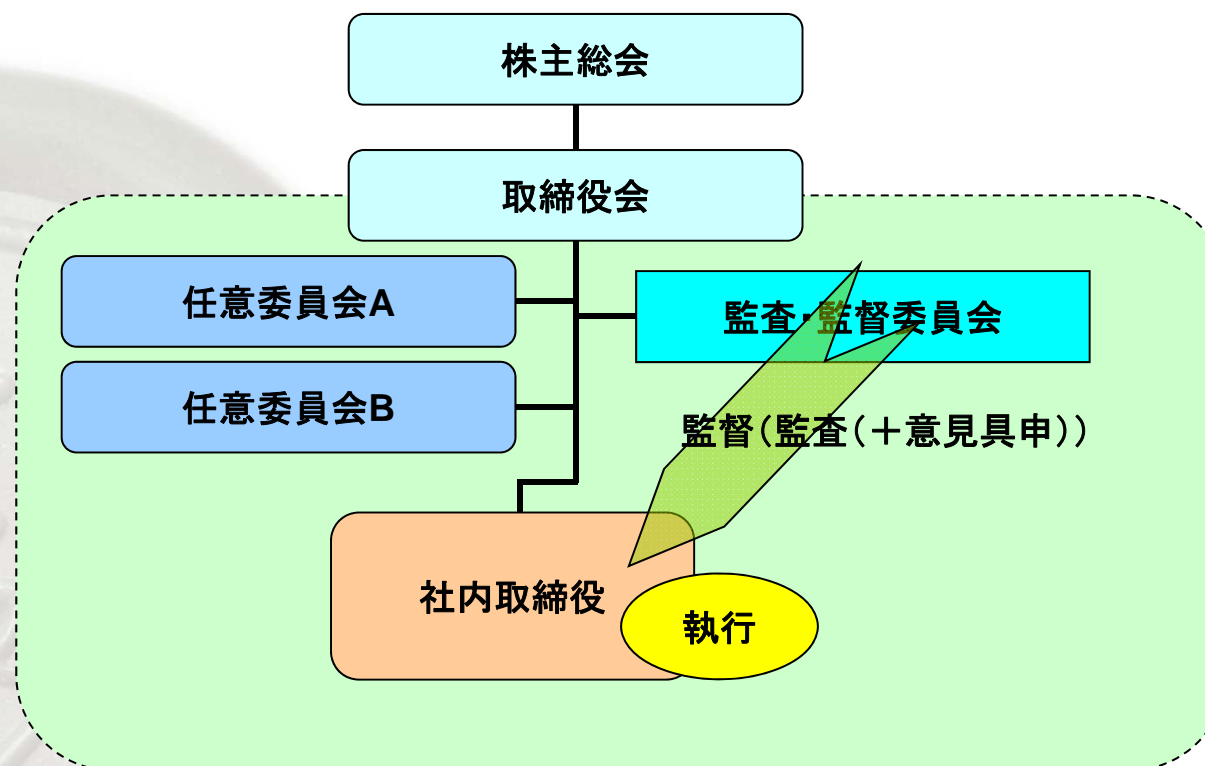


- ※ 取締役会の50%以上が独立取締役
- ※ 監査委員会の機能は監査役会と概ね同じ



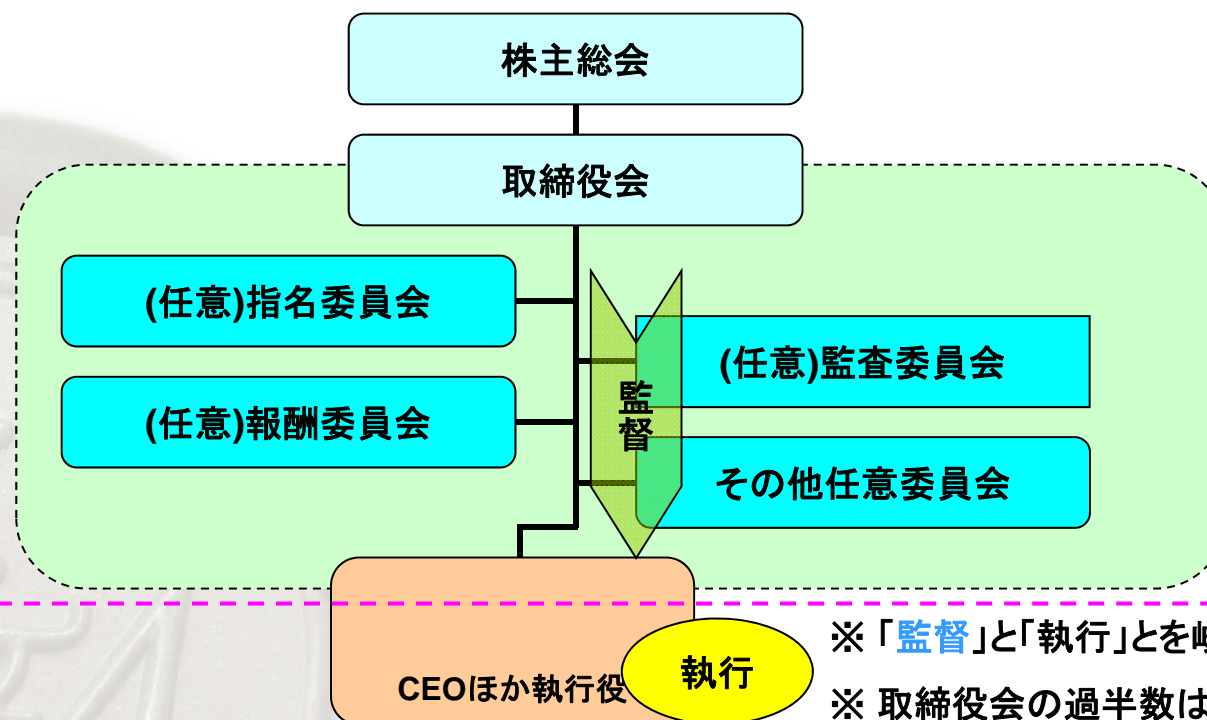
# 監査・監督委員会設置会社(中間試案)

- (準)一層型モニタリング・モデル  
→ モニタリング・モデルが基本だが監督と執行との分離は部分的



# 柔軟設計型委員会設置会社(取締役協会)

- 「取締役会」によるCEOの監督 ~ (一層型)モニタリング・モデルのヴァリエーションの一つ



- ※ 「監督」と「執行」とを峻別
- ※ 取締役会の過半数は独立取締役
- ※ 3委員会の必置義務解除
- ※ 各委員会の設置・設計は自由

## 4 その他の主な論点

### **【当委員会として賛成のもの】**

- 社外取締役・社外監査役の要件見直し(但し、親会社社外取締役・社外監査役の子会社社外取締役・社外監査役との兼任は認めるべき)
- 内部通報制度の拡充(なお、従業員代表監査役制度の創設は反対)
- 特別支配株主による株式売渡請求制度導入
- 簡易組織再編時の株式買取請求の廃止
- 金商法違反株主の議決権行使停止制度の導入

### **【当委員会として反対のもの】**

- 監査役会への会計監査人選任権付与
