

# 大証金融商品取引法研究会

公開会社法制の検討・社外取締役制度の強化について

～日米における近年の動向を概観しつつ～

平成 22 年 6 月 25 日（金） 15:00～17:00 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

- 石田 眞得 関西学院大学法学部教授  
川口 恭弘 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授  
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士  
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授  
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授  
洲崎 博史 京都大学大学院法学研究科教授  
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士  
船津 浩司 同志社大学法学部准教授  
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授  
松尾 健一 同志社大学法学部准教授  
森田 章 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授  
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授
- 藤倉 基晴 株式会社大阪証券取引所副社長執行役員  
川本 哲也 株式会社大阪証券取引所執行役員

○岸田　それでは、時間が参りましたので、大証金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、神戸大学の行澤先生から「公開会社法制の検討・社外取締役制度の強化について ～日米における近年の動向を概観しつつ～」というテーマでご報告いただきます。よろしくお願ひします。

~~~~~

【報　告】

## 公開会社法制の検討・社外取締役制度の強化について ～日米における近年の動向を概観しつつ～

神戸大学大学院法学研究科  
教授　行　澤　一　人

神戸大学の行澤でございます。「公開会社法制の検討」というシリーズの中で、本日は特に「社外取締役制度の強化」という課題について、制度の概観を中心としながら、そこに恐らく潜んでいるであろう問題点、特に会社法的な観点からの議論を少しさせていただければと考えております。

### 1. 日本の社外取締役規制の現状と課題

社外取締役であるためには、会社法2条15号によれば、当該取締役が、現に当該会社又はその子会社の業務執行取締役、執行役、支配人その他の使用人でないこと、かつ過去に同様の地位になかったことが必要とされます。原則として、株式会社は社外取締役を設置する義務を有していませんが、取締役会設置会社において特別取締役による議決の定めを設けるためには、6人以上の取締役のうち1人以上が社外取締役でなければならない（会社法373条1項）、また委員会設置会社の場合には、3つの委員会のそれぞれにおいて過半数の委員が社外取締役でなければならないこととされています（会社法400条3項）。

社外取締役に対する期待は、主として、会社の業務執行者の業績評価と利益相反性に関

する判断を外部者（第三者）が行うことによることの客観性、いわゆるお手盛り防止の保証にあると解されます。したがって、前述のような場合には、社外取締役の存在が、身内によるお手盛りに墮することを防止する保証とみなされているわけです。もっとも、社外取締役の意義を、会社の活動により幅広い視野をもたらすことができること、もしくは役員らに専門的な助言を与え、他の組織との連携を促すことなどの経営資源を投入することに求める意見も主張されています。

しかし、そのような目的を期待するためには、単に社外性のみならず、独立性が求められていると考えるのが、アメリカを中心とする世界の趨勢ですが、我が国においては社外性のみが問題とされ、会社法上は独立性は要求されていません。例えば、前述の社外取締役の定義において、当該会社の①親会社の経営者等、②重要な取引先の経営者等、③現経営者の親族等——が当該会社の社外取締役になることから排除されていません。

この点、従来から、取締役会のモニタリング機能の強化及びグローバル経済の中でのガバナンスの世界標準化等の観点から、社外取締役の独立性強化及び設置義務化が提案されてきています。例えば、「世界がグローバル化している中で、より世界の投資家が理解・納得しやすい制度を考えることは大切である」という、経産省内に設けられた「企業統治研究会」報告書が2009年6月17日に公表されました。また、日本取締役協会・社外取締役委員会が2005年10月13日に公表した「独立取締役コード」では、「当該会社の経営者及びあらゆる特定の利害関係者から独立した判断を下すことができる（非業務執行）取締役」として定義された独立取締役（コード3.1）の員数が、「取締役会において相応の影響力を及ぼすことができるようなものとすべきである」（コード4.1）と提言していました。

もちろん、これに反対する意見も学界、実務に根強くありました。例えば、日本経団連が2006年6月20日に公表した意見書「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度のあり方について」の「3. 社外取締役の導入義務化、社外役員の独立性強化に対する考え方」はこれに反対の立場を明示し、「各社の創意工夫と市場による評価の相互作用等、市場のダイナミズムを活用すべきと考える」としていました。実際、どのように独立性を規定しても、完全な独立性を要求することはほぼ不可能であり、アメリカでも大会社の多くの社外取締役が他の会社のCEOや取引先関係者であることが指摘されてきたところで（近藤光男他「株式会社における経営監督のあり方〔上〕」商事法務1611号（2001年）9頁〔注20〕）。

以上のような議論を経て、最近では独立取締役の存在意義を認めるものの、その定義や運用を法によって強制するのは適切ではなく、むしろ金融商品取引所の規則等に見られるソフト・ローを通じて、自主的で柔軟な企業努力にゆだねるべきであるとの見解が見られるに至っています。前述の企業統治研究会報告書6ページでは、「わが国の上場企業が満たすべき枠組みの内容として、上記の通り、一定の範囲で、企業実態に応じた対応が必要との結論に至ったため、今般は、法改正を行わない対応を採用することとし、金融商品取引所による対応に委ねることが現実的」と結論付けられたところであります。

さらに、金融審議会・金融分科会「わが国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」（2009年6月17日）では、特に「Ⅲ. 3. 社外取締役・監査役の独立性」において次のように指摘されています。「したがって、取引所においては、現在、社外取締役・監査役について会社との関係に係る一定の開示を求めているところであるが、この点についてより具体的な内容の開示を求めるとともに、当該者の独立性に関する会社の考え方についても適切な開示を求めることが適当である」。また、同報告書は、「Ⅴ. 上場会社等のコーポレート・ガバナンスに係る規律付けの手法」においても、「上場会社等のコーポレート・ガバナンスを特に規律付けする公開会社法制の構想が近年、有力に唱えられている」と指摘しつつ、これに対しては慎重な対応が求められているとする。さらに、「取引所ルールによる規律付けの役割」について、「会社法制との整合性を保ちつつ、適切な規律付けを行うことは極めて重要なことであり、かつ取引所の使命でもある」として、積極的な姿勢を見せていたところです。

## 2. 公開会社法制の構想

民主党の「公開会社法（仮称）制定に向けて」が2009年7月に公表されましたが、そこでは、「資本市場が要求する企業統治を実現する」という項目下に、「社外取締役の条件を強める」という一文が挿入されました。また、その内容として、社外取締役を義務化すること、及び親会社や大口取引先、株式持ち合い先にある企業の出身者は認めず、社外取締役を取締役会構成員の3分の1程度とすること等の説明がなされたところです（ビジネス法務（中央経済社）Vol. 19〔2009. 12〕61頁・民主党公開会社法プロジェクトチーム座長・鈴木克昌衆院議員回答）。また、その後、千葉景子法務大臣の諮問により、法制審議会・会社法制部会において「会社法制の見直しについて」の議論が今年始まりました。4月28日の第1回会議においてフリートーカーキングがなされ、第2回会合も

持たれたところでは。

### 3. NMD (Non Managerial Director) に係るアメリカ法制の概観

以下は、現在のアメリカ法制を中心に概観してみたいと思います。まず、アメリカ法における大体の共通認識としましては、経営と所有の分離に伴う代理問題の解決として、株主の利益を守るため経営者の専横をチェックするという目的をNMDは負っているというふう理解されるのが一般的です。ですから、経営者からの独立性 (independence) が重視される場所です。しかし、さらに独立性の要素としては、一切の財産的利害によって汚染されていないということを重視する見解もやはり根強く主張される場所です。これについては、また後ほど見たいと思います。

そして、NMDのカテゴリーとして、アメリカ連邦法規制及びそれに基づく自主規制機関に対する法規制は、独立取締役の概念を非常に重視しているのに対して、州会社法のレベルでは、むしろ利害関係を有しない (disinterested) という要素に焦点が当てられており、その両者の意味内容また機能は必ずしも同じではないということが指摘されている場所です。

また、イギリスや日本では、主として社外 (outsider) 取締役の概念が用いられていることが指摘されます。

このように一口に独立性 (independence) といっても、disinterested や outsider といった他の隣接概念や機能の違いを念頭に置いて分析をすることが必要であるという見解が近年主張されている場所です。

#### 1. 「独立性」に係る規制

そこで、まずアメリカ法における独立性に関する規制をざっと見てみたいと思います。

##### 【1】SOX法

サーベンス・オクスリー法は、ご案内のように、301条において証券取引所法10A(m)というものを規定しています。これは監査委員会の基準ということです。

そこでまず、(2) 登録公認会計事務所に関する責任として、発行者の監査委員会は、取締役会の委員としての資格において、監査報告書の作成、発行、または関連する業務のために、発行者によって雇用される公認会計事務所の指定、報酬、及び業務の監視 (財務報告に関する経営者と監査人の意見の相違の解決を含む) に対して直接の責任を負い、か

つ当該登録公認会計事務所は、監査委員会に直接報告を行うものとするということで、監査委員会に監査に関する強力な権限を与えることを規定しています。

そして、(3) 独立性として、

(A) 発行者の監査委員会のメンバーは、当該発行者の取締役会の構成員でなければならず、かつ、それ以外には独立的であることが必要とされる。

(B) 発行者の監査委員会の構成員は、本号に基づく独立性を認められるためには、監査委員会、取締役会、その他取締役会委員会の構成員としての資格による場合を除き、以下の行為を行ってはならない。

(i) 発行者から相談料、顧問料、またはその他の報酬を受け取ること

(ii) 発行者またはその子会社の特別関係者 (affiliated person) となること

実は、サーベンス・オクスリー法のもとでは、この「特別関係者」(affiliated person) の定義、意義について詳細に述べていませんので、そこはSEC規則で補充されるということになります。

## 【2】SEC規則

SEC規則10A-3(e)で、「特別関係者 (affiliated person)」の意義について、ざっと次のように定めています。

(1)(i) 特定の者の特別関係者もしくは特定の者と特別関係を有する者とは、直接的または1つもしくは複数の媒介を通して間接的に特定の者を支配する者、特定の者に支配される者、または特定の者と共通の支配下にある者をいう。

