

2017年12月18日 全12頁

改訂日本版スチュワードシップ・コード  
運用機関のガバナンス金融調査部 主任研究員  
横山 淳

## [要約]

- 2017年5月29日、日本版スチュワードシップ・コードの改訂版が公表された。その中には、重要な改訂項目の一つとして、運用機関のガバナンス体制が盛り込まれている。
- 改訂版SSコードは、運用機関に対して、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備することを求めている。
- 上場運用機関については、既に会社法やコーポレートガバナンス・コードを通じて、(独立)社外取締役の選任や、任意の諮問委員会の設置などが求められている。それに対して、金融グループの100%子会社など非上場の運用機関の場合、必ずしもこうしたガバナンス体制が明示的に要求されていたわけではなかった。今後、親会社等からの独立性が実効的に担保されるような体制整備が求められる。

はじめに～日本版スチュワードシップ・コードの改訂～	2
1. 運用機関のガバナンスに関する改訂内容	2
2. 独立した取締役会	3
(1) 「独立した取締役会」とは	3
(2) 会社法の場合 ～「社外取締役を置くことが相当でない理由」の開示～	5
(3) コーポレートガバナンス・コードの場合 ～複数の独立社外取締役の選任～	5
(4) 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の場合 ～経営管理のあり方～	5
(5) 「顧客本位の業務運営に関する原則」の場合 ～適切なガバナンス体制の構築～	6
(6) 「独立した取締役会」についての考察	6
3. 第三者委員会	7
(1) 「第三者委員会」の構成は？	7
(2) コーポレートガバナンス・コードの場合 ～任意の諮問委員会～	9

(3) 買収防衛策の場合 ～「独立の社外取締役を中心とする」委員会～	9
(4) 日弁連ガイドラインの場合 ～企業等不祥事における第三者委員会～	10
(5) 「第三者委員会」についての考察	11

## はじめに～日本版スチュワードシップ・コードの改訂～

2017年5月29日、『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（以下、日本版 SS コード）の改訂版が取りまとめられた<sup>1</sup>（以下、特に、改訂後の日本版 SS コードを指す場合には「改訂版 SS コード」と呼ぶ）。

日本版 SS コードは、当初から、「おおむね3年毎を目途として、本コードの定期的な見直しを検討することとされていた（改訂前の日本版 SS コード前文15項。なお、改訂版 SS コードの前文14項も同じ）。2014年の制定から2017年で3年を迎えたことから、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（以下、フォローアップ会議）の意見書（3）（「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方～企業の持続的な成長に向けた『建設的な対話』の充実のために～」）<sup>2</sup>やスチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（以下、有識者検討会）における議論などを踏まえて、改訂が行われたものである。

改訂版 SS コードにおける（改訂前からの）変更点は多岐にわたるが、本稿では、運用機関のガバナンスを巡る課題を取り上げたい<sup>3</sup>。

### 1. 運用機関のガバナンスに関する改訂内容

改訂版 SS コードは、「実効的な利益相反管理のためには、独立した監督などの堅固なガバナンス体制が重要である」<sup>4</sup>との考え方にに基づき、運用機関（アセットマネージャー）に対して、次のようにガバナンス体制の整備を要求している。

指針 2-3 運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備

<sup>1</sup> 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>）に掲載されている。

<sup>2</sup> 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/index.html>）に掲載されている。

<sup>3</sup> 集团的エンゲージメントを巡る論点・課題については、拙稿「改訂日本版スチュワードシップ・コード 集团的エンゲージメントを巡る論点」（2017年8月9日付大和総研レポート）を参照されたい。  
[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170809\\_012204.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170809_012204.html)

<sup>4</sup> 田原泰雅・染谷浩史・安井桂大「スチュワードシップ・コード改訂の解説」（『旬刊商事法務 No. 2138』（2017年7月5日号））p. 19。

すべきである。

ここで特筆すべきは、一般的・抽象的にガバナンス体制の強化を求めるだけでなく、「**独立した取締役会**」や「**第三者委員会**」といった整備すべきガバナンス体制の具体例を明記していることである。あくまでも例示<sup>5</sup>ではあるが、今後、運用機関の整備すべきガバナンス体制の基準、指標となるだろう。

