



“ACGA 日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書”

2009年12月

作成機関:

Asian Corporate Governance Association (ACGA)
香港

共同提唱機関:

Aberdeen Asset Management, シンガポール
APG Asset Management, オランダ
British Columbia Investment Management Corporation, カナダ
California Public Employees' Retirement System, 米国
California State Teachers' Retirement System, 米国
F&C Asset Management, 英国
Governance for Owners, 英国
PGGM Investments, オランダ
Railway Pension Investments, 英国
TIAA-CREF, 米国
Universities Superannuation Scheme, 英国

編纂・編集:

Jamie Allen ACGA 事務局長, 香港
Charles Lee ACGA, アドボカシーマネージャー, 香港

謝 辞

ACGA はガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン
小口俊朗氏、前田善三氏の日本語訳に感謝したい。

はじめに

2009年4月以降、多くの業界団体及び政府機関が、以下を含む、今後の日本のコーポレート・ガバナンス改革についての見解を示した報告書や意見書を発表している。

- 日本経済団体連合会：「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして【主要論点の中間整理】」（2009年4月14日）
- 東京証券取引所 上場制度整備懇談会：「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」（2009年4月23日）
- 経済産業省 企業統治研究会：「企業統治研究会報告書」（2009年6月17日）
- 金融審議会 金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」（2009年6月17日）

ACGA ではこのような報告書の発行を歓迎すると共に、これら報告書が日本における上場会社のコーポレート・ガバナンス及び市場規制の質を向上させるための真摯な取組みであると考えている。また、これら報告書は、我々ACGAが「日本のコーポレート・ガバナンス白書」（2008年5月公表）において提起した論点の多く、また機関投資家が近年において抱く懸念についても検討を行っているものと理解している。

ACGA ではこの意見書において、上記4つの報告書で提起された主要論点についてコメントすると共に、個々の改革に対して建設的な提案を行いたいと思う。また、開かれた対話の精神に基づき、特定のコーポレート・ガバナンス原則や「日本のコーポレート・ガバナンス白書」で提示した提言について、我々の立場を明らかにしたいと考える。

当該意見書は ACGA メンバーにとって特に関心の高い5つのテーマに分けられている。

- 監査役（カンサヤク）との比較における独立取締役の役割
- 株主総会と議決権の代理行使
- 第三者割当増資及びその他資金調達に関連した事項
- 株式の持合いとその他株式投資
- 会社と投資家の対話

各々のテーマについて、まず、（各テーマに取り組む）上記4つの報告書の立場に対する我々の理解を示したうえで、我々の考え及び提案を包括して示す。

我々は日本のコーポレート・ガバナンスについて、コーポレート・ガバナンス白書で論じたとおり、ACGA やそのメンバーにとって重要な関心や懸念事項であるその他の論点（例：資本の非効率性や買収防衛策）があることを強調したい。論点が上述の通り5つとなったのは、当該意見書の紙面上の理由であり、今後ともその他の論点について日本企業や規制当局と対話を継続したいと考えている。

要約

我々が重要と考えるポイント及びそれに係る提言は以下の通り：

1. 我々は、日本の会社法における「社外取締役」の定義が脆弱で、海外投資家等にしばしば混乱をもたらしていると考えている。同定義の変更が以前にも増して必要になってきている。同定義の変更は、証券取引所がその上場規則に加える「独立取締役」の新たな定義との混乱回避に寄与するものとする。さらに、独立した取締役という概念に対してより強固な法的根拠が与えられることとなると考える。（詳しい議論については P8 参照）
2. 会社法もしくは取引所規則における「独立取締役」の要件はプリンシプル・ベースでの要件を主たるものとし、表面的な定量基準は避けるべきであろう。（ACGA の考える独立取締役要件については P9 の囲み参照）
3. 上場会社については、取締役会に独立性要素を導入することで、取締役会が（経営・業務執行機能のみではなく）より戦略監視機能を果たす機関となることを可能とするよう提言する。この観点から、独立取締役として選任される個人の資質一人となり、専門性、ビジネス経験、そして株主を含む全ステークホルダーの利益の広範な理解は重要である。その上で、独立取締役の参画から実体的な価値を得ようとするのであれば、実務面及び組織面を考慮し、（10名以上の構成員からなる）中大型の取締役会では、一般的には少なくとも3名の独立取締役が必要となるであろう。（構成員が10名未満の）小さな取締役会では独立取締役は2名で十分であるかも知れない。しかしながら、独立取締役が最終的に何名であるべきかということは当該企業の業務の複雑さや取締役会の下に委員会がいくつあるか等の様々な要因が影響する。会社は、独立取締役が意味ある役割を果たせるよう、必要となる全てのサポートを提供すべく最善を尽くさねばならない。（P10 参照）

注：当該意見書の独立取締役に関する提言は、2008年日本白書の補足である。上記数値は最低水準としての記述であり、株主にとって好ましい最高水準として理解されるべきものではない。

4. 株主総会における議決権行使結果の完全かつ詳細な公表は、ますます、主要資本市場における規範となってきた。議決権行使結果の公表は会社の透明性及び上場会社の優れたガバナンスに対する評判も高めることとなる。いくつかの会社で株主総会前に行われた議決権代理行使の結果の公表が既に行われていることは称賛すべきことである。その上で、上場会社はなるべく早く完全な議決権行使集計に向けて動き出すよう提案する。（P13-14 参照）
5. 日本においても、年金に関する議決権行使の受託者責任等を規定する米国のエリサ法のような法制の整備に向けた検討を期待するという金融庁スタディグループの提案を歓迎する。また、機関投資家と運用機関は内部の議決権行使ガイドライン及び実際の議決権行使結果を公表すべきとの点に賛成する。しかしながら我々は、議決権は見識に基づき行使されなければならない、「機械的」あるいは規則遵守のための行使であってはならないと考える。（P13-14 参照）

6. 会社の（「私募」としても知られる）第三者割当増資については毎年の株主総会の承認を必要とすべきであると提案する。毎年各企業が第三者割当増資により新規発行可能な株式数は、発行済株式数の10%以内を基準とすべきである。さらに、仮に基準を超える第三者割当増資を望む場合には、株主に対する説明提供が求められるべきである。（P18 参照）
7. 「有毒転換証券」としても知られる、転換価格修正条項付転換社債型新株予約権付社債（MSCB）等は既存株主の株主価値を著しく毀損する可能性があり、株主の承認に従うべきである。少数株主のキャッシュアウトが認められるための議決権基準について、より厳格なルールが導入されるべきである。（P19 参照）
8. 日本の上場会社による株式の持合いやその他株式投資は、日本のコーポレート・ガバナンスにおける最も懸念される事項の一つである。ACGA は株式の持合いや株式投資のより詳細な情報開示を支持すると共に、より高い企業リターンを支持するという究極の目的から、それら株式投資を減らすための取組みを歓迎する。理想的には、持合い株式や主要な投資株式に関しての情報開示を求める法令改正がなされるべきであろう。しかし、最低限、短期的な対処法として、我々は、上場会社については、持合い株式、あるいは、少なくとも会社外部の大口株式保有に関する十分な情報開示をアニュアル・レポートで行うことを強く奨励する。これら情報開示には、当該株式保有の戦略的理由、並びに、必要に応じ、実際の投資リターンが示されるべきである。（P20-21 参照）
9. 近年、日本の IR における努力や投資—特に年次株主総会における議決権行使促進に関して—は注目に値する。しかしながら、依然として、会社と投資家の対話の質には改善の余地があると言える。会社の経営陣が、お互いの見解をより良く理解するためオープンで建設的な対話に取り組む投資家、とりわけ長期的な投資家との対話の機会をこれまで以上に持つよう努めるべきであると提案する。（P22 参照）
10. 我々は、日本の上場会社を取り入れることのできる最善慣行（ベスト・プラクティス）原則を示したコーポレート・ガバナンス規範を取り決めることを強く提案する。その原案作成に当たっては、当局は、投資業界、産業界、会計、法曹界や規制当局の専門家からなる委員会を設置するべきであろう。そのような規範は会社への義務付けを行う規則を構成するものではなく、既存法規制の増強といった意欲的な目的に沿ったものとなろう。（P23 参照）

