



# 東証 独立役員セミナー 講演録

平成22年9月30日(木)

14:30 ~ 16:40

東京国際フォーラム ホールC

株式会社東京証券取引所

## 目 次

### [ 講演録 ]

- 1 . 主催者挨拶・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・2  
株式会社東京証券取引所 代表取締役専務 岩熊 博之
- 2 . 基調講演 「独立役員制度の意義と期待される役割」・・・・・・・・・・4  
東京大学大学院法学政治学研究科 教授 神田 秀樹
- 3 . 特別講演 「独立役員の果たす役割とガバナンスについて」・・・・・・・・9  
株式会社資生堂 代表取締役執行役員社長 前田 新造
- 4 . パネルディスカッション 「独立役員は何をすればよいのか」・・・・・・・・15  
G&S Global Advisors Inc. 代表取締役社長 橘 フクシマ 咲江  
弁護士（中村・角田・松本法律事務所 パートナー） 中村 直人  
前企業年金連合会 年金運用部 コーポレートガバナンス担当部長 木村 祐基  
弁護士（西村あさひ法律事務所 パートナー） 武井 一浩

### [ 資料編 ]

- 5 . 基調講演 資料 『独立役員に期待される役割』・・・・・・・・・・32
- 6 . 特別講演 資料（前田 新造氏）・・・・・・・・・・・・・・・・・・38
- 7 . パネルディスカッション 資料 （橘 フクシマ 咲江氏）・・・・・・・・50
- 8 . パネルディスカッション 資料 （木村 祐基氏）・・・・・・・・・・55
- 9 . パネルディスカッション 資料 （武井 一浩氏）・・・・・・・・・・56
- 10 . 東証 独立役員セミナー プログラム・・・・・・・・・・・・・・・・・・57

## 1. 主催者挨拶

岩熊 博之（株式会社東京証券取引所 代表取締役専務）

東京証券取引所の岩熊でございます。一言ごあいさつを申し上げます。本日お集まりの上場会社各社の独立役員の皆さまにおかれましては、ご多用の折、多数ご参集いただきまして誠にありがとうございます。また、日ごろよりご就任先の上場会社各社におかれまして、コーポレート・ガバナンスの充実に多大なるご尽力を賜り、心より御礼を申し上げます。



さて、ご高承のとおり、我が国の証券市場は20年以上にわたる低迷が続いております。本日、午前の株式市況について申し上げますと、例えば、日経平均株価でございますが、9,494円。私どもで算出しておりますトピックスで見ますと839ポイントとなっております。これは株価指数の長期的な推移で見ますと、1984年の今ごろとほぼ同水準ということになっております。言い換えるならば、今から26年前に株式市場全体をカバーするポートフォリオを組んで、日本株式に投資した、いわゆる長期保有の投資家が存在したとすれば、その投資家は結果的にまったく投資リターンが得られないということになるということでございます。

証券市場は、申し上げるまでもなく、上場会社の皆さまには株式を通じた資金調達の機会を提供する一方、投資者の皆さまには株式投資による資金運用の機会を提供することが本来の役割でございます。上場会社はマーケットからの資金を得ることで少なからずリスクのある事業を開拓し、その結果、会社を成長させることができるわけでございます。

また、投資者は、提供した資金がいつか必ずリスクに見合ったリターンを生み、長い時間はかかっても、いずれは会社の成長によって自らに還元されるということを期待するからこそ、喜んで資金を提供するということであるというように思っております。

残念ながら、長期間にわたって資金を投下し、長い目でリターンを得ようとする投資家でさえも、リターンがほとんど得られないと。これが日本、我が国の資本市場の現状であり、最大の問題点ではないかというように思っております。

海外の投資家からは、一つに我が国の上場会社のコーポレート・ガバナンスが機能していないということの現れではないか、また、長い目でリターンを得ようとする投資家の利益や期待が適切に保護されるようなしくみが必要ではないか、といったような批判が一段と強まっております。

東京市場におきましては、こうした海外投資家のプレゼンスが急激に拡大しておりまして、ここ数年のフローで見ましても、委託取引の約60%前後、こちらが海外投資家。ストックで見ましても、上場会社の株式の4分の1以上が海外の投資家によって保有されているということでございます。

このような海外の投資家の資金は共通の投資尺度に基づき、より投資魅力の高い市場を目指して、文字どおり国境を越えて移動するという性質を有しております。近隣のアジア諸国等の急速な成長を背景に、世界における東京市場のシェアは10%を下回り、急激な地盤沈下が懸念され

ている中、我が国の資本市場が海外の投資家にとって魅力のあるものであり続けることは、我が国経済の国際的な地位の維持向上のために必要不可欠なものとなっております。

また、年金運用という国内問題に目を転じましても、我が国上場会社に投資しましても、リターンがほとんど得られないということから、国民の年金を我が国の上場会社に投資して、我が国の成長につなげるという、これまでに行われてきた当たり前のことですら、今後は困難になりかねないという危惧がございます。

こうした状況を踏まえ、弊社ではここ数年、上場会社各社の企業価値および国際競争力向上に向けたさまざまな施策の一つとして、上場会社のコーポレート・ガバナンスの向上に向けた環境整備に努めてまいりました。本日のテーマ「独立役員制度」もこうした取り組みの一環として、一般株主の利益の保護を目的に導入したものでございます。

独立役員制度は、株主、投資者の利益を代弁する独立性の高い者が取締役会の中に存在するべきであるとの国内外の投資者の声を踏まえて導入した制度でございますが、今後は、皆さまのご活躍によりまして、この制度が上場会社の実務に深く根を下ろし、一般株主の利益の保護という目的にかなうように、しっかりと運用されることが何より重要ではないかというふうに考えております。その担い手でございます独立役員の皆さまにおかれましては、本日のセミナーを通じて、この制度についての理解を一層深めていただき、上場会社のコーポレート・ガバナンスの充実にますますご尽力を賜りますよう、改めてお願い申し上げます。本日のセミナーの各プログラムは、必ずや皆さまにとりましてご参考になるものと考えておりますので、ぜひ今後の実務にお役立ていただければ幸いです。

最後になりましたが、弊社といたしましては、この制度を創設した市場開設者として、独立役員の皆さまがより活動しやすく、そしてその活動の成果がより効果的になりますよう、さまざまな課題に取り組んでまいりますので、引き続きご理解、ご協力を賜りますようよろしくお願い申し上げます。

以上、簡単ではございますが、ごあいさつとさせていただきます。ありがとうございました。

## 2．基調講演 「独立役員制度の意義と期待される役割」

講演者：神田 秀樹 氏（東京大学大学院法学政治学研究科 教授）

ご紹介いただきました東京大学の神田と申します。このような場でお話をする機会をいただきまして大変ありがとうございます。

ご承知のように、東京証券取引所では昨年の12月に、いわゆる上場規則を一部改正いたしまして、すべての上場会社に対しまして、備えるべきコーポレート・ガバナンスの枠組みとして、独立役員の確保というものを求めることになりました。



その背景は、一言で申しますと、内外の投資家の方々から、上場会社において、一般株主の利益の保護に配慮してほしいという声が多数寄せられたことにあります。そこで、この点について政府レベルでいろいろご審議なり、ご議論をいただいたわけですが。金融庁におきましては、金融審議会の金融分科会にスタディグループというものが設けられまして、そこで審議がなされました。また、経済産業省では企業統治研究会というものを設置しまして、そこで審議をいただきました。そこには上場企業の代表の方、また投資家の代表の方、その他の方に加わっていただいて、約1年かけていろいろな議論がなされました。

その結果、金融審議会のスタディグループの報告書と経済産業省の研究会の報告書は、いずれも昨年の6月17日という日に公表されました。そこで提言がなされまして、それに基づいてこれを上場会社にお願いをします。そして、それはコーポレート・ガバナンスの枠組みという中で、取引所からいわばお願いをするという形で制度化することになったというのが簡単な歴史であります。

本日は時間が限られておりまして、私としては、この後の特別講演およびパネルディスカッションの前座を務めさせていただくわけですが、短い時間の中で、上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する世界の動きと、日本国内の動きについてごく簡単に述べ、そして独立役員に期待される役割、またその意義について簡単に述べさせていただき、短い時間ですが、皆さま方とともに、いったい何の話なのだろうかということを考えさせていただきたいと思っております。

まず、世界の動きですが、そもそもコーポレート・ガバナンスという言葉が非常に分かりにくい言葉です。なかなか日本語にもなりませんし、通常は「企業統治」と訳しているのがありますけれども、皆さま方もなかなかガバナンスと言われてもピンとこられないのではないかと思います。日本人が最も苦手とする分野の一つではないかと、私などは思っております。

コーポレート・ガバナンスという英語は、私の理解するところでは、中立的な意味は、上場企業について申しますと、企業の中における意思決定のしくみといったような意味だと思っておりますけれども、世の中でコーポレート・ガバナンスが議論されるときの意味は、もう少し突っ込んだというか、踏み込んだ定義であります。その踏み込んだ意味というのは、上場企業において経営をけん制するしくみとでも表現するのがよろしいのではないかと思います。人によっては、経営を監視するしくみというふうに表現される方もいらっしゃると思いますが、私は監視という場合

もあるかもしれませんが、むしろけん制といったあたりが日本語としてはぴったりかなと思っております。

では、何でそんなしくみが必要なのかというふうにおっしゃるかと思いますが、このあたりがなかなか難しいところでありまして、世界におけるコーポレート・ガバナンスは、なぜそういうしくみが必要なのかという目的を巡って、大きくパラダイムの変換が起きました。それは1990年代の終わりでありまして、この変換が起きたきっかけになりますのは、1990年代の終わりの1998年にイギリスで、この分野についての有名な報告書が公表され、翌1999年にOECDという国際機関が、コーポレート・ガバナンスに関する諸原則という文書を公表したあたりが一つの転機であります。

では、どういうふうに変ったかということ、それまでは、コーポレート・ガバナンスの目的は一つだったのが、このパラダイムの転換で二つになり、今から申し上げますけれども、二つ目のほうがより重要視されるようになったということです。

目的の一つ目というのは、あまりいい表現がないのですけれども、一言で申しますと不祥事の防止、あるいはコンプライアンスということでございます。上場企業では、どこの国でも、そう何度も起きたわけではありませんが、不祥事と呼ばれるようなものが起きます。そうすると、その不祥事の再発を防止するために、企業の中にどのような経営をけん制するしくみを置いたらいいのか、これがコーポレート・ガバナンスの議論でありました。

ところが、パラダイムが変わって、90年代の終わり以降は、こうした不祥事の再発防止、あるいはコンプライアンスということと並んで、第二の目的が強調されるようになりました。それは、これまたうまく言えないのですけれども、一言で申しますと、企業の発展ということでありまして。業績の向上といってもいいかもしれません。すなわち、企業が業績を上げていく。英語ではビジネスプロスパリティという言葉がイギリスの報告書で使われています。企業の繁栄というふうに私は訳しているのですけれども、企業が発展し業績を上げ、繁栄していくためには、企業の中に経営をけん制するしくみをどのように置いたらいいかという議論になったわけでありまして。

従って、21世紀に入った後のコーポレート・ガバナンスの目的というのは、車の両輪というのでしょうか、この二つが目的であり、一方で不祥事の防止、あるいはコンプライアンスということ。しかし同時に、企業が業績を上げて繁栄していくためには、どのようなしくみを設けたらいいのかという、こういう議論であります。

こういう議論の中で、一つポイントが収れんされてきておりまして、世界の議論というのは、次のような点の一つ重要な点だというふうになってきております。それは、英語でボードと言っているのですけれども、日本の制度に則して言いますと、大体取締役会、一部監査役会も含まれると思います。そのボードの中に、経営陣と利害関係のない独立した取締役等を置くということをお求めまして、その方に一般株主の利益への配慮を期待する、こういうことでもあります。

ご承知のように、2年前、3年前、どの時期を採るかについては若干争いはあるものの、金融危機というものが起きました。2年前にリーマンショックというものが起きております。その後、コーポレート・ガバナンスの議論、あるいは金融規制を巡る議論というのは、その危機の再発防止という観点から活発になされていますけれども、今申し上げた点につきましては、特に変更は

ありません。

さて、以上が世界の動きということになるわけですが、日本の国内の動きはどうでしょうか。制度という面で申しますと、日本では会社法、当時商法と言っておりましたけれども、この大きな改正が平成 11 年あたりから毎年なされました。そのうちの平成 14 年の商法改正によりまして、監査役会設置会社と委員会設置会社、当時は委員会等設置会社と呼んでおりましたけれども、この二つが上場会社に与えられる選択肢となりました。どちらを選んでもいいですという制度になって、それが平成 17 年に制定された会社法に引き継がれています。

この考え方は、コーポレート・ガバナンスという観点から見ますと、世界の動きと整合的であります。詳細は、ここで話する時間はございませんけれども、こうした流れを後押しする方向で、先ほど申し上げました金融審議会のスタディグループ、経済産業省の企業統治研究会の報告書が取りまとめられたとあってよろしいかと思えます。それを受けて、東京証券取引所で制度化がなされたというわけであります。

なぜ東京証券取引所でこういうルールを制定するのかという点については、いろいろなご議論があるかと思えます。本来ならば、法律のほうで定めるほうがいいではないかというご意見もございます。現にこの 4 月から、法務省の法制審議会に会社法制部会というものが設置されておりまして、そこでは会社法の見直しというテーマで種々議論がされております。そこにおきまして、この上場会社におけるコーポレート・ガバナンスのあり方というのは、一つの重要なテーマとして現在議論が進んでいるところであります。しかし、そういう議論を待たずに、というのでしょうか、まず証券取引所のルールとして制度化を始めようということに合意がなされ、出発をしたというのが現状であります。

以上が国内の動きということでございまして、独立役員の意義と期待される役割について最後に二、三、申し上げさせていただきます。

東京証券取引所で今回の独立役員制度を制度化するにあたりまして、東京証券取引所の上場制度整備懇談会では、今年の 3 月 31 日に「独立役員に期待される役割」と題する文書を公表させていただきました。これは、今日お手元に全文をパンフレットのような形にして配布させていただいております。

この文書を今日詳しくご紹介する時間はないのですが、言うまでもなく、ポイントとなりますのは独立役員という言葉であります。独立という言葉と役員という言葉にポイントがあるわけでありまして、役員という言葉は、日本の現在の法制度に則して言いますと、取締役、そして監査役ということになります。独立という概念が分かったようで分かりにくいかと思えますけれども、これは一言で申しますと、会社で経営を担当しておられる会社の経営陣の方々と利害関係がない方ということでありまして、現在、法律上の概念であります社外という概念とは異なりまして、社外という概念よりもより高い概念であります。詳細は時間の関係で省略させていただきます。こうした独立役員を少なくとも 1 名確保してくださいというのが今回の制度だということになります。

では、どうしてそういう独立役員というものを置いてくださいということ制度化しなければいけないのか。あるいは、しようとしているのかということですが、この独立役員に期待される役割、これについてお手元の資料をまたお読みいただければありがたいのですが、

いくつかポイントを申し上げたいと思います。

この制度の趣旨は何かというと、一言で言えば、一般株主の利益への配慮ということでありませぬ。では、一般株主って何なのだろうと。これは法律上ある言葉でもありません。この一般株主の定義というか、意味というのは、お手元のパンフレットというのでしょうか、資料の中にも2ページ目というか、開いていただくと真ん中あたりにちょうど書いてあるのですけれども、先ほどのごあいさつにもありましたように、上場会社というのは、証券市場、取引所における証券市場と不可分一体というか、証券市場の存在を大前提としており、それが存在しない場合にはもはや上場会社ではないわけです。

そういう上場会社においては、そういった株式の流通市場を通じた売買によって変動しうる株主が多数存在しているわけでありませぬ。その多くの株主は一人一人というのでしょうか、個々の株主としては持分割合が小さいために、単独では会社の経営について、影響力というやや強いかもしれませぬけれども、いろいろなことを言えるような立場にはないわけです。

そういう意味で、この証券取引所の証券市場において、日々変動しうるような株主を一般的に総称して一般株主というふうに呼んでいます。そういう一般株主の利益に配慮してくださいというのが独立役員に期待される役割ということになります。具体的には、これも書いてあることをやや読み上げるような感じになって恐縮なのですけれども、独立役員に期待される役割というのは、今日のお手元のパンフレットで言いますと、ちょうど一番後ろに留意点というのがございまして、その前の「独立役員に期待される役割」というところに、茶色というのでしょうか、大きな字で書いてあるとおりでありませぬ、「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かかる決定の局面等において、一般株主の利益への配慮がされるよう、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とることが期待されている」と。抽象的に言うところのことでありませぬ。

しかし、皆さま方、抽象的な理念は分かったと。具体的に何すればいいのですかというふうにおっしゃるかと思ひませぬ。このあたりについては、この後、特別講演、そしてパネルディスカッションでさらに深めていただければと思ひませぬけれども、この資料に書いてあるところを申し上げますと、今読み上げました箇所の下にあるのですけれども、独立役員の方々には、何か有事の場合というのでしょうか、特別な場合、例えば、MBO ですとか、敵対的な買収のときとか、あるいは第三者割当てをするとか、そういった場合だけではなくて、平時というか、常日ごろ平常時から一般の株主の利益を踏まえた行動をとっていただきたいということでありませぬ、これはコーポレート・ガバナンスの目的に、先ほど申しました企業の繁栄、業績の向上というものが、いまやグローバルに言われていることと整合的な話でありませぬ。