## 2. 独立した取締役会

### 【結論】

改訂版 SS コードの重要性は、非上場の運用機関自身に対しても「独立した取締役会」などのガバナンス体制整備を明示的に求めている点にあると評価できるだろう。

それでは、非上場の運用機関における「独立した取締役会」の判断要素は、どのように考えられるであろうか。結論を先取りすると、私見だが、コーポレートガバナンス・コードを踏まえた、複数の独立社外取締役選任が、当面、一つの指標となるように思われる。

### (1) 「独立した取締役会」とは

改訂版 SS コード指針 2-3 は、運用機関が整備すべきガバナンス体制の例示の一つとして「独立した取締役会」を掲げている。もっとも、日本版 SS コードは、「独立した取締役会」とは何かについて、明確な定義を定めていない。

一般に「独立した取締役会 (independent board)」と言う場合、独立社外取締役が過半数（あるいは半数以上）を占める取締役会を意味することが多いと考えられる。しかし、わが国の現状を踏まえれば、現実問題として、「独立取締役が過半数を占めていない限り、コンプライにならない」と考えることにはやはり無理があるだろう。

わが国における「独立した取締役会」又は「取締役会や取締役の独立性」に関する主な規制・規律をまとめると図表 1 のように整理できる。これを踏まえて、改訂版 SS コードの下での「独立した取締役会」のあり方について検討したい。

<sup>5</sup> 金融庁「改訂案に対するご意見の概要及びそれに対する回答」No. 12。

図表 1 取締役会の独立性に関連する各種の規制・規律

	改訂日本版ステュワードシップ・コード	会社法	コーポレートガバナンス・コード	金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針	顧客本位の業務運営に関する原則
根拠規定	指針 2-3	327 条の 2	原則 4-8	Ⅲ-1(1)	原則 7
対象	運用機関	次の①～④全てに該当する株式会社 ①監査役会設置会社 ②会社法上の公開会社 ③会社法上の大会社 ④その発行する株式について有価証券報告書を提出する義務を負う	上場会社	金融商品取引業者	金融事業者
求められるガバナンス体制	・ <b>独立した取締役会</b> ・ 第三者委員会など	社外取締役を置いていない場合には、定時株主総会において、 <b>社外取締役を置くことが相当でない理由</b> を説明	<b>独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任</b>	取締役、取締役会について次の点に留意して監督  ・ <b>業務執行にあたる代表取締役等の独断専行を牽制・抑止</b> ・ <b>内部監査部門の機能が十分発揮できる機能を構築（内部監査部門の独立性の確保を含む。）</b>	次の事項を促進するように設計された <b>適切なガバナンス体制</b> を整備  ・ 顧客の最善の利益を追求するための行動 ・ 顧客の公正な取扱い ・ 利益相反の適切な管理等
備考		「社外取締役を置くことが相当でない理由」は、事業報告、株主総会参考書類でも開示	自主的な判断により、少なくとも <b>3分の1以上の独立社外取締役を選任</b> することが必要と考える上場会社は、そのための取組み方針を開示	上場金融商品取引業者や上場親会社については、コーポレートガバナンス・コードに則った取組みが求められる	

(出所) 改訂日本版ステュワードシップ・コード、会社法、コーポレートガバナンス・コード、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針、顧客本位の業務運営に関する原則などに基づき大和総研金融調査部制度調査課作成

## (2) 会社法の場合 ～「社外取締役を置くことが相当でない理由」の開示～

会社法は、社外取締役の選任を、直接、義務付けてはいない。しかし、会社法上の公開会社<sup>6</sup>かつ大会社<sup>7</sup>であり、金融商品取引法上、株式についての有価証券報告書の提出義務が課されている会社に対して、社外取締役を置いていない場合、**「社外取締役を置くことが相当でない理由」**（下線太字は筆者）**を開示**することを要求している（会社法 327 条の 2）。「社外取締役を置くことが相当でない理由」の開示とは、「社外取締役を置くことがかえってその会社にマイナスの影響を及ぼすというような事情を説明しなければならないもの」<sup>8</sup>と解されている。そのため、**社外取締役の選任を事実上義務付けている**に等しいと考えられている<sup>9</sup>。