(ii) (A) 当該者が以下の条件を満たす時、特定の者を支配していないとみなされる。

(1) 特定の者のあらゆる種類の議決権付持分証券の10%以上の直接的もしくは間接的な受益的所有者でないこと、及び

(2) 特定の者の執行役員でないこと。

(B) (A)はセーフハーバールールを設けるものであって、10%以上の受益的所有者であれば特定の者を支配し、もしくはそれ以外の方法で特別関係者となるということを推定するものではない。(要約)

つまり、あくまで10%以上でなければ支配する者とみなされないということですから(報告者)。

(iii) 以下の者は、特別関係者であるとみなされる

- (A) 特別関係者の執行役員
- (B) 特別関係者の使用人兼取締役
- (C) 特別関係者の通常組合員 (general partner)
- (D) 特別関係者の業務執行者

(4) として、「支配とは、議決権証券の所有を通じて、もしくは契約その他いかなる方法によるかを問わず、直接的もしくは間接的に、ある者の経営や政策を指示し、またはそれに影響力を及ぼす力を有することをいう」というふうに規定されています。

なお、この点に関して、発行者の子会社等、発行者の関係者の取締役であることを兼ねる発行者の監査委員会委員は、それ以外の点で要件を満たしていれば、独立性を損なわないとされる規定をSEC規則で設けています (SEC規則10A-3(b)(1)(iv)(B))。これは、このような者に対して支配性に関する疑義が生じることを防ぐという意味があります。

### 【3】SRO規則

自主規制機関の規則ですけれども、サーベンス・オクスリー法の制定に伴って、NYSE, NASDAQのそれぞれ規則が改正され、そしてその後、2002年以降、幾多の改正を重ねているところであります。

#### ① NYSE 上場会社マニュアル

・303A

##### 01. 独立取締役

上場会社は、独立取締役が過半数を占める取締役会を持たなければならない。

##### 02. 独立性テスト

(a) 当該取締役が上場会社と (直接的もしくは当該会社と関係を有する組織の組合員、株主もしくは役員として) 重要な (material) 関係を有しないことを取締役会が積極的に決定しない限り、独立取締役とはならない。

そして、コメンタリーとして、「上場会社」の用語には、当該会社と結合したグループ内の親会社もしくは子会社を含む。「重要な」関係性とは、商業、産業、銀行、コンサルティング、法律、会計、慈善、及び親族的な関係を含むが、経営者からの独立性という視点から見れば、上場会社の株式を一定量保有することは、それ自体においては、独立性

を阻害する要因とはみなされない」と記しています。この指摘は重要であろうかと思いません。

そして、独立取締役から排除されるカテゴリーを設けています。

(b) さらに、取締役は下記のいずれかに当たる場合には、独立取締役とはならない。

(i) 現在上場会社の従業員であり、もしくは過去3年以内にそうであったこと、もしくは直近の親族が現在上場会社の執行役員であり、もしくは過去3年以内にそうであったこと。

(ii) 過去3年間のうちの12カ月間で、当該取締役もしくはその直近の親族が、取締役もしくは委員としての報酬、年金、その他過去の業務に対する繰延報酬の形態のものを除き、当該上場会社から10万ドルを超える直接的な報酬を受領したこと。

(iii) (A) 現在、上場会社の内部もしくは外部監査人である会社の組合員もしくは従業員であること、(B) 取締役の直近の家族がそのような会社の組合員であること、(C) 取締役の直近の家族が現在そのような会社の従業員であり、かつ実際に上場会社の監査業務に従事していること、(D) 当該取締役もしくはその直近の家族が過去3年以内にそのような会社の組合員もしくは従業員であって、かつ実際に同期間中上場会社の監査業務に従事したこと。

(iv) 当該取締役もしくはその直近の親族が現在別の会社の執行役員であり、もしくは過去3年以内にそうであった場合で、上場会社の現在の執行役員が現在当該会社の報酬委員会に従事しているか、過去の該当時点でそうであったこと。

(v) 上場会社が過去3事業年度のうちいずれかの年度においてした取引で、資産もしくはサービスの対価として他の会社に支払い、もしくは他の会社から受領した当該金額が100万ドルもしくは他の会社の上場会社の連結総収入の2%のいずれか多いほうを超えるものであった場合に、当該取締役が当該他の会社の現在の従業員であるか、その直近の親族が当該他の会社の執行役員であること。

この点に関するコメントとして、「「直近の親族」とは、配偶者、親、子、兄弟姉妹、義父母、養子、義兄弟姉妹、その他彼らと同居している者をいう」と規定しています。

なお、このNYSEのマニュアルでは、まず、上場会社は、SEC規則10A-3を満たす監査委員会の設置が要求され(上場マニュアル303A.06)、監査委員会は3名

以上の委員を要し、かつ監査委員の全員が上場マニュアル303A.02(b)の独立性要件を満たさなければならない(上場マニュアル303A.07(a))とされています。

また、上場会社は、全員が独立取締役から成る指名委員会及び報酬委員会を設けなければならない(上場マニュアル303A.04,05)とされています。そして、上場会社は、独立取締役が誰であることを明示して、当該取締役が独立していると判断した根拠を開示しなければなりません。そしてそれは、年次委任状説明書もしくはForm10-K item13【regulation S-K item407】において開示しなければならないとされています。したがって、NYSEの独立取締役の要請は、不実開示に基づく責任規制(例えば、SEC規則10b-5による私的訴訟の対象となり得る)を通じて担保されることとなります。

## ② NASD 上場規則

現在施行されているものは、2009年4月13日以降に施行されたものですが、旧規定(4200.(15)(A)-(G))を整理したものとして、実質的な変更はされていないものと思われま

### ・5605 取締役会及び委員会

#### (a) 定義

(2)として「独立取締役」とは、会社の執行役員もしくは従業員でない者、又は取締役会の意見において、取締役がその責任を遂行するに際して独立した判断の実行を妨げられると思われるような関係を持つ個人でない者をいう。この規則の適用において、「家族構成員」とは、血縁、結婚もしくは養子縁組の如何を問わず、当該者の配偶者、両親、子供もしくは親類又は当該者と同居する者をいう。以下に掲げる者は、独立しているとは見なされない」と記し、NYSEとほぼ同様の規定を設けているのですが、若干細かいところで違いも見受けられます。

(A) 現在会社の従業員であり、もしくは過去3年間のいつかの時点で会社の従業員であった取締役。

(B) 独立性の判断がなされる時点より以前3年間のうち12カ月連続で12万ドルを超える報酬を取締役もしくはその家族構成員が受領した場合。ただし、以下の場合には適用されない。

(i) 取締役会もしくは委員会のメンバーとしての対価

(ii) 会社の従業員(執行役員を除く)である家族構成員に支払われた報酬

- (iii) 税制適格年金の下での受益もしくは非裁量的な形態の報酬
- (C) 現在執行役員として会社に雇用され、もしくは過去3年間のうちいつかの時点においてそうであった者の家族構成員である取締役。
- (D) 現在もしくは過去3年以内のいずれかの会計年度において、会社が財もしくはサービスの対価として支払い、もしくは受領した金銭が、受領者の年間連結総収入の5%もしくは20万ドルの多い方を超えるような取引相手方である組織の組合員、支配株主、もしくは執行役である取締役または家族構成員がそうである取締役。ただし、その金銭が下記に該当する場合には適用されない。
  - (i) もっぱら会社の自社株投資に起因する支払(例 E S O P - 報告者)
  - (ii) 非裁量的な慈善事業寄付プログラムの下での支出
- (E) 会社の執行役員が過去3年以内のいつかの時点で他の会社の報酬委員として勤務している場合、現在当該他の会社の執行役員として雇用されている会社の取締役もしくはその家族構成員がそうであるような取締役。
- (F) 現在会社の外部監査人の組合員である取締役もしくは家族構成員がそうであるような取締役、又は過去3年間の一定期間に会社の監査業務に従事した外部監査人の組合員もしくは従業員であった取締役もしくは家族構成員がそうであるような取締役。
- (G) 【投資会社法との適用関係】

以上、まず、取締役会の過半数は独立取締役でなければならず、独立取締役として決定した取締役の情報を、年次委任状説明書もしくは Form 10-K もしくは Form 20-F において開示しなければならない(5605.(b)(1))とされています。そしてその真実性はSEC開示規制に服する民事責任によって担保されるということです。

監査委員会は3人以上の独立取締役によってのみ構成され、SEC規則10A-3を満たす者でなければならない(5605.(b)(2)(A))

そして、NASDとNYSEの違いは、NASDのルールでは、報酬委員会及び指名委員会については、これを設けるべき義務が課されていないことです。

### ③ 報酬規則

NYSEにおいては、報酬委員会委員が直接負うべき責任として、CEOの報酬を評価するための目標と基準を定め、これによってCEOのパフォーマンスを評価し、委員会として、もしくは取締役会が指名した独立取締役とともに、CEOの報酬レベルを決定かつ

承認すること（上場マニュアル303A.05(b)(A)）とされており、他の執行役員の報酬については、取締役会に推薦すること（上場マニュアル303A.05(b)(B)）とされています。そしてコメントにおいて、「この規定は、取締役会においてCEOの報酬に関する議論をすることを一般的に排除するものとして解釈されてはならない。取締役会構成員間におけるコミュニケーションを阻害するのが、この基準の意図ではない」と言及し、あくまで最終的にCEOの報酬を決定するのは取締役会であるということを言わんとしています。

NASDAQの場合、少しわかりにくい規定になっていますが、CEO及び他の執行役員の報酬は、独立取締役のみが参加できる投票において選出される独立取締役の過半数もしくは独立取締役のみから成る報酬委員会によって決定されるか、決定に係る取締役会に対して推薦されなければならない（上場規則5605-6(d)）とされています。つまり、報酬委員会もしくは独立取締役の過半数が報酬を決定できるか、あるいはそこで推薦してあくまで取締役会で決定するかは、それぞれの上場企業にゆだねられているということになるかと思えます。

## 2. 独立取締役による自社株保有の問題

今までは独立性に関する規定について概観しましたが、次に、独立取締役による自社株保有の問題を少し見ておきたいと思えます。

独立取締役の意義として、経営者からの独立性という要素を重視するならば、自社株保有は株主利益との連帯を強めるものとしてむしろ推奨されることとなります。しかし、財産的利害を有しないことという要素を独立性の判断において重視すれば、自社株保有による自己利益の追求が当該取締役の経営判断をゆがめるおそれありとして、むしろ忌避されるべきこととなってきます。

そこでまず、自主規制機関の立場とSECの独立取締役における自社株保有というものに対する態度はかなり異なっています。自主規制機関の場合は、先ほどNYSE規則において見ましたように、コメントリーの中で、「上場会社の株式を一定量保有することは、それ自体においては独立性を阻害する要因とはみなされない」という注意書きをわざわざ置いていました。また、NASDの解釈指針においても、「自社株保有それ自体が取締役会の独立性を阻害するとは信じない」という規定をわざわざ設けています（NASDAQ上場規則IM5605(a)(2)）。

それがどういう形で出ているかといいますと、独立取締役の規制は、過半数の議決権を他の会社に保有される上場会社には適用されないということになります。すなわち、独立取締役は、経営者に対して株主利益を擁護するための法的装置であって、過半数を支配する株主は自己防衛能力があるので、SOX法における監査委員会の規制以上に独立取締役を必要としないと考える、そのような思想があることが指摘されています。したがって、自社株保有が支配割合50%に及ばない株主は、なお独立取締役として会社経営を監督することが可能であるということになります。