具体的な行動をされるに際しての留意点というのは、このパンフレットの裏に細かくいくつかの例を挙げて書いてあります。お読みいただければ幸いです。

以上、大変簡単でございましたけれども、最後に一言結びの言葉を述べさせていただきます。本来は、こういった望ましいコーポレート・ガバナンスのしくみというのは、個々の上場会社さんがそれぞれ違った事業を展開しておられる以上は、個々の上場会社ごとに本来は異なるものというべきであります。今回の東京証券取引所の制度整備も、このことを否定するものではありません。むしろこのことを後押しし、日本の上場企業と、日本の証券市場への投資家の信頼を高め、

日本の企業が一層発展をする、繁栄をするということを目指したものであります。そういう意味で、何かこれはやらなければいけないので、やむを得ずやりましょうというような受け止め方をもしされるとすると、それは趣旨に反することです。私は、今回はむしろそういうものではなくて、逆にこのグローバル社会の中で、日本の上場企業と証券市場のさらなる発展のために、それを後押しするためにこういうことをしようとしているということを強調させていただきたいと思います。本日のセミナーがこのような趣旨にかんがみて、皆さま方にとっても有益なものになれば大変光栄に思う次第でございます。

以上、私のお話とさせていただきます。どうもありがとうございました。

### 3 . 特別講演 「独立役員の果たす役割とガバナンスについて」

講演者：前田 新造 氏（株式会社資生堂 代表取締役執行役員社長）



ご紹介をいただきました、資生堂の前田でございます。このような貴重な場でお話をさせていただきますこと、大変光栄に存じます。本日は、当社におけます独立役員の役割を含めたガバナンス体制についてご紹介をさせていただきます。

では、その前に、当社について簡単にご紹介を申し上げます。資生堂の概要ですけれども、ご覧のとおりでございます。今年で創業 138 年を迎えました。当社は、日本初の洋風調剤薬局として、現在の銀座八丁目に明治 5 年に創業いたしました。ちょうど新橋から横浜に鉄道が敷かれた年と同じでございます。創業者は、福原有信と申しまして、その志を受け継いだ初代社長、息子の福原信三の代で、経営の重点を薬から化粧品領域に大きく方向転換をし、さらに株式会社に改めました。その後、昭和 24 年に東京証券取引所に上場いたしまして、今日に至っております。

そして、これは当社の企業理念です。「私たちは、多くの人々との出会いを通じて、新しく深みのある価値を発見し、美しい生活文化を創造します」とあります。社名にありますとおり、この創業の精神は今も変わらずに生き続け、人々の美と健康を支援するさまざまな価値の高い商品やサービスを生み出す源泉になっております。

2005 年に私が社長に就任して以来、さまざまな改革に取り組んでまいりましたが、2007 年度に、ご覧のように 10 年後のあるべき姿、目指すロードマップを定めました。その中期ビジョンは、「日本をオリジンとし、アジアを代表するグローバル企業」を目指し、スピードを上げて実現することとしております。

2010 年度の位置付けは、2011 年から始まる 3 カ年計画の第 2 フェーズのスタートラインに立つ段階でありまして、「成長軌道に乗る」をテーマとした極めて重要な 1 年になると考えております。

世界の化粧品業界では、アメリカをホームマーケットとする P&G、ヨーロッパをホームマーケットとするフランスのロレアルといったグローバル企業が存在します。そこにアジアの資生堂として、日本で発祥した当社ならではの価値を磨き上げ、世界の中で資生堂グループの存在感を確立することを目指しております。

近年は、従来以上に積極的に新規市場へも進出をし、直近では 5 月のモンゴルをはじめ東欧のバルカン半島のアルバニア、コソボ、マケドニア各国への進出や、この 10 月からは、グルジア、南アフリカへの進出も果たし、現在当社は世界 79 の国と地域でビジネスを展開し、地域別に見るとご覧のようになっております。ほんの 15 年ほど前までは、全体の 10% にも満たなかった海外の売上比率も、急激な円高状況にあっても、この 2010 年度では、40% を超える見込みです。

さらに今年の 3 月に買収を完了いたしましたアメリカの化粧品会社の買収効果も加わって、50% の達成もいよいよ射程距離に入ってきたという段階でございます。

私は、グローバル化を果たす上での大きな課題は、社員の意識や行動のグローバル化にあると考えております。社内でのコミュニケーションや意思決定のあり方、実行スピード、そしてコーポレート・ガバナンスに至る内なるグローバル化も含めて、その対応の強化をしていきたいと考えておりますが、その要諦は、多様性、ダイバーシティへの対応だと考えています。この多様性への対応こそ、グローバル経営を実践していく上での日本人、日本企業が克服しなければならない課題であるとも考えております。グローバル化とは、多様な価値観を理解し、認め合い、受け入れる体制をつくることが重要なのだと思います。

このように当社のガバナンス体制の構築やもろもろの改革は、企業理念の実現と真のグローバル企業を目指した取り組みを進めていく中で、いかに経営の品質を向上させ、ステークホルダーからの理解を得られるか、企業としての説明責任を果たしていけるのかという観点で避けて通れない大切な取り組みでありました。

では、具体的にご紹介に入りたいと思います。ガバナンスを、経営者が株主のために効率的に企業経営を行っているか、あるいは、株主価値の最大化に努めているかをモニタリングすることとする意見があります。しかし、昨今は、株主利益の拡大ばかりを重視する経営姿勢に対して、疑問を呈する論調が多数見られます。もちろん当社では、価値ある企業として支持され続けるためには、社会的な責任を果たすことはもちろんのこと、持続的な成長、発展を遂げていくために、ここに挙げたそれぞれのステークホルダーから価値を認めていただけるように、バランスをとっていくことが重要であるとの認識に立っております。この姿勢を追及することで、企業は社会の公器であるという言葉を実際に企業活動で表すことができるものだと考えています。

コーポレート・ガバナンスとして、当社はどのような姿を目指しているか。その要素としてこの三点を挙げたいと思います。

一つ目は、企業の活動内容をガラス張りにして見えるようにすること。二つ目は、それが公正に行われるということ。三つ目は、それらがスピード感を持って効率的に実行されているということ。

次に、当社の意思決定のしくみについてご説明をしたいと思います。まず全体像をご覧ください。当社は、会社法上は監査役設置会社ですが、社外取締役、取締役会諮問委員会を設けており、言うならば監査役設置会社と委員会設置会社とのハイブリッド型とも言えるシステムを採用しています。委員会設置会社への移行の是非論は別といたしまして、大切なことは、取締役が独立性や倫理性に欠けることなく十分な権限を持って取締役会に多様な視点、多様な経験、多様なスキルを持ち込み、十分にその機能を果たしていくことだと思います。本日の主題である独立役員の実行役割、設置のねらいも大きくはこの部分にあると言っても良いと思っています。

それでは、この全体像を、パートごとに区切って補足をさせていただきたいと思います。まず、経営と業務の執行体制についてです。現在の取締役は、社外取締役2名を含む8名で構成しています。取締役会は、最低毎月1回開催し、重要事項はすべて付議されます。また、2001年から執行役員制度を採用し、全社的な意思決定、監督を担う取締役会の機能と、業務執行を担う執行役員機能を分離しております。さらに、執行役員による重要案件の業務遂行、決裁をする経営会議を設けることで、執行役員へ権限委譲を進め、責任の明確化と経営のスピードアップを図っております。

また、多い年では 29 名いた取締役は、この 6 月の株主総会以降では、8 名体制となっておりまして、このように削減することによって、取締役会の実質的な議論の活性化、意思決定の迅速化も図っております。

これは 2002 年に定款変更を行い、それまでは取締役 7 名以上という規定を 12 名以内というように変更したことによります。つまり、下限方式から上限方式に変更したわけで、上限は 12 名以内と明確に定め、人数はその時々状況に応じて、ある程度柔軟にとらえていくという考え方です。

取締役と執行役員との関係はこのようになっておりまして、執行役員についても少数精鋭化を進めており、私が社長に就任する直前の 2004 年時点では 32 名でありましたが、今では 18 名と大きく削減をいたしました。社長、副社長、専務、常務というのは、執行役員としての肩書で、取締役としては代表取締役、取締役の肩書になります。

従って、多くの日本企業の現状と同様に、経営の監督と執行が完全に分離、独立しているという状況ではありません。このように、当社では、ステークホルダーに納得のいく説明ができるような経営判断がなされているという意味では、経営と執行のバランスは取れていると考えています。

当社としては、その監督の部分を透明に公正にしていくという意思から、第三者、つまり社外の人間の視点を取り入れるようにいたしました。そうすることにより、会社の業務執行の適正さを保持させる。つまり自分が執行することを自分で監視するという状況を緩和でき、経営を監督するという取締役会本来の機能を発揮させようとしたわけであります。

そのようなねらいから、当社では、2006 年度から 2 名の社外取締役を招聘しておりますが、その招聘に関する経緯からお話をしたいと思います。後ほど詳細もご紹介いたしますけれども、執行役員制度を採用した 2001 年度ころより、当社ではさまざまなコーポレート・ガバナンスに関する改革を進めてまいりました。中でも 2006 年から導入した社外取締役の任用に関して、私は特に独立性にこだわりました。今年の 3 月に独立役員を設置を義務化するというルールも施行されましたが、この 2006 年当時社外取締役の全員が一定の独立性を有していたというのは、監査役設置会社としては、まだまだ少ない状況であったと思われまます。

私は、社内外を問わず、優秀な人材を任用または招聘するという仕事は、代表取締役である社長の重要な仕事の一つであると考えております。だからこそ、自分が知っている方に社外役員になっていただくというようお願いをするのではなく、招聘する者の恣意的な人事となることを排除し、まったくの初対面、縁故も業務上の利害関係も何もない方をお願いしたいと考えたわけです。これは、先ほど申し上げたように、経営の監督部分を透明に公正にしていくという社外役員に期待される非常に大切な役割を、健全に機能させる上で、社長である私にも無用な気遣いをさせないということが、非常に大きな意味を持ち、そのような環境においてこそ、独立性を担保することになると考えたからであります。

具体的に社外役員を招聘するにあたっては、当社がお世話になっておりましたシンクタンクの代表の方にご相談を申し上げ、名前や顔を存じ上げていても、私個人はまったく面識のない方を数名ご紹介いただくことから始めました。そして、この方はという 2 名の方にお会いする機会をちょうだいし、社外取締役となっていたいただきたい旨を、直接私からお願いをいたしました。その

お1人が、岩田彰一郎氏でアスクルの社長であります。企業経営者の視点から、冷静かつ的確な経営判断をいただいております。そしてもう1人は、早稲田大学の法学部の上村達男先生です。まさにコーポレート・ガバナンス、会社法の専門家で、その方面を中心に大変貴重な意見をいただいております。

また、この社外取締役を通じて、取締役会に社外の視点を取り入れることと並んで、私が意識して進めていることに、先ほど申し上げました多様性、ダイバーシティへの対応があり、当社では、社外取締役2名を除く社内取締役6名のうち2名が、資生堂以外でキャリアを持つ人材で構成をいたしております。1人は、副社長の岩田喜美枝です。女性でありまして、旧労働省でキャリアを積み、2002年に資生堂に入社をいたしました。もう1人が取締役専務のカーステン・フィッシャーであります。ドイツ出身で、ウエラ、P&Gといったグローバル企業でキャリアを重ね、2006年に入社をした人物です。このように、性別、人種、国籍、キャリアなどを越えて、多様な価値観を受け入れ、厚みを持った経営を行っていきたいとの考えの一つの表れと言えるかと思えます。

そして、多様な価値観を取り入れるという点では、取締役だけでなく、監査役にも同じことが言えます。当社の監査役と監査役会についてですが、監査役は、社外監査役3名、社内監査役2名で構成されており、監査役会は基本的に月1回開催されております。当社の場合は、社外監査役には、元検事総長であり弁護士の原田明夫氏、生物科学分野の東京大学教授である黒田玲子氏、そして、精神科の医師であり病院の経営者でもある大塚宣夫氏の3名にご就任をいただいております。これら3名の方には、それぞれの領域で豊富な経験と知識がおりますので、大変幅広い見地から経営を監督いただいております。もちろん、その招聘にあたっては、社外取締役招聘の方針を踏襲いたしております。

取締役8名に監査役5名を含めたボードメンバーは13名になりますが、そのうち資生堂以外のいわゆる外海育ちが7名と過半数を占めております。5~6年前とは違い、資生堂の常識ではなく、まさに社会の常識、そして世界の常識で判断ができるようになったと思っております。

この多様性、ダイバーシティへの対応は、グローバル企業を目指す当社にとっても、あるいは多くの日本企業にとっても、今後ますます重要な要件となってくるのではないかと考えています。あえて申し上げれば、当社は化粧品を主とした企業としては、女性のボードメンバーが3名と少ない点でしょうか。これは株主総会などでも問われることではありますが、女性役員の登用は今後の課題であると考えています。

続いて、取締役会の諮問委員会について触れておきます。当社では、役員報酬諮問委員会と、役員指名諮問委員会の二つを取締役会直轄の諮問委員会として設置しております。先ほどご紹介をいたしました2人の社外取締役にそれぞれの委員長を務めていただいております。

役員の報酬は、ガバナンスの重要部分の一つです。本年度は、役員報酬の開示ルールが設定されました。また近年は、株主総会の場でも役員の個別報酬の開示を求める声が多く寄せられると聞いております。それら株主や社員にも明解な説明ができるように、報酬の決定方法や支払い条件を整えておくこと。企業として一定の透明性を保っておくことは重要な要素であると考えています。報酬諮問委員会の委員長は、社外取締役である岩田彰一郎氏が務め、委員会のメンバーにはさらにもう1人、役員報酬の世界的シンクタンクの外部の人間が加わっております。従って、

当社では、もちろん社内のメンバーだけで、都合の良いルールで報酬を決めることはできません。

役員指名諮問委員会についても同様で、これは上村達男社外取締役が委員長を務めております。役員の選抜、昇格についても、社内の人間だけで恣意的なものとならないように、そのプロセスを重視し、ステークホルダーにも納得いく説明ができる体制をつくっているわけです。もちろん社長選抜もその対象に含まれております。

せっかくの機会ですので、当社の役員の処遇についても触れてみたいと思います。当社は2006年に役員の処遇に関する大きく見直しを行いました。「会社は、経営者の器以上に良くならない」と言われております。つまり、企業価値をさらに高めていくためには、役員のレベルを上げる必要がある。このような考え方に基づいて、多様な研修のほか、さまざまなルールを導入いたしました。まず役員の任期ですが、監査役は法律で定められているとおり4年でありますが、社内取締役も社外取締役も、そして株主総会の決議を必要としない執行役員についても任期を1年とし、毎年活動が評価されるという緊張感のある体制にしています。

同時に、社内取締役については、既にあった役位別定年制に加えて、2006年から社内ルールとして同一役位の在任上限期間は4年。ただし、取締役会の決議により、最長2年間の延長を認めると定め、常務とか専務といった同じ役位では、基本的に4年間しか在任できないことになっております。その後は、昇格か退任かという厳しいルールを設定したということで、成果を出して昇格するか、または定年前であっても退くか。つまりUP or OUTであります。もちろん役位別定年となればそれが優先されるわけです。これは、役員になったから業績に関係なく定年までいられるという会社員の上がりのポストではなく、緊張感を持って結果を出し続ける体制にしなければならないと考えたからであり、大変厳しい規定であるとも言えます。

また、役員報酬諮問委員会によって、新たな役員報酬制度も構築をいたしました。2004年には固定報酬的な要素がある役員退職慰労金制度を廃止し、2005年からご覧のような新しい報酬制度を導入しました。その体系は、大きくは基本報酬、つまり月額報酬部分と業績給とに区別されるものとして、欧州型の報酬体系を参考にしております。特に業績給は、短期インセンティブとしての賞与、中期インセンティブとして3カ年計画の目標を基準としたパフォーマンスキャッシュ、そして長期インセンティブとして株主の皆さまとの利益意識の共有を主眼とした1円ストックオプションの三つで構成されております。

2008年からは、業績連動部分の報酬割合をさらに高めて、それまでの平均5割から6割まで拡大をしました。平均と申しますのは、役位が高くなるとさらに業績連動比率が高まる構造としているのであります。ご覧のように、固定報酬、業績連動報酬の比率を役位別に見ますと、業績連動報酬の比率は、執行役員で56%弱、常務、専務、副社長クラスで57%、社長では約7割となっております。全体的に中長期の比率を高めると同時に、上位職ほど中長期業績に連動する比率が高くなるように変更いたしました。

また、ガバナンス上、内部統制上非常に重要な項目であるリスクやコンプライアンスにかかわる事項は、取締役会の直轄委員会としての位置付けとしております。

以上、駆け足でありますけれども、当社のガバナンスについてご案内を申し上げてまいりました。しかし、ガバナンスは、企業が100社あれば100通りあるものだと思います。ガバナンスの形もしくみやルールだけでは、社会の公器たる企業の最低条件を担保することにしかなりませ

ん。ガバナンスは、社会に対して企業の存在価値を明確にするという具体的な行動の一つであると考えています。

私はそれにも増して、理念をしっかりと共有した経営陣と社員によって、資生堂らしく、経営の品質や価値を向上させることに注力したいと考えております。

現在、世の中には多様な価値観があふれております。しっかりとした社外取締役、独立役員を設置することは、企業の経営において、企業が自ら客観視をし、透明で公正な経営を実践するために非常に大切な要件であり、自らを客観的に映し出す鏡としての役割も担っていると言えると思っています。