## (3) コーポレートガバナンス・コードの場合 ～複数の独立社外取締役の選任～

東京証券取引所（以下、東証）は、「**コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～**」（以下、コーポレートガバナンス・コード）**を通じて、「独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべき」**（原則 4-8、下線太字は筆者）ことを、「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースで、上場会社に求めている。

## (4) 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の場合 ～経営管理のあり方～

金融庁は、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（以下、監督指針）の中で、金融商品取引業者の「経営管理のあり方」の監督に当たり、上場金融商品取引業者については、「**コーポレートガバナンス・コードに則って、適切に取組みを進めているか**」に留意するとの方針を定めている（監督指針Ⅲ-1(1)、下線太字は筆者）。さらに、親会社が上場会社である金融商品取引業者については、「**コーポレートガバナンス・コードへの取組状況を含め親会社の経営管理態勢を確認する**」こととされている（同前）。

他方、上場・非上場を問わず、広く金融商品取引業者一般の取締役・取締役会については、監督指針は、「独立社外取締役」や「取締役会の独立性」を明示的には求めていない。ただし、監督上の留意点として、例えば、「**代表取締役等の独断専行を牽制・抑止**」することや、「**内部監査部門の独立性の確保**」などを掲げている（監督指針Ⅲ-1(1)②、下線太字は筆者）。

<sup>6</sup> 具体的には、定款上、譲渡制限のない株式を発行できる株式会社のこと（会社法 2 条 5 号）。

<sup>7</sup> 具体的には、資本金が 5 億円以上、又は負債総額が 200 億円以上の株式会社のこと（会社法 2 条 6 号）。

<sup>8</sup> 坂本三郎・高木弘明・宮崎雅之・内田修平・塚本英巨・辰巳郁・渡辺邦広「平成二六年改正会社法の解説 [ I ]」（『商事法務 No. 2040』（2014 年 8 月 5・15 日合併号））p. 36。

<sup>9</sup> 第百八十六回国会衆議院法務委員会会議録第十一号（平成 26 年 4 月 11 日）谷垣法務大臣（当時）答弁など参照。

## (5) 「顧客本位の業務運営に関する原則」の場合 ～適切なガバナンス体制の構築～

「顧客本位の業務運営に関する原則」においても、適切なガバナンス体制の整備が要求されている。具体的には、金融事業者に対して、「顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや**適切なガバナンス体制を整備すべき**である」（同原則7、下線太字は筆者）としている。

## (6) 「独立した取締役会」についての考察

上場運用機関については、既に、独立社外取締役の選任を通じた「独立した取締役会」が、実質的に求められている。それに対して、金融グループの100%子会社など非上場の運用機関の場合、確かに、監督指針に取締役・取締役会に関する規定はあるものの、「独立社外取締役」や「取締役会の独立性」が明示的に求められているわけではない。

繰り返しになるが、改訂版SSコードの重要性は、非上場の運用機関自身に対しても「独立した取締役会」などのガバナンス体制整備を明示的に求めている点にあると評価できるだろう。そして、私見だが、非上場の運用機関における「独立した取締役会」の判断に当たっては、コーポレートガバナンス・コードを踏まえた、複数の独立社外取締役選任が、当面、一つの指標となるように思われる。

コーポレートガバナンス・コードが、複数の独立（社外）取締役の選任を求めるのは、「独立社外取締役が、単に一名だけではなく複数名存在すれば、有益な意見形成がなされる可能性が高まる上、その意見を取締役に反映することも格段に容易になると考えられる」<sup>10</sup>ためと説明されている。確かに、コーポレートガバナンス・コードは、上場会社のガバナンスを念頭に置いたものではある。しかし、この考え方そのものは、理論上、「上場」を前提とするものではなく、非上場会社のガバナンスにも妥当すると考えられる。