1. 監査役（カンサヤク）との比較における独立取締役の役割

日本の会社法における「社外取締役」の定義が脆弱で、海外投資家等にしばしば混乱をもたらしている。日本の4つの報告書における「独立」そして「社外」取締役の議論も分かりにくい。

アジアにおける主要市場の中で、日本だけが上場会社の取締役会の独立性の度合を要求していない。日本には独自の監査役（カンサヤク）制度が存在することが理由の一つではあるものの（注）、多くの日本の会社における取締役会は、（他の大部分の先進国のような）経営監視を担う戦略的監督組織としてより、業務執行の最終決定を行う経営会議として機能しているということがその要因と考えられる。そのため、例えば、毎週あるいは隔週で開かれ、当該企業の事業の詳細を議論する会議において「独立取締役」が如何に貢献できるのか、認識されるのは難しくなる。このことを背景に、日本においても、監査役の役割を強化する利点との比較において、独立取締役をより選任することの利点について多くの議論がなされている。

経団連の立場

日本経団連一トヨタ、キャノン及び新日鐵を含む多くの大企業が所属する日本企業の連合会は、コーポレート・ガバナンス改革については、一般的に保守的な立場をとっている。2009年4月の論点整理ペーパーでは、各社のガバナンスのあり方は、各企業の自主的な選択が認められるべきと述べ、また、近年の日本におけるコーポレート・ガバナンス改革の努力を、特に海外投資家は十分に評価していないと論じている。

経団連は独立取締役選任を義務付けること、あるいは、「独立」もしくは「社外」取締役についてより厳格な要件を課すことに反対の立場をとっている。代わりに、経団連では、取締役選任議案への投票行動によって最終的に株主が判断する枠組みが適切であるとしている。また、社外取締役の属性については既に「かなり充実した水準の開示」が行われているとの立場を崩していない。

一方で、経団連は社外取締役という概念に完全に異を唱えているわけではない：東証上場会社を例にとってみると、監査役会設置会社の44.1%が自主的な判断で社外取締役を設置しており、経営アドバイスを期待するという声があることを認めている。しかしながら、論点整理ペーパーは、取締役会の検討に当たっては、社外もしくは独立取締役がいるかどうか、何名が社外もしくは独立取締役であるかということよりも、各取締役が業務の適正な監督を行うための識見や能力を有するかどうかことが重要であるとする。

その中で、経団連は監査役の半数以上は社外監査役でなければならないとする監査役制度の有用性を確認している。取締役会とは異なり、監査役会は業務執行を行わないという理由から、論点ペーパーでは、監査役は、社外取締役以上に経営からの独立性が高いと論じる。また、監査役は取締役の善管注意義務に反する業務執行等に対する差止請求権を持っているほか、長期任期（4年）が独立性を高めることとなるとしている。

経団連の意見では、日本企業が経営の監督機能の強化を図るためには、取締役会と現在の監査役の連携強化が最適な方法であるとしている。

（注）日本の「監査役」を会計監査人と混同しないよう留意。

経済産業省研究会の立場

経済産業省研究会の報告書においては、「独立」要件と社外取締役及び社外監査役の整理を行うための会社法改正を行うべきかどうかについて、かなり詳細な議論がなされている。しかしながら、結論としては、法改正を行わない対応を採用し、各取引所が上場規則においてそれら要件を制定する等の対応に委ねることとした。

経済産業省研究会では、「独立性」とは「経営陣から独立した立場で、利害関係を経営陣との間で有していないこと」をいうとしている。この定義は、経営陣からの独立性のみが要件で、支配株主からの独立性を省いているようにも取れ、いささか分かりにくい。実際、当該報告書の後の部分において、「独立性」を新たに強調するが故に、親会社や取引先などの出身者が取締役対象から除外されるべきではない、との議論を展開している。

2009年2月発行のOECDレポート「金融危機からのコーポレート・ガバナンスに関する教訓」を参照し、経済産業省研究会は、企業統治の「実効性」の確保と「取締役の」「独立性」の確保という追及すべきとされる2つの価値の間には、トレードオフが認められるとの結果があるとする。言葉を変えれば、経済産業省研究会は取締役会の「独立性」そのみでは良好なコーポレート・ガバナンスは達成されないとする。

確かに、経済産業省研究会では、少数株主保護の立場から、（経済産業省研究会自身の前述「独立性」定義に基づき）上場会社は少なくとも1名の独立取締役もしくは独立監査役を導入すべきであると結論づける。しかし、一方で、親会社や取引先の役員・従業員が一当該企業の内容について知識や経験を持ち、企業価値向上に多大な利害（ステーク）を有する取締役候補であることを考えれば—それらの人々を取締役会から除外することが企業価値上、本当に最善かどうかについて疑問を呈している。

同報告書では、個々の企業の最適な統治構造は、個々の企業ごとに、その企業に関わる一般株主との対話の中で、決定される枠組みとすることが適当と判断している。つまり、監査役設置会社においても社外又は独立取締役を設置することが理想ではあるものの、設置の判断は個々の企業の自主判断によるべきであるとする。同報告書では、社外取締役を設置しない場合には、「当該企業独自の方法で、企業統治体制を整備、実行することについて、開示する」ことを提案している。

金融庁スタディグループの立場

金融庁スタディグループでは、監査役制度と「独立性の高い社外取締役」との連携を図る形でのガバナンス機構面での取組みを、日本の上場会社にとって一つの望ましいモデルと考えている。東京証券取引所の上場会社のうち、委員会設置会社制度—監査役設置会社制度との選択性であり、取締役会は「高い監督機能」を行使—をとる企業は2008年8月現在で全体の2.3%に止まることを考慮すれば、いわゆる米国型の取締役会制度が日本で急速に広まることは考えにくいとする。

同時に、金融庁スタディグループでは、独立性の高い社外取締役を選任するような監査役設置会社は、そのような「ハイブリッド型」制度が、監査役に係る権限・体制面での不備を補い、経営に対する監督機能の強化を可能とすることを示してきたとしている。そして、取引所においては、上記の考え方に沿って、コーポレート・ガバナンスのモデルを提示し、1名ないしは複数の独立社外取締役が監査役と連携を密にすることが可能となるよう提言している。金融庁スタディグループでは、多くの上場会社にとり、このガバナンスの枠組みが現実的で実践可能なものとして受け入れられると考えている。同時に、同報告書は、「独立性の高い社外監査役」及び「財務・会計に関する知見を有する監査役」の選任の新たな措置を促進することで、取引所が監査役機能を強化するよう提言している。

社外取締役及び監査役の独立性に関しては、金融庁スタディグループでは、大株主企業、主要取引先などの出身者については、独立した立場とは「言い難い」ケースがあり得るとしている。しかし、形式基準で一律に除外することは、監督機関に求められる実効性や専門性に必ずしも寄与しないと考えている。そのため、報告書では、取引所が会社に対し、社外取締役及び監査役と会社との関係に係るより具体的な開示を要求するよう求めている。

ACGA の考え

我々は引き続き、社外取締役もしくは社外監査役と言うのではなく、真の意味での独立取締役制度を導入することが、日本の上場会社並びに資本市場にとって非常に有益であると考えている。独立取締役制度の導入により、投資家の信認は高まり、会社の取締役会はより効果的な監視機能を果たせ、経営陣の説明責任は向上するであろう。今回の世界的な金融危機は、会社における強固なガバナンス・システムの必要性を再確認するものであったということが、我々の考えである。