この点は、例えばデラウェア州のStrine/Chandler判事などは、例えばベンチャー企業などにおいて相当数の出資をするベンチャーキャピタルなどが独立取締役として会社経営・監督をすることは、むしろ望ましいというようなことも指摘していたところ（Chandler, Strine, 'The New Federalism of the American Corporate Governance System: Preliminary Reflections of Two Residents of One Small State', 152 U. Pa. L. Rev. 953, 990-【2003-2004】）。そして、実にそのことが、NYSEの上場マニュアルの303Aに明記されているところです。すなわち、過半数の支配権を個人、グループ、他の会社に保有されている会社は上場マニュアル01, 04, 05を遵守することを求められません。NASDにおいても、過半数の支配権を個人、グループ、他の会社に保有されている会社は、上場規則5606(b)(d)(e)の遵守が求められないということが明記されています（NASD 上場規則5615(c)(1)・(2)）。

ところが、SECのいわば監査委員会における監査委員の独立性に関する立場では、自社株保有を必ずしも独立性を阻害するものとは見なしていない（規則10A-3(e)(ii)(A)(1)）ことは、セーフハーバールールとしての10%自社株保有ルールを見ればわかるのですが、支配要素が認められる程度の自社株を保有する株主は、独立取締役たることを得ない可能性が大きくなってきます。

この違いをどう評価するかということについて、一つの可能性は、あくまでSECの立場というのは、監査委員の独立性を判断することときに、例えば10%を超えるような主要株主については、監査委員における独立性というのは望ましくない、しかし、そうでない一般的な独立取締役の要因については自主規制機関に任せているというふうな見方もできると思います。そういう意味では、決して矛盾しているわけではないのですが、この点については、アメリカではホットなイシューとして議論されることが多いようです。

### 3. 非利害関係者に関する規制

今までは連邦における独立性に関する規制を見てきましたが、州会社法の規制の焦点は、独立性よりもむしろ利益相反規制に係る利害関係要素の抑制にあるというふうに理解されます。

例えばデラウェア州法は、利益相反取引に関して、次のいずれかの要件を満たせば、当該取引が無効もしくは取り消し得べきものとはされないと規定します（一般会社法144条）。

- (1) 重要な事実が取締役会において知られ、かつ過半数の「利害関係を有しない取締役」の承認があること
- (2) 重要事実が株主に知られ、かつ株主が承認すること
- (3) 当該取引の条件が、取締役もしくは株主によって承認される時点で、会社に対して公正であること

(1)(2)の手続的な規制に対して、(3)は実質的、実態的な要素であると言われています。

アメリカ模範事業会社法は、Subchapter F.において、利益相反取引を定義し（§ 8.60(1)）、株主は、次の条件が満たされるときには、利益相反を理由として代表訴訟提起権を有しないと規定されることとなります（§ 8.61(b)）。すなわち、(1)十分な情報開示に基づく利害関係を有しない取締役の過半数の承認、(2)十分な情報開示に基づく利害関係を有しない株主が保有する株式数の過半数の承認、(3)当該取引の条件が、締結時において、会社に対して公平であること。

そして、「利害関係を有しないこと」というのは抽象的な独立性判断ではなく、むしろ当該取引ごとに判断されるべきものとして具体的・個別的であり、デラウェア州会社判例法は、一貫してこのような態度を志向してきているとされます。有名なオラクル事件判決（*In re Oracle Corp. Derivative Litigation*, 824 A.2d 917 (Del. Ch. 2003)）においてもデラウェア州法における利害関係性というのは個別・具体的で、当該取引に対してセンシティブなものであるというふうに強調されているところです。

そもそも会社が独立取締役を保持する目的は、何であるのか？それは、①それにより株主にモニタリングが効いていることをアピールすることで、資本調達コストを低減し、競争力を高めること、②潜在的な利益相反取引において、株主による訴訟リスクを低減・回避することだと言えます。そして、②については、独立取締役であることは、例えば特別訴訟委員会による代表訴訟却下の申立てが、潜在的な被告経営者から「独立した」経営判

断であると見なされるための保証であるということが言われます。しかし、ご案内のように、州会社法、特にデラウェア州法においては、一般的な独立取締役だからといって、常に当該経営者らと利害関係を有しない者と判断される保証はないのでありまして、あくまで個別・具体的なその非利害関係性（disinterestedness）が審査されるということになります。

#### 4. 独立役員制度

このようなアメリカ法の動きを十分参照しながら、先ほどご紹介しました日本の現在までのコーポレート・ガバナンスに関する議論の流れの結果、独立役員制度というものが東証、大証において設けられることになりました。特に東証では、「上場制度整備の実行計画2009（速やかに実施する事項）」に基づいて、独立役員制度を盛り込んだ業務規程が平成21年12月30日に施行されたところです。

東証の有価証券上場規程436条の2（大証では企業行動規範に関する規則7条）では、上場内国株券の発行者は、一般株主保護のため、独立役員（一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役または社外監査役をいう）を1名以上確保しなければならないということで、一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役もしくは社外監査役を独立役員と規定するという構造になっています。

それを受けて、上場承認時における提出書類において、それぞれ独立役員確保の状況、そして独立役員として指定する者が下記aからeまでのいずれかに該当する場合は、それでもなお独立役員として指定する理由を上場承認時の提出書類に記載することになりました（東証・有価証券上場規程施行規則211条6項(5)・226条6項(5)。なお、大証・有価証券上場規程に関する取扱要領11の4（5））。

- a. 親会社又は兄弟会社の業務執行者であるか、過去そうであった者
- b. 主要な取引先もしくはその業務執行者
- c. 役員報酬以外に多額の金銭等を得ているコンサルタント、会計もしくは法律専門家
- d. 主要株主
- e. (a) 上記aからdの近親者  
(b) 会社もしくは子会社の業務執行者の近親者

それらに当たるかどうか、そして当たる場合には、それを指定する理由を記載しなけれ

ばならないわけです。

そして、これらの内容は、独立役員届出書として提出すると同時に、それを公衆の縦覧に供する義務が課せられることとなります（東証・有価証券上場規程施行規則436条の2。なお、大証・企業行動規範に関する規則の取扱い3）。

さらに、上場管理等に関するガイドライン5.(3)の2、これは制裁の要素ですがけれども、＜企業行動規範違反に対する措置＞の中で、独立役員に関しては、下記の該当性を斟酌して総合的に勘案しつつ、その制裁措置を講じることになっています（なお、大証・有価証券上場規程に関する取扱要領16の5(2)d）。すなわち、それらの要素に当たっているか否かを見た上で、その違反に対する状況の認識をして制裁を決めるということになっています。

- a. 親会社又は兄弟会社の業務執行者
- b. 主要な取引先及びその業務執行者
- c. 役員報酬以外に多額の金銭等を得ているコンサルタント、会計専門家、法律専門家
- d. 最近において上記に該当していた者
- e. (a)上記 a から d までの該当者の近親者
  - (b)当該会社又は子会社の業務執行者の近親者
  - (c)最近において当該会社又は子会社の業務執行者であった者の近親者

そして、今年（2010年）に入りまして、東証では、上場制度整備懇談会において「独立役員に期待される役割」を明記するに至っています（平成22年3月31日）。「独立役員には、上場会社の取締役会などにおける業務執行に係る決定の局面等において、一般株主の利益への配慮がなされるよう、必要な意見を述べるなど、一般株主の利益保護を踏まえた行動を取ることが期待されている。

特に留意点として、独立役員は、たとえば次のような点を考慮した適切な判断を行うことが望まれる。

\*上場会社の業務執行に係る決定等が、その会社の事業目的の遂行及び企業価値の向上という視点から見て合理的なものであるかどうか。特に、一般株主の利益に対する配慮が十分に行われているか。

\*必要な情報が、あらかじめ十分に提供されているか。

\*業務執行に係る決定等の目的、内容及び企業価値に与える影響が正確、適切に開示さ

れるよう工夫されているか。」

また、「独立役員は、会社法の定める社外取締役又は社外監査役の権限を適切に行使して、一般株主の利益保護に努めることが望まれる」と規定されています。

そして、今年（2010年）の3月31日までに独立役員届出書が提出されて、その集計結果が平成22年5月20日に発表されているところですが、集計対象になった2,302社の89.8%が独立役員を確保済みとの届け出を行いました。独立役員のうち社外取締役は24.5%、社外監査役は75.5%で、圧倒的に社外監査役が独立役員として指定されることになったようです。そして、有価証券上場規程施行規則211条6項5号該当者の割合は6.3%で、そのほとんどが「主要な取引先の業務執行者」に該当することが報告されています。ですから、現状を見ると、この制度にほとんどの会社がきれいに乗っかるような形で規定されたような、独立性の要求を一応満たしたものを備えてきたということになります。

## 5. 検討課題

そこで、以下、検討課題として少し挙げさせていただきました。

① アメリカにおけるNYSEやNASDAQの上場規制においては、一定の事由に該当する場合にはそもそも独立性が認定されないこととなりますが、独立役員制度では、有価証券上場規程施行規則211条6項5号・226条6項5号に列挙された事由に該当しても、「なお独立役員として指名する理由」を開示すれば、指名することができることとなります。その趣旨は一体何なのか。どうして独立性を阻却するのではなく、理由を開示することになったのか。新聞報道などによりますと、経済界の意向が働いたとも言われています。日本経団連などが「独立かどうかは取引額などでは明確に測れない。企業家が判断すべきこと」として反対したとされています（日経新聞2010年1月5日16面）。

それでは、その理由とは一体どういうものが要求されるのでしょうか。その事由に当たる、しかし、独立取締役として選んだその理由として何を書けばよいのかということについて十分明らかになっていないのではないのか。それは、例えば具体的利益相反性がないということでしょうか。つまり、形式的にはその事由に当たるけれども、具体的状況からして利益相反性がないということを書けばよいのか。それとも、当該会社の業務執行の監督上、特に一般株主保護という観点から有益な効果が期待されるということでしょうか。あるいは、社外取締役の助言的機能を重視して、企業の効率的経営、企業価値の増大に資

するということが理由となるのでしょうか。

しかし、もしその企業の効率的経営、企業価値の増大のための助言ということが理由として通るのであれば、わざわざこのようなことを規定する、あるいは開示させることの意味はどこにあるのかというふうに考えざるを得ないと思います。もちろん、株主、投資家に全部判断させるという趣旨なのでしょうけれども、そうであれば、わざわざここまで細かいことを規定する必要があるのでしょうか。