もちろん、大切なのは独立社外取締役の人数、割合といった「形式」ではなく、「独立した取締役会」としての実質である。ガバナンス体制の整備に当たっては、独立社外取締役の選任と併せて、「実際に親会社等の干渉を受けることなくスチュワードシップ活動を行うことができるような工夫も併せて行うなど、独立性が実効的に担保されること」<sup>11</sup>が望まれるだろう。

<sup>10</sup> 油布志行・渡邊浩司・高田洋輔・浜田宰 『『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説[IV・完]』（『旬刊商事法務』No.2065（2015年4月15日号））p.47。

<sup>11</sup> 脚注4文書、p.19。



### 3. 第三者委員会

#### 【結論】

##### (構成員の独立性)

改訂版 SS コードの第三者委員会においては、「社外者が少なくとも過半数であるか」、または、「社内者・社外者が同数であって委員長が社外者であること」が、ミニマム・スタンダードとなるべきだろう。加えて、第三者委員会の独立性を確保する上で、例えば、委員の人選についても適切な選定プロセスを設けることが重要であろう。

##### (構成員の専門性)

「議決権行使の意思決定や監督」という相応に専門的な分野をその役割としていることからすれば、その構成員には、議決権行使やガバナンスなどに関する一定の知見が求められるとの考えが成り立ち得る。

もともと、仮に、改訂版 SS コード上の第三者委員会の役割を、「議決権行使の意思決定や監督」のみならず、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」を幅広くモニタリングすることだとすれば、第三者委員会のメンバーに求められる「専門性」についても、議決権やガバナンスなどに限定せず、より幅広く考える余地があるものと思われる。

##### (構成員の責任)

運用機関における「議決権行使」のあり方は、高度な経営判断に属すると考えるのであれば、独立社外取締役を中心メンバーとすることにも合理性があるかもしれない。

他方、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」が目的であることに照らせば、必ずしも、法律上、会社・株主に対する説明責任を負う取締役を中心メンバーとすることは必須ではないとも考えられる。特に、金融グループの 100%子会社である運用機関の場合、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」の観点からは、株主（＝金融グループ持株会社など）からも独立した社外有識者中心の構成の方が妥当であるようにも思われる。

#### (1) 「第三者委員会」の構成は？

改訂版 SS コードは、運用機関が整備すべきガバナンス体制として、前記 2 の「独立した取締役会」のほかに、議決権行使の意思決定や監督のための「第三者委員会」を例示している。

「独立した取締役会」と同様、ここでも「第三者委員会」が、具体的にどのような構成であるべきかなどは、改訂版 SS コード上、特に明記されていない。

当然ながら、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」が目的である以上、設置される「第三者委員会」について、経営者、親会社・グループ会社、他部門などからの「独立性」が重要となることは言うまでもない。

さらに、「第三者委員会」が取り扱う対象や、その役割によっては、専門家としての知見・経験（「専門性」）が要求されるとの考え方もあり得るだろう。

図表2 第三者委員会などに関連する各種の規制・規律

	運用機関のガバナンス	経営陣幹部・取締役の指名・報酬等	買収防衛策の発動等	企業等不祥事の調査等
根拠規定	改訂日本版ステewardシップ・コード指針 2-3	コーポレートガバナンス・コード補充原則 4-10①	東証企業行動規範など	日弁連ガイドライン
対象	運用機関	上場会社	上場会社	企業や組織全般
委員会	第三者委員会	任意の諮問委員会	独立性のある委員会	企業等不祥事における第三者委員会
構成員の独立性	—	独立社外取締役を主要な構成員とする	経営者からの独立性	企業等から独立した委員のみをもって構成
構成員の専門性	—	—	専門性（企業価値に関する知識の不足を補うための専門家の関与や独立調査権限等を含む）	・関連する法令の素養があり、内部統制、コンプライアンス、ガバナンス等、企業組織論に精通した弁護士 ・事案の性質により、学識経験者、ジャーナリスト、公認会計士などの有識者
構成員の責任	—	独立社外取締役を主要な構成員とする	会社に対する責任（委員会における取締役・監査役と社外有識者との構成割合など）	—
備考		（CGS ガイドライン） ・（社外監査役、社外の有識者を含む）社外者が少なくとも過半数 または ・社内者・社外者が同数であって委員長が社外者	（2005年指針） 独立社外取締役や独立社外監査役から構成される企業統治委員会  （2008年報告書） 独立の社外取締役を中心とする構成の特別委員会	