日本では、社外監査役が、とりわけ本当に独立している場合には、有益な機能を果たすであろうということには賛成である。また、2001年以降の改革によって、コーポレート・ガバナンスにおける監査役への貢献が高まったということも承知している。しかしながら、このことが、監査役への役割は独立取締役の役割とは異なり、権限に制限がある：監査役は、取締役会における議決権を有せず、主要な役割は、会社と取締役会の適法性監査である、という事実を変えるものではない。我々は、金融庁スタディグループの提言の通り、独立取締役は、企業戦略及びガバナンスに関して真に独立した視点を経営に提供することで、「ハイブリッド型」取締役会制度における監査役の機能を補うことができるという考えに賛成である。日本の上場会社におけるこのような取組みが進むことを歓迎すると共に、これら取組みが将来的には日本企業の競争力を高めることになると考える。

我々の考え方を明確にすれば、独立取締役と社外（もしくは独立）監査役の役割は補完的であり、異なるものである。取締役は取締役会の完全な構成員であり、取締役会での議決権等、相応の権限と責任を有する。監査役は取締役会の構成員ではなく、また、そうあるべきでもない。監査役は業務上の戦略的なアドバイスや方向性を提供するために選任されているのではなく、取締役会を監査するために存在する。

独立取締役が取締役に貢献できる幾つかの点を概説したものは次頁。

独立取締役の価値

独立取締役には以下の貢献が可能:

- 会社に対する投資家の信認向上（長期的には流動性や資本コストにプラスの影響）
- 経営陣の説明責任の向上
- 取締役会での討議に広範な見識をもたらすことで意思決定強化に寄与
- 取締役会が株主を含む全てのステークホルダーの利益を考慮することの証明
- 取締役会における重要な専門知識範囲の拡充
- グローバルな戦略展開やリスク管理を支援し、戦略的な意思決定に独立した判断を提供
- 会社のガバナンス体制が進展し続けていることの証明に寄与-ガバナンスのグローバルスタンダードは立ち止まらず変革を続ける

上記3つの報告書において提起された論点のうち、我々が特に意見を述べたい論点は以下のとおりである：

- 「ガバナンスのあり方については、各企業の自主的な選択が認められるものとすべき。独立取締役に関する義務化はなされるべきではない」（経団連、経済産業省研究会）

我々は、上場会社は最低限のコーポレート・ガバナンス基準に従うことを求められるべきであり、それは会社、投資家、及び資本市場にとって有益なことであると考えている。一定の共通した基準がなければ、投資家からの信認は脆弱なままで、政府による政策も一貫性と確信を欠くことになる。多くの上場会社は規制当局に基本的なガイドラインやルールを設定を期待するであろうから、規制当局は最低限度の基準を設定することに積極的な役割を担うべきであると考えている。自らガバナンス体制の構築を望み、専門的判断を下す会社は多くない。結局のところ、会社における既存のガバナンス体制は法規制に基づくもので、会社による独立した選択の結果ではないことが多い。独立取締役の選任を義務付けることは、日本におけるコーポレート・ガバナンス基準を徐々に高めると共に、市場の評価を増すことにもつながる。

- 「独立取締役、あるいは独立監査役の概念をより明確にするための会社法改正をすべきではなく、取引所の上場ルールによる対応が望ましい」（経団連、経済産業省研究会、金融庁スタディグループ）

一般的には、我々は、コーポレート・ガバナンス改革の効果的な手段として上場規制の変更を支持するが、「独立性」定義のための会社法改正に対して前向きでない点には懸念を感じる。上場規制の変更だけでは、（シグナルとして弱く）会社は「独立性」という概念を重要視しない可能性がある。また、上場規制における「独立取締役」概念と会社法における「社外取締役」概念との間に矛盾（や混乱）が生じる可能性もあろう。例えば、IPO前の非上場会社のコーポレート・ガバナンスは上場規制の改正によってどのように改善すると考えられるのであろうか？ また、明確な「独立性」要件の規定を

求める上場会社をどのように支援することになるのでしょうか？ 我々は、会社法の改正を通じて、この変更が実施されることが理想的であると考えている。

- 「監査役は社外取締役以上に経営陣から独立した性格を有している。個々の監査役として、取締役の善管注意義務に反する業務執行等に対する差止請求権を持っている」(経団連)

日本において、監査役が社外取締役よりも独立性が高い場合があるならば、それは会社法における「社外取締役」の要件が脆弱であるためであろう。社外監査役が真の意味での独立取締役よりも独立性が高いということはない。監査役は、取締役の善管注意義務に反する取引の差止請求権を有する一方で、独立取締役の場合には、会社が行う全ての主要取引に関し発言し、影響を及ぼすことが可能である。したがって、監査役の役割は、この場合、否定することに本質があるのに対し、独立取締役の役割は、適切に行使されるならば、参画して構築していくことにあることは明らかである。

ACGA の考える独立取締役の定義

独立取締役は、以下の要件を満たすべき：

- 「独立心」を持ち、会社の重要な意思決定に独立した視点を提供する能力を有する者
- 企業会計を理解し、的確な質問を行う能力を有する者
- 業務執行役と対等な議論を行うための専門性及び権威を有する者
- 会社が直面する広範な環境及び社会的なリスクも含め、全株主及び当該企業全体の利益に配慮する能力を有する者

独立取締役は、以下の要件に該当してはいけない：

- 当該企業のアドバイザー、取締役または幹部従業員と近い親族もしくは個人的つながりを有する者
- 当該企業の従業員または管理者であった者
- 他の業務執行あるいは非業務執行取締役との相互派遣や重要なつながりを有する者
- 支配株主あるいは経営陣につながる主要株主の代表者、特定の利益団体の代表、もしくはそのような団体の従業員であった者
- 専門アドバイザー、主要供給者や顧客取引先として当該企業と金銭上の関係を有する者
- 当該企業の業績連動報酬、ストック・オプション、年金の受給資格者
- 近接業界の競合他社において取締役の地位を有している者

独立取締役として 8-10 年連続で務めた場合、株主は取締役会におけるその継続した役割について評価を行うべきである

(セクション 1 は以下に続く)

- 「少数株主保護の立場から、上場会社は少なくとも1名の独立取締役もしくは独立監査役を導入すべきである」 (経済産業省研究会)

取締役もしくは監査役の間で選択の余地があることで効果は薄れてしまうものの(なぜそれぞれ1名ずつではないのか?)、我々はこの前向きな提案を歓迎する。1名の独立取締役もしくは独立監査役を選任することでは、外部からは形式的なものと捉えられる可能性が高い。我々は、ACGA「日本のコーポレート・ガバナンス白書」で論じたとおり、会社は少なくとも3名の独立取締役の選任にコミットするよう提案している。これは形式的なものではなく、実際上の前進となる。日本の大企業の取締役会は10名以上で構成されるケースも多く、独立取締役3名というのは、独立取締役への負担が過大とならずに、社内外の視点を意味ある実用的なバランスで確保することで取締役会の議論が利益を得るための現実的な最低水準である。

小さな取締役会(構成員が10名未満)では、より少ない独立取締役、例えば2名で十分であるかも知れないことは認識している。

アジアの他の国では、少なくとも3名もしくは取締役会の1/3の独立取締役の選任が法的に求められている。—そして、これは高い基準として捉えられていない。時価総額の大きなアジアの企業では、取締役会の規模が大きく、委員会も多いことから3名を上回る独立取締役を選任する傾向にある。

- 「企業統治の「実効性」の確保と、[取締役の]「独立性」の確保の2つの価値の間には、トレードオフが認められるとの結果がある」 (経済産業省研究会)