冒頭申し上げましたように、当社とステークホルダーにとって最終的な目的は、資生堂の企業価値をより高めることにほかなりません。本業での利益、売上、株主還元などはもちろん、経営において大切な基準ではありますが、今やそれだけでは企業は存続し得ない時代になってきております。大切なことは、経営トップが企業価値の向上へ向けて、これらガバナンス、コンプライアンス、そして昨今重要な意味を持ってきている CSR も包括する明確なビジョンを持ち、すべてのステークホルダーに支持、共感をしていただけるように努力を尽くしていくことに尽きるのではないかと考えます。

その点からも、日本企業にとって独立役員の果たす役割は、今後ますます重要性を帯びてくると考えています。

以上、本日お集まりの皆さま方の何らかのお役に立てましたら誠に幸いです。ご清聴ありがとうございました。

#### 4 . パネルディスカッション 「独立役員は何をすればよいのか」

パネリスト：

木村 祐基 氏（前企業年金連合会 年金運用部 コーポレートガバナンス担当部長）

橘 フクシマ 咲江 氏（G&S Global Advisors Inc. 代表取締役社長、

ブリヂストン社外取締役(独立役員)、パルコ社外取締役(独立役員))

中村 直人 氏（弁護士（中村・角田・松本法律事務所 パートナー）

アサヒビール社外監査役（独立役員）、三井物産社外監査役（独立役員）

モデレーター：

武井 一浩 氏（弁護士（西村あさひ法律事務所 パートナー））



**武井** ありがとうございます。本日は、よろしく願いいたします。大変すばらしいお話の後で、60分パネルディスカッションということで、「独立役員は何をすればよいのか」という極めて意欲的なテーマでございます。今日は本テーマにふさわしい、いろんなご経験をされかついろんなお立場でもいらっしゃるパネリストの方にお越しいただいております。司会の私のほうからあまりいろいろ最初に言う前に、まずさっそくフクシマさん、中村先生、木村さんの順番で、まさに今日のテーマであります「独立役員は何をすればよいのか」ということについて、お話しただければと思います。では、よろしく願いいたします。

**フクシマ** どうも、武井先生ありがとうございます。G&S Global Advisors Inc.の橘・フクシマ・咲江でございます。実は私、G&S Global Advisors というのは、なかなかまだ言い慣れておりません。19年間、グローバルな人材コンサルティングの会社であるコーン・フェリー・インターナショナル(株)で仕事をしてまいりましたが、今年の8月に日本の代表取締役会長を退任しまして、アジア・パシフィック地域の最高顧問に就任をして、自分でG&S Global Advisors という会社を立ち上げまして、そこと会社契約という形で、もう少し幅の広いサービスを提供したいと思って独立をいたしました。

今日は、もともとのご依頼が独立取締役としての経験をベースにお話をするようにということでしたので、まずはじめに、私の取締役歴をご紹介をさせていただきまして、次にその経験の中で考えてきた独立取締役の役割をどうとらえているか。そして独立取締役として学んだことで、いわゆる「DOs and DON'Ts」と英語では言いますが、すべきことと、すべきではないこと、と自分が肝に銘じてきたことをご紹介させていただきたいと思います。

まず、初めての取締役の経験は、コーン・フェリー・インターナショナルの米国本社の取締役

です。実はこの会社は、パートナーシップと言いまして、パートナーに昇格をしたときに、自分で出資して株を買ってオーナーになるというシステムでした。私は、91年に入社をしまして、93年にパートナーに昇格をして、どういうわけか95年に選挙で取締役選ばれてしまいました。当時は、取締役会というのは、全パートナーの利益代表として15名ぐらいの人間が選挙で選任され世界各地から集まるという形で、日本の独立取締役導入以前の、全員社内という取締役会でした。

ところが、99年に株をニューヨークの株式市場に上場し、パブリック、公開会社になりました。その当時、任期が3年ずつで、まだ任期の中間にいた社内取締役が3人ありまして、そのまま3人の社内と、それからほかは全員社外という形で構成が変わりました。2001年に、その社内人間が全員任期満了で退任をすることになっていたのですが、偶然そのとき、継承プランの一環として、社外のまったく業界の経験のない新しいCEOを採用するというタイミングとなり、そのCEOから私のほうに、私が降りてしまいますと「社内のことを知っている人が誰もいなくなってしまう。そして、女性が誰もいなくなってしまう。アジア人が誰もいなくなってしまう」ということで、残るように依頼がありました。その際に「あなたは自分の会社を全員白人“ホワイトメールズ (white males)” に任せてしまってもいいのか」と説得されたので、一期3年残ることを約束いたしました。

残ったのですが、今度3年終わったころになったら、「もう1期3年務めてくれたら、全員社外取締役に変わる」ということで、もう一期残りました。アメリカの場合は、公開企業ではほとんどがCEO以外は全員社外取締役という環境なのですが、その中では非常にユニークな、CEO以外の唯一の社内取締役としてガバナンス運営の経験をすることができました。この経験は、大変貴重な経験で、日本企業の取締役に務めるときに、コーン・フェリーの社外の取締役から勉強させていただいたことが随分役に立ったと思っています。

日本企業ではその間に、花王を2002年から2006年、花王がちょうど新しく社外取締役に導入したときの第一期生としてお仕事をさせていただきました。そして、ソニーが2003年から2010年、今年までで、前半の4年間は監査委員会の委員を務め、後半の3年間は報酬委員会の委員として、そして最後の2年間は議長として仕事をさせていただきました。

ベネッセがやはり同じように5年間、こちらのほうは2005年から2010年。そしてイー・アクセスで1年だけ取締役をやったのですが、実は、イー・アクセスは、お引き受けして入ったときにはイー・アクセスだったのですが、その後、イー・モバイルと経営統合をしまして、株主構成ならびに役員構成が変わりましたので1年。ただし、これも急成長する業界で、成長中の企業の独立取締役に務めるという有意義な経験をさせていただきました。現在は、プリヂストンとパルコを務めております。

第二の課題、独立取締役の役割ですが、こうしたいろいろな経験をさせていただいた中で、独立取締役とはどうあるべきか、何をすべきか、ということについて考えてきましたので、私なりの考えをお話したいと思います。私はガバナンス論の専門家ではありませんので、あくまでも一実践者としての私見になることをお断りしておきたいと思います。私なりの独立役員役割の定義は、「企業の幅広いステークホルダー、それも株主だけではなく社員、取引先、顧客、コミュニティを含むステークホルダーの代表・代役として、特定のインタレストを守るというよりは、

代理としての監督機能を通して企業の持続的繁栄を助ける」ということだと思っています。

その中で、二つ重要な点があると思います。まず、独立取締役として有効に機能するには、執行役との関係をどう保つか。そして、情報量をどのくらい持つかということが、重要な要因であるということをおこの15年間で学びました。

現在、ガバナンスの学問的定義や、日本のガバナンスの定義に関する議論が活発ですが、その点では、以前から海外のガバナンスと日本のそれとどちらが優れているという議論は意味がないと思っています。私はアメリカのガバナンスから入っておりますが、決してアメリカのガバナンスが素晴らしいと思っているわけではありません。やはり先ほどのスピーカーの方々のお話にもありましたが、ガバナンスというのは、業界によっても、その企業の歴史によっても、国の成り立ちによっても変わってくるものだと思っています。従って、ベストなガバナンスというのは、そういった要因をいろいろ考えに入れた上でそれぞれの国や業界の状況に合い、最も効果的に企業統治を監督できる最適な形をつくるべきだと考えています。

次の情報の件ですが、「情報の量」を縦軸に、「CEO・執行との関係・距離」を横軸にマトリックスをつくってみたのですが、情報の量は当然のことながら、CEOとの一体化をしている場合、つまり社内の人間で全部が囲まれているようなときには、多いということになります。そして、どちらかというとな敵対的な関係になる、つまり距離がかなりある場合には、当然のことながら情報量が少なくなります。

先ほど日本のガバナンスの議論が、コンプライアンスから企業を永続的に繁栄させるためのガバナンスという方向性に、変化しているという神田先生のお話がありました。メディアは、まさにコンプライアンスを強調し、CEOと独立取締役とは敵対的であるのが本来の独立取締役の役割であると強調する傾向があるように思います。そのため、「独立取締役を入れるとすぐCEOの首を挿げ替える危険がある」あるいは「挿げ替えるべきだ」といった極論や誤解も生まれています。しかし、私は必ずしもそれが独立取締役の役割ではないと思っています。企業を持続的に繁栄させるためには、必ずしも独立取締役と執行役が敵対的である必要はありません。敵対的でなければならない場面、つまりコンプライアンス上の問題があるときは、当然のことながら社長の交代ということも視野に入れて検討しなければいけないと思いますが、いつもそういうスタンスでなければならないというのは、ちょっと日本の中で誤解があると思っています。そういう極論には賛成しておりません。

さらに、今お話しした情報についてですが、この図では、情報の量のみを取り上げていますが、実際には「質」も重要です。必ずしも多すぎるのが良いことではなく、正確な、適切な情報がきちっと入ることが重要だと思っています。従って、私は自分の独立取締役の位置付けとしては、このマトリックスの真ん中を考えております。

第三の課題である何を学んだか、「すべきこととすべきではないこと」ということなのですが、まずすべきことの一つ目は、「企業の事業、業界に対する全体像と知識を持つ」ことの重要性です。これは、花王の独立取締役をしましたときに、就任前に4回ぐらい花王の方が来てくださり、財務から商品から歴史からロジスティクスから全部、説明をしてくださいました。これは大変良いトレーニングになりました。私自身は、長年コーン・フェリーの仕事で消費財ですとか、リテール、ラグジュアリー系のところを担当して来ていましたので、そういう意味では知らない業

界ではなかったですし、自分も毎日使っているものだったので良かったのですが、次にソニーの独立取締役をしたときには、業態が半導体から映画まで幅広く、その上、7割が海外の売上という会社でしたので、十分に知識を得るまでには1年ぐらい、自分で居心地が良くなるにはもう1年ぐらいかかったと思います。ただ、私にとって、とても幸運だったことは、最初に監査委員になったことです。確かに、最初の4年間は徹夜で資料を読み、全部の事業部からのプレゼンテーションを受け、工場を往査し、と、かなりの時間を費やしましたが、会社のことを知るには一番良い委員会だったと思っています。従って、まず、その企業に関する知識を持つこと。

それから、第二に、社外の独立取締役として意見を言う場合には、戦略と意思決定の一貫性を見るということを肝に銘じております。なぜかと言いますと、執行の方たちというのは、日々の業務に一生懸命でいらっしゃるわけですね。そうすると、つい長期的視点に立った戦略から外れたことをしてしまう場合もないわけではありません。それを指摘できるのは、やはり一步下がって見ることの出来る独立取締役の役割だと思います。そして、中で話をしていると、当然、会社の中のことが常識になってしまうのですが、必ずしもそうではなくて、「外の視点で考えたらその戦略との不一致があるよ」というようなことを言うのも重要だと考えているので、常に一貫性を気にしています。

それから、第三に、事実を確認して判断するということです。これも特に継承プランの際には、どうしても、対象になる候補者の方たちについていろいろなうわさが出ますので、本当にどういふことがあったのかということを知るように努力をするということですね。

それから最後に、執行にチャレンジすることを恐れない。これはよく言われることなのですが、やはり執行のやっていることに対して、遠慮をしないでチャレンジをするということは重要なことだと思います。その勇気を持つということ。その場合に、一番重要なのが、執行役との人間的な信頼関係を築くということです。これは必ずしもなれ合いの関係になるということではなくて、やはり人としてきちっと矜持をもってものを言えるような立場をつくって、人間としての信頼関係を持つということですね。これはなかなか難しいことではあるのですが、できるだけいろいろなところで接点を持って話をして、そして人間として知っていただく。人間としていろいろ学ばせていただくという、そういうスタンスが非常に重要だと長年感じておりました。

最後にすべきではないこととして、私が一番勉強になり、肝に銘じているのは、取締役会の議論の機密性を守るということだと思います。これは、コーン・フェリーの取締役としての最初の取締役会に出席した時、創業者のリチャード・フェリーが私を呼んで、「まず最初に心構えとして、絶対、社内でこの取締役会での議論について、一切どんなに親しい同僚でも、聞かれても言っちゃいけない」ということを言われたのです。これはなぜかという、「社内のモラルが低下する可能性もあるし、これが公開会社だったら株価に影響する。だからそれだけは気を付けて欲しい」ということを最初の1日目に、まだ始まる前に言ってくれました。これは私にとってこの15年間、常に守ってきたことで、大変重要なことだったと思っています。

そして、先ほどもお話ししましたが、事実を確認せずに、うわさ等で判断をしないという、事実をきちっと見据えるという、そういったことを今まで、できたかできないかは別として、肝に銘じてまいりました。

ということで、大変雑ぱくなお話で恐縮ですが、どうもご清聴ありがとうございました。

**武井** ありがとうございます。大変貴重なお話を賜ったと思います。では、中村先生のほうから続きましてお話をお願いできますでしょうか。

**中村** 弁護士の中村でございます。私のほうから、私の経験などをお話したいと思います。

まず私は、社外監査役でございます。社外監査役になったときに、まずどういうスタンスを取るかというのがありまして、実務的には監査役というのは本来、違法行為をチェックするというのが仕事なものですから、違法行為のチェック以外は一応口を出さないと、そういうタイプの社外監査役になる方と、いやいや、違法行為に限らず、いろんな問題について、いろんな意見を言うのだ、幅広く意見を言うのだと、そういうスタンス、実務では両方ありますね。私の場合には、これはそれぞれの属性、その方の属性に従ってどちらでもいいと思うのですね。ほかの会社の経営者の方が社外監査役になれば、それはいろんな経営上の意見を申し上げたほうが会社のためになるだろうということもございまして、私のように弁護士の場合には、むしろ法的なチェックとか、そういったもののほうが得意なわけでございますし、ほかの会社の事例とかもたくさん知っておりますので、そういった意味で、私の場合には原則として、基本的には違法行為のチェックというスタンスで、あまり経営の中身に踏み込んで介入はしないようにしようと思っているのが原則でございます。ただ、社外の視点、あるいは社外の常識とか、社内の常識とかありますね。そういう点で、「あっ、こんなこともあるのか」、「よその会社ではこんなこともあるのか」というようなこともあれば、そういったことも申し上げたいなと、そのようなスタンスでまずやってございます。

具体的にどういう点に注意をしているかと申し上げますと、監査役になると、取りあえず取締役会で議案とか出てきますね。「うーん、これはどうだろう、賛成か反対か...」というふうに、賛成か反対かといったような、何かそういう結論についつい目がいきがちなのですけれども、私の場合には、結論はほとんどあまり気にしておりませんで、むしろ「情報が十分そろっているかな」という、そういう目で見えております。

上場会社の取締役会で違法な議案が上がってくるなんてことはまずないのですね。ですので、ある議案が出てきたときに、この議案を判断するために十分な情報がこの資料の中に全部載っているかなと。取締役の皆さん方が賛成、反対とやって物事を決めるときに、必要な情報が入っているかなということで、これが法律の世界でも経営判断の原則とか言われまして、十分な情報があれば駄目だよと、そういうこともございまして、十分な情報があるかというのをよく見ております。例えば、M&Aの案件なんかきたときに、デューデリの結果どうだったとか、FAからちゃんといろんな意見をもらっているとか、バリュエーションやっているとか、そういったいろんなことを聞いていくと。

必要なのは、そのときに「こういう情報もあったほうがいいな」ということがあったときに、意見を言うというよりは、質問をします。質問をいたしまして、「この点どうなの?」「FAの意見は聞きましたか?」とか、「バリュエーションはどうだったの?」とか、そういうようなご質問を申し上げて、いろいろ回答していただく。その回答していただいたものが取締役会の議事録とかそういうところに戻ってくる。そういう形で取締役の皆さん方が十分な情報でしっかり意思決

定しているよと、そういうふうに言えるようにしていくといいたいまいしょうかね。取締役の方々、特に社員出身の方々というのは、社内で常識になっている情報というのは、いちいち取締役会の資料に書かなかつたりするのですね。ところが、裁判所に行ったりしますと、この点の情報がないじゃないかなんて言われたりすることありますね。特に社外の方々がいらっしゃる取締役会の場合には、社外の方々はそのようなのが分かりませんので、そういった点のチェックといいたいまいしょうか、そういったものに一番気を付けております。

それから、もう一つは、難しい問題ですね。今日の資料にもありますけども、MBO とか、敵対的買収とか、ああいったような社内の方々ではなかなか公正な判断をしてないんじゃないかって疑われてしまうような場合、あるいは MBO とか敵対的買収ってそうめったにありませんけれども、結構私が経験する中ではよくありますのが、グループ間の取引とか、グループ会社間の指揮命令とか、そういったもの。子会社上場とか最近問題になってございますけども、そういうグループ間取引とかは、結構利益相反的な問題とかありまして、こういうのは社外役員がしっかり見ているということが、またその経営判断の正当性を評価するということにもなるわけでございますので、そういう難しい議案に特に目をつけてよく見るというようなこととしてございます。