（出所）改訂日本版ステewardシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード、東証有価証券上場規程、経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGS ガイドライン）」、経済産業省・法務省「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」（2005年指針）、企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（2008年報告書）、日本弁護士連合会「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」（日弁連ガイドライン）などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成



加えて、「取締役会」のように法律に基づく機関ではない、任意の組織である「第三者委員会」の会社や株主に対する「責任」が問題となることも考えられる。

これらのキーワード（「独立性」、「専門性」、「責任」）を踏まえて、「第三者委員会」に関する主な規制・規律をまとめると図表2のように整理できる。これを踏まえて、改訂版SSコードの下での「第三者委員会」の構成のあり方について検討したい。

## (2) コーポレートガバナンス・コードの場合 ～任意の諮問委員会～

コーポレートガバナンス・コードは、上場会社に対して「必要に応じて任意の仕組みを活用することにより、統治機能の更なる充実を図る」（同原則4-10）ことを求めた上で、その具体例として、指名委員会等設置会社以外の会社<sup>12</sup>において、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などを検討する任意の諮問委員会の設置を挙げている（補充原則4-10①）。

もともと、諮問委員会の構成員については、コーポレートガバナンス・コード上、「例えば、**（中略）独立社外取締役を主要な構成員とする**」とだけ規定されており、具体的な人数や構成割合などについては明記されていない<sup>13</sup>。

この点について、経済産業省の「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」<sup>14</sup>が、（社外監査役、社外の有識者を含む）「**社外者が少なくとも過半数**」、または、「**社内者・社外者が同数であって委員長が社外者**」との指針を示している<sup>15</sup>。独立社外取締役のなり手不足というわが国の現状を踏まえたとしても、コーポレートガバナンス・コードの趣旨に照らせば、最低限、CGSガイドラインに沿った構成とすべきであろう。

## (3) 買収防衛策の場合 ～「独立の社外取締役を中心とする」委員会～

東証は、上場会社がいわゆる買収防衛策を導入する場合、企業行動規範を遵守することを義務付けている（東証有価証券上場規程440条）。企業行動規範が定める遵守事項の中には「透明性」、すなわち、買収防衛策の発動及び廃止の条件が経営者の恣意的な判断に依存するものではないことが盛り込まれている。これを遵守するための仕組みとしては、例えば、独立性のある委員会の設置が想定されている。

こうした買収防衛策における委員会が、適切に（買収防衛策の発動等に関する）経営者の恣

<sup>12</sup> 指名委員会等設置会社については、会社法上、社外取締役が過半数を占める指名委員会、報酬委員会、監査委員会の設置が義務付けられている（会社法400条など）。そのため、コーポレートガバナンス・コード補充原則4-10①に基づき、指名、報酬に関する任意の諮問委員会を設置することは想定されていない。

<sup>13</sup> そのため、例えば、社外取締役がゼロ名の諮問委員会を設置している（コーポレートガバナンス・コード補充原則4-10①はコンプライ）という上場会社も存在している。

<sup>14</sup> 経済産業省のウェブサイト（<http://www.meti.go.jp/press/2016/03/20170331012/20170331012.html>）に掲載されている。

<sup>15</sup> 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」（平成29年3月31日）p.78。

意的な判断を排除できるためには、その判断の公平性・中立性が担保されている必要がある。具体的には、「経営者からの**独立性**、**専門性**（企業価値に関する知識の不足を補うための専門家の関与や独立調査権限等を含みます。）、会社に対する**責任**（たとえば委員会における取締役・監査役と社外有識者との構成割合など）」<sup>16</sup>（下線太字は筆者）が重要な判断材料だと考えられている。

東証の企業行動規範のほかにも、買収防衛策を巡っては、2005年5月27日に経済産業省・法務省から公表された「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」<sup>17</sup>や、2008年6月30日に企業価値研究会において取りまとめられた「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」<sup>18</sup>なども、実務上のガイドラインとして受け入れられている。これらにおいても、買収防衛策の発動等の判断に委員会を活用するに当たっては、その「独立性」や「責任」の重要性が強調されており、原則、独立社外取締役と独立社外監査役から構成、できれば独立社外取締役を中心とする委員会構成とすることが望ましいとされている。