② 社外取締役と社外監査役では、業務執行決定権限の有無において重大な差がありますが、両者の相違は、独立役員制度の趣旨を全うするという目的において無視し得るものと考えてよいのでしょうか。つまり、独立役員は社外取締役もしくは社外監査役から選べということでもあります。そして、その期待される役割にも書いていましたように、日常の取引の局面で一般株主の保護の観点から助言し行動することが期待されている。しかし、そもそも取締役は最終的に会社の業務執行に係る意思決定に関与しますが、監査役はそれに関与しません。また、取締役は場合によってはCEO等の解任に関する権限を持ちますが、監査役にはそれと同じ程度の権限は認められていないということを考えますと、独立役員制度の趣旨を全うするためには、社外取締役のみから選任させるという見解も十分成り立つのではないかと。つまり、より効果的に会社の業務執行者に対するモニターを利かせるということであれば、独立役員は、社外取締役であるべきなのではないか。その辺はどのように考えればよいのかということが一つ疑問点としてあります。

③ 独立役員の法的責任は、社外取締役もしくは社外監査役としてのそれを超えるものではないと考えられています。事実、東証もその改正趣旨の説明の中で、「なお、独立役員として届けられた社外取締役や社外監査役が会社法で定められた以上の権限を与えられたり義務を課されたりするわけではありません」というふうに述べているところです。

しかし、当該社外取締役もしくは社外監査役を特に独立役員として指名し、市場に開示することによって、会社は経営判断の公平性について投資家からの信頼を得やすくなり、ひいては有利な条件で資金調達できることとなります。そのようなメリットを享受することの代償として、一体だれが社外取締役や社外監査役の適切な監督業務を監督すればよいのか。彼らが怠慢である場合、どうやってディシプリンを利かせればよいのか。もちろん、後に述べますように、情報開示によってある程度市場におけるディシプリンを利かせることができるということにはなるでしょうけれども、それによって社外役員の個別具体的な行動を規律することが果たしてできるのでしょうか。

また、例えば彼らの怠慢により、CEOの背任的行動を抑止できずに会社に損害が生じた場合、彼らの取締役・監査役としての注意義務違反の有無を判断するに際しては、独立役員であることに基づくより高度な判断基準が働くべきと解される余地はないのか？例えば前述の「独立役員に期待される役割」の留意点として、十分な情報を得ているか、あるいは一般株主の利益に対する配慮を常にチェックしたかどうか、あるいは企業価値に与える影響等を正確・適切に開示するように工夫したかどうかといったことが、その責任を判断する基準として要求されてくるのだとすると、やはりそれによって要求されるべき具体的な行動をとらなかった場合、その懈怠には違法性が推定されると考えるべきではないのかということが一つ思うところであります。

もちろん、一定の場合、取引所は企業行動規範違反による制裁措置をとることができるわけですが、そのような上場会社に対する取引所の制裁措置で十分なのか。会社法上の取締役等の責任規制というものに対して、このような独立役員制度に係る取引所規制は一切影響を与えませんということであらうかというところが一つ問題になるのではないかと考えます。

東証の制裁措置については、大要、下記のとおりです。適時開示・企業行動規範に係る「改善報告書」や「改善状況報告書」を提出させる、一定の場合には上場廃止にも至る、あるいは、公表措置制度というものがある、あるいは、上場契約違約金制度というものがある。

また、大証におきましても、適時開示等規則に違反した場合には、改善報告書の徴求及び公表、警告措置をとる。また、場合によっては上場廃止事由にも当たり得ることになるのですが、このような制裁ということであらうかというところが、この独立役員制度を検討する際にやはり一度検討しておかなければいけないのではないかと考えた次第であります。

資料の「追補」ですが、これは直接独立性ということに係るものではありませんが、実質的に社外取締役に対する情報開示規制として現在の会社法施行規則上の規制に加えて、今般、企業内容等の開示に関する内閣府令が施行されましたので、それもあわせて見ておく必要があると考えた次第です。

この社外取締役の情報開示規制としては、会社法施行規則124条は、かなり詳細な活動状況等を事業報告書に開示させることになっています。取締役会への出席状況等々についても書けと、かなり詳細なものになっています。そこで、この趣旨は、社外取締役の活

動状況を独立性や勤勉性の観点から株主に情報開示し、選・解任の判断を株主にゆだねようしているのだということです。会社法は、必ずしも社外取締役の独立性ということを要求していませんが、このような会社法施行規則を通して、市場による規律という観点から独立性を確保させようとしているものと思われます。

また、今般、企業内容等の開示に関する内閣府令においてコーポレート・ガバナンスに関する事項の開示が義務づけられました。お手元の金融庁のホームページからとった新旧対照表の様式を見ていただきますと、第2号様式においては、有価証券届出書においてaからeまでコーポレート・ガバナンスに関する開示事項が要求されているのですが、そのcとして、「提出会社の社外取締役及び社外監査役（以下この様式において「社外役員」という。）の員数及び社外役員と提出会社との人的関係、資本的関係又は取引関係その他の利害関係について具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。また、当該社外役員が提出会社の企業統治において果たす機能及び役割並びに社外役員と内部統制部門及び監査との連携について具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。社外取締役を選任していない場合にはその旨、その理由及びそれに代わる社内体制その他の社外役員の選任状況に関する提出会社の考え方を具体的に記載すること」となっています。

また、有価証券報告書としては、第3号の2様式において、第2号様式に準ずる要求事項が記載されることを要求しています。この趣旨は、立法担当者の考え方を参照すると、社外取締役の独立性や利害関係に関する情報を投資家に開示しつつ、そのような利害関係を踏まえた上でそれに見合った機能を果たしてもらおうとしているという会社の意図を説明させる、そこに意味があるのだというふうに言われています。

例えば、金融庁の企業開示課長の三井氏の書かれているものを少し紹介しますと、「社外取締役や社外監査役の会社からの独立性の程度は、その利害関係に応じてさまざまだと思います。従前から利害関係の内容は開示事項でしたが、会社として対株主との関係でガバナンス上それをどう位置づけているのかという評価を書いていただくということが今回の改正で加わりました。例えば、この人は会社と利害関係はありませんというのがまず開示されて、そこで、この人はガバナンス上、会社から独立した役割でこういう機能を果たす者として置いているのですという会社の考え方が具体的に開示されることとなります。あるいは、いわゆる独立役員に相当するような極めて高い独立性は持っていないということが利害関係として開示されて、そういう利害関係を踏まえたこういう観点から、この社外取締役なり社外監査役はきちんと機能していて、あるいは別の形でガバナンスを補って

いるので、投資家さん、安心して下さいよと説明していくことをむしろ期待しているということですね」というふうに記載しておられます。

そこで、検討事項として、これらの開示書類の不実表示もしくは虚偽記載に基づく会社の民事責任が問題となるケースは十分考えられます。それでは、特に今次改正された開示府令に従って有価証券届出書もしくは報告書上に開示されたところの当該社外取締役において果たすことを期待された役割が結果としてほとんど果たし得なかった場合には、当該者は会社について生じた損害に対して、善管注意義務により賠償責任を負うのでしょうか。つまり、当該開示書類についても、先ほどの指摘と同様に、投資家に期待を抱かせることによって会社は資金調達を容易にし得たと言えるのだとすれば、このような投資家の期待に見合うべく、社外取締役の注意義務に関する判断基準というのは、その開示書類に応じてより具体的もしくは高度なものになると考えることもできるのではないのでしょうか。

つまり、先ほどの問題意識と同じですが、ここまで詳しい状況を開示させておいて、それが取締役等の行為規範、行為基準だとしながら、責任規範において責任を考えるとときには必ずしも一々それに縛られないということでも果たしていいのかどうかということ、やはりここでも考えておく必要があるのではないかと。

もう一点、大証のコーポレート・ガバナンスに関する報告書記載要領もコピーして配付させていただきました。これも、コーポレート・ガバナンスに関する報告としてはかなり詳しいことが要求されているというのがわかります。4枚目のところに、当該社外取締役を選任している理由、そして独立役員の確保の状況に関する記載、その他社外取締役の主な活動に関する事項ということで、相当詳細な開示事項が取引所に報告されなければならないことになっています。

こういったことを踏まえて、開示と民事責任の交錯ということについて議論を深めさせていただければというのが、本日の報告の大きな趣旨でございました。必ずしも十分な報告にはなっていないことをおわびしつつ、ぜひご教授いただきたいと思います。よろしく願いいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○岸田 どうもありがとうございました。公開会社法制の検討で社外取締役制度等の強

化について、アメリカと日本の法制を検討いただきまして、大変詳細なご報告をいただきました。

ご報告は、大きく2つに分けて、アメリカのご紹介と、後のほうが日本の取引所の現状でございまして、最初に、取引所に関係する独立役員制度について検討させていただけたらと思います。

ただ、この中にもいらっしゃるかもしれませんが、私も利害関係者なので、問題点を少し申し上げたいと思います。

### **独立役員の会社に対する注意義務の水準について**

○岸田 先ほどのお話を伺っていると、独立役員は当然に責任が重くなるということをおっしゃっていましたが、実はこの独立役員制度は、東証も大証も、証券取引所と上場会社との間の契約なのですね。取締役や監査役は会社との契約なので、取引所との契約で、取締役や監査役の責任が重くなることは論理的にあり得ないのではないかと思います。

と申しますのは、東証の詳細な解説書を読みますと、独立役員制度は今年の3月の末に設けられたわけですが、その独立役員については、別に各会社で取締役会の承認は要らないということですので、社外取締役のうちで独立役員の要件を満たす者を出しているわけです。そしてこの解説書を見ますと、権利内容は一切変わらないと。東証が出している独立役員の責任とか事務は変わらないということで、本当は同意を得ている人が多いと思いますけれども、同意を得なくても出すことは問題ないのではないかと思います。あくまでも監査契約とか取締役との契約なので、そういう現状と変わらないという東証や大証の説明を得て、独立役員の名前を出しているわけです。株主の責任というのは、株主総会で取締役なり監査役が選ばれるときの契約であって、それが途中で変わるなんてことは論理的にあり得ないのではないかと私は思います。

だから、独立役員だから責任が重くなるというのであれば、じゃ、私はなりたくないという人も多分いらっしゃると思いますが、東証なり大証の説明では、全く変わらないのです。だから、そういう契約の内容に関係なしに、自分が社外取締役あるいは社外監査役となったのに、ある日突然、独立役員という届けを出したから責任が重くなるというのは、法律的にはおかしいのではないかと。特に先ほどの行澤さんのお話のように、ほかの社外取締役や社外監査役よりも高度の判断基準というか注意義務があるというなら、

報酬は大体社外役員は非常に安いわけで、常勤の人の何分の一、何十分の一ですので、そこだけ責任が重くなるというのは、約束違いじゃないかというような批判が多分出ると思います。

これについてはいろいろご議論があると思いますけれども、まず私のほうから口火を切って、後、先生方のお話を伺いたいと思います。

