

会社法改正提案

ベネシュ ニコラス
株式会社ジェイ・ティ・ピー
平成23年1月2日

会社法改正提案

概要

日本は例外だが、発展した株式市場を持つほとんどの国では、企業価値最大化や市場の信頼維持の観点から、潜在的利害関係性・利益相反性は危険視すべき問題であると認識されている。

日本以外の多くの国では、独立社外取締役の導入によってこの問題に対処してきた。日本でも、潜在的利害関係性・利益相反性問題が生じ、深刻な紛争に陥りがちなケースについて、望ましい決定が自然に行われる状況を担保しておくことが必要であり、このためには会社法改正が不可欠である。

本稿では、具体的な法改正として、「潜在的な利益相反性の恐れがある決議に関して、独立社外取締役のみによって構成される会議体による決議を可能にしながら、そのような会議体による決議が行われない場合には、善管注意義務に関する立証責任を当該決議に賛成した取締役側に転換させる」ことを提案する。このようにすることによって、会社の利益に反する決議が行われることを事前に抑止する効果が得られるとともに、裁判になった場合、裁判官が正当な判断を行うための情報開示も期待できるのである。

目次

	節	頁
(1)	日本経済は多数の企業統治関連の課題に直面している。	4
(2)	日本では、他の国と同様、社外取締役の導入が企業のパフォーマンスを向上させることが実証されている。	6
(3)	発展した株式市場を有する殆どの国において、取締役の潜在的な利害関係・利益相反は、(i) 企業価値最大化の観点からも、(ii) 市場の信頼維持の観点からも危険であると認識されてきた。そして、これら諸外国は、この問題に、独立社外取締役の導入という方法で対応してきた。	9
(4)	日本では、潜在的利害関係性・利益相反性問題が生じる多くの紛争に成りがちなケースは自然に望ましいように決定され、望ましくない決定が起きないように担保されている状況を作る会社法改正が必要である	14
(5)	提案の説明	17
(6)	提案の理由	18
(7)	会社法改正の試案	21

会社法改正提案

背景

A) 日本経済は多数の企業統治関連の課題に直面している。

- ① 経済が成熟した日本は、かつて米国と英国が長期に亘り経験した経済構造問題に直面している。この問題の原因の一つとして、米英両国のケースと同様に、コーポレート・ガバナンスの規律が足りないことが指摘されている。日本企業による相次ぐ不祥事、不当表示、大損失計上、破産、低い純利益率や国際競争力の低下といった現象が次々と起きている中で、現状のコーポレート・ガバナンス制度が「充分であり、改善する余地はない」という者はほとんどいないであろう。世界経済危機からの回復が先進主要国中最も遅れている日本の GDP ギャップ（現実の GDP とポテンシャル GDP の差）は現在マイナス 3.5%と驚くほど巨大だが、1993年以降、平均して約マイナス 2.0%以上で推移しており、日本は慢性的な企業活力の低迷と需要不足に悩まされて来たと言える。株式市場が長期的に低迷しているにもかかわらず、日本政府から説得性あるコーポレート・ガバナンス向上策が未だ提示されず、海外投資家による「ジャパン・パッシング」が起きつつある。
- ② どの国にも当てはまることだが、供給サイドから見て GDP を増加させる原動力と成り得る要因は三つしかない。つまり、1. 労働人口を増やすこと、2. 投資による資本財(生産手段)の蓄積を増大させること、3. その資本財の生産性向上を実現すること、である。少子高齢化と膨張する財政赤字問題を同時に抱えている日本にとって、経済成長への対策は生産性向上しかない。しかし、1990年以降、日本の全要素生産性上昇率は90年以前の30年間と比べて、大幅に低迷している。労働生産性は1997年以降米国へのキャッチ・アップを停止し、現在は米国の6割以下の水準である。資本財の蓄積の低迷が問題というより、生産性が十分に上昇していないのが日本経済の根幹問題なのである。

経済学者である一橋大学深尾京司教授と日本大学の権赫旭教授は「日本経済再生の原動力」（2010）で、「日本が中長期的に必要なのは、実質金利引き下げによりいたずらに無駄な投資を刺激することではなく、生産性上昇の加速や国内立地の優位性回復を通じて、投資の期待収益率を上昇させ、持続可能な設備投資拡大が行われる状況を作り出すことである」と述べている。

- ③ さらに、関連する現象として経済学者が注目する「新陳代謝機能」（資源の再配分のスピード）は日本で依然として弱いのである。同時に、殆どの先進国で全要素生産性上昇率のポジティブな貢献要因として働く「退出効果」は、日本の場合にはマイナスであり、生産性向上の重荷になっている。つまり、多くの産業分野において、生産性の低い会社が残る、生産性の高い会社の方が退出しているので、全体の生産性のマイナス効果をもたらしている。言い換えれば、「ゾンビ企業」の資源がより効率的な事業に再配分されていない、ということである。

それでは、なぜ日本において「新陳代謝機能」が弱く、退出効果はマイナスとなっているのだろうか。それには、健全なコーポレート・ガバナンスと、それが潤滑油となり活発となる M&A 市場を通じて機能する「セレクション・メカニズム」が効率的に機能していないからである。