それから、今日、独立役員ということでございますけども、もう一つが、社内の方々が議案を上げてくるときに、よく見落としがちなのが、この議案って投資家から見たらどう見えているのだろうという視点の、そういうデータとかそういうものがないのですね。例えば、ある会社で M&A の議案が上がってまいります、かれこれこういう内容の会社を、かれこれこういうお値段でこういうふうに買っていきます。こんなふうにやって、事業計画はこうで、だからぜひ承認してくださいなんていうことが書いてありましてね。中身はそのとおりなのです。結構だなと思うのですが、これかなり大きな買収ですよ。この買収資金ってどうするの？ デットなのか、あるいはエクイティものか何か使うのですかと。あるいは、それがエクイティものだったらそれを出した場合には、例えば、一株あたり利益とか、ROE とか ROA とか、そういった経営指標ってどういうふうに動くのでしょうか。それで株主さんは喜んでくれるのだろうか。あるいは、これではもしかしたら株主さん、喜んでくれないかもしれないよと。特に経営者の方というのは、M&A でほかの会社を買ってくるというのは、大体大歓迎という場合が多いのですけれども、投資家から見ると、ただ大きくなるというのは、本当は実はうれしくないかもしれないですね。そういったことを質問したりいたします。その会社では、一度そういうことを質問されましたら、もちろん IR の部署とか、財務の部署ではもちろんそういうデータを持っておられるのですね。そういったものを、その後の取締役会の資料では必ず書いてくださるようになりますと、こういうことをやったらこうなります、ROE こうなります、一株あたり利益こうなりますとか、そういうことも書いてくださるようになりますと、そうすると担当部署、担当の事業部門の方々も M&A をするとき、株主からどう見えるかということを考えて、よしあしを考えなければいけないのだというようなことを思い始めるのですね。

ですので、そういった社内ではなかなか思い付かない、そういったような目線もできたらいいかなと思ってございます。

それから、具体的な発言のケースでありますのが、不祥事。不祥事というのは、私みたいな弁護士が社外役員として雇われていても、起きてしまうのですね。申し訳ないですけど、起きてし

まう。実は、社外役員がいて不祥事があって、何が重要かという、その後の問題、それが見つかった後の問題でございまして、しっかり調査をすることが重要です。そこでしっかり原因を把握して、善後策をしっかり採る。これはやはり社外役員の絶対の責任ですね。これは社内の執行部隊とか、コンプライアンス部門とかやりますけども、それをしっかり見ていて、二度とないようにちゃんとやっているか、こういう不祥事の後始末的なもの、これもやっぱり社外役員の重要な役割かなという感じがいたしております。

それから、実際に実務でやっておりまして面白いのが、時々議案で、かれこれこういうことをしたいという議案が上がってまいりまして、これはいいのだけど、でも何でこんなことをするのだろうと。「こういうふうにしたほうがもっといいのではないかなあ」とか、「何でこのタイミングなんだろう」というふうに、時々、不審に思うような議論があるのですね。これは、例えば、社内では背後にこんな事情が実はあって、本当はこうしたいのだけどもこうなっていると、実はこういう事情があるからこうなっちゃったとか、いろんな事情があってこういう議案が出ていると。でもその背景の事情ってなかなか世間に言うことじゃないから書いていないと。そういうようなことはあるのですね。こういうのは、実は危ない議案なのです。正確な情報が全部網羅されずに取締役会に出てきてしまっているという議題なのです。なので、そこに出てきた資料だけみて判断したら本当に間違え話でございますので、実はそういう、本当の真意がどこか別のところにあるというような議案を見つけますと、それは気の毒ですけどしっかり質問して、「おかしいね、何でこんなことやっているの」なんていうことを聞いたりいたします。そんなことを、気を付けてございます。

それから、最後にもう一点だけ、独立役員と監査役ということで、独立役員は一般株主の利益のために働きなさいというふうに言われますね。そのときに、いや、まてよと。監査役ってそもそも違法行為のチェックしかしないのだから誰のために働くとか働かないとかってないよね。そういうことを思ってしまうのですけれども、これはそんな誤解は実はなくて、取締役の方々が一番普通に会社の利益のためにしっかりやろうねと言ったときの、その会社の利益って一番普通の株主さんの利益とイコールなのです。その一番普通の株主さんって、まさに一般株主さんでございまして、それ以外の特別な株主さんの利益を図る、例えば、親会社とか主要株主とか、そういうことをやり始めるとおかしいということになってしまうわけでございますので、実は「まじめに善管注意義務を尽くしてしっかり経営をしようね」ということと、「一般株主を守るうね」ということは、実は同じことだと私は思うのです。そういうふうに考えますと、一般株主の利益を犠牲にするような場合には、多分、善管注意義務上も問題もあるわけでございますので、監査役がしっかりそれを見ていると。一般株主の視点って忘れていないかいというのを見るのは、やはり監査役の役目だろうと、そのように思っております。

私からは以上でございます。

**武井** ありがとうございます。これまた貴重なお話をありがとうございます。では、木村さん、お願いいたします。

**木村** ありがとうございます。本日のテーマは、「独立役員に期待される役割」ということで、

神田先生、前田社長のご講演ですとか、ただ今のお二方のお話とかで具体的なところについて、相当語り尽くしていただいているかなというふうに感じておりますけれども、私からは、機関投資家の視点からということで、投資家の立場で今回の東証さんの独立役員の制度の意義といったことについて、私なりの解釈で述べさせていただければと思っております。お手元に1枚簡単なメモを用意しておりますのでご参照いただければと思います。

まず、投資家の立場から言いますと、独立役員は、今回新しく制度が規定されたわけですが、特別な存在というふうにはあまり考えておりません。もともと社外役員の方、社外取締役や社外監査役の皆さんというのは、経営陣から独立した立場で経営を監督する、チェックするということが期待されていると思います。そういう意味では、社外役員で独立でない立場の方のほうが、むしろ特別な存在なのだというふうに考えたほうがいいのではないかと考えております。

その場合に、精神的な意味で独立しているということは、もちろん非常に重要なのですが、合わせて形式的にも、まさに今回の東証さんの独立性の定義が出されているわけですが、そういった形式的にも独立性の高い方のほうが、投資家から見ればより安心感が高いですねということだと思います。

独立役員が特別ではない、社外役員の皆さんに期待されていることを当然に求められているのであれば、じゃあ何でわざわざ東証さんが、今回独立役員制度というのをつくったのだろうかということなのですが、これについては、皆さんご承知のように、これまでは日本の会社法の定義の中では、社外取締役とか社外監査役という定義はありましたけれども、独立という言葉がなかったので、本当は当然皆さん独立しているはずなのですが、あまりその点が意識にのぼっていません。今回、日本で初めて公式にこういう公的な機関で独立という概念が出された、明らかにされたということに非常に意義があると思っております。おそらく今回の独立役員という制度をきっかけにして、多くの皆さんが、「じゃあ独立って何だ」と、改めて、まさに今日のテーマなのですが、独立した役員の役割って何だということを考えていただく、そういうきっかけになっているだろうという意味で、非常に大きな一歩だと思いますか、非常に大きな制度設計だったのかなと思っております。

それから、二つ目のポイントで、独立役員は、一般株主の立場で考えてくださいということですが、先ほどの中村先生とか、皆さまのお話にもありましたけれども、まさに普通に経営をしていけば、株主の立場、普通の株主の立場に立つというのは、当然のことであると思います。

一般株主って何かということについて、東証さんのパンフレットにも書かれておりますけれども、私なりに意識をして解釈しますと、「株式投資によるリターン以外の利害関係を持っていない株主」ということだと思います。例えば、取引先として、株価は上がらなくても、取引関係で何か利益があるからまあいいかというようなことではなくて、まさに株式への投資を通じてリターンを追求する、そういう株主が一般株主です。よく一般株主って個人株主のことですかというふうに聞かれることがあるのですが、そうではなくて、年金、投信など、いわゆる機関投資家を含めて、純粋に株式投資の利益を求めている投資家・株主、これが一般株主ということだと思います。

株式投資で儲けようなんていう株主を大事にするというのはいかがなものか、というような議論もあつたりするのですが、まさにこういった株主を大事にすることこそが、株式の上場

制度とか、株式会社という制度をきちっと効率的に運営していくためのキーポイントなので、一般株主の利益がきちっと守られなければいけないですよということだろうと思っております。

上場会社だからこそ、一般株主という方がいるわけですし、したがって上場会社にとって特に一般株主の立場に立つ独立した社外の役員の方というのが重要だということになると思っております。

三つ目に、今回の独立役員の制度というのは、まさにコーポレート・ガバナンスの強化、充実ということですが、その目的は、神田先生のお話にもありましたとおり、企業価値の向上ということだろうと思っております。近年コーポレート・ガバナンスに非常に関心が高まってきて、こういった議論が盛り上がってきた背景というのは、日本企業の収益が非常に長期的に低迷して、その結果として日本株の長期的な低落傾向というのが止まらない、そういうところにあるわけです。東証の岩熊専務のごあいさつの中にもありましたけれども、今日の株価というのは26年前の株価の水準であるということですね。こういった日本企業の長期不振の背景として、コーポレート・ガバナンスにも一つの大きな要因があるのではないかという議論になっていると思います。

そういう意味で、やはりコーポレート・ガバナンスの目的というのは、長期の持続的な企業価値の向上ということにあるということであります。その意味で、本来、企業と株主というか、経営者と株主とは、WIN - WIN の関係というのは当然でして、企業価値が上がっていけば株価が上がって、会社・経営者もハッピー、株主もハッピーということになるわけであります。

収益の低迷が続いて企業価値が上がらないということが続いているのであれば、やはり経営には何らかの変化を起こす必要があって、その変化を促す役割というのが、まさにガバナンスなのだというふうに思っております。

そういう意味で、こういったガバナンスの遂行というのは、本来は、会社の役員、取締役とか監査役のすべての方に期待されている役割なので、独立役員だけが、何か特別な役割を持っているということではないと思うのですけれども、ただ、会社の役員さんというのも人間ですから、義理人情とか、過去のしがらみとか、過去の経緯とかいろんなことがあります。そうするとやはり、純粹に経営を客観的な立場から見ていくという意味で、利害関係のない、しがらみのない独立役員の方に、特にそういう役割を期待したいということになると思っております。

私からは以上です。

**武井** ありがとうございます。皆さまから、大変貴重なお話をいただきました。

若干私のほうから、補足を含めまして少しご説明をしました上で、皆さんとまたディスカッションさせていただければと思います。今の木村さんのペーパーの裏に印刷された「パネルディスカッション参考資料」という一枚モノのレジユメがございますので、そちらをご覧になっていただきながらと思います。

皆さまからもお話があったとおり、例えば、木村さんから、独立役員だからといって、別に社外役員とそんなに何か違うのかということがありましたが、私の理解では、独立役員の方も、法律の整理としては会社法上の役員でございますので、会社利益の最大化のための善管注意義務を負っているということだと思っております。

先ほど、フクシマさんから、独立役員は、ステークホルダーのために、会社の持続的成長を助けるというご発言がございました。それと同時に他のお二方からいみじくもお話がありましたことは、この会社利益の最大化というのは、総株主利益の最大化であると。そして、純投資型株主、東証さんのとりまとめでは「一般株主」という用語で書いてありますけれども、事業関係とかそういった会社との何らかの契約関係等で儲けが生じるわけではなく、純粋なエクイティ・株式のリターンで儲ける純投資型株主の方は、総株主の利益、換言すると会社利益の最大化が生じないと儲からない立場にある方がほとんどだと。一部のヘッジファンドとかでは例外はありますが、ほとんどそういう方でいらっしゃるということです。またそういうかたが会社に魅力を感じて株式を買わないことには株価も上がりにくいわけです。

そして、レジュメの2番ですが、これは私なりの整理なのですが、純投資型の株主にはいろんな特徴があるのですが、一つの特徴として、多くの場合、事業上の契約関係もなければ役員の派遣は行わないわけです。役員派遣をしない理由としてはインサイダー規制との絡みもあります。ということは、純投資型の株主は、日ごろの会社の業務執行の過程で、なかなか見えてこない存在なわけです。会社の業務執行の過程でなかなか傍にはいないわけですね。先ほど、中村先生のほうからも、投資家の目線からどう見られるかという目線が欠けていることがありますというお話がございましてそこもつながりますが、傍にいないがために、どうしても一般株主目線と言うことが欠けることがある、自然にそうなりがちなときがあるということが懸念されるわけです。

そうした中で、会社の特に業務執行の方と、この純投資型株主の方とをどうやってつなぐのか。どうやってその対話の促進をするのかというのが、今一つ重要なテーマになっているのだと思います。単純なことなのですが、お互い話さないと分からないことは分からない。相互に遠心力が働けば働くほど、疑心暗鬼も深まって行って、お互い信頼しにくくなると。いくらお互いが良いことを言っていて、あるいは会社利益の最大化に適う良い業務執行をやっている、お互いなかなか見えないがために、何か不安を持ってしまうと。そういうコストが非効率性としてネガティブに働いてしまうということなのだと思います。

もともと、業務執行の方と純投資型株主は、さっきの話でもありましたとおり、会社利益の最大化のために同じ船に乗っているわけでございます。会社利益の最大化に適うというのはご存じのとおりマイナスを防ぐとプラスを伸ばすとの二つあります。先ほど中村先生からも木村さんからございましたが、マイナスを防ぐという、要は、不祥事を防ぐということです。もう一つは、過度にリスク回避的にならずに、プラスを伸ばす、経営判断として積極的にリスクテイクも行うということです。

業務執行者と純投資型株主、この両面から遠心力が働いて、距離感があるとなかなか見えない。見えないこと自体が、資本市場の世界ではどうしても、株価含めてディスカウント要因になってしまう。見えないがために、何かおかしいと思ってしまうと。こうした非効率性をどう対処しましょうかということが一つ問題になっていまして、その一つの解決策として提示されたのが、独立役員の方に業務執行の傍にいていただくことであると考えられるわけです。

以上を踏まえて、レジュメ3番に「独立役員への期待」と書いてございます。(1)は、要は、外からの目線を持つと。先ほど皆さまからいみじくもお話がありましたけれども、内輪のしがら

みの中でなかなか見えてこない、業務執行者の方だけではなかなか見えてこないところを見るための目線を持つということが大事だと。

たとえば先ほどフクシマさんからは、長期的戦略と短期の意思決定とが一致しているかということもチェックしていらっしゃるというお話がございました。そういった点も含めて、しがらみの中で見えないことがないか。あと中村先生のほうから、十分な情報を持ってちゃんと意思決定していますかということを見ていらっしゃるというお話もございました。社内の中でどうしてもしがらみとかで、見えてきていないところを見るようにするという。そういう役割が、まず一つ独立役員の方に大変重要な、会社利益の最大化の善管注意義務を負っているというところの具体的な姿として、期待されているのではないかとということです。

そこで、(2)に「外からの指摘を理解するリテラシーをもつ(資本コスト概念等々)」と書きました。(2)と(3)は、私の勝手な考えなのですが、以上のような役割を独立役員のかたが果たしていくためには、まずやはり、外からの指摘を理解するリテラシーが必要だろうと。リテラシーが一番大事なのではないかなという気がします。

例えば、一般株主の方が言うこと、純投資型株主が言うこと、例えば、資本コストとか、ああいう概念なんかについて、相応の理解が必要だと思います。外のかたのことを分かるためには、外のかたのおっしゃっていることが理解できなければいけないということです。

それと同時に、(3)に書いていますけど、リテラシーを高めるためには、外からの意見の把握というのは当然大事になるわけでございます。その観点から、実務的にはまだそんなに進んでいないようですが、独立役員の方にはIR担当部署との連携が今後大変重要なのではないかと思います。

ちょうど監査役の方が、ここ5~6年の間で、内部統制部門との連携を強化していっていますが、それと似た話です。独立役員の方も、IR担当部署との連携を深め、そこからいろんな情報を取るということが大変大事ではないかなと思います。先ほどフクシマさんからのほうからも、情報を持つことが大事だというお話がございました。外の意見を把握できるだけの情報を持っておくということが大事だと思います。

なお、ここで「IR担当部署」と書きましたが、一点この点も誤解のないように申し上げたいのですが、IRと言うとどうしてもSell、Buyのアナリストとの対話というイメージを持ちやすいのですが、それ以上に、むしろ機関投資家の内部で議決権を実際に行行使する、議決権の判断権者との意見交換・IRが大事ではないかと思えます。Sell and Buyで動かすか否かに関する意見以上に、長期保有で株を持つとしていて、毎年1回総会で議決権を行使する部署、そういう方へのIRは、通常の海外のロードショーとかで行うIRとかとは、株主側で話すべきカウンターパート・担当者自体もそもそも違うわけです。そういった議決権を行使する決定権者の方との話し合いを含めたIRという意味です。私は「議決権IR」と区別する意味で呼んでいますが、普通一般的に考えてられるIRとはちょっと違う側面も含んでいるということをお願いしたいと思います。

こうした議決権IR、議決権行使の担当者の方との対話については、現場での取組みもまだまだ進展していない感があります。また何でもかんでも話せばよいと言うわけでもなく、先ほどフクシマさんからも企業秘密の話がございました。法制的にもハードロー・ソフトローを含めて、