我々は、経済産業省研究会は、独立取締役と資質の問題を提起した他のレポートを参照するOECDレポートを正確に示していないと考える。OECDレポートは、決してコーポレート・ガバナンスの実効性と取締役の独立性との間にトレードオフが内在するとは述べていない。同レポートは全く仮の話として、「多くの金融機関が現在において取締役会の構成を変更しようとしている事実がこの仮説—独立取締役の追求において資質・能力は軽視された可能性—を支持しているのかも知れない」と述べている。ゆえに、OECDは、取締役の独立性が、一定程度自動的に資質・能力を減ずるとは述べていない—困難に陥った幾つかの欧米の銀行が、資質の劣る独立取締役を任命した可能性を述べているのである。2009年6月に公表されたより包括的なレポート「コーポレート・ガバナンスと金融危機：重要な事実認識と主要メッセージ」においては、OECDは明確に「取締役の資質・能力は非常に重要であるが、独立性と資質・能力との間には必ずしもトレードオフがあるわけではない」としている。この見解はACGAの見解と一致し、独立取締役の多くが非常に有能であるという世界中で見られる広範な実証的証拠と合致する。

日本には、あまりに多くの「資質に欠ける」独立取締役が米国金融機関にいたことが、世界的な信用危機やそれらの金融機関の失敗の原因であるとする見方がある。しかしながら、この分析は、金融危機に繋がり、危機が多くの異なる市場にも波及することになった、中央銀行による金融緩和、不適切な銀行監督、不十分なリスク管理、銀行における短期収益を助長するインセンティブ、家計による過剰借入等のより根本的で関連性の高い要因を見落としている。一部の米国金融機関の独立取締役が適切な経験を有してい

なかったとすれば、あるべき対応はそのような独立取締役をより知見の高い独立取締役と交代させることにあったと言えよう。

- 「取締役会の検討に当たっては、社外もしくは独立取締役がいるかどうか、何名が社外もしくは独立取締役であるかということよりも、各取締役が業務の適正な監督を行うための識見や能力を有するかどうか重要である」（経団連、経済産業省研究会）

全ての取締役が責任を果たすために十分な専門性及び経験を有するべきであるという点には賛成である。一方で、取締役会の独立性の原則も同等に重要であると考えている。多くの日本企業の広範に合意を求める経営体制は、上位の取締役による内々での決定は、たとえそれらが会社やステークホルダーの最大利益に沿うとは言えない場合でも、疑問を呈されることは殆どないということの意味する。経営陣と独立取締役の間で、より開かれた活発な議論が行われることで、会社のリスク管理能力を高め、長期的には会社の競争力を高めることになると考える。

- 「親会社や取引先の役員・従業員が一当該企業の内容について知識や経験を持ち、企業価値の向上に多大な利害（ステーク）を有する取締役候補であること考えれば—それらの人を取締役から除外することは企業の最大利益になるか？」（経済産業省研究会）「大株主企業、主要取引先などの出身者については、独立した立場とは言い難いケースがあり得ると考えるが、形式基準で一律に除外することが、監督機関に求められる実効性や専門性に必ずしも寄与するとは限らない」（金融庁スタディグループ）

実際、大株主企業や主要取引先の出身者には多くの貢献が期待できることもあるため、我々は、それらの人を取締役会から除外することを提案しているわけではない。しかしながら、それらの人は「社外取締役」ではなく、「非業務執行取締役」と呼ばれるべきである。「社外取締役」という名称では、「経営陣からの独立性」を示唆し、海外投資家に混乱を生ずる。この点は、会社法改正が重要であるもう一つの理由でもある。

- 「社外取締役を設置しない場合には、当該企業独自の方法で、企業統治体制を整備、実行することについての開示を求める」（経済産業省研究会）

この提案は非常に曖昧であり、開示が投資家にとって意味のない形式的なものになってしまう可能性があることを懸念する。

2. 株主総会と議決権の代理行使

株主の根源的な権利として、株主総会への適切なアクセスと議決権の行使が挙げられる。また、これには、行使された全ての議決権は、総会出席による行使であろうと、代理行使であろうと、公平で透明な方法によって集計されるとの期待が含まれる。しかしながら、日本においては、株主総会における議決権行使の集計は不透明であり、行使結果の開示がなされるのも稀である。

経団連の立場

経団連は、原則としては、株主総会における議決権行使結果の、会社による自主的な開示を評価している。しかしながら、「現時点では当日投票分を含めた開示は実務的に対応困難である」として、開示の義務付けには反対している。また、議決権行使結果を株主に限らず広く開示することにより、結果を知る法的権利のない株主総会の外からの「影響力」が増大したり、また、当日の議決権行使分を含まない不完全な数字を開示することにより誤解を生じかねないと主張する。そのようなガバナンスを歪める事態を招くことを防ぐためにも、議決権行使結果の開示は各企業の判断に委ねるべきであるとする。

東京証券取引所 上場制度整備懇談会（以下、東証懇談会）の立場

東証懇談会は、一集中日開催の回避、招集通知の早期発送及び電子投票の導入など日本における議決権行使に関する環境のより一層の整備は可能であるとしており、東証に対し、上場会社の取組みに関する確認のための調査を提案している。議決権行使結果の開示に関しては、東証はルールを設けていないこと、並びに、株主による委任状及び書面投票の閲覧といった会社法に規定された必要最低限の手当てでは株主が実際に集計作業を行うことは容易ではないと認識している。そのため、東証懇談会では、透明性の向上を図る観点からは、「株主が議決権行使結果に容易にアクセスできるような制度の整備を進めていくことが望ましい」としている。

金融庁スタディグループの立場

報告書では、「株主・投資者が議決権の行使を通じて、上場会社等の行動を適切に規律していくことが重要である」と述べ、議決権行使に関して明確な指針を示している。さらに、議決権行使は、機関投資家の契約者や受益者に対する受託者責任の中心要素としている。そのため、スタディグループでは、日本においても、年金が議決権を行使する受託者責任を負うと規定する米国の従業員退職所得保障法（エリサ法）のような法制を整備することを提案している。また、機関投資家は、内部の議決権行使ガイドラインの公表に加えて、実際の議決権行使結果を公表すべきとしている。

上場会社は、各議案の議決結果について、賛否の票数まで公表することが適当であり、法定開示または取引所規則により、ルール化が進められるべきであるとする。報告書では、（総会前把握分に加え、総会当日投票を集計－P14の囲み参照－といった）完全な議決権行使集計を求めてはいないものの、代理行使分の開示を求めることでも「十分に意義ある開示」になり得るものとしている。

金融庁スタディグループは、株主総会開催日の分散化、招集通知の早期発送、英訳等の促進など、議決権行使に関する一層の環境整備に向けた取組み強化が必要であるという点で東証懇談会と同意見である。また、上場会社の90%に相当する会社が議決権電子行使プラットフォームを活用していない現状下、投資家の十分な議案検討期間確保のために、利用促進に向けた取組みを進めることを取引所に求めている。

ACGA の考え

我々は、経団連の議決権行使結果の開示への基本的支持、並びに同論点に対する東証懇談会のコメントを歓迎する。また、金融庁スタディグループの上記立場には基本的に全て賛成である。一方で、我々は完全な全議決権行使集計を後押しすると共に、詳細な議決権行使結果が速やかに開示されるべきであると考え。これらの取組みにより株主総会の透明性が向上するであろう。

上記3つの報告書において提起された論点のうち、我々が特に意見を述べたい論点は以下のとおりである：

- 「議決権行使結果の開示については各企業の判断に委ねるべきである。現時点では当日投票分を含めた開示は実務的に対応困難である」 (経団連)