- ④ 株主の議決権行使などによって経営に規律を与え、上記のようなコーポレート・ガバナンスの行き詰まりを十分に解消することは、現状では多くの企業において無理である。戦後、事実上の防衛策として設計された日本の持合構造は、「安定株主」という聞こえのいい「日本的慣行」の看板の下で、余剰資産の無駄使い、弱い新陳代謝機能、ネガティブな退出効果、株主民主主義の空洞化、デフレを引き起こした。また、その持合構造自体が ERISA 法のような厳格な受託者責任を強化する法律制定の政治的な妨げとなり、さらには経営者がコーポレート・ガバナンスを軽視しても構わない風土を作ってしまった。例えば、英国では役員候補に対する議決権行使賛成率が 95%ぐらいに下がった時、幹部は経営方針と取締役候補に対する不信任決議として深刻に受け止めるが、殆どの日本の上場会社では 95%は「良いほうではないか」と思われる。
- ⑤ 株主代表訴訟による規律も機能しない。日本の裁判制度において情報開示 (discovery) の手段が充実していると言えず、実際問題として任務懈怠を立証するために、役員の方針・行動の詳しい経緯など内部者しか持っていない情報を外部者である株主が入手し、証拠として提出することが大変困難である。

（この節のチェックに当たって、日本経済の構造的問題について多くのことを教えて下さった一橋大学経済学部・経済研究所の深尾京司教授に感謝の意を表したい。）

66B) 日本では、他の国と同様、社外取締役の導入が企業のパフォーマンスを向上させることが実証されている。

- ① 近年、社外取締役と企業業績の間には相関が見られず、社外取締役の有用性をこれまでの実証研究は示していないという主張が見られる。確かに、**Hermalin and Weisbach (1991)**や**Bhagat and Black (2002)**は米国企業をサンプルとした実証分析を行い、取締役会に占める社外取締役の比率が企業業績に統計的に有意な影響を与えていないことを示している。しかしながら、この結果をもって、社外取締役は役割を果たしていないと結論づけることは誤りである。
- ② 社外取締役は多ければ多いほど良いのだろうか。多くの政策当局者・企業関係者などはそのように考えているようだが、近年の研究は必ずしもそうではないことを示している。重要なポイントは以下の2点である。一つ目は取締役会の構成は企業業績の変化に応じて変化する点である。**Hermalin and Weisbach (1998)** は取締役会の構成と機能は経営者と取締役会のバーゲニングによって内生的に決まることを理論的に示し、単純に企業業績に取締役会構成が与える影響を分析しても有意な結果を得られない可能性があることを示した。つまり企業の業績が良くなると経営者の権力が強まり、取締役会に占める社外取締役の比率が低くなり、業績が悪化し経営者の権力が弱くなると社外取締役の比率が高くなると考えられ、企業業績が変化すると取締役会構成も変化してしまうのである。
- ③ 二つ目は企業の環境に応じて理想的な取締役会構成が異なる点である。つまり企業によっては社外取締役が少ないことが望ましいこともありうるということである。**Adams and Ferreira (2007)**、**Harris and Raviv (2008)** は取締役会の役割を経営者の監視に限定せず、経営者に経営上の助言を行うことにあるとして、理論的に望ましい取締役会構成を分析している。両者の論文の特徴は有効な経営者に対する監視と助言を取締役会が行うためには企業の内部情報が重要であると考えている点にある。分析の結果、**Adams**らはエージェンシー問題が深刻な場合は社外取締役の比率が高いことが望ましいが、監視や助言に必要な情報が企業特長的であり、社外取締役には必要な情報が得にくい場合は内部取締役の比率が高いことが望ましいことを示した。言い換えると、成熟した大企業のようにエージェンシー問題が深刻な企業では社外取締役の比率が高いことが望ましいが、ベンチャー企業のように、創業者が多くの株式を保有しており、フリーキャッシュも少ないためエージェンシー問題が小さく、また事業が特殊なために社外の者にはその企業のビジネスを把握するのが難しい場合は内部取締役の比率が高い方が望ましいということである。

これらの理論研究の出現を受けて、いくつかの研究は現実の取締役会の構成がこのような理論に沿って説明できるのかを実証的にテストしている。Linck, Netter and Yang (2008)、Coles, Daniel and Naveen (2008) は米国企業をサンプルとした実証分析を行い、Adams らの理論研究と整合的な結果、すなわち米国企業は一般に各社が自らのビジネス環境に応じて最適な取締役会構成を選択していることを示している。このように各社が自らのビジネス環境に応じて、最適な取締役会構成を選択している場合、実証分析を行っても、社外取締役が多いほど企業業績が良くなるという結果を得ることはできない。すなわち、Hermalin and Weisbach (1991)や Bhagat and Black (2002)らの取締役会構成と企業業績間に相関が見られないという結果は、社外取締役が役割を果たしていないからではなく、米国では各社の環境に応じて社外取締役が役割を十分に果たしているからこそ生じた結果なのである。