○行澤 おっしゃる解説を読んで、私はそれを疑問に思ったわけです。そもそも、ではなぜ独立役員というものを市場に示すのか。それは、独立役員が会社のさまざまな取引とか状況において、一般株主の利益のために行動することが期待されており、そして行動させようという意味で市場に開示させるわけですよね。そうすると、それによって会社は、先ほど言いましたように、やはり資金調達上有利な立場に立ちますし、株主も期待すると思うんですね。

○岸田 だから、会社と取締役の契約ですよね。

○行澤 株主は、そのことを期待して株主になるわけですね。独立役員がそういう機能を果たすことを期待して、その会社の株主になるわけです。そして、会社役員の善管注意義務というのは、株主の利益のためにこれを負っているわけです。

○岸田 会社との契約ですね。

○行澤 だから、会社との契約というのは、私自身は別の意見を持ちますが、通説によりますと、総株主の利益というものが主要な利益ですよね、取締役の会社に対する注意義務というのは。

○岸田 株主総会で取締役や監査役に選ばれた場合には、取締役や監査役と会社との契約です。

○行澤 もちろんそうですけれども、では、何のために独立役員として指名するかというと、それを市場に開示することによって、市場に対する一定のアピールをしているわけですね。

○岸田 そしたら、社外監査役、社外取締役も独立役員を出すことに反対できるじゃないですか。

○行澤 ですから、法制として、一応形だけですと、つまり形式的には同意も要りませんよ、給料も安いですよと言いながら、ここまで詳細に開示させて、そして市場にアピールさせるというのは、やはり矛盾していると思うのですね。

○岸田 いやいや、独立役員の意味はどうなんですか。

- 行澤 どういうことでしょうか。
- 岸田 そういう意思でなったわけじゃないでしょう。
- 行澤 だから、そういうものとして、設計の仕方として矛盾を感じるということです。つまり、市場に対してここまで公正な会社の独立した判断というものの可能性をアピールしながら、それがいかにも形式的に、名前だけ届けばいいと。
- 岸田 そういう契約をするときに、上場契約を変えますよということは必要ではないでしょうか。
- 前田 例えば法律とか会計の専門的知識を買われて取締役になったというようなケースであれば、その知識を使って職務を遂行するというのが会社・取締役間の任用契約の中身になると解するのが合理的だと思います。しかし、一般株主の利益のために独立して職務を行えというのは、取締役全員について当てはまることです。いわば取締役なら当たり前のことです。ですから、私は特に義務の水準が高くなるとは思いません。
- つまり、取締役会で一般株主の利益に反する決定がされたときに、独立取締役は責任を負うけれども、それ以外の取締役は「一般株主の利益のために行動することがさほどは期待されていない」ということで責任を否定されるのはおかしいですね。

### **独立役員制度の趣旨及び根拠**

- 森田 それと、結局、従来も規制で社外監査役を置かなければならないと言っていましたから、今度証券取引所が独立役員を求めたけれども、一から選ばないといけないということもあるのですかね。ちょっとその辺を知りたいんですけども。
- それと同時に、僕がオーナー経営者だとしたらどう思うかという、おれの会社はおれがどう経営しようとするんだ、なぜそんな偉そうに言うのかと思いますよね。私有財産権の使用・収益・処分の経営について、運営者はこういうふうにはせよと関与してくるのだったら、どういう根拠で関与するのかということをお聞きしたいと思います。
- そうすると、上場企業であるから、株主及び将来の投資家・株主が売り買いするから、例えば株式の持分価値の希釈化が生じるようなことはぜひ止めたいというのは、上場制度に伴う制約として出てくるでしょうということであれば、例えば第三者割当増資に関しての一定の歯止めの措置が必要ですよというような言い方はよくわかります。しかし、何をするにしても社外役員を入れて経営せよと。なぜそのような偉そうなことを言うのかと思いますよね。ですから、根拠を示してほしいですね。定義は勝手につけたらいいの

ですよ。そのようなことを要求する根拠は一体何なんですかね。

○行澤　　ですから、例えば東証が独立役員が期待される役割というところには……

○森田　　期待される役割については、勝手にみんなが思っていたらいいのです。

○行澤　　だから、先ほど前田先生がおっしゃったのは全くそのとおりで、では、なぜわざわざ取引所の制度として独立役員というものを指定して、ここまできめ細かな開示をさせるのか。もちろん、取締役がそれぞれ株主の利益のために行動するのは当たり前だけれども、それをより制度的に担保するということがあると考えなければ、一体何のために独立役員を指名させるのか。そもそも社外監査役、社外取締役というのがあって、さらに独立であるという名を冠して、そして市場、すなわち資金調達場に出させるといふことのまさにその意味は、制度的な担保として考えなければ分からないんですよ。

#### **独立役員制度の会社法との関係～開示規制に過ぎないのから住み分けられているのか、それとも会社法規制にも侵入しているのか**

○森田　　制度的には金融商品取引法とかがあって、投資者保護のための法律、強行法規があるわけですよ。そういうのがあるのに、わざわざ取引所独自にそういう基準を設けたりしてやるのはなぜか。そもそも、証券取引法も、どちらかという私有財産権の侵害にならないようにしていると思ってるんですよ。つまり、開示規制だけでしょう。運営の仕方自体は自由だと。

○行澤　　でも、行為規範と書いてあるんですけどね。

○森田　　ある一定の役割を果たすだろうという事実上の期待とか、それはわかりますけれども、そういう規制権限がもともとあるのか。

○行澤　　だれにですか。

○森田　　取引所に。まず、法律を国会で決めたら、確かに強行法規はできますよ。それだって、私有財産権を侵害するような規定は違憲ですよ。ですから、そういう意味でもう少し厳密にやってほしいし、それから、もうちょっときめ細かな議論をしてほしいなと思っているわけです。

たしかに、アメリカだって、社外取締役について、こんな役割をせよとまでいろいろ言っているわけです。例えば日本の監査役会の制度と似たようなことをやっていますよね。つまり、取締役会の前には社外ばかり集まって一回検討会を開けとかという規制をしています。そういうふうになれば、その役割も増えるし、それをやったかどうか開示

させている。そうしないと、単に社外かどうかといったって、そんなことだけで何ともならんでしょ。それがどんな役割を果たしたかということを開示させて、やっとなんかガバナンスとしての規制が出てくるのであって、それはみんな行為規範ではなくて、開示規制ですね。開示規制という性質によって、そこまでできますよ。

だから、そういう意味で、アメリカのことを調べたのだったら、アメリカももっとやることはやっているんで、それをもう少しきめ細かく紹介してほしいと思います。

○行澤 独立役員に何を期待しているかという、例えばMBOであるとか、第三者割当とか……

○森田 それは事件のあったときだけでしょう。日常的にだっているいろいろあるわけです。

○行澤 もちろん。だから、日常的に企業の経営判断とか決定が公正であることを、開示規制を通して担保させるということなんです。ただ、おっしゃるように開示規制が必ずしも日常的な行為規制にまで具体的に及んでいないというのは、その通りですが、それでも市場は実際にはそのようなあるべき行動を期待するわけですし、それによって投資行動を決定するわけですね。ですから、独立役員が市場から期待されるような行動というのは、注意義務を通じて、実体的な責任根拠となるのではないかと申し上げたのです。

○森田 だから、あなたの言われるのはよくわかりませんが、この開示規制というのは、私は嫌だから、そんな社外取締役なんて要らないよというのも可能なんですよ。

○行澤 もちろん、可能です。

○森田 そうでしょう。その場合は、別に社外の責任なんて発生しないでしょう。

○行澤 そうです。

○森田 開示規制だけならね。それを、何か行為規範のものを絶対絡ませなければいかんという議論みたいに聞こえるから……

○行澤 いや、選んだらですよ。

### **独立役員行為規範と責任規範の関係**

○北村 行澤先生のご主張は、独立役員として指定された者について行為規範と責任規範を考えようと、そうでなければ独立役員制度が担保できないという趣旨だと思います。しかし、ご報告で引用されました2号様式では、社外役員が提出会社の企業統治

においてどういう機能ないし役割を期待されるかを具体的にかつ分かりやすく開示せよ、となっています。その場合、開示されたとおりの機能・役割をその社外役員なり独立役員が果たせなかったということは、その社外ないし独立役員の行為規範違反とか責任を発生させるのではなくて、わざわざそういうできないことを有価証券報告書に書いてしまった方の問題でしょう。だから、これを独立役員の行為規範だ、責任規範だという問題設定をすることは、理論的にはかみ合わないように思うのですけれども。

○行澤 会社の責任と個人の責任ということですよ。

○北村 個人の責任とは、社外ないし独立役員責任ではなくて、期待できない機能・役割を有価証券報告書等に記載した個人の責任ではないですか。

○行澤 そうですね。原則はそうなんですが、独立役員として指名して、もちろん社外取締役、社外監査役として会社との関係というものはあるわけですね。その中で、独立役員としての会社に対する責任というのは、独立役員として期待されたことや開示されたことと全く関係ないと判断していいのでしょうか。つまり、独立役員である社外取締役が会社に対して損害賠償義務を負うかどうかというときに、独立役員として期待された職務とか行為があるということは、その責任の注意義務の内容に組み込まれないのでしょうか。

○北村 先ほど前田先生がおっしゃいましたように、例えば法律の知識とか会計の知識があるから、この人を社外取締役なり社外監査役として選任したという場合、当該専門知識をもって職務を行うことは会社との間の任用契約の内容になりますから、当該役員がその知識を前提とした職務の遂行をしなければ、その者の義務違反となるでしょう。しかし、社外ないし独立であることを根拠に、通常の役員の注意義務より高度な義務があるというのは難しいと思いますね。

○行澤 つまり、一般的な取締役の注意義務違反ということですね。

### **金商法との関係における独立役員制度の正当性及び取引所規則としての限界**

○船津 ちょっとお伺いしたいのですが、行澤先生は、独立役員制度というものが有効であるというか、それは必ず守らなければならないものであるということを前提にして、独立役員というのはこういうことが期待されているから法的責任がどうだというお話をされているわけですが、この研究会で言うのもどうかと思いますけれども、独立役員制度自体が本当にどこまでの効力があるのかという点について疑問を差し挟む余地という

のではないのでしょうか。

すなわち、先ほど岸田先生がおっしゃったところに関係すると思いますが、法的な根拠として何に独立役員制度というのを求めるのかというのに関して、金商法上の自主規制機関としての役割としてそういうものが期待されているのだという立場なのか、それとも自主規制の枠外にあって、上場契約に基づく1対1の関係なのだというふうにかえるのかによっても若干変わってくるような気がするのですが、独立役員制度の拘束力があるとした場合のその根拠をちょっとお聞きしたいと思います。

○行澤 それは、今までの日本の議論の延長上にあると思います。ですから、やはり自主規制機関として期待されていることを取引所ルールとして規制化したというのが、素直な理解になるのではないのでしょうか。

○船津 金融商品取引法に根拠を置くということになると。

○行澤 はい、規則制定権限で。

○船津 その場合、独立役員制度というのは企業価値の向上が目的であると思うのですが、金融商品取引法あるいは取引所規則が企業価値の向上までも目指してやるべき任務を負っているのかと。確かに、商品の品質管理自体について、ある程度の水準は守りましょうというような規制自体はあってしかるべきかと思いますが、取引できるものをさらに品質をよくしようということの義務までを取引所あるいは金商法が設定することが適切なのか。それはむしろ会社法、あるいはほかの法律の分野ではないかという気もしているのですけれども、そのあたりのお考えはいかがでしょう。