こうした諸論点の改善・整備に向けて行うべき事項がまだいろいろとあると認識しております。

レジュメの(4)は、純投資型の人がいくら正しい意見を仮に持っていたとしても、やっぱり会社内部で業務執行者の傍で言わないと、投資家の方が言ってもどうしても「touch and goの人が言っているだけだ」となりえることになります。仮にそれが正しいことであっても「すぐいなくなる人が言っているだけでしょう」的なことを思われることもあるわけです。正しいことは中で言うかたが必要、そうした役割が大事かと思えます。もちろん何が正しいのかを判断することは、(2)で述べたりテラシーの重要要素として重要です。

最後の(5)ですけれども、当然外で言っていることが正しいとは限らないわけですし、要は、中で正しいことをやっているけれども、単に外にそれが見えていない、説明がされていないといましようか、伝わっていないから間違っているということがあるわけでございますので、そういう場合には、外で言っていることがもし間違っているのなら、間違っているということ、中からきちんと外に説明するということがまた一つの役割として出てくると思えます。

あと、その観点から、企業秘密と書いてございまして、先ほどのフクシマさんのほうから、機密性を大事にしていらっしゃるというお話があったのですが、確かに社内のことを何でもかんでも機関投資家含めた株主に話せるはずがないのですね。ですので、説明責任といってもどうしても限界があるわけなので、そうした制約がある中で、独立役員の方がちゃんと見ていらっしゃるということによる、外からの、特に長期保有型からの信頼を受けるための役割。それが独立役員の方に期待されている役割ではないかと思われまます。

ということで、私のまとめは以上です。勝手なまとめをしてしまって申し訳ございませんでした。いろんな話が今出てきましたので、マイクを一周ずつ回しまして、一言ずつ補足コメントをいただきましたらと思えます。では順番にフクシマさんのほうからお願いします。

**フクシマ** すばらしいまとめをしていただきまして、ありがとうございます。三点だけ付け加えさせていたいただきたいと思えます。

まず、インデペンデンスということで、社外取締役の中でもさらに要件を厳格化した独立取締役というのが基本的な理解だと思のですが、私がガバナンスに入りましたのがアメリカの会社でしたので、インデペンデンスということ、つまり独立性は、全員がもう当たり前という感覚だったと思えます。ただ、その独立性をどう定義するかというのは、今後日本でも様々な議論がなされていくと思えますが、非常に難しい問題だと思えます。

というのは、やはりステークホルダーといったときに、当然取引先も入れれば、いろいろな関係者が入るわけなので、独立取締役がそういう人たちであってはならないというのが独立性で定義をされていますので、そうなると、本当に代表なのかという議論も出てきます。例えば、株主にしても、本当に株主、株を持っていなければ株主の代表として取締役になってはいけないのかというような議論に発展をしていって、いったい誰のためのガバナンスかというのが明確でなくなってくる可能性があります。余り厳しくすると誰も適任の候補者で、独立性を満たす人が居なくなる可能性もあります。したがって、その辺の独立性は極端に厳しく限定をすると、全くその業界、企業の分からない人ばかりになる可能性もあります。それが企業にとって本当に良いことかという疑問を私は持っています。

それから二点目としては、先ほど IR 部門との連携強化というお話が出ていましたが、これは非常に大事なことだと思います。やはり私もアナリストのいろいろな評価が出ますと、ソニーにいたときは必ず送ってくれましたので、それに必ず目を通すということと、あとはアナリストへの説明会ですね。業績説明会は、多分 4~5 回、出られるだけは出て、実際にアナリストの人たちがどういうところに関心を持って聞いてくるのかというようなことを聞いたり、それから海外のアナリストカンファレンスを、これは聞くだけしかできないのですけれども、聞いてできるだけ、どのような情報に対して、アナリストがどう評価をし、反応をしているかということは、常にフォローをするようにしておりました。

やはり先ほどの企業の情報の機密性ということにもかかわってくるのですけれども、内部で様々な議論がされて、出た結論でも、外にどう発表するかの出し方によって、誤解を受けることがあります。従って、本当に企業の最終的な利益、株主ならびにステークホルダーの利益を考える場合には、その出し方にも気を配らなければいけないと思います。それは決して隠すとか、うそをつくとかということではなく、できるだけ情報をきちっと正確に伝えるという努力が大事だと思います。これは IR 部門にとっては一番大事なことです。独立取締役としても、機密性を守る等のどういうスタンスであるかというのは重要でした。時々何かあったとき、新聞記者の方とかからアプローチがあるのですが、私は独立取締役としては一切コメントをしないという方針できておりました。といいますのは、私自身の考えはあります。しかし、それが必ずしも取締役の総意、会社の総意ということではありませんので、そういうのはお話をしないという方針できております。

それから三点目としては、先ほど私が敵対的という話をして、基本的に何か不祥事なり何なりをしそうな CEO がいた場合には、そういう人たちの解任も重要な独立取締役の役割であるというお話をしたのですが、実は私自身も、何社かで交代、これは必ずしも不祥事があって解任だけではなく、本当の意味での継承プランをどれだけスムーズに、いい方向性にできるかというお手伝いはしたのですが、私自身のコーン・フェリーでも 2 度 CEO を代えるという事態に至りました。これはどちらかという、1 回目は問題があって解任をせざるを得なかったということで、2 回目は、本当の succession ( 継承 ) プランだったのですが、この場合でも、先ほど申し上げたように、情報をきちっと取る、それから物事を事実ベースで判断をするということの重要性を、嫌というほど経験いたしましたので、それで先ほどそのお話をさせていただきました。

以上です。

**武井** ありがとうございます。では、中村先生、お願いいたします。

**中村** 私から一点だけ、先ほど、武井先生から、リテラシーを持つというのがとても重要ですよというふうにご指摘がありまして、これは本当だと思うのですね。独立役員の方々の多分最初の一步というか、一番重要なことは、経営者の方々の価値観と、投資家の価値観って、実は全然違うことがあるってということがありまして、例えば、配当政策をどうしようとか、あるいは日本の企業の場合には、たくさんの現預金、流動性を手元に持っている場合があったりしまして、そういうことがあって、投資家から「高額の配当をしる」なんてことを言われたときに、けんかにな

っちゃいますね。あのときに、日本の経営者の経営の側の価値判断しか知らないと、「何だあいつら」ということになってしまうのですけれども、実は、投資家の側が持っている価値観を知ると、実はああいう「配当をしろ」という言い方も、実はちゃんとそれはそれなりに理があるのですね。そういう投資家の価値観もしっかり知って、経営側の価値観も知って、どこが一番いいところなのだとすることを知らなければいけないのですね。

これは、私はある会社の取締役を、委員会設置会社の社外取締役をやったことがあるのですが、そのときには、そこで取締役会で配当方針をどうしようかということだけで議論しているのですね。一つ議題にしましてね。そうすると、配当ってどうすれば一番みんながハッピーになるのだろうと。会社にそのお金をとっておくってどういう意味なんだろう。株主にそれを配るってどういう意味なんだろうと。どっちによってどういうふうに価値観があるのだろうというようなことを散々、一日中議論したなんてことがありまして、そういうことをいたしますと、あっ、なるほど、いろんな考え方があるのだなというようなことが分かります。

ですので、例えば、配当政策どうしましょうかという議題を、1回だけでも取締役会に出してもらおう。みんなで議論する。なるほどということが分かると思います。ですので、経営側の価値観と、投資家側の価値観、両方知るということが、多分独立役員の最初の一步なのではないかなと私も思っています。

私からは以上です。

**武井** ありがとうございます。では、木村さんのほうからお願いいたします。

**木村** ありがとうございます。今のお話とちょっと重なるかと思いますが、先ほどの武井先生のご説明の中で、資本コストの概念というお話があって、まさに投資家から見ると一番重要な概念だと思います。先ほどガバナンスの目的は、長期的な企業価値の向上ということを申し上げました。企業価値という言葉も、あまり日本ではポピュラーではないといいますが、あまり理解されていないところがあると思うのですけれども、投資家の立場から言うと、まさに資本コストを上回る利益を上げてはじめて企業価値があるのだということになるので、そういう意味で資本コストということをもう一度ぜひ、特に社外役員、独立役員の皆さんには、理解していただいた上で、そういった立場で経営を見ていただければと思います。

例えば、一つの例なのですけれども、最近、株式市場では、増資というのが非常に評判が悪いといいますが、増資すると株価が下がるという例がすごく多いのですけれども、これも別に増資することがすべて悪いわけではなくて、先ほど、中村先生のお話にもありましたけれど、増資したことによって、将来的にその資金が事業にうまく使われて利益が増え、企業価値が高まっていくということであればこれは、当たり前なのですが、大歓迎です。ただ、増資して、その資金が活用されず、結果的にただ一株利益が下がっただけだったということでは、これは投資家から見たら当然ノーですよ、ということですので、その辺の考え方を一つのベースにさせていただくと大変ありがたいなというふうに思っております。

**武井** ありがとうございます。あと5分ぐらいですが、最後に独立役員の皆さまに一言ずつメ

ッセージをお願いしますという進行になっております（笑）。今日会場には 800 名以上のかたがいらっしゃっていますので、もしよろしければ、皆さまから一言、1 分ほどで、会場にいらっしゃっている皆さまへ一言メッセージをお願いいたします。では、木村さんから。

**木村** すみません、ありがとうございます。それでは、また同じような話の繰り返しで申し訳ないのですが、投資家の立場から見て、独立役員の方々へ期待することというのは、最近の話題の言葉で言うと、「粛々と」本来の取締役なり監査役としての役割を果たしていただくということだろうと思うのです。先ほど、私のペーパーの中で、「変化を促す役割」というふうにちょっと抽象的に書いているのですが、もう少し具体的に言うと、例えば、非常に収益が厳しい、あるいは低迷が続いているということであれば、例えば、不採算の事業から撤退をするという決断とか、あるいは M&A だとか、事業の提携だとか、そういったことは、本来すべての取締役さん、すべての会社の役員の方が考えてきちんとやっていくべきことですが、ただ、やはりいろんな過去の経緯等もあって、なかなか決断がしにくいという部分は出てくる可能性がある。そのときにやはり独立役員というお立場の方に、投資家としては一番期待しているのだということを考えておいていただければありがたいです。あまりあってほしくないことですが、どうしても現在の経営陣がふさわしくないということであれば、その経営陣の交代ということも含めて、会社の変化ということを後押しする、そういう役割を期待しています。

**武井** では、中村先生、よろしく願いいたします。

**中村** 一言、一つ面白い事例を知っていますので、ご紹介申し上げたいと思います。私の存じ上げているある会社で、やはり何年か前にこういう株主の価値観って知らなきゃいけないよねっていうことを考えまして、その会社は 1 人副社長を置きまして、その副社長は担当業務を持たない無任所の副社長にしちゃったのです。何をやるのだということ、「おまえさんは、担当業務を持たなくていいから、取締役会とか経営会議とか、その会議に出てすべて株主だったらどう思うかという観点ですべて意見を言え」と、そういうふうに社長は指示をしたのです。そしたらその人頑張りまして、投資家だったらこう思うんだというようなことを散々言い始めまして、そうしましたら、社内のあっちこっちの事業部門が議案を出すときには、どんなことを言われるんだろうと思って大騒ぎになりまして、その副社長のところにもう一生懸命、一生懸命、日参いたしまして、この議案だったらどう言うとか、実は、決して何か下打ち合わせとかそういうんじゃなくて、勉強しに来るんですよ。そうやって勉強しに来て、皆さん一生懸命いろんな部署の方が勉強しますと、「あっ、そうか、投資家ってこんなふうに考えるんだ」みたいな、そんなことが実は社内に浸透しまして、そういうことを半年とか 1 年間やったら、社内の各部署のそれなりの方が皆さん、「あっ、そうか、投資家ってこう考えるよ。でも、僕らの考え方もあるよね」というのを両方語れるようになったと、そういう会社を知ってございますので、いろんな知恵があると思いますので、皆さん方も知恵を出していただければと思います。

**武井** ありがとうございます。では、フクシマさん、よろしく願いいたします。

**フクシマ** 今、投資家の目線というお話があり、それは非常に重要なことだと思うのですが、実は、投資家ご自身にも、やはり投資家というお立場をきちっとご認識いただきたいと思います。なぜならば、良い投資家は企業のガバナンスを通して業績向上に貢献できると思うからです。私が長年コーン・フェリー米国本社の取締役を務めていた時に、実はある年キャッシュが不足したのですが、その際に、米国の投資ファンドに投資を依頼し、そこからお二方に取締役会に入って頂き、2年ほど一緒に仕事をしました。かなり”benign(優しい)”投資家ではありましたが、厳しい指摘も多々あり、大変良い刺激になりました。そういう意味では、常に取締役として、(私はその当時は社内ですけれども)他社の独立取締役を務める際も、「投資家だったらどう考えるか、マーケットがどう反応するだろうか」ということを常に頭に入れるという勉強をしました。

ただ、その中で一つ感じたことは、逆に投資家の方にも長期で投資をして頂きたい、長期的に見て頂きたいなということだったのです。どうしてもファンドでしたので、1~2年で売り抜けるという感覚でいろいろな提言をしてくださると、さっきの touch and go ではないのですが、長期的に見たときに本当に企業の価値、つまり将来の繁栄を目指す意識を持って戦略に沿っての決定をしたいと思っても、プレッシャーがものすごくかかりますので的確な判断が必ずしもできない。私自身は、過去の日本企業のガバナンスは、あまりに「日本企業は投資家を無視している、株主を無視している」という極端なところからスタートをしていますので、日本の国内では投資家も声をあげて、企業もそれを意識すべきであるというのは理解できますし、それは私自身も気を付けているのですが、ただ逆に、ちょっと極端にそちらに流れすぎてしまうと、どうしても短期的なところに独立取締役も負荷がかかりますので、皆さんも、ご自分のスタンスというものを明確にお決めになられた方が良いと思います。「自分としてはこうあるべきだと思ふ。この会社はこうあるべきだ」というスタンスをお決めになれて、対応なさることをお勧めします。日本のガバナンスは香港にあるアジアのガバナンスの組織等々から、まだまだ、transparency(透明性)がない等いろいろ批判されていますが、ぜひ日本の企業に合った、なおかつ日本の企業の繁栄を後押しするようなガバナンスのシステムを、それぞれの業界で、それぞれの企業で確立していただければと思います。どうもありがとうございました。

**武井** どうもありがとうございました。独立役員は何をすればよいのかという壮大なテーマにつきまして、いろんな観点からお話が出たかと思えます。本日お越しいただきました皆様に何らかの形でご参考になると大変幸せでございます。では、本日はどうもご清聴ありがとうございました。

以 上

東証 独立役員セミナー  
講演録  
[資料編]



**TOKYO**  
STOCK EXCHANGE

5 . 基調講演 資料 『独立役員に期待される役割』





## 独立役員に期待される役割

### はじめに

株式会社東京証券取引所（以下「東証」という。）では、平成21年12月に有価証券上市規程等の一部改正を実施し、すべての上場会社が備えるべきコーポレート・ガバナンスの枠組みとして、独立役員の確保を求めることとした（有価証券上市規程第436条の2第1項）。

上場制度整備懇談会では、この独立役員制度について、その理解を促進し、制度の定着を図る観点から、次頁以下のとおり、その意義と独立役員に期待される役割をとりまとめた。

この制度は、一般株主の利益保護という制度の趣旨を踏まえた運用がなされることが重要である。この制度が形式主義に陥り、制度の趣旨に反するような運用が行われることとなれば（例えば、独立役員として届け出られた者が、一般株主の期待に反する行動をとるなど）、個々の上場会社に対する株主・投資者の信頼が失われるだけでなく、我が国の証券市場全体に対する国内外からの信頼感が損なわれ、ひいては我が国経済の国際的な競争力の低下要因となることも懸念される。

したがって、東証としては、上場会社各社に対して、独立役員制度の導入趣旨を踏まえた適切な対応をおり強く求めていくことが適当であり、その前提として、当該制度の意義や独立役員に期待される役割について、上場会社各社の独立役員のみならず、すべての上場会社関係者に対して、広くその適切な理解を得るための努力をおうことが必要である。

### 独立役員 制度の意義

東証の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は、上場会社にとってコーポレート・ガバナンスが有効に機能することは、継続的に企業価値を高めていくための極めて基本的な要請である、と謳っている。

一般に会社には多様な利害関係者（株主・経営者・従業員・取引先・債権者など）が存在しているが、上場会社に特有で、かつ共通しているのは、一般株主の存在である。

上場会社には、株式の流通市場を通じた売買によって変動しうる株主が多数存在しており、その多くは個々の株主としては持分割合が少ないために単独では会社の経営に対する有意な影響力を持ち得ない株主である。このような株主を一般株主と呼ぶ。この一般株主が存在することで、上場会社は円滑な資金調達機会を得るなど、様々なメリットを享受しているが、これらの一般株主は、上場会社の経営に対する影響力が弱く株式の流動性も高いために、上場会社の経営において、その利益に対する配慮がとすると失われがちである。

しかしながら、一般株主は上場会社にとって不可欠の存在であり、その利益は、株主共同の利益とも言い換えることができ、上場会社の利益と一致するのが通常であって、一般株主の利益に配慮して会社の経営が行われることは、上場会社とその事業目的の遂行と企業価値の持続的な向上を目指すうえで極めて重要である。

また、一般株主の利益が適切に保護されることは、証券市場を通じた資金調達機能等が適切に発揮されるための条件であり、株式の上場制度の根幹をなすものであると言える。上場会社と我が国経済の発展にとっても、一般株主の利益が適切に守られる環境を整備することは重要である。