- ④ では日本においても米国と同様に各社はビジネス環境に応じて最適な取締役会構成を選択しているのだろうか。Saito (2010a)は米国における先行研究に従って 1997 年から 2008 年までの日経 500 に含まれていた企業をサンプルとした実証分析を行った。その結果は、米国とは異なり、日本企業の取締役会は最適な構成とはなっておらず、社外取締役の数は理想的な水準よりも過少である傾向があることを示唆していた。このように日本において米国と異なる結果が得られた理由の一つは取締役の選任プロセスにあると考えられる。米国では取締役の選任は主に社外取締役で構成された委員会によってなされている。その結果、経営者への監視を強める必要がある場合は社外取締役を増やすなどの措置をとることが可能となっている。これに対して大部分の日本企業では取締役の選任は経営者の管轄事項となっている。このような場合、経営者への監視を強める必要があっても、社外取締役が増やされるとは考えにくい。なぜなら経営者が自らへの監視を強化する社外取締役を率先して任命するとは考えられないからである。
- ⑤ 以上のように各社が理想的な取締役会構成を実現できていない場合、社外取締役の増員は企業業績を向上させる可能性がある。Saito (2010b)は 1997 年から 2006 年までの日経 500 に含まれていた企業をサンプルとして、社外取締役の導入が企業業績に与えた影響を分析した。そして導入のニュースに対して株式市場は統計的に有意にポジティブな反応を示していること、導入企業と導入企業と同様な特徴を持ちながらも導入しなかった企業の利益率を比較すると導入企業の利益率が上回っていたことを発見した。また経営者の交代に社外取締役の存在を与える影響も併せて分析されている。その結果は社外取締役が少なくとも 1 人いる企業では業績悪化時に経営

者が交代させられる可能性が、取締役が全員内部者の企業よりも高いというものであった。

この結果は 1990 年代の日本企業の経営者交代を分析した Abe and Jung (2004) と合致する結果でもある。

⑥ このような社外取締役の導入・増員が企業業績に貢献したという結果は日本に限ったものではない。イギリスでは 1990 年代まで社外取締役は非常に少なく、現在の日本と同様に社外取締役が過少な状況にあったと考えられる。しかしながら、1992 年のキャドバリー報告書により取締役会には 3 人以上の社外者がいることが求められた。その結果、ほとんどの企業はこの提案を受け入れ社外取締役を増員した。Dahya and McConnell (2007) はこの提案に沿って社外取締役を増員した企業の業績が向上したことを示している。Choi, Park and Yoo (2007) は韓国における社外取締役の増員を分析している。韓国においても 1997 年のアジア通貨危機まではほとんどの企業において社外取締役は極めて少ない状況であった。しかし通貨危機後に、取締役会の 25% 以上を社外取締役とすることが義務化された。Choi 等は義務化に伴い社外取締役の人数を増やした企業の業績が向上していることを発見している。このように米国と比較して社外取締役が圧倒的に少なく取締役会構成が最適に決定されていたとはいえない国においては社外取締役の増加が企業業績の向上に寄与していることが示されている。

⑦ 以上をまとめると取締役会において重要なことは社外取締役の人数が多いことではなく、各社が自らにとって最適な数の社外取締役を任命しているのか、という点にある。米国のように各社が最適な取締役会構成を実現している場合は規制などにより取締役会構成を押しつけることは望ましくないと考えられる。Duchin, Matsuzaka and Ozbas (2010) は SOX 法施行に伴う NYSE などの規制（過半数以上の取締役を社外とする）が一部の企業の業績を悪化させたことを示している。これに対して、経営者が取締役の任命権を握っているなどの理由により理想的な取締役会構成が実現されていない場合は社外取締役の増員により、取締役会がより理想的な構成に近づくことになるので企業業績が改善する可能性があるのである。

(京都産業大学経済学部准教授齋藤卓爾氏にこの節の執筆をお願いした。)

99C) 発展した株式市場を有する殆どの国において、取締役の潜在的な利害関係・利益相反は、(i) 企業価値最大化の観点からも、(ii) 市場の信頼維持の観点からも危険であると認識されてきた。そして、これら諸外国は、この問題に、独立社外取締役の導入という方法で対応してきた。

① 平成22年8月25日に開催され法制審議会会社法制部会第4回会議の準備資料として、法務省は「企業統治のあり方に関する検討事項(1)」という題名のメモを部会員に提出した。その中で、このように述べた：

「社外取締役の役割等については、「平時における経営者の説明責任の確保、有事における社外の視点を入れた判断の担保や経営者の暴走等の防止・安全弁といった役割」や、「取締役の業務執行に対する監督に加え、当該社外又は独立取締役の持つ識見等に基づき、外部的視点から、いかに企業価値を高めていくかといった助言機能」等が挙げられている。これらも踏まえると、社外取締役に期待される主な機能については、以下のような整理をすることができるのではないかと考えられる。

- ① 経営効率の向上のための助言を行う機能（助言機能）
- ② 経営者の評価・選解任その他の取締役会における重要事項の決定に関して議決権を行使することなどにより、経営全般を監督する機能（経営全般の監督機能）
- ③ 会社と経営者との取引の承認など会社と経営者等との間の利益相反を監督する機能（利益相反の監督機能）」

不思議なことに、約35年前から独立社外取締役の役割、必要性、義務付けなどについてのハード・ロー、判例法又はソフト・ローが多数の国で進化してきたのに、法務省のメモではそれらの国々の考え方や立法・判決の経緯に一切触れられていない。しかし、その進化過程には参考になることが多いと思われる。

② 殆どの先進国（又、アジア等の新興国市場の多くも）は会社法又は上場規則などで上場会社に一定数の社外取締役を指名することを義務付けている。そのようなルールを導入した国々は、法務省メモの上記①、②、③の全てを視野に入れたのであるが、殆どの国では②の「経営者の評価・選解任」と③の「利益相反の監督機能」が特に重視された。