- 一定規模の第三者割当増資に株主総会決議を要求
- 多重代表訴訟制度の導入
- 親子会社間取引に関する訴訟制度等の導入

## 略歴等

### 太田 洋(おおた よう)



1991年東京大学法学部卒、93年第一東京弁護士会弁護士登録、2000年ハーバード・ロー・スクール修了(LL.M)、01年米国NY州弁護士登録、01年～02年法務省民事局参事官室(商法改正担当)、03年1月西村あさひ法律事務所パートナー

現在、西村あさひ法律事務所パートナー、日本化薬(株)社外監査役、電気興業(株)社外取締役、金融庁金融税制研究会委員、金融庁コーポレート・ガバナンス会議参加、日本取締役協会会社法制委員会・副委員長

主な著書に、『移転価格税制のフロンティア』(共編著、有斐閣、2011)、『会社法制見直しの論点』(共編著、商事法務、2011)、『新しい持株会設立・運営の実務』(共編著、商事法務、2011)、『M&A法務の最先端』(共編著、商事法務、2010)、『国際租税訴訟の最先端』(共編著、有斐閣、2010)ほか多数

連絡先: 西村あさひ法律事務所(〒107-6029 東京都港区赤坂1-12-32アーク森ビル28階)  
電話: 03-5562-8585、FAX: 03-5561-9711  
電子メール: [y\\_ota@jurists.co.jp](mailto:y_ota@jurists.co.jp)