上場会社を取り巻く利害関係者の多くは、上場会社の企業価値の向上によって恩恵を受けることになるが、個々の

利害関係者の利害は、常に一致するわけではなく、通常、その利害調整は、日常の経営の中で行われている。しかし、時として、日常の経営の中での利害調整に委ねることが不適当な利害対立が生ずる場面も想定される。

特に、上場会社の経営者と一般株主との間の利害の相違が顕在化する局面では、とすると一般株主の利益を軽視した決定がなされるおそれがある。こうした局面では、一般株主の利益に配慮した公平で公正な決定がなされる仕組みが上場会社のなかに設けられることが、強く求められる。

この点について、例えば、MBOに関しては、経済産業省の「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」(平成19年9月4日)において、意思決定プロセスにおける恣意性の排除のための工夫として、独立した立場の者にMBOの是非及び条件の諮問を行い、その結果をなされた判断を尊重することが提言されている。

また、買収防衛策に関しては、経済産業省・法務省の「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(平成17年5月27日)において、内部取締役の保身行動を厳しく監視できる実態を備えた独立性の高い社外取締役や社外監査役の判断を重視するよう設計しておけば、株主や投資者に対し、取締役会の判断の公正さに対する信頼を生じさせる効果があるとされている。

さらに、第三者割当増資に関しては、東証の上場ルールにおいて、第三者割当のうち、25%以上の着弾化を伴う場合や、支配株主が異動する見込みがある場合について、経営者から一定程度独立した者による第三者割当の必要性及び相応性に関する意見の入手又は第三者割当に係る株主総会決議などによる株主の意思確認のいずれかの手続を行うことが求められている。

これらの指針やルールに共通しているのは、上場会社の利害関係者の間で明確な利害の対立が生じうる場面においては、意思決定プロセスの中に独立した立場の者の客観的な判断を取り込むことが、一般株主の利益に配慮した公平で公正な決定のために有効かつ必要であるという考え方である。

このことは上記のような経営者と一般株主との間で利害の対立が顕在化する局面だけの問題ではない。日常の経営判断の最重要な結果的に一般株主の利益を損ねる場合が繰り返ることを踏まえれば、平常から、上場会社の意思決定プロセスに独立した立場の者が関与していることが、一般株主の利益に配慮した公平で公正な決定のために、やはり有効かつ必要である。

この場合、上場会社の重要な業務執行に係る決定は取締役及び監査役の出席する取締役会で行われるため、その取締役会に参画している取締役又は監査役の中に独立した立場の者の存在が確保されることが、重要である。

上場会社のコーポレート・ガバナンスについては、最終的には個々の上場会社において実効性のある最適な枠組みが、上場会社とその株主との間の継続的な対話と合意形成を通じて確立されることが求められる。その一方で、上場会社の株式は証券市場において不特定多数の投資者による投資の対象となる以上、一般株主の利益保護の観点から、すべての上場会社が当然に備えるべきコーポレート・ガバナンスに係る枠組みの整備も同時に求められるというべきであり、かつ、それは客観的に理解されやすい形で提供される必要がある。

独立役員制度は、以上のような意義を有するものである。

### 独立役員に期待される役割

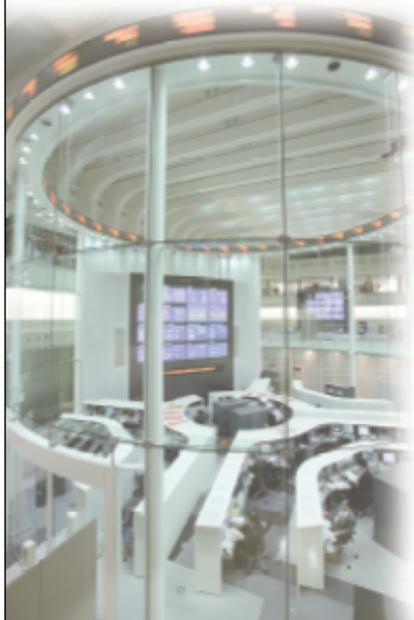


## 独立役員に期待される役割

### 独立役員に 期待される 役割

**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とることが期待されている。**

一般株主の利益は基本的には上場会社の企業価値の向上により図られるものであり、本来、上場会社のすべての役員が担うべき役割である。このような上場会社において独立役員の設置が求められる理由は、上場会社の一般株主は、会社の経営に対する影響力が弱く株式の流動性も高いために、会社の経営において、その利益に対する配慮がとれずと失われがちであるからである。そして、上場会社に対して確保が求められる独立役員は最低1名以上であり、社外取締役か社外監査役のいずれでもよいことを踏まえれば、独立役員には、上場会社の意思決定プロセスにおいて、一般株主の利益に配慮する観点から、発言機会を求め、必要な問題点等の指摘を行い、そうした問題意識が取締役会に出席する他のすべての役員に共有され、そのうえで取締役会などにおける判断が行われるように努めるなど、一般株主の利益保護のために行動することが期待される。



### 留意点

▷ 独立役員は、上記の期待される役割を果たすにあたり、例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み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。
- ・ 業務執行に係る決定等を独立役員として適切に評価するために必要な情報が、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。

▷ 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。

※一般株主の利益保護とは、他の利害関係者との利害調整を要する局面において、他の利害関係者の利益を考慮することを排除するものではない。

※一般株主の利益保護のために独立役員がとるべき対応は、企業不祥事を未然に防止することや、過度のリスクを伴う行動を牽制することだけではない。業務執行に係る決定等の局面において、企業価値の向上を実現するために、相応の行動をとることを促すような発言を行うことも含まれる（なお、独立役員が監査役である場合には、会社法上の権限との関係で、取締役とは異なる面がありうる）。

▷ 独立役員には、平常から、一般株主の声や期待に対する感度を高く保つように努めることが望まれる。

※このことは、個々に株主の意見を直接聞くことまでをも意味するものではない。

▷ 独立役員には、平常から、上場会社の他の役員、業務執行者との間の円滑なコミュニケーションを保つよう配慮することが望まれる。

※以上に述べた一般株主の利益保護について、独立役員がその役割を適切に果たすためには、上場会社の他のすべての役員、業務執行者においても、独立役員に期待される役割を十分に理解し、独立役員制度が機能するための体制を整備すること（独立役員への適時適切な情報伝達体制の整備、社内部門との連携、補助する人材の確保など）が不可欠である。

以 上

『独立役員に期待される役割』は、東京証券取引所ウェブサイトでも閲覧可能です。

<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/yakuwari.pdf>

6 . 特別講演 スライド ( 前田 新造氏 )

---

## 独立役員の果たす役割とガバナンス

---

株式会社 資生堂  
前田 新造

### 会社概要 2010年3月期(連結ベース)

創業

1872年(明治5年)

資本金

645億円(2008年3月末現在)

従業員数

40,800名(グループ従業員数)

経営実績

売上 : 6,442億円

営業利益 : 504億円

(営業利益率 7.8%)