日本は、アジアの主要証券市場の中で殆ど唯一の「社外取締役の定義も義務付けの

ルールもない国」である。そのため、本来であれば、他国が、どのような経緯とニーズ意識で独立社外取締役を「義務づける」ルールを導入したのかを、詳しく検討すべきではないかと思われる。そうして初めて、その導入理由が日本の事情にも当てはまるのか、当てはまらないのか、という議論が可能になり、より深く「企業統治のあり方」を検討できる。逆に、そうしなければ、日本は他国の経験から見習えなくなる恐れがある。このような点を踏まえ、以下で、主要な諸外国の動向について簡単に見ておくことにする。

- ③ まず、法律・市場制度の一貫として独立社外取締役の必要性が最初に認識されたのは、70-80年代の米国であった。つまり、多数の **Delaware Supreme Court** 判決によって、内部者取締役が特別利害者である、又、潜在的な利益相反の恐れがあるような重要な決議につき、取締役会は独立社外取締役のみで構成される委員会にその決議に関連する分析、審議、アドバイザーの使用、本取引の交渉などを委ねることが健全な決断過程であり且つ企業価値の最大化を最も担保する手段である、という一般原則が設けられた。そして、何十年間にも亘る多数の判決の積み重ねとして、個々のケースの多様な事実に対応するため、その原則の適用指針となる「スタンダード」が徐々に形成された。このような「スタンダード」の形成に寄与した有名判決の多くは、敵対的買収又は防衛策の導入に関する取締役の決議が訴訟の対象になった判決であった。これは、(1)企業価値が大きく左右される恐れがあるケースであるから、単純に訴訟になる確率が高いし、(2)大きなM&A取引や防衛策をまじめに実行しようとする取締役会は、後で問題が起きないように、法的帰結の事前予測可能性が高い、整合性のあるスタンダードを必要としたからである。

一般的には、**Delaware Supreme Court** は、潜在的利益相反の恐れがある重要な決議を独立社外取締役のみで構成される委員会に委ねなかった場合、もしも後でその決議について取締役の善管注意義務が問われたら、何らかの形で「経営判断の原則」がより厳しく適用されることとなる「**enhanced scrutiny**」や「**entire fairness test**」などを設け、経営判断の原則の恩恵を得るのに普通よりかなり高いハードル・基準を設けた。これは二つの結果を生じた：(1)取締役は自分の決議の正当性とその経緯や理由についてより気をつけて、記録を残して裁判で防衛できるように備えた、また(2)どこの上場企業の顧問弁護士も、「独立社外取締役を指名して、潜在的利益相反と思われかねない重要決議の全てを彼らに委ねればいい」と、企業にアドバイスした。

このように、通常のプラクティスとしては、防衛策や合併・MBOの条件設定など

1111 を妥当であると認めてもらうために、独立社外取締役の存在が不可欠になった。逆に

言えば、独立社外取締役という「インフラ」が無かったら、投資家を保護し企業価値を維持する方法がないという理由で、米国は、殆どの防衛策を認めなかったであろう。同時に米国では、「disinterested directors」（特別利害や潜在的利益相反がない取締役）の必要性が支配権争いやM&A取引に関してだけでなく、他の面においても不可欠であるという認識が裁判官・法律家・規制当局等の間で広まった。理屈を考えれば、企業価値を大きく左右するM&Aの場合に独立性が要求される以上、「誰がその「独立社外取締役」を指名するのか？」ということが次に問題になる。この明白なロジックで、取締役候補の選解任を独立社外取締役に委ねることが最も健全である、という見方が主流になった。同じように、自分の経営評価とそれに基づく報酬額を決めるに当たって取締役は明らかに特別利害関係者であるから、経営者から独立した立場にある取締役が経営者の報酬を決めた方がいい、監査も監督した方がいい、という考え方が自然に主流になった。

考えてみれば、これは当然のことである。すなわち、内部取締役が、自らの選解任や報酬、自らの地位に影響を与える支配権の変動に関する決議に参加することは、学生が自分の答案を自ら採点するのに等しい行為だからである。

④ 1992年には、幾つかの大企業の破産と不祥事後、英国において有名な Cadbury Committee の報告書と Code of Best Practice が発表された。英国では原則として防衛策の導入が禁止されているため、防衛策の濫用的発動を抑止するという要請は存在しなかったが、それでもなお「独立社外取締役」の設置に意義を認め、上場会社に対して、次のような仕組みの整備を要求した。これに際し、Cadbury Committee は、米国における一連の流れを大いに参考にしている。なお、この Cadbury Committee の報告書は、法律そのものではないが、「comply or explain」という方式で示され、事実上強い強制力を持つものであった。

- (1) 取締役会の過半数は社外取締役に構成されるべきである（推薦：独立取締役が過半数）。
- (2) 最低三人で構成される監査委員会は、全員が社外取締役にその過半数が独立性の定義を満たさなければならない。
- (3) 報酬委員会の過半数は社外取締役に構成すべきである。
- (4) CEO と全く別に、取締役会のアジェンダなどの責任者である独立性が強い会長の選任、その他の面で取締役会が強い独立性を持つべきである。

また、Code of Best Practice は、社外取締役に対して「特に」期待する役割として、以下のような説明をした。これは、正に米国で問題視されていた利害関係性や利益相反性を具体的に指摘したものである：

4.4. ... Non-executive directors have two particularly important contributions to make to the governance process as a consequence of their independence from executive responsibility...