ここでの議論は根拠の薄いものであると思われる。議決権行使結果の開示が日本企業に何か悪い影響をもたらすという実証的証拠はほとんどない。また、議決権行使集計は世界中で一般的になってきており、誇るべき資本市場には欠かせないものである。香港においては義務付けられており、英国、オランダ、カナダ、中国、タイのほとんどの大企業では実践されている（例えば、FTSE100 及び AEX 指数構成企業の3/4は議決権行使集計を実施）。日本の上場会社においても同様の取組みが行われることを強く希望する。

また、議決権行使集計はさほど難しいことでもない（次頁囲み参照）。総会での集計が非常に大きな実務的困難を生じさせるとの懸念は過大である。

- 「議決権行使結果を株主に限らず広く開示することにより、株主総会の外からの影響力が増大したり、また、当日の議決権行使分を含まない数字を開示することにより誤解を生じかねない」 (経団連)

我々は、上場会社は既存株主に対してのみならず、潜在的投資家並びに市場全体に対しても開示義務を負うと考える。全ての議決権行使が、株主総会において速やかに集計され結果が明らかであれば、誤解を生じさせることもないと考える。

- 「株主が議決権行使結果に容易にアクセスできるような制度の整備を進めていくことが望ましい」 (東証懇談会)

我々はこの結論を支持すると同時に、東証が世界各国での議決権行使集計の実施方法を研究調査することを提案する（ACGAはそれらのデータを有しており、東証への情報提供を行う用意がある）。

- 「日本においても、年金が議決権を行使する受託者責任を負うと規定する米国のエリサ法のような法制を整備することを提案する。また、機関投資家は内部の議決権行使ガイドラインの公表に加えて、実際の議決権行使結果を公表すべきである」
(金融庁スタディグループ)

我々はこれらの提案に賛成である。機関投資家が議決行使権行使のガイドラインを公表することは世界の国々で慣行となっており、議決権行使結果のさらなる開示に向かう傾向も支持する。しかしながら我々は、議決権は見識に基づき行使されなければならない、「機械的」なプロセス（例：外部情報提供会社への丸投げ）あるいは単に規則遵守のための行使であってはならないと考える。

- 「総会前日までに把握した賛否の票数についての開示を求めることでも十分に意義ある開示になり得る」 (金融庁スタディグループ)

総会前日までに把握した賛否の票数についての開示は、暫定的な取組みとして理解できる。その上で、上場会社においては、完全な議決権行使集計及び結果の開示に向け、なるべく早く動き出すべきであると考え。

代理行使された議決権のみが開示される場合には、会社はそれぞれの議案について賛成、反対、棄権の票数がよく分かるように開示すべきである。多くの日本企業が 2008 年、2009 年に自主的に議決権の代理行使結果を開示したことは称賛すべきことである。しかしながら、データ開示の形式はしばしば分かりにくい場合がある。

「挙手による投票」と「議決権行使集計」

投票が挙手によって行われる場合、総会に出席する各人はそれぞれの議案につき一票を有する。これは「1 株式、1 議決権」の原則を損なうものである。つまり、例えば、1,000 株を有する株主は 1,000 議決権を有すべきであり、100 株しか有さない株主とは議決権数は異なるべきである。議決権行使集計は完全でより公平な投票数計算を確保するものである。

議決権行使集計をどのように行うか

多くの会社にとって、「議決権行使集計」はゾツとする「投票用紙による投票」を連想させる。投票用紙は、株主の求めに応じて、議案についての全ての投票を即座に集計しなければならない事態に関係してくる。集計は通常、人の手で行われる—30 分から 45 分程度かかる。そのため、全ての議案について行うとなると 1 日の大部分を費やすこととなる（10~12 の議案に 1 議案 30 分~45 分費やすとなると、5~9 時間かかることとなる）。

しかしながら、現代の投票はこのような形で行われるわけではない。一つの方法は、株主総会の終りに株主から記入済み議決権行使書を回収し、総会終了後、速やかに集計を人の手もしくはコンピューターで行い、当日遅く、もしくは翌日に集計結果を公表する方法である。他の方法はより迅速である—総会での電子投票装置の使用。どちらの場合にも、株主総会が集計によって長引くことはない。効率的なプロセスで、コストも大きくは増加しない。

3. 第三者割当増資及びその他資金調達に関連した事項

一部の日本企業は第三者割当増資を資金調達目的ではなく、好ましくない買収者を追いやるため、もしくは、支配権を移転させるために用いてきている。当該行為は、既存株主持分の不当な希釈化であり、必ずしも会社のビジネス強化に繋がるわけでもない。既存株主はそのような権利侵害に対して、より強い保護を受ける権利がある。

経団連の立場

経団連は、既存株主の権利を希釈化させ、会社の支配権に影響を与えるような大規模な第三者割当増資（私募）については一定のルールが必要であるとする。発行会社としての説明責任を充実させ、既存株主の権利が不当に毀損されないよう配慮する必要があるとする。このため、経団連は、取引所において割当先（投資家）に関する実質審査を充実するとともに、割当先の資金手当ての状況の開示等の取組みが行われるべきであるとする。

東証懇談会の立場

東証懇談会では、第三者割当増資の問題を、市場開設者として取り組むべき東証としての「最優先」課題としている。第三者割当増資の実施方法が改善されることで、投資家がより安心して投資できる環境が整備されると述べる。また、株主の議決権を安易に希釈化することや、会社によって恣意的に大株主の選択がなされることは本来的に望ましいものとは言えないとする。

東証懇談会では、2007年4月から2008年3月にかけて東証上場会社において行われた第三者割当116事例を研究した。これらの事例においては、第三者割当による増資を選択する必要性と相当性について十分な説明がなされているとは言い難い状況であったとした。多くの事例において「著しい」議決権の希釈化が見受けられた：希釈化20%以上が116事例中57事例、25%超が47事例、50%超が22事例、100%以上が9事例であった。

東証懇談会では、希釈化の倍率で一律に規制してしまうことには反対するものの、株主の利益が「不当に侵害」される場合に東証は制限を行うべきとする。対象は総議決権（総発行済資本）の25%以上—多くの買収防衛策の発動要件と同水準—としている。そのような希釈化の場合と、支配権の移動を伴う場合には、当該企業は「株主の納得性を増す」必要があるとする。その手続きとしては、第三者割当の評価のための特別委員会、経営陣から「一定程度独立した」社外取締役等（例：社外監査役）に意見を求めるといった手続きや、臨時、もしくは定時株主総会で直接的に株主の意思を問う方法が考えられるとする。一方、例外的取扱いが必要な事例としては、即時のファイナンスが必要な緊急の場合が考えられる。例外的な場合以外でこれらの手続きを取らなかった会社に対しては、上場規則に沿って処罰的措置がとられるべきであるとする。

第三者割当のディスカウントの程度に関しては、東証懇談会はディスカウント率が10%超となる場合については、適法性について監査役がいかなる意見を述べたかの開示を求める対応が考えられるとしている。

東証懇談会では、第三者割当が300%超の希釈化を引き起こす場合には、より厳しい措置が必要であるとしている。300%超の希釈化について、「株主の投資の前提を裏切る行為」であり、上場廃止を提案している。

さらに、東証懇談会では、「不適切な割当先」もしくは「反社会的勢力」（例：犯罪シンジケート）への第三者割当についても議論している。そのような団体の関与がないことを確認するための新規上場審査のような未然防止を図る手続きや、大株主の持分増加を隠すことを意図したオフショア割当の「取引の健全性」の事後確認での対応を提案している。既存株主の利益保護がないがしろにされる取引の場合には、上場廃止措置を提案している。

さらに東証は、上場会社に割当先の資金手当ての事前確認手続きの実施、確認結果の開示を求めるべきであるとする。資金の払込みがなされず増資が中止される場合には、当該企業の信用を傷つけると共に、既存株主に損害を与える可能性があり、防止する必要があるとする。