○行澤 私もまさにそこはすごく関心のあるところで、原則としては、独立役員の定義からして、そもそも業務執行者との関係で利益相反が生じるおそれがないということですから、基本的には企業価値を向上させるということではなくて、投資家保護なんだろうと思うのですね。金商法の目的である投資家保護、すなわち一般株主利益の保護として、独立役員制度が機能することが期待されている。

ただ、やっぱり東証の期待とか、いろいろな開示されていること、例えば開示府令などを見ますと、投資家保護ということと一般株主の利益「向上」という要素との関係は曖昧である。つまり、ここまでは利益相反禁止ですよ、株主保護ですよ、ここからは企業価値の向上、一般株主の利益向上ですと切り分けられないと思うんです。つまり、そこにいわゆる実体法としての会社法への侵入というか、これはアメリカでも、連邦規制、特にSOX法に対してデラウェア州の判事などが、かなり反発されたものを早くから言

われているわけですね。やっぱり実体規制としての信認義務に影響がないわけがないと。

同じように、独立役員制度も、ここまで来ると、会社法の義務規範～形式的に北村先生がおっしゃることは理屈としてはよくわかるのですが～しかし実態としてその運用を見ていくと、会社法にもはや侵入してきているのではないかと、私はそういうふうに感じます。

○船津 最後に一点だけ。その場合、どこまででもできるということになるのかどうか。例えばボード全員を社外にしろという自主規制をつかった場合、それは有効かどうか。その切り分けはどこすべきなのかというところは、何かお考えがありますでしょうか。

○行澤 これは私の理解が間違っているかもしれませんが、あくまでも取引所の規制というのは、上場している会社に対してということであり、上場会社に対してのみ全員が社外取締役であることを要求するというのは、理論的には規則で書けるのではないかと思います。

### **社外監査役の職務分担と独立役員であることとの関係**

○河本 もうちょっと議論を具体化したいのだけれども、代表訴訟になると、監査役も取締役も一くくりに被告にされることがあります。その中に社外監査役、つまり常勤でない監査役と常勤の監査役がいるわけですが、常勤の監査役は日常的に調べているわけですね。それから、非常勤の監査役で独立役員に当たる者は、これは日常のことは調べなくてもよろしいと。これは法律で職務分担できると書いてあるのです（会社法390条2項3号）。だから、やることの内容、しなければならない内容というのは違うんですよ。

もっとも、例の大和銀行ニューヨーク事件のときに、被告になった非常勤監査役の弁護士は、非常勤監査役は、常勤監査役の報告を聴いて判断したらいいんだと言ったけれども、判決は、そうではないのだと、社外監査役は、たとえ非常勤であっても、常に取締役からの報告、監査役会における報告などに基づいて受動的に監査するだけでなく、常勤監査役の監査が不十分である場合には、自ら調査権（会社法381条）を使って積極的に情報収集を行い、能動的に監査を行うことが期待されていると判示したのですが、結論的には、社外監査役は有責とならず、常勤監査役でも責任を負ったのは、ニュー

ヨーク支店に公認会計士が往査に行ったときについていった者だけで、ほかは責任を負わなくてもよろしいと、いうことになりましたね。

だから、監査役のなかでも、また社外の独立監査役の中でも、いざとなったときの責任については、この者は責任を負う、この者は負わないということになる。そのときに、独立という肩書がついただけで単純に責任が重くなるとは、私は思わないのですよ。もったきめ細かい議論になると思います。

### **独立役員の実質的独立性の問題**

○河本 それともう一つは、本日のあなたの話を聞いていると、いわゆる制度論ばかりやっているわけで、これはこの間から何遍も聞いた話ですよ。本当はね、アメリカでも、例の報酬決定にからんで、まさに independent director がいかに independence を失っているかということの研究がたくさんあるのですよ。そういう話が全然ないですね。だから、そういう現実を踏まえて、どうすればいいのかという話を今やっているわけですけどね。

### **社外取締役が取締役会の過半数を占めることを要求することの現実性**

○河本 それともう一つは、アメリカの制度が出ているけれども、そこでは、過半数を占めているということですね。これは、実際に社外取締役をやった人に聞いたことですが、1人ではだめですと。恐らく1人では、頑張っても迫力がないだろうし、1人で浮き上がってしまうだけの話なんですね。そうすると、本当に効果を上げようと思えば、アメリカも実効は上がっていないのだと思うけれども、少なくとも形の上では過半数を独立の取締役にする必要があります。恐らく1人や2人の独立を入れたって、そんなものは実はあんまり役に立たないと思いますね。少なくとも過半数。しかし、これは日本で近い将来に実現の可能性があるといますか。

○行澤 過半数が実現されるかどうかですか。それは、規制当局がそういうふうに通るかというご質問でしょうか。それとも、実際それが機能するかということでしょうか。

○河本 1人ではだめだと。それでは、過半数まで持っていくという立法が現実に行えるかどうか。

○行澤 実態に即してということですね。

○河本 あるいはもう一つ聞くと、せねばならんと思いますか。

○行澤 私自身がですね。実は私は、基本的なスタンスとしては、このような社外取締役、独立取締役によって取締役会の判断がいわば免責されるというか、程度の差はあれ、正当性が付与されるということに対して非常に懐疑的です。先生がおっしゃるように、アメリカにおいて懐疑的な議論があるというのもよく承知しているのですけれども、それを言ったら、今の日本の制度の流れと全然かみ合わないことになってしまうので、ちょっと控えさせていただいたわけです。ただ、個人的には、すごく矛盾に満ちた制度だと思っていますので、社外取締役が取締役会の過半数を占めることを要求することはすべきではないと思います。ただ、流れとしてはそういう方向に行こうとしているというのは否定できないのかなと。

○河本 例えば三越の場合も、小山五郎という人が1人おったらいいんですよ。この間の富士通でも、山本卓眞という人がおったからできたんでしょう。しかし、そんなことはどこでも要求できることではない。逆に今度は、そんな人がいつまでもおったら老害だという意見も出てくるしね。

○行澤 社外取締役制度についてどんどん強化すればいいという流れに対しては、個人的には賛成ではありません。意味がない。その意味がないということの一つの例証になればと思いついて、独立役員制度には、あまりにも矛盾が多いのではないかと問題提起させていただいているわけです。

### **社外役員制度は本当に実効的なのか**

○河本 あなたの報告は非常に詳細で結構なんですけれども、最近の例の報酬の決定に絡んでのアメリカの議論を見ていると、しかも向こうは過半数以上を占めているわけですが、いかに独立役員が実効を上げないかと。それはなぜなのか。もちろんインターロッキングがあって、お互いに監査役、取締役を兼ね合っているから、両方で上げておこうではないかというようなことになってしまうんだというようなことも言われていますけれども。

○森田 情報を知らさないのと違いますか。情報を役員の方に持っていかなかったら見えないわけで、で、日頃はいないわけでしょう。会社に来たときに見るのだけれども、その来たときに見せてもらう資料が選ばれていたら……

○河本 結局、CEOが皆判断すると。

○森田 隠してしまったらわからないですね。だから、議論していただけるものだけ出

すと、そういうふうになりますよね、どうしたって。

○河本 結局、独立ということは、反面何にも知らんということなんですよ。

○森田 そういうことですよ。

○行澤 だけど、十分な情報を得てと書いてあるわけで、期待しているわけですよ。そして、投資家もそれに対して期待する可能性はあるわけでしょう。そこに大きな矛盾があると思うのですが。

○森田 しかし、あなたがどこかに頼まれて社外で行って、そんな一生懸命やりますか。

○行澤 ですから、私は森田先生のご意見もよく読ませていただいています、個人的には社外役員に真摯なガバナンスに対する動機付けを期待できないというのは、そのとおりだと思います。しかし、それを言ってしまうと、今の流れ全体が成り立たなくなる。

○森田 流れが間違ってるのではないですか。自分の勉強したことに対して忠実でないといけませんよ。

○行澤 だから、現在の独立役員制度を本当に機能させようと思ったら、責任規制とどうリンクさせるかという問題を明らかにしないとダメです。しかし、あくまで開示規制ですよ、しかも本人の同意も要りませんよと、それでは結局、単にコストばかりが非常に意識されて、しかし投資家は非常に期待するということになる。そして、今後、場合によっては、当該取締役会の判断は、独立役員が入った判断だから、利益相反性というものを例えば裁判所が軽減するというような判例が出てこないとも限らないことも考え合わせると、開示規制だからといって責任規制とは無関係だ、という今のシステムの建前には賛成しにくいという私の気持ちを表現させていただいたんですけれども。

## 再び、独立役員の注意義務の問題について

○森田 まあね、間違っているとは思いませんけれども。例えば合併とか、何かいろんな出来事をするときに、リーガルオピニオンとかをとりますよね。そんなときに、例えばアメリカで、やっぱり危ないやつについてはリーガルオピニオンを書かないらしいね、事務所が。そうすると、そのところでチェックが働いている。

○行澤 それはなぜですか。開示規制が利いているからですか。

○森田 いや、開示規制じゃなくて、社外取締役が判断しようとしたときに、じゃあリーガルオピニオンはありますかと聞くわけです。ではとって出してもらうときに、あんまり変なプランだと、リーガルオピニオンが出ないんですね。

- 行澤　だから、それはやっぱり社外取締役に責任があるからでしょう。
- 森田　責任があるというか、リーガルオピニオンを書くほうは責任があると思っているわけ。社外取締役とすれば、それに依拠したいわけ。依拠したいときに、そういう制度でそこでチェックされているとか、いろんな仕組みでなっているわけですよ。それを、ここの取締役の責任だけで議論してしまうというのも、例えばそういうときにはリーガルオピニオンをとるべきだという議論があれば、それをとらないのは善管注意義務に違反しているとか、そういう形でやるとかですね。そうしないと、荒っぽく……
- 行澤　いやいや、荒っぽくと言われますけれども、リーガルオピニオンをとらなければいけないというのは、一種の行為規範でしょう。
- 森田　行為規範というか、善管注意義務の問題ですね。
- 行澤　そうです。それがまさに東証の期待における留意点の中で——留意点だから、別にどうってことないと言えそうですが、留意点として期待されているわけですよ。やっぱりそれは一々細かくは書いていないけれども、独立役員として期待されて、取引所は粘り強くそれを主張していくと言っていらっしゃるのですから、やはりリーガルオピニオンをとらなかつたら善管注意義務違反になる可能性を持たせないと、独立役員制度はほとんど意味がなくなるのではないですか。
- 森田　それで、河本先生がおっしゃったのは、現在の善管注意義務についての判例の流れがありまして、その流れの中では、あなたの言っているようなとても厳しい責任を追及するという流れにはなっていないということをおっしゃったわけなんですよ。
- 河本　実際には、多くの場合、監査役の中の非常勤の監査役を独立役員と指定しているのですよ。ところが、そういった監査役は、就任のときの会社との約束の中で、「私は大所高所から判断いたします」と書いてある。「日常業務は監査いたしません」と。恐らく彼（岸田先生）もそう書いていると思うんだ。大所高所から見ではるわけなんですよ。（笑）そういうのは、独立という肩書がついたら変わりますか。日常を調べよということになりますか。
- 行澤　逆に私は思うのですけれども、独立監査役として指定されますね。そして、その独立監査役に関するいろんな情報が開示されます。投資家は、じゃあどういふことを期待するでしょうか。
- 河本　開示される情報では、とてもじゃないけど、本当の監査はできないんですよ。そこが問題。現に代表者訴訟が起こった事件を見てごらんくださいよ。開示されているも