4.5 The first is in reviewing the performance of the board and of the executive. Non-executive directors should address this aspect of their responsibilities carefully and should ensure that the chairman is aware of their views....

4.6 The second is in taking the lead where potential conflicts of interest arise. An important aspect of effective corporate governance is the recognition that the specific interests of the executive management and the wider interests of the company may at times diverge, for example over takeovers, boardroom succession, or directors' pay. Independent non-executive directors, whose interests are less directly affected, are well-placed to help to resolve such situations.

その後、英国のコーポレート・ガバナンス・コードが数回の改正で更に進化してきたが、独立性と社外性が必須であると決断した原点はここにあつて、米国とあまり変わらない考え方である。英国が、Code of Best Practiceの見事な説明と決断力でこのように出来たのは、米国の法体系の進化を参考にしたことによるところが大きい。

- ⑥ 1992年以来、他の先進国及び大きな新興国の殆どは同様に動いた。例えば、European Commission（欧州共同体委員会）が2003年に可決した“Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – a Plan to Move Forward”は、次のように定めた：

In key areas where executive directors clearly have conflicts of interest (i.e. remuneration of directors, and supervision of the audit of the company's accounts), decisions in listed companies should be made exclusively by non-executive or supervisory directors who are in the majority independent.

以上で見た通り、資本市場の発展・成長と投資家保護を重視する国家は、執行者の報酬、役員指名、支配権に影響を与える決議において潜在的利益相反の恐れがある者がその決議に参加することは、(1)企業の価値や持続性の最大化という観点からも、株式市場に対する信頼性維持の観点からも、とても危険である、また、(2)こうした危険を回避するための最も有効かつ唯一ともいふべき手段は、独立社取締役の導入である、

1313との結論に達したのである。その広い認識の下で、米国ではBusiness Roundtable（経団連に相当する組織）、英国ではCBI、ECでは各国のそれぞれの主要産業団体は、こうしたガバナンスシステムを、豊かな社会を維持する上で仕方がないとみて、妥協して独立社外取締役の導入を受け入れた。受け入れたタイミングは大きな不祥事や大企業の破産が起こった後であったかもしれないが、受け入れた。

しかし、日本は違う。日本の産業界は、規制を受ける側であるにも関わらず、他の先進国では類を見ないほど強固に独立社外取締役の設置義務化に反対している。十数年に亘る「独立社外取締役の導入」に関する議論は、常に産業会の反対意見に押され、不完全な形で終わってきた。しかし、このことは、当然のことながら、日本においてコーポレート・ガバナンスが十分に機能している、ということの意味しない。単に、日本の産業界が、コーポレート・ガバナンスの問題を直視せず、居心地の良い状態を維持しようと躍起になった結果である。

D) 日本では、潜在的利害関係性・利益相反性問題が生じる多くの紛争に成りがちなケースは自然に望ましいように決定され、望ましくない決定が起きないように担保されている状況を作る会社法改正が必要である。

① 先ず、現在の会社法では取締役の利害関係の問題について十分な手当てがなされているとは言えないし、そのことに言及したわずかの条文は、その適用範囲が曖昧である。また、資源再配分や経営効率化を図らなければならない日本経済には M&A の時代が到来したので、諸外国と同様、利害関係性・利益相反性の問題が現に起きていて、実際に裁判になるケースも現れた。こうした状況の中、経済産業省は、そのリーダーシップを発揮し、2005 年に「企業価値研究会」の報告書が発表され法務省の証明も得られた。同報告書の結論は次の通りである。すなわち、日本はいわゆる「デラウェア・モデル」のコーポレート・ガバナンスを選択した。つまり、日本は英国と違って買収防衛策を認めた。産業界が望んだ「デラウェア・モデル」の一部である「防衛策」を容認したのである。当然のことながら、買収防衛策は、「企業価値最大化」の目的を有するからこそ正当化されるものである。しかしながら、極めて残念なことに、防衛策が企業価値最大化を目的とするものであるという責任を形式的に取締役会に負わせただけで、それを実現するための「デラウェア・モデル」の枠組み（法的インフラ）を導入しなかった。その枠組み（法的インフラ）とは、言うまでも無く、独立社外取締役の設置である。こうした「デラウェア・モデル」の枠組み（法的インフラ）の導入に強く反対したのは、皮肉にも「防衛策の導入」という「デラウェア・モデル」を推した産業界なのである。こうした状況が不健全であることは明白である。

② この点はあまりにも明白であったので、企業価値研究会の報告書が発表される前でも、2004 年に著名なアメリカ人法律学者である Ronald Gilson 教授は“The Poison Pill in Japan: The Missing Infrastructure”という題名の記事で、このようにまとめた：

The second point is that the pill has “worked” in the United States – that is, it has been largely but not exclusively used to support seeking a better deal for shareholders than simply to block a bid – because independent directors, courts, and active institutional investors have all combined to police the uses to which the pill is actually put.