東証懇談会報告書の発表以降、東証では第三者割当に関する数多くの取組みを講じてきている。次の図は、2009年8月24日施行のそれら対応策をまとめたものである（東証との相談に基づくACGAの追加説明は斜字体）。

東証による第三者割当に関する対応策概要
(2009年8月24日施行)

項目	対象	手続/審査	対応措置
上場廃止基準の整備	希釈化 300%超	株主の利益を侵害するおそれが少ないと認められるかどうかの審査を行う。	上場廃止
	支配株主の異動	支配株主との取引に関する健全性を確認する。	
企業行動規範の新設	希釈化 25%以上 又は 支配株主の異動	原則として、a)又はb)の手続きを経ることを求める。 a) 経営陣から一定程度独立した者（例えば、社外取締役、社外監査役、もしくは、敵対的買収防衛に係る独立委員会に似た構成を有する独立委員会）の客観的な意見の入手 b) 株主総会の決議などの株主の意思の確認（東証はどの株主かを特定していないが、全株主の意思確認を想定）	<u>ペナルティ的措置</u> -公表措置 -上場契約違約金
適時開示に関する規定の新設	第三者割当増資全般	以下の事項について適時開示を行うことを求める。 (適時開示は第三者割当増資の取締役会決議直後) a) 割当先の資金手当ての確認状況 b) 発行価額の算定根拠及びその具体的な説明	<u>改善措置</u> -改善報告書 -「特設注意市場銘柄」
確認書の提出		割当先が反社会的勢力と関係がない旨を記載した確認書を提出することを求める。	

(注) 「支配株主」とは、親会社又は議決権の過半数を直接もしくは間接に保有する者をいう。

出所：東京証券取引所。東証への質問により得た追加情報については斜字体で示してある。

金融庁スタディグループの立場

金融庁スタディグループは、「第三者割当増資について、一層の市場規律の強化が急務」と考えている。そのため、スタディグループでは、会社が第三者割当増資を行う場合には、資金使途の詳細など「発行会社、割当予定先や両者の関係に係る具体的な情報」の開示を求めることが適当であるとする。当該割当予定先が増資の引受けに当たりどのように資金の手当てを行っているかについて、発行会社に確認手続の実施を求めることが適当であるとする。また、有利発行に該当する疑いがある第三者割当増資について、取引所は監査役による意見表明を求め、その公表を義務付けることが適当であるとする。第三者割当増資等について、大幅な支配比率の希釈化や支配権の移動などの特に問題のある事案については、取引所において厳正な審査を行うべきであり、上場廃止を含め問題の程度に応じた措置が講じられることが適当であるとする。

金融庁スタディグループは、上場会社による他の問題ある資金調達についても懸念を有している。一つの例は、既存株主の権利を損なうとともに、保有者の転換権行使による株価への下方圧力を生じさせることとなる転換価格修正条項付転換社債型新株予約権付社債（MSCB）や類似金融商品である。金融庁スタディグループでは、MSCB等に係る法定開示の充実が図られるべきであるとしている。

現金を対価として行う少数株主の締め出し（キャッシュアウト）についても、株主の権利を不当に制限するおそれのある行為であり、法制面での対応がなされるべきであるとする。日本においては、原則3分の2以上の賛成による株主総会特別決議によってキャッシュアウトを行うことができることとされているため、取引所においてはより厳格な審査が行われるべきであるとしている。

最後に、金融庁スタディグループ報告書では、親会社と上場子会社の少数株主との間の潜在的な利益相反の発生を指摘しており、取引所においては、社外取締役及び監査役の選任を求めるなど、親会社による権限濫用が適切に防止されるようなルールの整備が検討されるべきであると述べている。

ACGA の考え

我々は、3つの報告書による第三者割当が株主の権利を侵害するおそれがあるとの認識を歓迎する。しかしながら、当該行為に対するより厳格な規制が必要であると考えている。我々の提案は、第一に、会社は、毎年の株主総会において、第三者割当に関して株主の承認を求めるべきである、第二に、1年のうちに第三者割当を通じて発行可能な株式の上限を発行済株式の10%以内とするべきである、というものである。さらに、会社がこれら基準を超える発行を望む場合には、株主に説得力ある説明を行い、株主に議決権行使の機会を与えるべきであると考え（例えば、株主総会において）。

上記3つの報告書において提起された論点のうち、我々が特に意見を述べたい論点は以下のとおりである：

- 「300%超の希釈化の場合には、当該第三者割当増資は株主の投資の前提を裏切る行為であると言える」（東証懇談会）

この点に関して、論理の展開が明確ではない。300%という数字については、「発行可能株式総数」は「発行済株式総数」の4倍（300%増）を超えてはならないとする会社法の規定を根拠にしている。それをもって、東証懇談会では、投資家は株主資本が4倍

を超えて増えないこと、よって、最悪でも300%までしか希釈化されないことを投資の前提としていると結論付けている。従って、300%超の希釈化については、「投資の前提を裏切る行為」であるとしている。

しかしながら、多くの投資家は上記のように考えていないであろう。大部分の投資家は、300%の希釈化を伴う第三者割当によって会社が資金調達を考えるとしたら、啞然としてしまうだろう。実際、大部分の世界の機関投資家は1年間に10%を超える割当があった場合にはそれに反対する。

- 「上場会社が第三者割当増資を行う場合には、資金使途の詳細に関して情報の開示を求めることが適当である」 (金融庁スタディグループ)

我々はこの提案を強く支持する。しかし、さらに、東証は発行企業が開示通りに資金を使ったか、生産性の高い使い方をしたかを確認するためのフォローアップを行うべきであると付け加えたい。そうでなければ、投資家は増資が必要であったかどうかの疑問を呈することになる。

- 「第三者割当増資等について、大幅な支配比率の希釈化や支配権の移動などの特に問題のある事案については、取引所において厳正な審査を行うべきであり、上場廃止を含め問題の程度に応じた措置が講じられることが適当である」 (東証懇談会、金融庁スタディグループ)

東証は既に上場廃止に関する規定変更に取り組んでいるが、上場廃止は、希釈化を伴う第三者割当以上に少数株主の利益を損なう厳しい措置であると考えられる。過度な希釈化や支配権の移転を防止するような十分なルールの制定が可能であれば、より好ましい。

- 「法定開示においてもMSCB等に係る開示の充実が図られるべきである。キャッシュアウトについても、法制面での対応がなされるべきである」 (金融庁スタディグループ)

我々は、MSCB等のリスクは完全に開示されるべきで、上場会社の発行決議は、総会の株主承認に従うべきと考えている。キャッシュアウトについては、議決権基準についてより厳格なルールが制定されるべきであると考えられる (例として、香港が挙げられる)。

- 「親会社による権限濫用が適切に防止されるよう、親会社と上場子会社の少数株主との間の潜在的な利益相反についてのルールの整備が検討されるべきである」 (金融庁スタディグループ)

我々は、子会社上場に関する規制が制定されることを強く支持する。また、この論点は再度、独立非業務執行取締役の必要性を強調していると考えられる。

4. 株式の持合いとその他株式投資

日本企業はしばしば株式持合いの合意を形成し、その合意の中で（例えば、企業買収の局面において）それぞれの経営陣を支持する議決権行使を行うことを約束する。しかしながら、この取り決めによって、しばしば会社資金が最適活用されない状況が生じ、少数株主の利益を害することとなる。この10年間でみると、当初は株式持合いは減少傾向にあったものの、近年は復活傾向にあることが見てとれる。

関連した問題として、銀行やその他金融機関が主要取引先の株式を購入するという慣行がある。この慣行もまた、貴重な資金が最適ではない方法で用いられている一例であると共に、近年の経験が示す通り、景気後退局面においては、多額の株式投資損失の発生原因となる。