経常利益 : 515億円

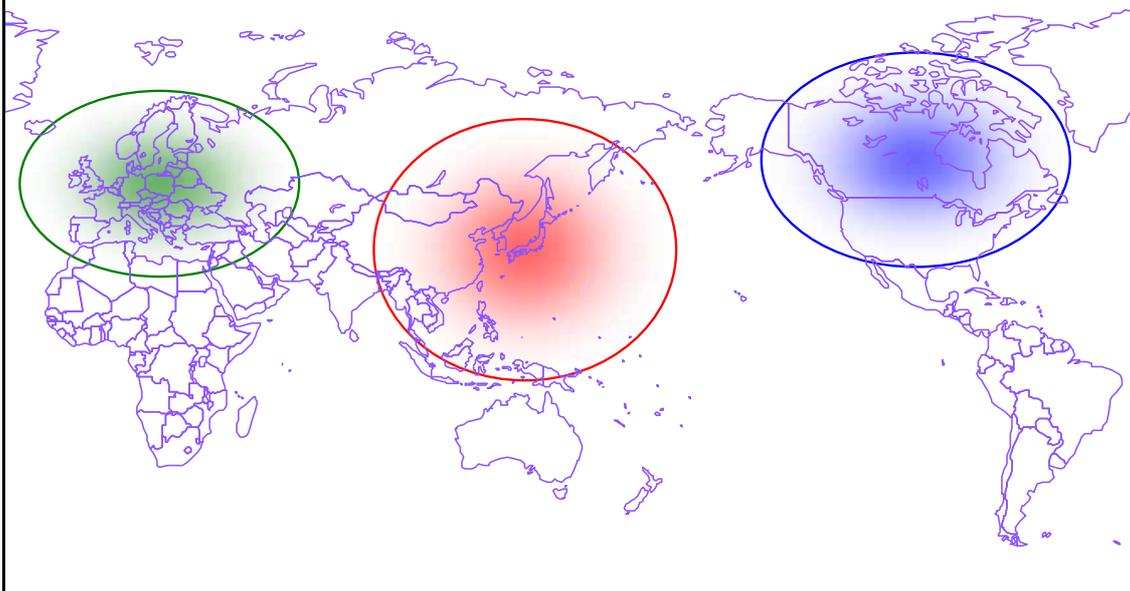
当期純利益 : 337億円

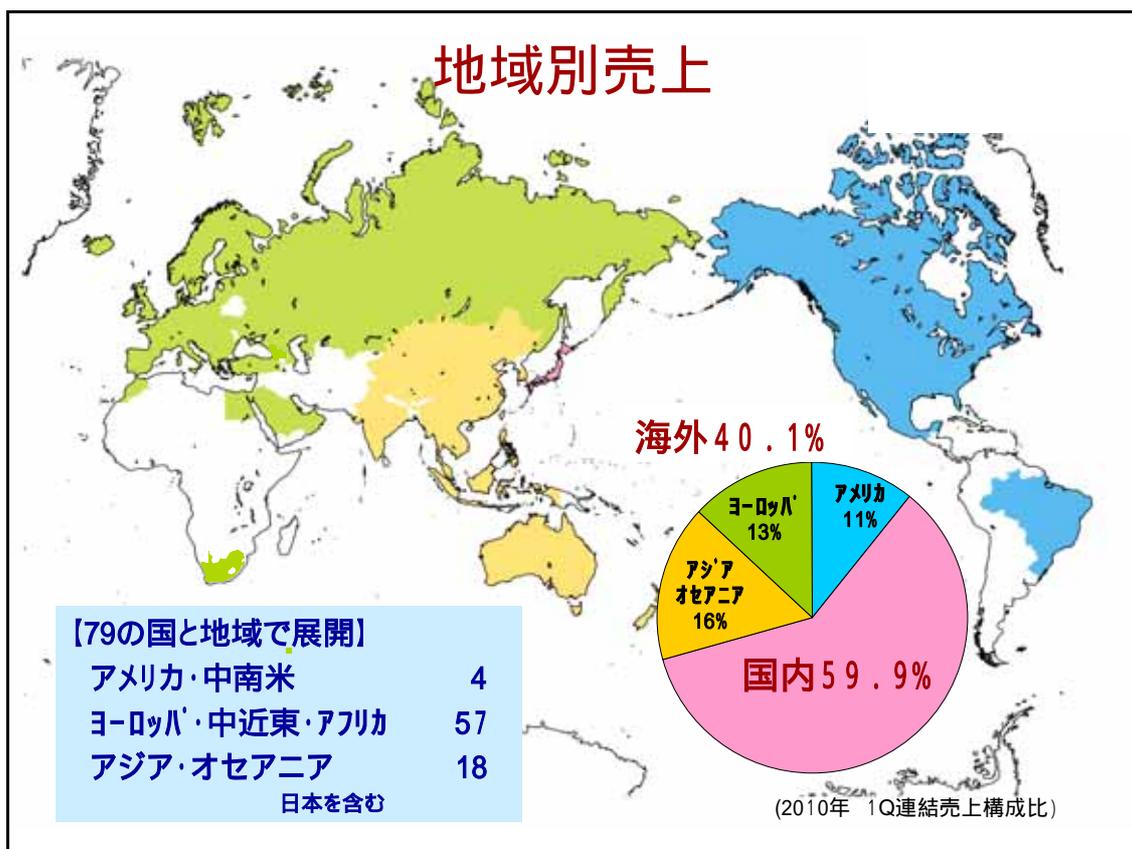


## 資生堂の企業理念

私たちは、多くの人々との出会いを通じて、  
新しく深みのある価値を発見し、  
美しい生活文化を創造します

アジアを代表する  
グローバルプレイヤーを目指す





## グローバル化を目指す上での経営課題

経営の品質そのものをグローバルに  
通用するよう磨き上げる

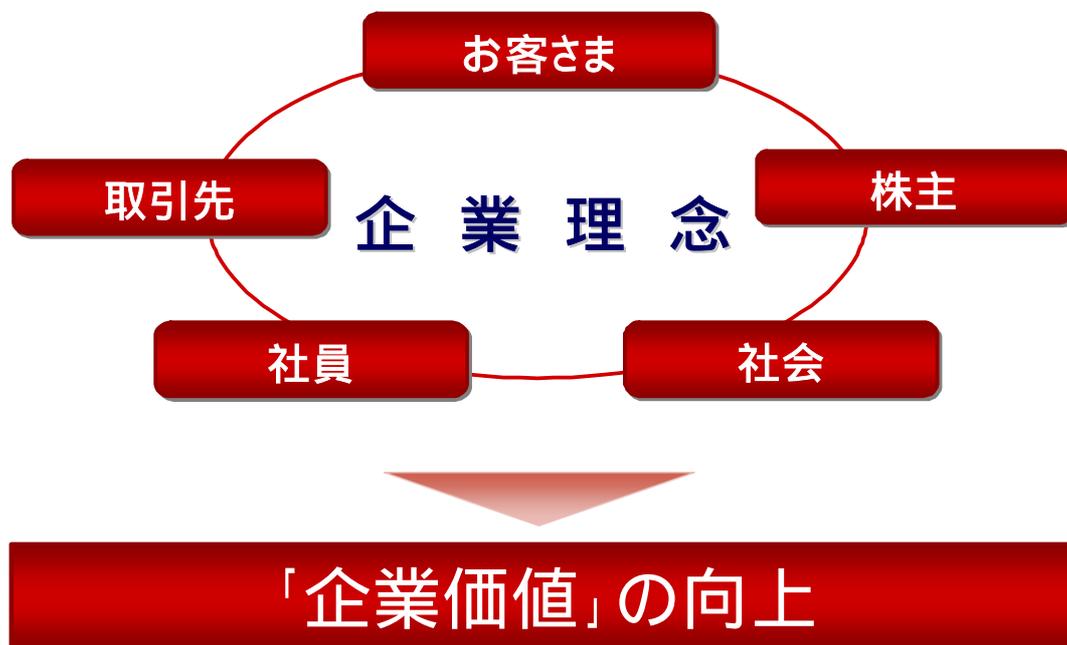
### ダイバーシティー化への対応

スピード

ガバナンス

意思決定

## コーポレートガバナンスの基本的な考え方



## コーポレートガバナンスの要素

経営の透明性

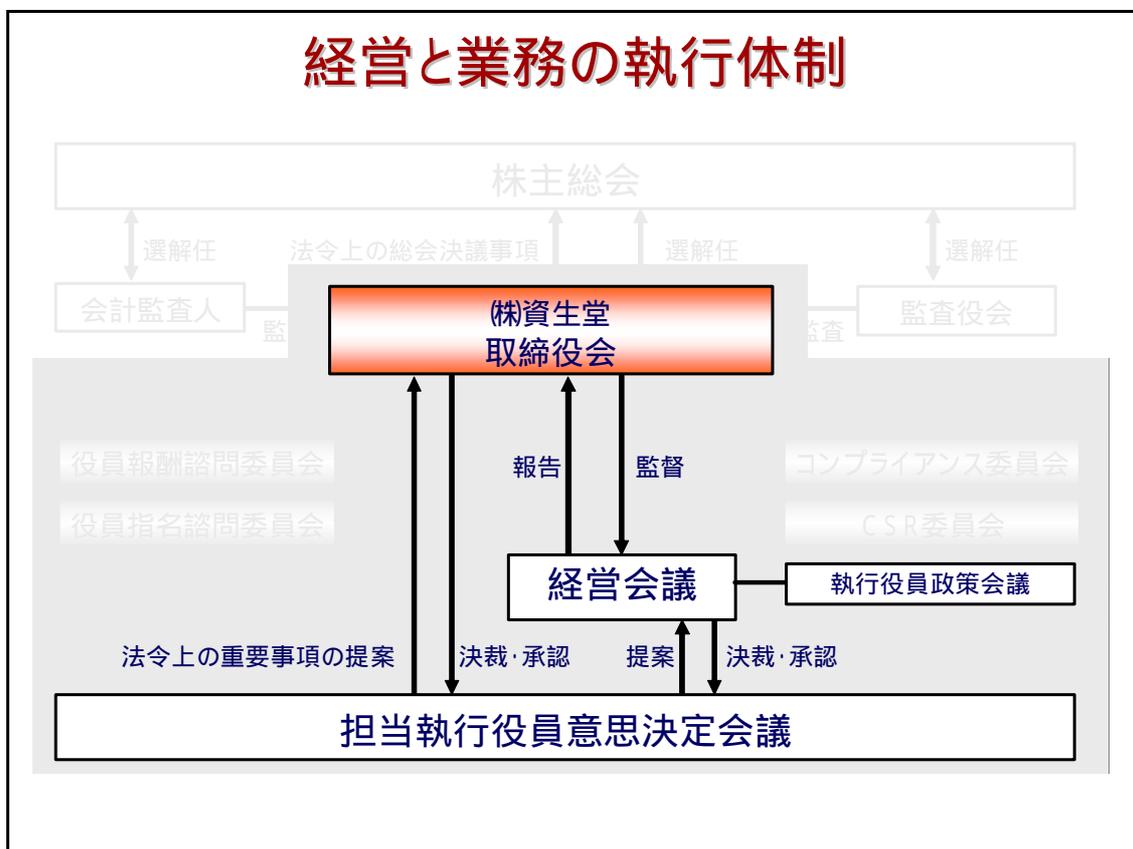
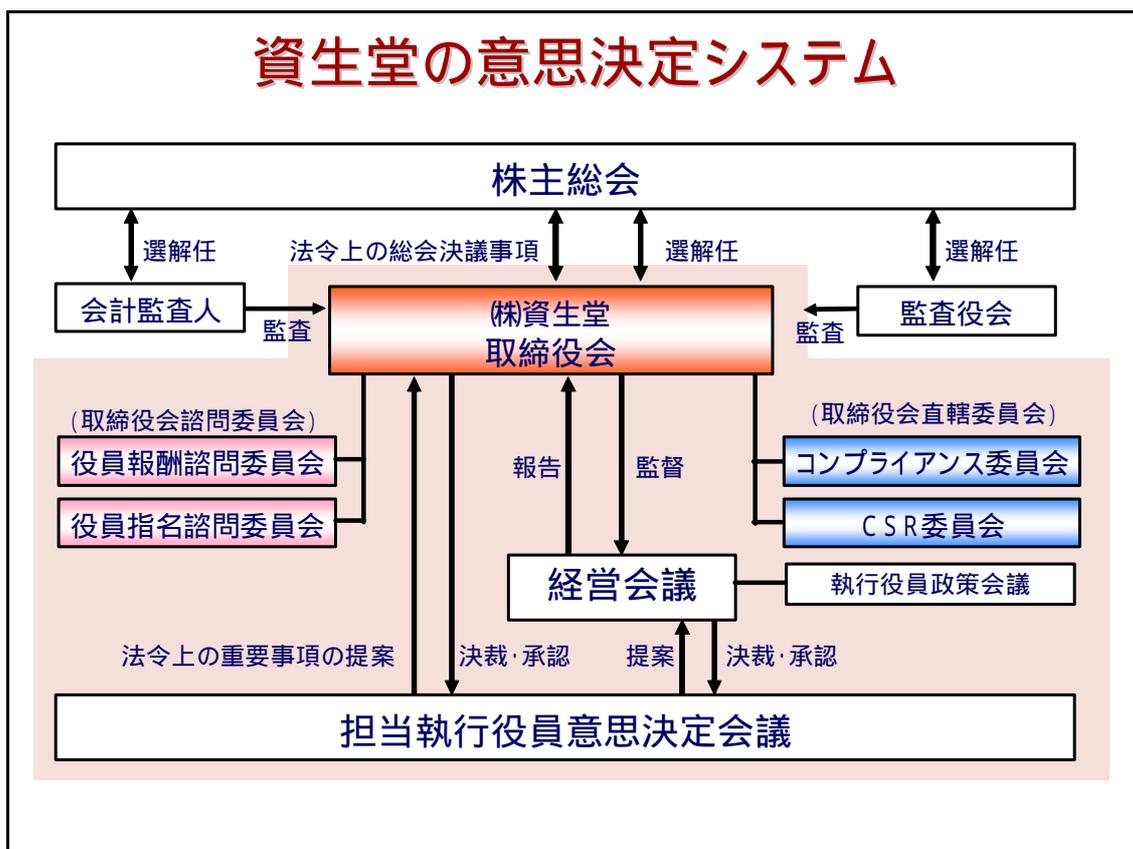
迅速かつ適切な情報開示

経営の公正性

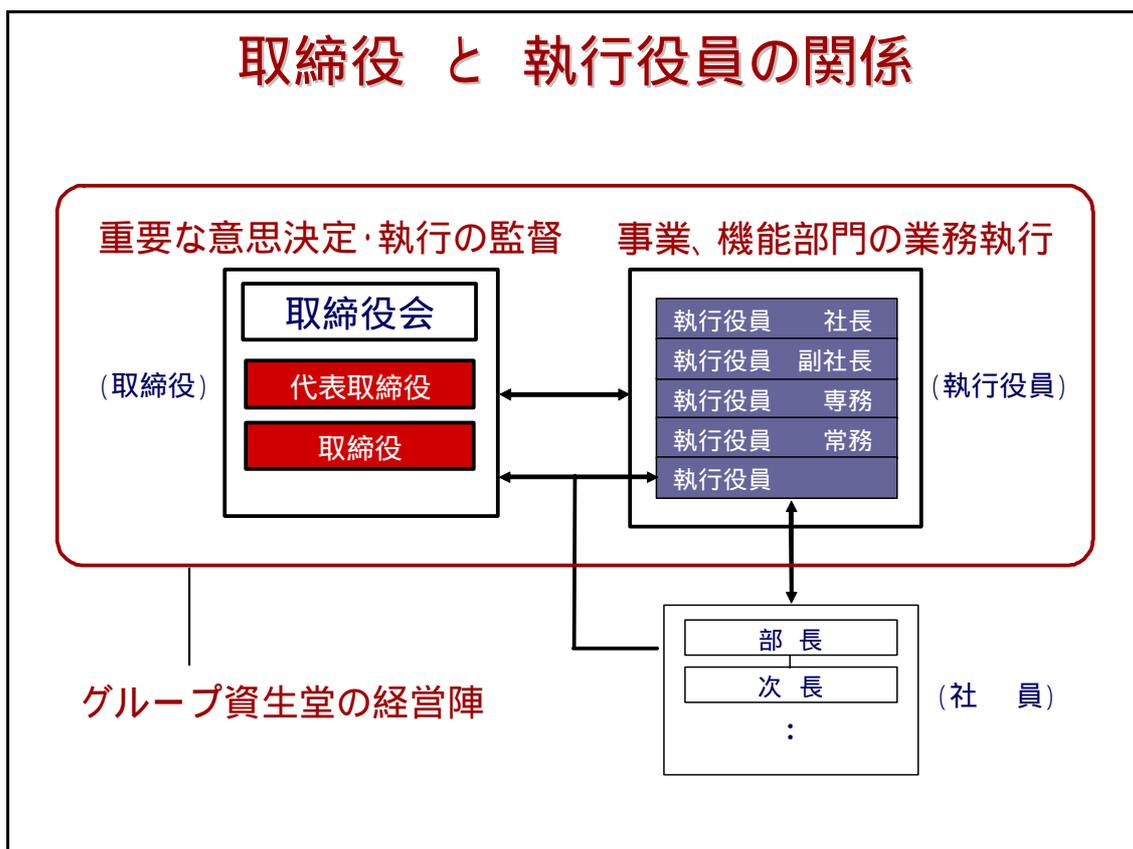
ステークホルダーへの説明責任

経営の迅速性

意思決定と戦略実行のスピードアップ



## 取締役 と 執行役員の関係



## 社外取締役の起用

経営に外部視点を取り入れ、業務執行に対する一層の監督機能強化を図ることを目的に起用



独立性に拘り、経営の透明性や公正性を健全に担保する

## ダイバーシティへの対応

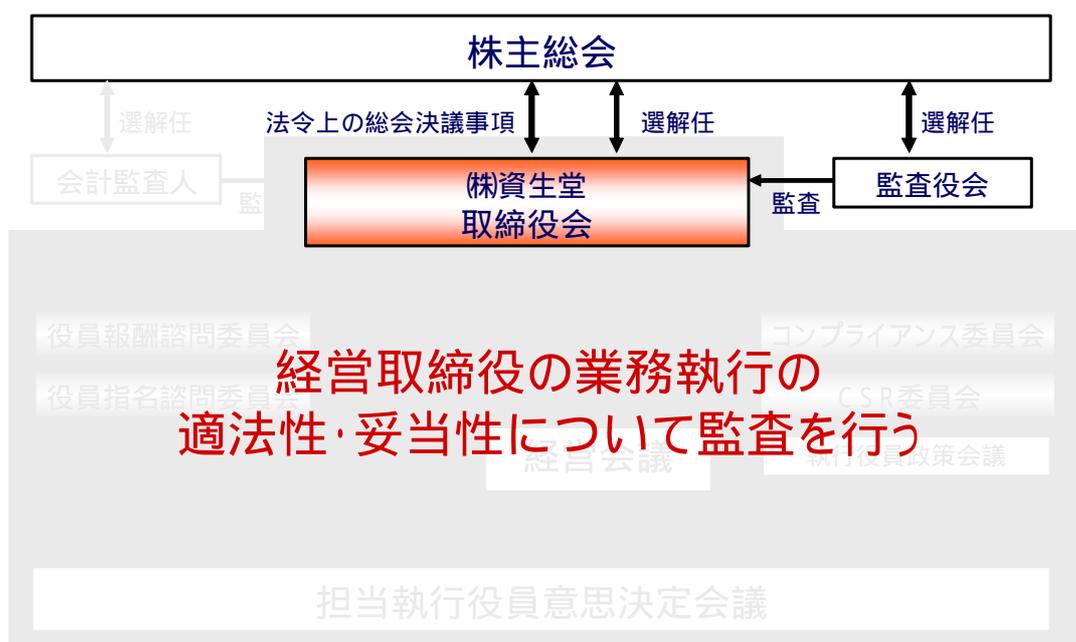
### 社外取締役

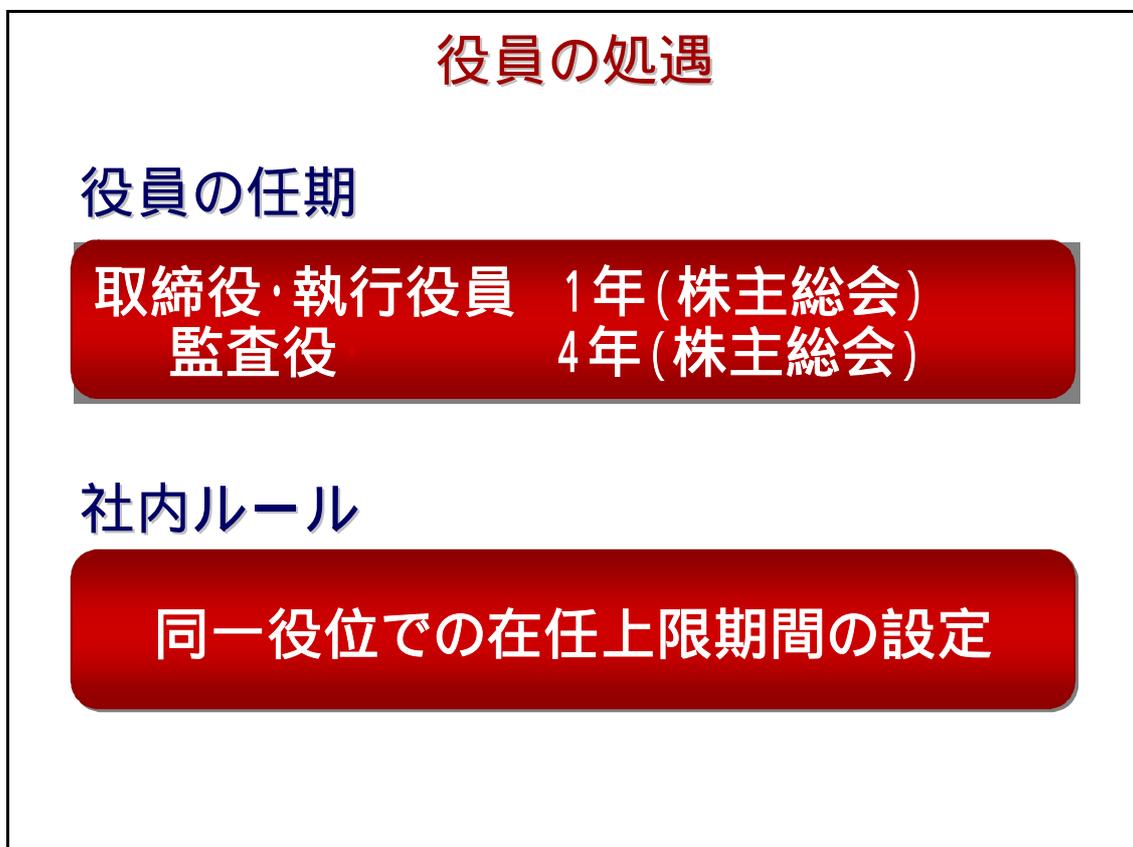
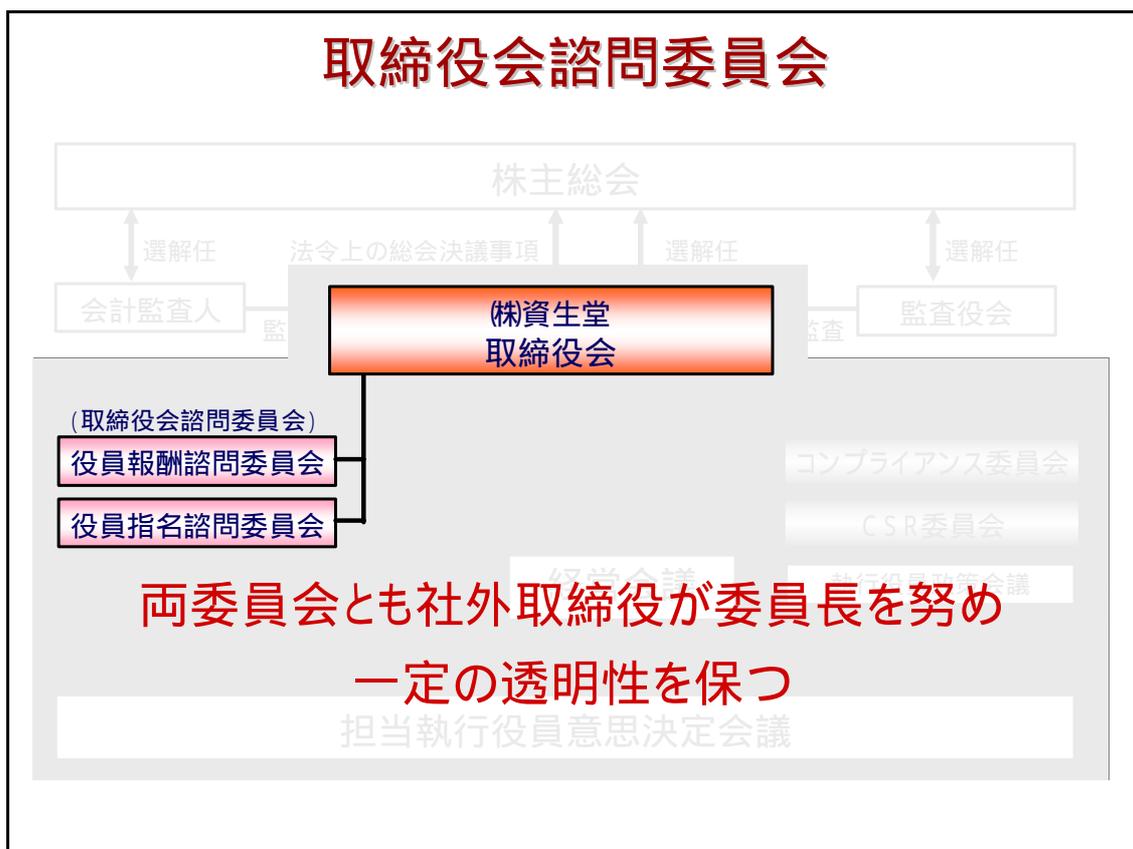
岩田 彰一郎 (アスクル株式会社代表取締役社長)

上村 達男 (早稲田大学法学部)

社外取締役に加え、他の取締役にも  
多様なキャリアを持つ人材を起用し、  
厚みのある経営を行う

## 監査役・監査役会





## 役員報酬制度(05～07年度)

(2005年～2007年)

<b>50</b> <b>固定報酬</b> <月額基本報酬>	<b>50</b> <b>業績連動報酬</b> <賞与・ストックオプション>
--------------------------------------	--

- 2004年度 役員退職慰労金制度廃止
- 2005年度 新役員報酬制度導入
- 業績給は短期、中期、長期の3つで構成
  - 【短期】： 賞与
  - 【中期】： 1円ストックオプション
  - 【長期】： 時価ストックオプション
- 社外取締役と監査役は固定報酬のみ