同教授は、独立社外取締役と積極的な機関投資家が殆ど存在しない日本では、今後、防衛策の公平・公正な運営を監督する義務を負うのは、仕方が無く裁判制度のみであろうが、特に日本においてその監督を期待することは、大変、難しいことであろう、と結論付けている。

まさに、2004年以降の日本の防衛策・MBOを巡る一連の判決は、「やはり大変」と思わせる。望ましい展開は、判決によって法的帰結の事前予測可能性を高くする、整合性のあるスタンダードの形成であるが、以下のような制度的要因により、日本の裁判制度（判決）に、デラウェアのようなルール作りを期待することは、現実的ではない。

- 日本の裁判制度においては、情報開示（discovery）の手段が充実しているとは言い難い。外部者である株主が内部幹部グループの者しか握っていない証拠となる情報を入手することは（刑事手続が開始されていればまだしも）非常に困難である。このことは、株主が取締役に対する責任追及を行う際の一番のネックであり、株主代表訴訟が未だに増加しない一要因であろう。

このような問題を解決するためには、株主が取締役に対して責任追及を行う場合に、立証責任をその情報を持っている被告側（つまり、取締役）に負わせる事である。

- 既存の法解釈コンセンサスが殆どない分野で法的帰結の予測可能性を高くするには、裁判所が一貫したロジックで複数の判決を積み重ねて新しい法体系を事実上立法することが必要である。しかし、制定法を第一次的法源にする日本の法制度のもと、裁判所に一貫したロジックを要求することは困難であるし、また、法文を離れて何らかの規範の定立を期待することは、非常に難しい。そのため、判決の積み重ねで日本の裁判官が「デラウェア・モデル」に不可欠な「日本版スタンダード」を形成して整合性を持たせるまでには、早くとも後数十年の時を要するであろう。しかし、これを待っていたのでは、日本のコーポレート・ガバナンスは破綻に追いやられ、日本経済の本来のポテンシャルは実現されず、日本経済は低迷の一途をたどることになりかねない。

以上を踏まえれば、「多くの紛争に成りがちなケースは自然に望ましいように決定され、望ましくない決定が起きないように担保されている」という状況の創設は、法改正に頼るほかないであろう。そして、具体的な法改正としては、独立社外取締役のみによって構成される会議体による決議を可能にしながら、そのような会議体による決議が行われない場合には、善管注意義務に関する立証責任を当該決議に参加した取締役側に転換させることが考えられる。このようにすることによって、会社の利益に反する決議が行われることを事前に抑止する効果が得られるとともに、裁判になった場合には、裁判

1616官が正当な判断を行えるための情報開示も期待できるのである。

以上のバックグラウンドと考え方に基づいて、具体的な会社法改正案を提出する。

会社法改正提案

提案内容

次の法改正を提案する。

- ① 公開会社である監査役会設置会社につき、取締役の選解任又は報酬設定、買収防衛策の導入や MBO 等、現経営陣に潜在的利益相反が生じる場面において、取締役会が、その決議（“潜在的利益相反決議”）を独立社外取締役のみによって構成される会議体に行わせる（委任する）ことを可能にする。
 - ② 独立社外取締役につき、厳格な定義を設けるとともに、独立性等についての充実した開示義務を設ける。
 - ③ 潜在的利益相反決議を上記①の会議体に行わずに取締役会が自ら行うこともできるが、その場合、取締役の責任追及の場面において、任務懈怠の有無の立証責任を取締役に転換する。
 - ④ 公開会社である委員会設置会社につき、上記①乃至③と整合性を持たせるような法改正を行う。具体的には、潜在的利益相反決議のうち、三委員会のいずれの決議事項でもないものについては、上記①と同様に独立社外取締役のみによって構成される会議体に行わせる（委任する）ことを可能にするとともに、委任を行わなかった場合に、上記③と同様の立証責任の転換を規定する。また、潜在的利益相反決議のうち、三委員会の決議事項であるものについては、現状のまま各委員会の決議事項とするが、当該委員会の委員に独立社外取締役でないものが含まれる場合には、上記③と同様の立証責任の転換を規定する。
- ※ 上記①については現行会社法第 373 条（特別取締役による取締役会の決議）の規定と同様の仕組みを想定。上記②については現行会社法の「社外取締役」に関する開示の規定を参考に、より強化した開示義務を規定する。上記③については現行会社法第 423 条第 3 項と同様の推定規定とする。

提案理由

- 1 下記に掲げるような決議において、独立社外取締役以外の取締役（内部者たる取締役）が潜在的な利益相反状況に置かれていることは否定しようがないであろう。現に、経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（以下「MBO 指針」という。）が発表された以降の比較的規模の大きな上場会社の MBO 案件においては、社外役員や外部の有識者によって構成される特別委員会（第三者委員会）が当然のように設置されるが、このようなプラクティスは、MBO に際し、内部者たる取締役が潜在的な利益相反状況に置かれているとの認識が広く浸透していることを意味する。

記

- (i) 役員の選解任に関する決議
 - (ii) 役員報酬に関する決議
 - (iii) 買収防衛策の導入、MBO に関する決議等会社の支配権に影響を与える決議
 - (iv) 役員行動や不祥事についての特別調査、処分に関する決議
 - (v) その他、取締役会が潜在的な利益相反性を危険視すべきものと決めた決議
- 2 会社法は、取締役の利益相反取引を取締役会の承認事項とし、また特別利害関係人の取締役会での議決権行使を禁止する。しかし、いずれもその範囲は明確ではなく、また伝統的な理解では、その範囲は極めて限定的であり、上記 1 で述べた潜在的な利益相反状況を広くカバーするものではない。