金融庁スタディグループの立場

金融庁スタディグループでは、株式持合い等の慣行には、株式の保有を通じて、契約や支配関係では表れないようなビジネス上の関係を培ってしまう等のデメリットがあることを認識している。さらに、既に持合い状況について自主的な開示を行っている一部の会社を評価する一方で、一定の持合い状況の開示について、制度化を提案している。また、この関連では、2012年3月末まで銀行等の保有株式や銀行等と事業会社との間の持合い株式の取得に取組む銀行等保有株式取得機構のより一層の活用を促している。さらに、金融庁スタディグループでは、個人による投資を促進することにより、株式の保有構造の転換が円滑に進むと共に、株主によるガバナンス機能の強化も図られるとしている。

ACGA の考え

多くの内外機関投資家が、上場会社による株式持合い及びその他株式投資を、日本のコーポレート・ガバナンスに係る最も深刻な問題の一つとして考えている。最近10年間を見ると、当初は、株式持合いには減少傾向が見られたものの、2006年以降は再度増加に転じている。野村証券金融経済研究所によれば、全上場会社の時価総額に対する割合としての持合い株式は2008年度には12.5%となり、2007年度の12.3%から上昇した。会社は、表向きは、ビジネス上の関係強化、あるいは安定した株主層の構築を目指している。一方で、今年初めには、既に不良債権処理損により弱った収益に、株価下落によるコア事業ではない株式投資の減損損失が重なり、日本の銀行の収益は大きく悪化すると共に、自己資本比率も低下した。

ACGAは、持合い株式及びその他株式投資のより詳細な開示を支持すると共に、より高い企業リターンを支持するという究極の目的から、それら株式投資を減らすための取組みを歓迎する。理想的には、持合い株式や主要な投資株式に関しての情報開示を求める法令改正がなされるべきであろう。また、株式持合いは将来の買収に対する防衛策として用いられるべきではないと考える。敵対的買収に対する最適な防衛策は、強い株価に反映される健全な経営であろう。

最低限、短期的な対処法としては、我々は、上場会社については、持合い株式、あるいは、少なくとも、会社外部の大口株式保有に関する十分な情報開示をアニュアル・レポートで行うことを強く奨励する。これら情報開示には、当該株式保有の戦略的理由、並びに、必要に応じ、実際の投資リターンが示されるべきである。

同時に、我々は、金融庁スタディグループ報告書が触れているように、規制当局がこれらの株式投資について情報開示の義務付けを検討し始めることを提案する。ただ、どのように新しい規制を構築するかは難しい問題ではないだろうか？ 一つの選択肢としては、「保有割合基準」が考えられよう。つまり、会社は保有割合が一定水準、例えば、発行済株式の1%もしくは2%を超えた場合には、当該株式投資に係る情報を開示しなくてはならないとする案である。一方で、この方法では少なくとも難点が二つある。一つは、大型株への投資の場合は絶対額で多額となり、投資する側の会社にとってはキャッシュポジションに大きな影響を与えるという点である（そのため、投資額自体についても開示基準が求められなければならない—しかし、投資額自体の適正開示基準を定めるのは容易ではない）。二つ目は、会社は、保有割合が開示基準を僅かに下回るように株式投資を行う、例えば、開示基準が1%の時に、保有割合を0.99%に止めるといったことで、制度趣旨を骨抜きにすることが容易であるという点である。

他の選択肢としては、「上位10社基準」：各企業は会社外部の投資上位10社に係る詳細情報を開示することを求められる、といったものがある。この方法によれば、保有割合や投資額といった、人為的開示基準を決める必要もない。また、当該上場会社がどの会社と親密なビジネス上の関係を有しているかを知ることでもできよう。仮に、上位10社の開示では不十分であると考えるならば、上位15社、上位20社と変更することも可能である。

東証は、2009年9月29日に発表した上場制度整備の実行計画2009において、「株式の持合い状況の開示の制度化」を「具体策の実施に向け検討を進める事項」と位置付けている。我々は、東証に対し、速やかにこの問題の検討を進め、施策実施するよう促したい。

5. 会社と投資家の対話

近年、特に株主総会での議決権行使に関して、多くの日本企業が株主及び投資家との対話を強化しつつある。しかしながら、依然として多くの上場会社においては、株主を、その意見は重要ではないグループとしてみなす傾向がある。我々は、株主をこのように捉えることは時代にそぐわず、株主との開かれた対話を通じて、上場会社は一有形無形の多くの利益を得られると考えている。投資家は経営者ではないが、資本市場の専門家であり、彼らの知見は、資本市場への知識がしばしば限定的な経営者には有益であろう。

経団連の立場

経団連は、日本の資本市場に対する信頼性を一層向上させる観点からも、会社と国内外機関投資家の相互理解を深めることの重要性を認識している。また、会社と株主の間の双方向の対話促進のための環境整備に向けた取組みを行いたいとしている。

金融庁スタディグループの立場

報告書は、株主及び投資家と経営との建設的な議論を充実させることが重要であり、コミュニケーションの充実により、企業買収等の局面においても「感情的な対応」を避けるなどの効果が期待できるとしている。日本のコーポレート・ガバナンスは「経営に対して建設的なものを言う投資家の厚み」を確保することから恩恵を受けるとして、関係者の「一層の取組み」を期待するとしている。

ACGA の考え

我々は、機関投資家と上場会社との間で、会社に影響を及ぼす戦略面やガバナンス面について、よりオープンで定期的な対話が行われることを歓迎する。しかしながら、これらの対話を最も効果的なものとするためには、IR部門とのミーティング以上のものとする必要がある。我々は、経営陣が非常に多忙であることは理解するものの、経営陣がより頻繁に投資家—とりわけ長期的な投資家—やそのコーポレート・ガバナンス・オフィサーとのミーティングの時間を作れるようにすべきであると考えている。オープンで建設的な対話を通じ、双方が、お互いの見解をより良く理解することになる。

おわりに

ACGAは、近年、日本においてコーポレート・ガバナンス改革の重要性に関する認識が高まりつつあることは認識している。経団連報告書が示しているように、伝統的な監査役設置会社制度を採用する多くの東証上場会社が自主的に社外取締役を設置し、会社の重要事項について外部の視点を取り入れようとしている。また、多くの会社は指名委員会、報酬委員会及びリスク管理委員会等の委員会の設置を行っている。我々は、このような「ハイブリッド型」取締役会構造への動きは前向きな進展であり、また、日本基準と国際基準との間での理にかなった妥協点であると考えている。さらに、より多様で独立した取締役会が、（経営陣が指針を必要とする海外の新市場に参入する場合等の）異なる事業ニーズにより良く対応するために必要であるとの判断を下した日本企業も現れている。

一方で、我々は、日本における取締役会及び取締役についての議論が、これらの制度設計が形式上のものであり、会社の実際の事業に対する影響は大きくないという前提に立っているように見受けられる点に懸念を持っている。会社が取締役会等の設計を規制当局や株主を満足させるための単なる「遵守の問題」として考え、何ら中身のあるものではないと考えるならば、実際もその通りとなってしまうであろう。しかしながら、会社が真摯に委員会や独立取締役を価値のあるものにしたいと考え、慎重に人選を行うならば、我々は長い目で見れば、そのことが会社にとって意味のあるものになると考える。全ては各企業経営陣及び支配株主の取組み姿勢にかかっていると言えよう。

以上の理由から、ACGAでは、会社が既に有能な社内取締役を選任していれば、独立取締役を選任するのは単なる形式上の問題でしかないとする考えには賛成できない。社内取締役と独立取締役の役目は同じではない。知見豊富で献身的な独立取締役は、取締役会での議論に対し異なる視点を提供することを通じて、取締役会の意思決定強化に貢献し、取締役会が株主を含めた全てのステークホルダーの利益を考慮していることを担保することにも繋がる。