のを見てわかるようなものではないのですよ。だから、大所高所から判断しますと、そういう業務分担を監査役会で決められるとなっているんですよ、今の法律は。

○行澤 はい、そうです。

○河本 そういう人に、独立のレッテルを張り付けるわけなんですよ。そうすると途端に、その人は、従来の大所高所から公表される資料や交付される資料については知らなければいけません、持ってくるものかというと、大事なものは持ってこないんですよ。

○行澤 じゃあ、逆に、独立と指定したことにどれぐらいの意味があるのでしょうか。市場に開示させる意味はどこにあるのでしょうか。

○河本 だから、私はあんまり意味がないと言ってるんです。(笑) そんなレッテルを張ったって、むしろ世間をかえって誤解させる。

○行澤 そうなんです。だから、そのレッテルにふさわしい責任規範を構築しないとワークしないということを申し上げたいのです。

○河本 あなたは責任を負わそうというんだから、それはえらい迷惑ですよ。岸田先生がカンカンになって反論するのは無理ないんですよ。(笑)

○前田 義務と責任を必ずしも重くしなくても、義務の履行が期待できる者を確保しなさいということには、それなりの意味はあると思うのです。注意義務の水準については、河本先生がおっしゃいましたように、もちろん取締役によって違って来る。代表取締役と社外取締役とでは、注意義務の水準はもちろん違う。同様の地位、同様の状況に置かれた者が負うであろう義務という基準ですね。しかし社外取締役を独立役員にして、だからといってその水準が上がるわけではないだろうということですよ。

### **独立役員就任についての本人の同意**

○岸田 取引所のほうから何かございますか。——お聞きしたいのは、取締役会で決まなくていいというので、独立役員を選任しましたというのには、本人の同意のハンコとかはあるんですか。ないでしょう。

○藤倉 ないです。

○岸田 その要件を満たしておれば、名前を書いて出しているわけですね。本人の同意は必ずしもないわけですか。

○川本 同意をしている場合は、届出の中で同意をしている旨のご開示を願います。

- 森田 どちらが多いのですか。同じようなものですか。
- 事務局 不同意はないですね。
- 森田 不同意はないとおっしゃっているから、実務では皆同意していると。
- 川本 同意、不同意の有無を確認する欄がございまして、その内容を確認する限りにおきまして、すべての独立役員は同意しているということが開示されております。
- 岸田 わかりました。

### 規則所定の事由該当者を独立役員とすることの理由の内容

- 川口 検討課題の①で挙げられていたところですが、会社法上の社外に該当するのだけれども独立とは形式上言い難いという場合に、それを禁止するのではなくて、理由を開示させるルールになっています。確かに、その趣旨が興味深いところですが、そういう人たちであっても、会社のガバナンスに役に立つというケースがあり得るから、こういうものを残しているとはいえないでしょうか。
- 行澤 その役に立つというのはどういう観点ですか。
- 川口 例えばですけれども、先ほど、実際に選任された人のなかで一番多いのが主要な取引先だと言われましたけれども、その典型例がメインバンクかと思います。かつては、メインバンクが日本特有のガバナンスとなっており、この点で、日本はナンバーワンだと言った時代がありました。メインバンクの監視が株主の視点からなされているかどうかは疑問がないわけではないのですが、その存在が会社にとって有益と言えれば、これを禁止することもないように思えるのですが……
- 行澤 それはぜひ取引所にお聞きしたいのですけれども。
- 事務局 メインバンクの場合でしたら、まず、そこを退行されてからの年数を基礎に、その上場会社とメインバンクの取引関係、例えばその借入額というのが全借入額の何%なのかなど……
- 行澤 やっぱ独立性がある程度はあると。完全ではないけれども、あるにはあるということですね。
- 事務局 そうですね。それと諸般の要素を加味しながらということですよ。
- 川口 やはり、独立性の有無を問題にされているのですね。そういうのでなくて、さらに、すすんで、ガバナンス向上に効果がある場合がある、そういう視点で理由が書けないのかと思ったのですがね。

- 行澤 私は回答する立場にありませんが、恐らく今お答えになったように、そういう観点ではないのだろうと。形式的には取引先に当たるけれども、実質的には独立性がある程度はあるということを書かせる趣旨ではないのでしょうか。しかし、それは本当に意味がないなあと思います。
- 森田 実際問題、銀行員というと賢いのがたくさんいるんですよ。その賢い人に、中小企業で人材がないから、上から下りてきてやってもらいたいと。で、実際に入ったら常勤でやってもらっているというのが結構ありますよね。最初は社外で来てもらったけれども、いろいろよく知っていて便利だから、それで経営者になってもらっているというのも結構あるんですよ。そういうときに、そういう経営実態で、銀行だったら全部だめだという言い方をしてしまうというのは、現実にはみんな便利にしてるのに……
- 行澤 だから、アメリカのようにアウトではないのです。但し、理由を書けと。でも、その理由というのは、該当事由に当たるのは当たるけれども、独立性がないわけではないと。

### 社外役員の常勤化の問題

- 森田 あなたの言い方は、例えば今の話だったら、銀行から来て、初めは社外のもりだったけれども、もう便利だからみんな常勤とか本職でやってくださいと言うのです。でも、それは出身は社外なんです。入ったら常勤みたいにやってくださいと期待されるわけです、多くの場合は。それは、範疇では普通の取締役になってしまうわけですね。それでやり出したら、それは社外とは言わないですね。あるいは独立とは言わないですね。
- 行澤 いや、社外ではあるでしょう。社外取締役として選任されて社外ではあるでしょうけれども、独立性は非常に弱くなっている。
- 森田 でも、その人がまさに経営を担うわけです。経営からの独立なんて、なくなるわけですよ、まさに。
- 行澤 だから、川口先生がおっしゃったように、何を書かせるかというか、観点が定まっていないから、真の独立性は失われてしまっているのに、独立性がないわけではないという書き方で通ってしまうわけです。では、メインバンクのガバナンスは利きますという言い方で良いということにするなら、今度は逆に、そもそも独立役員に何を期待しているのかということになるわけですよ。独立役員あるいは社外取締役に何を期待

するか。まさに社外取締役に独立性まで読み込めというのが今の流れですけれども、別の意見では、やはり経営に対して有益だとか、それなりにガバナンスに役に立つとか、そういうこともあると。結局、そこではっきりしないと、この問題もクリアにならないと思います。

○河本 私は、いろんな事件を見ていて、結局これはね、とにかくそのポストについて人の意思の力なんですよ。もちろん、そのポストを捨てることは当然覚悟の上ですが、その上、いままでの人間的なつき合いが全部つぶれてもやると、そういう意思の力があるかないかが決定的ですよ。ところが、そんなこと、独立性の根拠として認めてくれないですね。

ある会社でそれを書こうとしたんですよ。この方は、上位会社をおやめになって、今はこちらの会社に完全に移っておられます、それで立派な人格の方で、古巣とは縁が切れていますと。しかし、そんなことは書いたってだめだ、形式で決めるんだと取引所に言われてアウトですよ。また、この方は立派な方です、意思の強い方ですというようなことを書いたって、だれも信用しないですね、これは。(笑)

○行澤 実は、本日は紹介しなかったのですが、アメリカである一つの立法提案を学者がやっていて、非常におもしろいなと思ったのは、独立取締役の選任開示規制の中で、その人が今までどういう行動をとってきたかということまで書かせないと独立取締役制度は機能しない、というものがあるんですね (D.Marchesani, 'The Concept of Autonomy and the Independent Director of Public Corporations', 2 Berkeley Bus.L.J.,315[2005])。

○河本 そうですか。

○行澤 そういう議論もあるんですね。つまり、オートノミーというのが重要なんだと。独立かどうかを事細かに形式的なことを求めたって意味がない、当該独立役取締役に実際にオートノミーを期待できるかどうかを大事だということを議論しています。では、そのオートノミーをどうやって法規制にかけるかということ、当該者が今までどういふことをやってきたか、どういう判断をしてきたか、それを書かせていけということです。よほどそっちのほうの説得力があると私は思うのですが。

○岸田 ちょっとお伺いしたいのですが、独立性の要件を全部びたっと満たしている人が就任したとしますね。その人は5年、10年、20年もずっと監査役をやっていて、それでも独立性は保てますか。つまり、会計監査人のローテーションと同じく、同じ人

が10年、20年やっていると、事実上独立性がなくなるということは考えられないんですか。形式的に満たせばそれでいいと、10年でも20年でもいいということですか。

○行澤 10年、20年、形式的に独立役員の要件を満たし続けるということですか。

○岸田 そうです。ただし、その人は同じところにずっといるから、もうみんな知っているから、独立性がなくなるのではないかと。

○森田 今は大体4年でしょう。4年の倍で8年やったら、もう親しい感じですよ。

○行澤 それは法制の中に組み込まれていませんよね。だから、継続開示の中で毎年、社外役員の要件に当たってます、当たってます、当たってますということを確認するだけですよね。

○岸田 実際にそういうときに問題にならないですか。

○行澤 いや、なると思います。(笑)

○森田 そしたら、だんだん実情がわかってくるけれども、わかってきたころにはもうやめないといかんと、逆に言ったら。入った年なんてわからないわけでしょう、大抵。だから、難しいですね。短かければいいというものでないし、あんまり長くてもだめだし。

河本先生がおっしゃるように、独立ということは、昔、会計士のときに調べたけれども、心の状態をいうわけです。だから、例えばこれこれがだめだというのは、客観的にそれを担保するだけの制度なんですよ。一番大事なものは心の状態なのですね、独立という。

### **独立役員の報酬の実際**

○岸田 それともう一つ、先ほどお伺いしたことですけれども、独立取締役や独立監査役というのは、報酬は常勤の10分の1か20分の1なのです。あなたの議論だと、その人のほうが責任が重くなるというのはおかしくないですか。

○行澤 だから、それは鶏が先か、卵が先かで、制度をうまく生かそうと思ったら、まず会社法上、責任限定契約があるので、責任の有無じゃなくて、少なくとも責任限度額は責任限定契約で押さえておいて、そしてもし独立役員にそれだけの責任を果たさせようというのであれば、報酬が低かったらマーケットの原理でだれもならないわけでしょう。報酬が高くなっていけばやっぱりやっていく。

○岸田 それは違います。

- 行澤 いやいや、現状を前提にするから、責任を減免しよう、減免しようという方向になるんでしょう。でも、反面において高度な期待を事実上と言いながら、開示規制と言いながら、どんどん独立役員に対する期待だけを膨らませているわけでしょう。だから、もし独立役員をやるんだったら、報酬は当然上げるべきだし、マーケット原理では上がっていくんじゃないですか。
- 岸田 いや、それは違いますよ。
- 森田 昔ね、神崎先生なんかが社外取締役で厳しくやりなさいとおっしゃっていて、アメリカもそんな議論があったけれども、それをやるには、スタッフをつけて費用をかけて調べるというふうにしなないとできないじゃないかということで、単にその人がついたからといって、心の状態だけでは何ともならないですね。それだけ手足を持ってしゃっちゅう調べるとかということができないとね。
- 行澤 だから、開示規制でそこまでさせれば意味があると思いますけれども。従来どういう行動をしてきたか、そしてその会社にどういふスタッフとかシステムを用意する用意があるかとか、まさにその議論は筋が通っていると思いますけれども……