また、会社法上、取締役会は、取締役会において決定すべきものと法定されている事項については自ら決議することを要し、委員会等の他の機関にその決定を委ねることはできない。

このような規定を有する現行会社法は、潜在的利益相反決議において、内部者たる取締役に対して不合理を強いることになりかねない。すなわち、誠実な内部者たる取締役は、上記 1 で述べた自らの利益相反的地位を認識し、潜在的利益相反決議に参加することに躊躇を覚える筈である。しかし、そのような状況であったとしても、現行会社法は、潜在的利益相反決議を独立社外取締役等に委任することができ

- 1919ない上、上記の通り、内部者たる取締役のすべてが「特別利害関係人」に該当するとは考えられていないため、一部の内部者たる取締役は、取締役会に参加し、議決を行わなければならない。すなわち、現行会社法上、「特別利害関係人には該当しないが、潜在的に利益が相反するため、念のため決議には参加しない」という選択肢は用意されていないのである。
- 3 上記①の提案は、取締役会に対して、潜在的利益相反決議を独立社外取締役のみによって構成される会議体に委任することを可能とするものである。このような選択肢を用意することで、上記のような不合理を回避することが可能となる。なお、独立社外取締役のみによって構成される会議体についても、その運営の適正を担保するため、原則として現行会社法における取締役会に関する規律（監査役の出席義務、議事録の作成、決議について特別の利害関係を有する独立社外取締役の議決からの排除等）を適用する。
- 4 上記②の提案は、上記①の提案に付随するものである。現行会社法における「社外取締役」は一定の役割を果たしてきたものの、例えば親会社の業務執行者や顧問弁護士といった者も「社外取締役」に含まれることとされており、会社との利益相反性の排除が徹底されているとは言えない。上記①の会議体は、正に潜在的な利益相反状態の解消を目的とするものであるから、その構成員の資格は、潜在的にも利益が相反しないような真の意味で独立性のある者に限定する必要がある。そこで、少数株主も含め、株主が安心して潜在的利益相反決議を任せられる者という意味で、「独立社外取締役」の概念を新設し、厳格に定義するとともに、その開示義務を充実させることとした。なお、「独立社外取締役」については、選任時のみならず、各時点毎においてその要件の充足が厳格に判断され、かつその内容が事業報告書等において開示される仕組みとする必要がある。
- 5 上記③の提案は、上記①の選択肢（独立社外取締役によって構成される会議体への委任）を行使せずに、（通常の）取締役会が潜在的利益相反決議を行った場合に、任務懈怠についての立証責任を転換するものである。前述の通り、潜在的利益相反決議に内部者たる取締役が議決権を行使することは本来望ましいことではないため、本来であれば、内部者たる取締役の参加を一律に禁止するという方策が採られるべきである。また、他の先進国の潮流や「投資家離れ」が加速する日本の株式市場の危機的状況に照らしても、こうした方策が採られることが最善であろう。しかし、このような方策は、事実上、独立社外取締役の選任を会社に義務付けることになるため、産業界から強い反発を受けることが予想される。現に、産業界は、これまで規制を受ける側

2020であるにも関わらず、他の先進国では類を見ないほど強固に独立社外取締役の設置義務化に反対している。そのため、独立社外取締役の設置義務化に固執した場合には、これまでと同様産業界の強固な反対を受け、(積極的な政治主導があれば別である

が) 今回も内外の投資家が期待するようなコーポレート・ガバナンスの向上のための施策の導入は見送られることになりかねない。

このような点を踏まえ、現時点では最小限の処置として上記①の会議体に委任するか否かは、利益相反の程度やその他それぞれの会社の事情に応じて取締役会が個々に決定して選択することができるようにした。とはいえ、潜在的利益相反の程度などは一般の株主は知り得ないものであるため、独立社外取締役による会議体に委ねずに行った(通常の)取締役会の決定が正しいものであるということを何らかの形で担保する必要がある。そこで、上記③の通り立証責任を転換することとした。なお、こうした立証責任の転換は、あくまで会社に損害が生じた場合に限られるのであるから(損害発生と因果関係についての立証責任は転換されない。)、取締役会に対して過度の負担を強いるものではない。また、そもそも、取締役会が決議を行うに当たって、対外的に十分説明可能な程度に義務を尽くし、その証拠を残しておくことは当然のことである。

6 上記④の提案は、監査役会設置会社と委員会設置会社との間の不均衡を生じさせないために必要なものである。

*以下では、公開会社についての条文案を提示する。

・会社法第2条第15号の2として、以下の規定を新設する。

15の2 独立社外取締役 公開会社の取締役であつて、次に掲げるいずれにも該当しないものをいう。

イ 当該株式会社若しくはその子会社の業務執行者等（業務執行取締役若しくは執行役員若しくは支配人その他の使用人をいう。以下同じ。）であるもの、又は過去5年間に当該株式会社若しくはその子会社の業務執行者等であつたもの

ロ 株式会社の主要な株主、当該株主が営む個人事業の支配人その他の使用人、及び当該株主が主要な株主である当該株式会社以外の法人、組合等の団体の業務執行者等

ハ 当該株式会社の主要な株主である法人、組合等の団体、当該団体の親会社若しくは子会社の業務執行者等であるもの、又は過去5年間に当該団体、当該団体若しくは親会社若しくは子会社の業務執行者等であつたもの