また、コーポレート・ガバナンスを主張する人々というのは、日本企業が米国や英国のコーポレート・ガバナンス形式を導入することを求めているといった、あまりにも単純な認識にも物申したい。我々はそのようなことを求めているのではない。英米を含め、いかなる国のコーポレート・ガバナンスも完ぺきではない。ACGAが主張しているのは、どの国においても適用できるであろうコーポレート・ガバナンスの基本的な原則である。我々は、首尾よく実行されれば会社の競争力や説明責任を向上させるであろう慣行を推進しているのである。我々は、他国市場で効果があり、日本においても実践可能と考えられるとの前提で、これらの慣行を注意深く慎重に選別した。当該意見書が示したいのは、我々の目的が、日本のコーポレート・ガバナンスに建設的な貢献を行うこと、そして、既存のガバナンス機構を補完・改善するための提案を行うことであり、既存の制度を取り替えることではないということである。

この点に関して、我々は、日本の上場会社が取り入れることのできる最善慣行（ベスト・プラクティス）原則を示したコーポレート・ガバナンス規範を取り決めることを強く提案する。その原案作成に当たっては、当局は、投資業界、産業界、会計、法曹界や規制当局の専門家からなる委員会を設置するべきであろう。そのような規範は会社への義務付けを行う規則を構成するものではなく、既存法規制の増強といった意欲的な目的

に沿ったものとなろう。その規範は、当局や市場が上場会社に対して期待する行動基準を示した啓蒙的なものとなろう。そのため、日本企業のコーポレート・ガバナンス改革が柔軟な形で進み、日本の伝統的な強みと新たな世界的慣行との融合を図ることが可能となるであろう。

意義あるコーポレート・ガバナンス改革が一夜にして行われることはないという事は理解している。新しい提案というものは常に議論を呼び、変化というものはしばしば漸進的である。しかしながら、同時に、いかなる国においても、コーポレート・ガバナンス改革のための時間は無限にあるわけではない。グローバル化が進み、資本市場間での競争が激しい経済環境下では、コーポレート・ガバナンスは投資家の信頼、流動性、資本コストのより重要な決定要素となってきた。日本の上場会社及び金融セクターにとってより良いコーポレート・ガバナンスは必ず有益なものとなるであろう。

以上

注意:

当該意見書における ACGA の提言は ACGA とそのメンバーの一致した見解を示している。当該提言は、日本市場に関する各 ACGA メンバーの特定のコーポレート・ガバナンスや議決権行使方針とは異なる場合もありうる。

添付 1: ACGA について

Asian Corporate Governance Association (ACGA)は独立非営利団体で、調査、支援、教育を通じ、アジアにおけるコーポレート・ガバナンスの長期的向上促進に取り組む。

ACGA はアジア主要 11 市場の独立した調査を実施。規制当局、発行会社、機関投資家、その他主要関連団体との建設的で見識ある対話に関与する。また、コーポレート・ガバナンスに関するタイムリーな課題を認識し、議論の場を提供するため、年次総会を含む、啓蒙的なイベントを開催する。

ACGA は“日本のコーポレート・ガバナンス白書” (2008 年 5 月)や、アジアにおけるコーポレート・ガバナンスの定例調査“CG Watch”*- 2003 年初刊-でも知られる。また、ウェブサイト www.acga-asia.org を通じ、主要なアジア市場におけるコーポレート・ガバナンスに関する広範なデータや分析を提供している。

(*ACGA の創業スポンサーである CLSA Asia-Pacific Markets と協力して実施)

連絡先

Mr. Jamie Allen

Secretary General, ACGA
Tel: (852) 2160 1789
Email: jamie@acga-asia.org

Mr. Charles Lee

Advocacy Manager, ACGA
Tel: (852) 2160 1792
Email: charles@acga-asia.org

Asian Corporate Governance Association
Room 203, 2nd Floor, Baskerville House
13 Duddell Street, Central
Hong Kong

Website: www.acga-asia.org

添付 2:共同提唱機関について**Aberdeen Asset Management, シンガポール**

Aberdeen Asia は、ロンドン証取に上場する運用資産 2,380 億米ドルの独立系資産運用会社である Aberdeen Asset Management PLC の完全子会社で、アジアにおけるヘッドクォーター。(www.aberdeen-asia.com)

APG Asset Management, オランダ

APG グループは、政府、教育、建設セクター、住宅供給会社に対し、年金、情報、資産運用、経営支援における商品、サービスを提供。APG は世界最大の年金運用会社の一つで、約 2,050 億 ユーロ(2009 年 6 月)の年金資金を運用。(www.apg.nl)

British Columbia Investment Management Corporation, カナダ

British Columbia Investment Management Corporation (bcIMC) は、カナダ最大の資産運用会社の一つ。750 億カナダドルのグローバル・ポートフォリオのうち、約 230 億ドルは海外投資で、中国における上場株式から、英国における非上場株式、メキシコの商業用不動産まで対象。(www.bcimc.com)

California Public Employees' Retirement System, 米国

The California Public Employees' Retirement System (CalPERS) は、米国最大の公的年金で、約 160 万人のカリフォルニア州公務員、退職者とその家族の財政医療給付保障の促進がミッション。2009 年 7 月 30 日時点の運用資産は 1,870 億米ドル超で、不動産、非上場及び上場株式、債券、インフレ連動資産、短資を含むグローバル・ポートフォリオを構成。(www.calpers.ca.gov)

California State Teachers' Retirement System, 米国

The California State Teachers' Retirement System (CalSTRS) は、米国第二位の公的年金で、運用資産は約 1,300 億米ドル。カリフォルニア州 1,400 の学区、群教育局、地域短期大学区の 833,000 人の公立学校教師とその家族の退職、障害、遺族給付を管理。(www.calstrs.com)

F&C Asset Management, 英国

F&C Asset Management は、140 年を超える歴史を持つ、グローバル分散投資のリーディング・グループ。現在 12 ヶ国のオフィスで事業展開、1,090 億ユーロを運用し、機関投資家、保険、個人の幅広い顧客に対し、全ての主要資産- 株式、債券、短資、不動産、オルタナティブを提供。(www.fandc.com)

Governance for Owners, 英国

Governance for Owners (GO)は、Peter Butler と Steve Brown が 2004 年 11 月に創業し、欧州、米国、東南アジア、日本で事業展開。主要な機関投資家株主、長期資金提供機関、経営幹部による独立したパートナーシップ。株主の権利行使による顧客の長期的株主価値創造に専心。(www.g4owners.com)

PGGM Investments, オランダ

PGGM Investments は、オランダの医療、社会福祉セクターの年金基金であり、欧州最大の年金基金の一つである Pensioenfonds Zorg en Welzijn を代行する年金管理、資産運用会社。現在の運用資産は約 790 億ユーロ。 (www.pggm.nl)

Railway Pension Investments, 英国

Railpen Investments は運用会社で、職域年金基金 (OPS) のメンバーであり、4つの年金基金の信託会社である Railways Pension Trustee Company Ltd (RPTCL)を唯一の顧客とする。投資資産のアドバイス、投資マネージャー選定、投資パフォーマンスのモニタリングのマネージャーズ・マネージャー業務が主要な役割。RPTCL の総資産は約 180 億英ポンド。 (www.railpen.co.uk)

TIAA-CREF, 米国

TIAA-CREF (www.tiaa-cref.org)は、米国の金融サービス機構で、2009年9月30日時点の運用総資産 4,020 億米ドル超。学術、調査、医療、文化領域で働く人々に対する退職制度の主要な提供者。

Universities Superannuation Scheme, 英国

Universities Superannuation Scheme (USS) は、英国第二位の年金基金で、英国における大学のための主要年金基金として、378の大学や学術機関のために運営。2009年8月時点で資産 420 億米ドル、メンバー約 25 万人。 (www.uss.co.uk)