- 森田 しかし、今、現実には、ソニーか何かで、社外取締役のカルロス・ゴーンは第1回取締役会は欠席です。忙しくて来れるはずがない。そんな人が一生懸命調べてくれるかな。
- 行澤 だから、私が申し上げているのは、そういう現状で独立役員制度を議論しても、本当に意味がないので、意味あらしめるためにはどうすればいいかという議論をするほうが前向きでしょう。
- 森田 そんなあほな議論をせんでよろしいと、それで終わりではないですか。
- 河本 だから、先ほど言ったように、あれだけ社外を過半数以上入れているアメリカでそれが効果を上げないことが、今回のアメリカの金融危機で分かったわけですね。ことに報酬委員会をめぐる議論というのはたくさんあるわけですね。そここのところをやっぱりあなたから教えてもらって、一体それを乗り越える方法があるのか。本日のお話は全くの形式的な制度論でしたからね。我々の目の前には、経験があるんですよ、実際の経験が。これは社会科学では非常に珍しいことですね。変化が激しく、早いものだから、われわれが生きている間に皆起こってくるんですね。
- 行澤 確かに、アメリカでも法改善の議論はやっぱりあって、開示させる内容を考えれば幾らでもできるんですけれども、実際、SECにしても、SROにしても、要する

にそんなことはやろうとしないし、やってもいないんですよ、今。せいぜい、デラウェアなんかでは、それを実際の裁判の中で妥当に解決しようとしているというのが臨界点かなと思うのですけれども。

### **社外取締役と社外監査役のどちらも独立役員に就任できることについて**

○石田 検討課題の②のところですけども、行澤先生は、独立役員に何を期待するかということにも関係するかと思うのですが、これはもうどちらでもよいというお立場ですか。取締役と監査役とで、どちらでも可能というのは、すっかりしないところですよ。

○行澤 いや、私は、やるなら社外取締役で選任したほうが良いと思っています、モニタリングということをするならば。社外監査役では、まさに河本先生がおっしゃったようなことで、結局今あるコマにそのまま独立というネームを張るだけのことになるのではないのかという疑問がどうしてもぬぐえないので、私は、やるなら社外取締役でやったほうが良いのではないかと思います。

### **独立役員に係る開示義務違反について**

○松尾 レジュメの11ページに、「このような場合、取引所は、企業行動規範違反による制裁措置をとることになる」とあります。私は、「このような場合」というのは、独立役員に指定された者の怠慢により背任行動等を抑止できなかった場合というふうに読んだのですが、そのような場合に取引所が制裁措置をとれるのですか。

○行澤 これはミスリーディングな書き方で、そうではありません。開示規則違反があった場合です。

○松尾 というのは、独立の要件を満たしていないのに独立役員として届け出たというような……

○行澤 例えば虚偽とか、あるいは事実が違っているとかということなんだろうと思います。ですから、「このような場合」というのは取っていただいて、取引所の制裁だけで十分なのだろうかという問題意識です。つまり、取引所の制裁では、独立役員が自主的に期待されている行動をとらない場合に対する担保にはならないということが言いたかったということです。

### **独立役員を指名することの義務について**

- 洲崎 初歩的な質問で恐縮ですが、有価証券上場規程によると、1名以上の独立役員を社外取締役もしくは社外監査役から確保しなければならないとありますが、確保していなければ上場規程に違反するという理解でよろしいですか。
- 行澤 一応時限規定はあるんですけども、将来的には確保しなければならないというふうになっています。来年ですか、猶予がありましたね。
- 藤倉 義務は今でもあるのですけれども、公表措置等の対象になるのは来年からです。
- 洲崎 そうすると、来年以降は恐らく……
- 行澤 制裁も加わると。
- 洲崎 正面から確保しないという会社は恐らく出てこないでしょうから、確保できていないのに確保できているかのように書いてしまったという場合が実質的な制裁の対象になるという理解でよろしいのでしょうかね。

#### **取引所の開示規制によって会社法の機関設計に介入できるのか**

- 北村 関連してですけども、この制度ができたときに思ったのですが、今までの取引所の開示制度は、例えば社外取締役が1名以上いるのは望ましいけれども、いない場合はその理由を開示せよという、つまり、“comply or explain”ルールですよ。しかし、今回のはなぜか、独立役員を置かない理由を開示せよではなくて、ある者が取引所の定めた独立役員の要件に該当しないならば、なお独立役員として指名する理由を開示せよとなっています。そうすると、これは、今までの日本の取引所のやり方としては新しいところに踏み込んだと言えるのか、そうではないのか、これはどうですか。
- 行澤 私の意見では、やはり去年の金融制度スタディグループ等の流れは、どういう圧力があつたか、どういう動きがあつたか知りませんが、やはりそのプレッシャーの中でできたものだと認識しておりますので、従来の開示規制の手法から一步踏み込んでいると私は思っていますが。
- 北村 つまり、会社法上要求されていない機関ないし機関構成を要求したということですか。
- 行澤 ただ、やっぱり単なる開示規制ですから、という方便になるのでしょうか。
- 北村 開示規制だけど、独立役員を置かないといけないのですね。
- 行澤 置かないといけない。
- 藤倉 企業行動規範の中で、会社の機関ということがあって、取締役会、監査役会を

設置しなければいけないというのが既にあるのですね。

○行澤　ただ、そうではありますけれども、独立役員というのは、ある意味では会社法上知られない概念ですね。監査役会というのはもちろん会社法にあって、置くか置かないかは任意なんですけれども。だから、独立役員制度というのは、そういう意味では、質的に新たな機関設計を創設するというレベルに踏み込んでいるのではないのでしょうか。金融庁のスタディグループが、公開会社法というのはいかがなものかと言いながら、SROとしての取引所はもっと積極的にやれという。黙っていたら会社法は一向に動かないので、やはり投資家保護のために動けという、そういう流れの中にあることは間違いないですよ。

### **取締役による自社株保有と独立性の問題**

○前田　少し細かなことですが、取締役が自社株を保有していることが独立性を阻害する要素になるかどうかについては、アメリカでは考え方が分かれていて、そしてわが国の取引所のルールでも、開示との関係では、主要株主であることは独立性を阻害する要素に入っているのですけれども、確保の義務との関係では、主要株主であることは独立性を阻害する要素に入っていないのですね。

○行澤　そうですね。

○前田　取締役が自社株を有しているということは、相当、ほかの独立性を阻害する要素とは性格が違うように思うのです。むしろ自社株を持っておれば独立性を高める要素になるというほうの話はよくわかるのですけれども、これが阻害する要素になるというのはどういう理由ですか。

○行澤　ストックオプションなどに見られたように、短期的な利益を追求するあまり、一般株主の利益を阻害して、自己の保有株の利益を高めるように行動するという局面を警戒しているのではないのでしょうか。

### **一般株主とは誰か**

○河本　私が前からわからないのは、一般株主とは、東証の説明では絶えず流動する株主であると。この絶えず流動する株主を一体守らなければならないのですかね。アメリカの前のウォールストリート・ルールでは、ガバナンスみたいなものは考えなくてもいいのだと。つまり、株主はこんな会社はだめだと思ったら売ったらしまいだと。それが

売れなくなったからガバナンス、ガバナンスと言い出したのだというようなことを言っているわけですね。あそこで言っている一般株主の定義の絶えず市場で流動する株主、これの一体利益とはどういうことですか。

○行澤　私は別にそれを擁護する立場ではないのですけれども、一般株主というのは、いわゆる個人株主、大衆株主という感覚でとらえられているんだらうと思うのですね。それで、MBOとかのいろんな局面で、個人株主を犠牲にして会社経営者がみずからの利益のために行動する。そして、そのモチベーションの一つに自社株保有というか、ストックオプションとかそういうのがあったということを念頭に置いた議論がアメリカには確かにあると。ただ、個人株主以上に一般株主をどう定義するかというのは私もよくわかりませんし、むしろ私自身は、株主というのはさまざまな性質とか利益が異なるものなので、こういうものの利益の最大化というものがガバナンスを決定するのはよくないという立場ではあるのですが。ともあれ、一応は、一般株主というのは大衆株主、個人株主、ほっておくと企業の経営者によって搾取されかねない株主というふうな程度に理解していますが。

○前田　一般株主の利益とは、会社の利益と言うのと同じことだと思いのです。

○行澤　同じです。

○前田　独立役員の制度がもともと出てきたときには、ご指摘のように、MBOですとか買収防衛策のように、支配株主と会社の利益が衝突するような場面が主に想定されていました。ですから「一般株主」という言葉を使っていますけれども、支配株主と会社の利益が衝突する場合には、会社の利益を優先しなければならないのであって、結局一般株主の利益とは会社の利益と言っているのと同じことだと思いのです。

○行澤　会社の利益を保護しなければならないというのは、まさに先生がおっしゃるように当たり前のことで、なぜそのために……

### **自社株を保有する社外取締役と一般株主保護との関係**

○松尾　それとの関係で、アメリカ法の記述が7ページにあって、「SROの立場」と書かれているところの2つ目ですが、独立取締役の規制はある者に過半数の議決権を持たれている会社には適用されないとあります。そしてそれは、独立取締役は経営者に対して株主の利益を擁護するための法的措置だからだと理由が書かれています。でも、日本の場合、こういう場合こそ、支配権を持たない株主の利益を保護するために独立取

締役が必要になると考えられるのでは……

○行澤 それについては、結局、この独立規制でやるんじゃないかと、それとして固有のルールでやるべきだという意見なんです。つまり、独立かどうかということで定めるのではなくて、少数株主対支配株主の利益調整というのは別の規定でやるべきだという立場です。

○松尾 MBO等の場合には、アメリカでも州法で独立性のある取締役の判断が……

○行澤 州法でいうところの利害関係がない、disinterested ということで、必ずしも独立とはリンクしないのですけれども。

○松尾 利害関係のない人たちで判断すべきだというのはわかるのですが、なぜ独立取締役の規制の必要がなくなるというのか。

○行澤 いや、必要がなくなるんじゃないかと、もっぱら独立取締役制度で確保しようとしている利益は、経営者に対する株主利益の確保だから、少数株主と多数株主がコンフリクトする場合には、それとしてのルールでやるべきで、独立取締役であるかないかというところにそれを負わせるべきではないというのが、NYSEとかNASDAQの立場です。

○松尾 独立取締役が必要とされないからこそ具体的な取引については利害関係のない取締役による判断が……

○行澤 そう。だから、州会社法で規制されるんですよ。

○松尾 そうすると親子上場のような状況があるときに、例えばMBOのような具体的な取引が起こっていない日常的な場面では……

○行澤 そのときは、例えばデラウェア州なんかでしたら、そのdisinterestedな取締役が過半数を占める特別訴訟委員会で考えるかどうかとか、そういうことになってくるわけで、それは、この独立取締役制度の守備範囲ではないという考え方をSROはとっているようです。

○松尾 個々の取引の公正性を問題にするということでしょうか……

○行澤 それは州法なんだと、会社法なんだと。

○松尾 日常的な独立取締役による監視は必要なくなると。

○行澤 必要なくなるというか、要は絞ってるわけでしょうね、独立取締役の機能というのを。経営者に対する監視だと、株主の利益を阻害させるなという監視だということと絞っているということでしょう。

○岸田 議論は尽きないようではすけれども、時間が参りましたので、この辺で終わらせていただきたいと思ひます。どうもありがとうございます。