ニ 過去5年間に、当該株式会社と重要な取引を行ったことのあるもの（当該株式会社のコンサルタント、会計専門家及び法律専門家を含む。以下、本条において、同じ。）

（年間100万円（但し、当該者が当該株式会社の取締役である場合の取締役報酬を除く。）以上の金員の授受がある場合には重要な取引を行ったものとみなす。以下、本条において、同じ。）

ホ 過去5年間に、当該株式会社と重要な取引を行ったことのある法人、組合等の団体若しくはその親会社若しくは子会社の業務執行者等であるもの、又は当該取引時若しくはそれ以降に当該団体若しくはその親会社若しくは子会社の業務執行者等であつたもの

ヘ 当該株式会社の取締役としての在任期間が9年以上であるもの

ト イからへまでに掲げるものの配偶者若しくは3親等内の親族又はこれに準ずる関係にあるもの

チ イからトまでに掲げる者以外で、当該株式会社の他の取締役との間で利害関係を有するもの

・会社法第373条の2として、以下の規定を新設する。（監査役会設置会社の場合）

第373条の2 第369条第1項の規定にかかわらず、独立社外取締役が3人以上である監査役会設置会社（公開会社でないものを除く。）の取締役会は、次に掲げる事項についての取締役会の決議については、当該決議ごとに個別に、独立社外取締役のうち、議決に加わることができるものの過半数（これを上回る割合を取締役会で定めた場合にあっては、その割合以上）が出席し、その過半数（これを上回る割合を取締役会で定めた場合にあっては、その割合以上）をもって行わせることができる。

一 株主総会に提出する取締役及び監査役（会計参与設置会社にあつては、取締役、監査役及び会計参与）の選任及び解任並びに報酬に関する議案の内容の決定

二 取締役（会計参与設置会社にあつては、取締役及び会計参与）の個人別の報酬等

	の内容の決定
	三 会社の支配権に影響を与える内容の決定
	四 取締役又は監査役の任務懈怠についての特別調査、処分に関する決定
	五 その他取締役会が自己利益および利益相反性のおそれが潜在的に高いことを理由に妥当と決めた決議
2	前項の規定による独立社外取締役による議決が行われる場合には、独立社外取締役以外の取締役は、前項に掲げる事項の決定をする取締役会に出席することができない。この場合における第 366 条第 1 項本文及び第 368 条の規定の適用については、第 366 条第 1 項本文中「各取締役」とあるのは「各独立社外取締役」と、第 368 条第 1 項中「定款」とあるのは「取締役会」と、「各取締役」とあるのは「各独立社外取締役」と、同条第 2 項中「取締役（）」とあるのは「特別取締役（）」と、「取締役及び」とあるのは「独立社外取締役及び」とする。
3	独立社外取締役の互選によって定められた者は、前項の取締役会の決議後、遅滞なく、当該決議の内容を独立社外取締役以外の取締役に報告しなければならない。
4	第 366 条（第 1 項本文を除く。）、第 367 条、第 369 条第 1 項及び第 370 条の規定は、第 2 項の取締役会については、適用しない。

- ・会社法第 423 条第 4 項として、以下の規定を新設する。（監査役会設置会社の場合）

<p>第 373 条の 2 第 1 項の各号に定める事由が同項による独立社外取締役による議決をもって行われなかった場合において、当該事由によって株式会社に損害が生じたときは、当該事由を行う旨の取締役会決議に賛成した取締役はその任務を怠ったものと推定する。</p>

- ・会社法施行規則を改正し、独立社外取締役に関する事項の開示義務を規定する。
- ・その他必要な修正（会社法 383 条、911 条等）を行う。

以上

2323References

Abe, N., and Jung, T., 2004, "Managerial Incentive Mechanisms and Turnover of Company President and Directors in Japan," Working Paper, Hitotsubashi University.

Adams, R., and Ferreira, D., 2007, "A Theory of Friendly Boards," *Journal of Finance* 62, 217-250.

Bhagat, S., and Black, B., 2002, "The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance," *Journal of Corporation Law* 27, 231-273.

Choi, J., Park, S., and Yoo, S., 2007, "The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42, 941-962.

Coles, J., Daniel, N., and Naveen, L., 2008, "Boards: Does One Size Fit All?," *Journal of Financial Economics* 87, 329-356.

Dahya, J., and McConnell, J., 2007, "Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42, 535-564.

Fukao, K. and Kwon, H., 2010, "In Search of the Drivers of Japan's Economic Recovery" (深尾京司、権 赫旭、2010, 「日本経済再生の原動力を求めて」).

Harris, M., and Raviv, A., 2008, "A Theory of Board Control and Size," *Review of Financial Studies* 21, 1797-1832.

Hermalin, B., and Weisbach, M., 1991, "The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance," *Financial Management* 20, 101-112.

Hermalin, B., and Weisbach, M., 1998, "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO," *American Economic Review* 88, 96-118.

Link, J., Netter, J., and Yang, T., 2008, "The Determinants of Board Structure," *Journal*

2424 of *Financial Economics* 87, 308-328.

Saito, T., 2010a, "The Determinants of Board Composition when Managers Control Director Selection: Evidence from Japan," Working Paper, Kyoto Sangyo University.

Saito, T., 2010b, "Boards with and without Outside Directors: An Empirical Comparison," Working Paper, Kyoto Sangyo University.