07年度まで。08年度からパフォーマンスキャッシュ・1円ストックオプションに変更

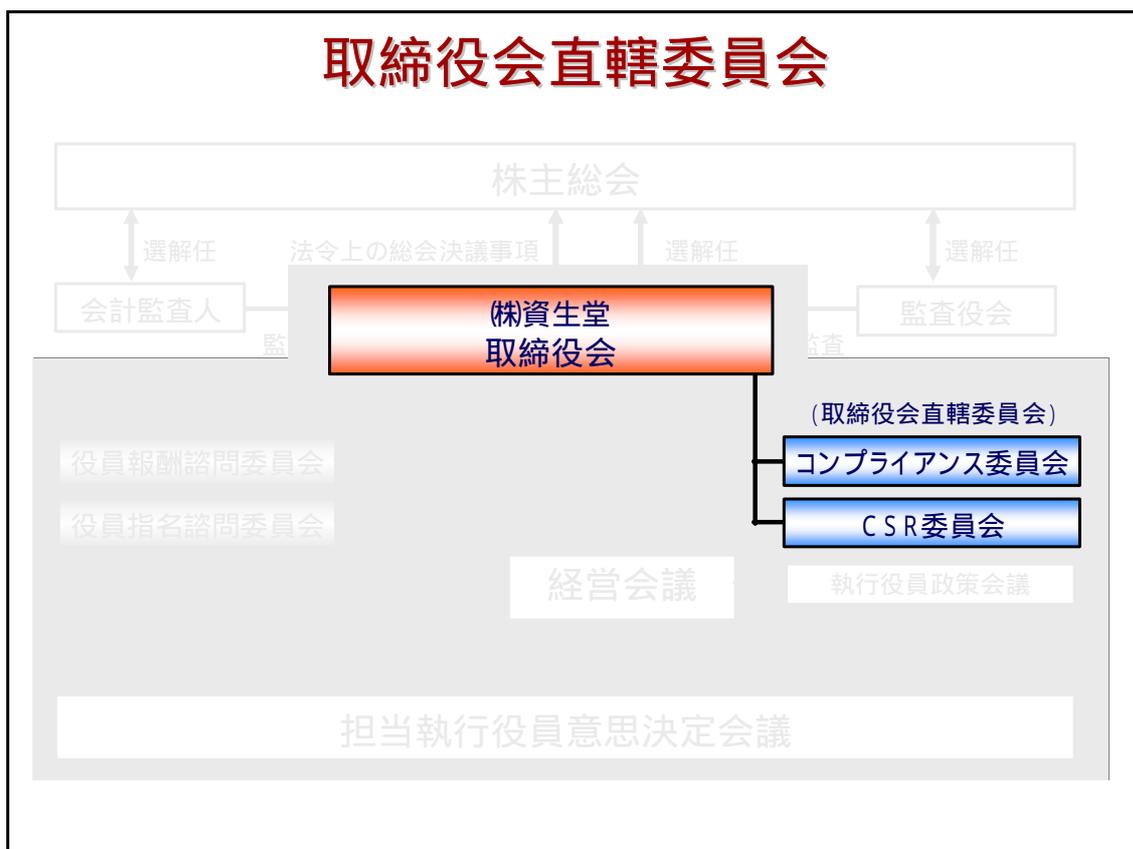
## 役員報酬制度(08年度～)

(2008年～:平均)

<b>40</b> <b>固定報酬</b> <月額基本報酬>	<b>60</b> <b>業績連動報酬</b> <賞与・キャッシュ・ストックオプション>
--------------------------------------	--

社長	<b>31</b> 固定報酬	<b>69</b> 業績連動報酬
副社長・ 専務・常務	<b>43</b> 固定報酬	<b>57</b> 業績連動報酬
執行役員	<b>44</b> 固定報酬	<b>56</b> 業績連動報酬

- 【短期】： 賞与
- 【中期】： パフォーマンスキャッシュ
- 【長期】： 1円ストックオプション



## 取締役会直轄委員会

### コンプライアンス委員会

- ・グループ全体の適法かつ公正な企業活動を推進
- ・企業倫理の周知徹底
- ・総合リスク対策

### CSR委員会

- ・企業文化・男女共同参画・コミュニケーション
- ・資生堂らしい環境対策の推進
- ・社会貢献を通じたSHISEIDOブランドの磨き上げ

## 企業価値向上へむけて

ガバナンス強化は企業価値向上の前提条件  
「仕組み・ルール」だけに頼らず  
企業理念・使命で統治する企業へ

## これからの経営価値

「企業は社会の公器である」

存在意義【レゾンデートル】を  
明確にし 全てのステークホルダーから  
支持され続けること

一瞬も一生も美しく 

7. パネルディスカッション 資料 (橋 フクシマ 咲江氏)

 G&S Global Advisors 東証独立役員セミナー

---

## 独立役員とは

東証独立役員セミナー  
2010年9月30日(木)

橋・フクシマ・咲江  
代表取締役社長  
G&S Global Advisors Inc.  
最高顧問

 コーン・フェリー・インターナショナル・アジア太平洋地域

 G&S Global Advisors 東証独立役員セミナー

---

I. はじめに

II. 独立役員の役割

III. 独立役員として学んだこと





## 取締役の経験

コーン・フェリー・インターナショナル米国本社取締役

1995-1999 パートナーシップ

1999-2007 NYSE上場企業

花王: 2002-2006

ソニー: 2003-2010

ベネッセ: 2005-2010

イー・アクセス: 2009-2010

ブリヂストン: 2010-現在

 パルコ: 2010-現在



I. はじめに

II. 独立役員の役割

III. 独立役員として学んだこと



G&S Global Advisors 東証独立役員セミナー

### 独立取締役の役割

- 企業の幅広いステークホルダー(株主、社員、取引先、顧客、コミュニティーを含む)の代役として、監督機能を通して、企業の持続的繁栄を助ける
- 独立取締役として有効に機能するには、「執行役との関係」並びに「情報量」が鍵となる

KF

G&S Global Advisors 東証独立役員セミナー

### 独立取締役の役割

情報量

少ない

多い

一体化

CEO・執行との関係・距離

敵対的

KF



## I. はじめに

## II. 独立役員の役割

## III. 独立役員として学んだこと



### 独立取締役のすべきこと&すべきではないこと

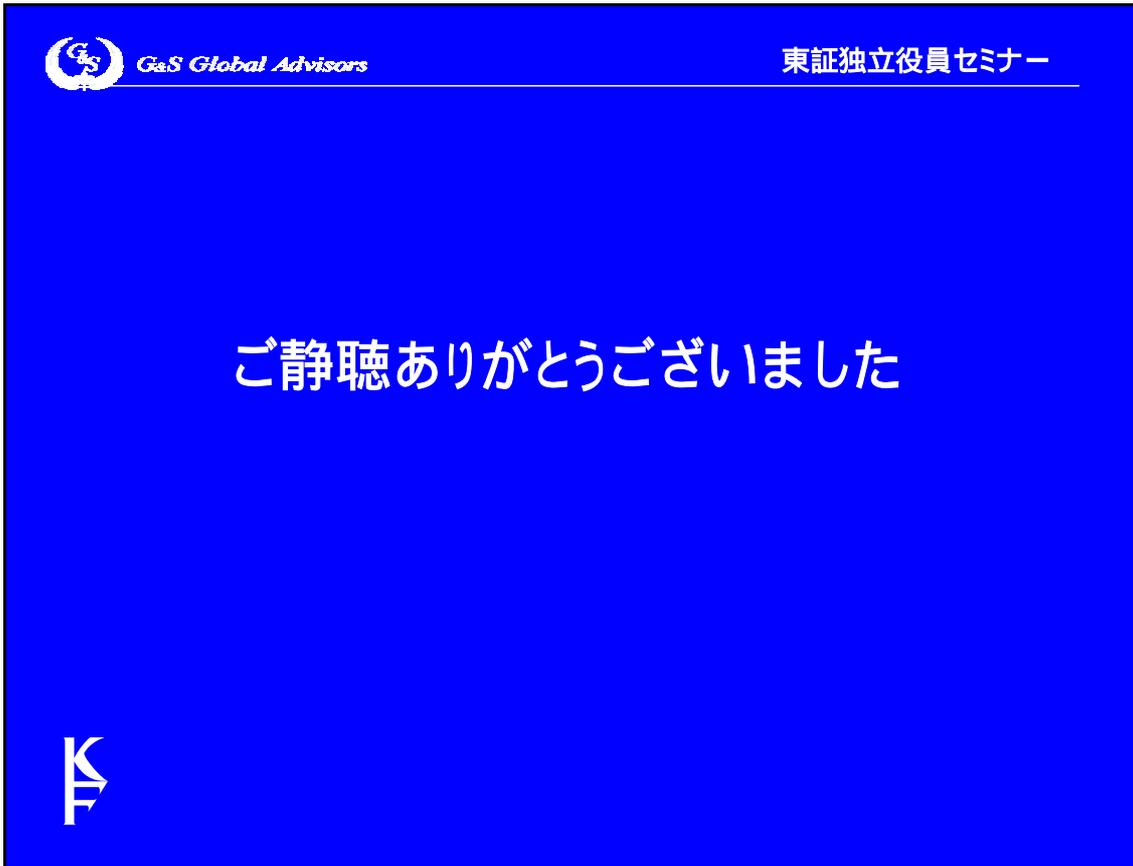
#### すべきこと:

- 企業の事業、業界に対する全体像と知識を持つ
- 戦略と意思決定の一貫性を見る
- 事実を確認して判断する
- 執行にチャレンジすることを恐れない
- 執行役との信頼関係を確立する



#### すべきではないこと:

- 取締役会の議論の機密性を守る
- 事実を確認せずに噂等で判断する



The slide features a solid blue background. In the top left corner, there is a circular logo with 'G&S' inside, followed by the text 'G&S Global Advisors'. In the top right corner, the text '東証独立役員セミナー' is displayed. Centered on the slide is the large white text 'ご静聴ありがとうございました'. In the bottom left corner, there is a stylized white logo consisting of the letters 'K' and 'F'.

## 8 . パネルディスカッション 資料 (木村 祐基氏)

独立役員に期待される役割 機関投資家の視点から

2010年9月30日

木村祐基

### 1. 独立役員は特別な存在ではありません

- ・本来、社外役員(社外取締役、社外監査役)は経営陣から「独立」した立場で経営を監督することが期待されているものです。社外役員については、「独立でない」社外役員のほうが特別な存在と考えたほうがいいのではないのでしょうか。その場合に、精神的な意味での独立性だけでなく、「形式的」にも独立性の高いほうが、株主にとってはより信頼性が高いといえます。

### 2. 独立役員は「一般株主の立場」に立つことが期待されます

- ・一般株主の利益を尊重することが、株式上場制度が効率的資金配分を通じて国民の利益につながるためのカギです。しかし一般株主は個々には少数の持ち分しか持たないため、ともすると経営陣への発言力が失われがちです。
- ・そこで、独立した社外役員に代弁してもらうことを期待しています。独立した社外役員は、上場会社だからこそ特に求められるものです。

### 3. 独立役員によるコーポレート・ガバナンス強化は「企業価値」向上のためです

- ・近年コーポレート・ガバナンスへの関心が高まってきたのは、日本企業の収益の長期低迷 = 日本株の長期低落が、日本経済の長期的な停滞にもつながっているとの問題意識が高まってきたためです。
- ・コーポレート・ガバナンスの目的は「長期持続的な企業価値の向上」と考えます。本来、企業と株主とは Win-Win の関係にあります。企業価値の向上こそが「一般株主の利益」そのものだからです。そのためには、しっかりとした企業目的・経営目標の設定、最適な経営者の選任、経営者への適切なインセンティブの付与、業務執行状況の評価などが必要です。これらの施策をしっかりと行うことがコーポレート・ガバナンスです。
- ・収益の低迷が続いているにもかかわらず経営が変化しないとすれば、その経営陣に「変化」を促す役割がコーポレート・ガバナンスに期待されます。
- ・本来、コーポレート・ガバナンスの遂行はすべての会社役員(取締役・監査役)に期待される役割ですが、特に独立役員には経営陣との利害関係を持たないという「独立」した立場から、経営に対する客観的な評価や経営陣に対する率直な提言が期待されます。

以上

## 9 . パネルディスカッション 資料 (武井 一浩氏)

### 独立役員セミナー パネル・ディスカッション 参考資料

平成 22 年 9 月 30 日

弁護士 (西村あさひ法律事務所) 武井 一浩

1 独立役員も役員として会社法上「会社利益の最大化」の善管注意義務を負っている。

(1) 会社利益の最大化 = 総株主の利益の最大化

(2) 純投資型株主 「総株主の利益の最大化」が生じないと自らの利益も上がらないことが多い (例外はあり)

2 純投資型株主には、役員派遣を行わないし、特段の事業契約も会社と有していない者が多い = 業務執行の過程でなかなか見えてこない = 会社の業務執行者と純投資型株主間の対話の促進にはさまざまな工夫が必要

- ・ 会社の業務執行者と純投資型株主とは、本来、「会社利益の最大化」の同じ船に乗っている。
- ・ 会社の業務執行者が会社利益の最大化に合うこと (= マイナスを防ぐ + 過度にリスク回避的にならずプラスを伸ばす) を行っているにもかかわらず、外から見えにくいことがある それはまた株価や会社評価上の discount 要素になりえる。

3 役員の法的義務を踏まえた、独立役員への期待

(1) 1 の意味での外からの目線を持つ (内輪のしがらみの中で見えないことは多い)

(2) 外からの指摘を理解するリテラシーをもつ (資本コスト概念等々)

(3) 外の意見の把握 IR 担当部署との必要な関係

- ・ IR 担当部署: セル・パイのアナリストだけでなく 議決権行使担当部署との対話がより一層重要 ( についてはまだまだ現場対応が進展していない)

(4) 純投資型株主が外から正しい意見を言っても「touch and go の人が言っていることでしょ」となりえる? 中で正しいことを言わないと内部は変わらない。

(5) 外からの正しい意見がどういう形で適正に対処されたのか (あるいは形を変えてでも反映されたのか) を適宜説明 但し、企業秘密等の観点から何でも外に説明できるわけでもない。独立役員に対する信頼性等を踏まえて、詳細まで説明しなくても対外的に納得される効果もある。

10 . 東証 独立役員セミナー プログラム



# 東証 独立役員セミナー

この度、当取引所では、上場会社の独立役員の皆様を対象に、「東証 独立役員セミナー」を開催することといたしました。

今回のセミナーは、独立役員の意義・役割についての解説や、上場会社の経営者から見た独立役員への期待、あるいはこれまで独立性の高い社外取締役・社外監査役としてご活躍してこられた方々の実体験などに触れていただくことで、独立役員の皆様の方々の今後の実務の一助としていただくことを目的としています。

● 日 時

2010年9月30日(木)

14時30分～16時40分 (開場:13時45分～)

● 会 場

東京国際フォーラム ホールC  
(東京都千代田区丸の内3-5-1)

お問い合わせTEL

03-3666-0141 (代表)

株式会社東京証券取引所



# 東証 独立役員セミナー

---

## プログラム

14:35 ■ 基調講演



### 『独立役員制度の意義と期待される役割』

東京大学大学院  
法学政治学研究所 教授

## 神田 秀樹

- コーポレート・ガバナンスに関する世界の動き
- コーポレート・ガバナンスに関する日本国内の動き
- 独立役員に期待される役割

■ 1977年東京大学法学部助手、学習院大学法学部講師、同助教授、東京大学法学部助教授を経て、93年より現職。経済産業省「企業統治研究会」座長、東京証券取引所「上場制度整備懇談会」座長などを歴任。

14:55 ■ 特別講演



### 『独立役員の果たす役割とガバナンスについて』

株式会社資生堂  
代表取締役執行役員社長

## 前田 新造

■ 1970年資生堂入社。96年マーケティング本部化粧品企画部長、97年国際専業本部アジアパシフィック地域本部長、2001年化粧品事業戦略本部推進部長、03年取締役執行役員経営企画室長を経て、05年より現職。

15:25 休憩

15:40 ■ パネルディスカッション

『独立役員は何をすればよいのか』

パネリスト	パネリスト	パネリスト	モデレーター
 <p>G&amp;S Global Advisors Inc. 代表取締役社長 コンフェリー・インターナショナル株式会社 アジアパシフィック地域 最高顧問</p> <h3 style="color: red;">橋 フクシマ 咲江</h3> <p><small>■ 1991年日本コンフェリー・インターナショナル入社。2000年より同社代表取締役社長(1995年より2007年まで、米国本社取締役を兼務)。2010年にG&amp;S Global Advisors Inc.代表取締役社長に就任。ソニー、ベネッセホールディングス、イー・アクセス等の社外取締役を歴任し、現在は、ブリヂストン及びパルコの社外取締役(独立役員)。</small></p>	 <p>弁護士 中村・角田・松本法律事務所 パートナー</p> <h3 style="color: red;">中村 直人</h3> <p><small>■ 1985年弁護士登録、神奈川法律事務所入所。98年日比谷パーク法律事務所を経て、2003年に中村直人法律事務所(現中村・角田・松本法律事務所)を開設し、現在に至る。現在、アサヒビール及び三井物産の社外監査役(独立役員)。</small></p>	 <p>前企業年金連合会年金運用部 コーポレートガバナンス担当部長</p> <h3 style="color: red;">木村 祐基</h3> <p><small>■ 1973年野村総合研究所入社。野村総研香港社長、野村アセットマネジメント企業調査部長、同理事などをを経て、2008年1月から10年9月まで企業年金連合会 年金運用部 コーポレートガバナンス担当部長、経済産業省「企業統治研究会」委員、東京証券取引所「上場制度整備懇談会」委員などを歴任。</small></p>	 <p>弁護士 西村あさひ法律事務所 パートナー</p> <h3 style="color: red;">武井 一浩</h3> <p><small>■ 1991年弁護士登録。97年米国NY州弁護士登録。内閣府「M&amp;A研究会」委員、経済産業省「企業価値研究会」「企業統治研究会」委員、東京証券取引所「上場制度整備懇談会」委員などを現任。</small></p>

16:40 閉会

※ 講演者・パネリスト等は中止を惜まない事由により変更となる場合があります。