#### (4) 日弁連ガイドラインの場合 ～企業等不祥事における第三者委員会～

企業等不祥事が発生した場合、その調査、原因究明、再発防止策などのために「第三者委員会」が設置される場合がある。企業等不祥事における第三者委員会のガイドラインとしては、日本弁護士連合会の「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」<sup>19</sup>（日弁連ガイドライン）がある。

日弁連ガイドラインは、企業等不祥事における第三者委員会を、「企業や組織（以下、『企業等』という）において、犯罪行為、法令違反、社会的非難を招くような不正・不適切な行為等（以下、『不祥事』という）が発生した場合及び発生が疑われる場合において、**企業等から独立した委員のみをもって構成**され、徹底した調査を実施した上で、**専門家としての知見と経験**に基づいて原因を分析し、必要に応じて具体的な再発防止策等を提言するタイプの委員会」（第1部前文、下線太字は筆者）と定めている。

こうした企業等不祥事における第三者委員会の中核となるのは、対象企業等と利害関係を有しない（日弁連ガイドライン第2部 第2. 5.）弁護士であって、「当該事案に関連する法令の素養があり、内部統制、コンプライアンス、ガバナンス等、企業組織論に精通した者」（同第2部 第5. 1. (2)）とされている。

さらに、弁護士の委員のほかにも、「事案の性質により、学識経験者、ジャーナリスト、公認会計士などの有識者が委員として加わることが望ましい場合も多い」（同前）としている。

<sup>16</sup> 東京証券取引所上場部「会社情報適時開示ガイドブック（2017年3月版）」p. 647。

<sup>17</sup> 経済産業省のウェブサイト

([http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/shishin\\_sakutei.html](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/shishin_sakutei.html)) に掲載されている。

<sup>18</sup> 経済産業省のウェブサイト (<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g80630a01j.pdf>) に掲載されている。

<sup>19</sup> 日本弁護士連合会のウェブサイト ([https://www.nichibenren.or.jp/library/ja/opinion/report/data/100715\\_2.pdf](https://www.nichibenren.or.jp/library/ja/opinion/report/data/100715_2.pdf)) に掲載されている。

このように、企業等不祥事における第三者委員会については、不祥事対応（調査、原因究明、再発防止策）という役割から、委員が、原則、全て社外有識者によって構成される「**独立性**」を特に重視したものとなっている。加えて、不祥事案に即した「**専門性**」（内部統制、コンプライアンス、ガバナンス等、企業組織論など）も要求している点が重要だろう。

## (5) 「第三者委員会」についての考察

### (i) 独立性

「委員会」という仕組みを活用する前記(2)～(4)のいずれにおいても、程度の差こそあれ「**独立性**」が重視されていることは共通している。ただ、どのレベルの「独立性」が要求されているのか、については、多少、温度差がある。

「買収防衛策」の委員会や「日弁連ガイドライン」の第三者委員会は、原則、全構成員を独立メンバーとするなど、特に高度の独立性、社外性を要求しているといえる。それに対して、「コーポレートガバナンス・コード」における任意の諮問委員会の場合、「例えば、(中略)独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会」としており、明示的には独立社外者が過半数であることすら求めている。その意味では、独立性のレベルとしては低いといえるだろう。

もっとも、任意の諮問委員会についても、前述のように、経済産業省のCGSガイドラインが、(社外監査役、社外の有識者を含む)「社外者が少なくとも過半数」、または、「社内者・社外者が同数であって委員長が社外者」という指針を示している<sup>20</sup>。

これを踏まえて、私見だが、改訂版SSコードの第三者委員会においても、「社外者が少なくとも過半数であるか」、または、「社内者・社外者が同数であって委員長が社外者であること」が、ミニマム・スタンダードとなるべきだろう。加えて、第三者委員会の独立性を確保する上で、例えば、委員の人選についても適切な選定プロセスを設けることが重要であろう<sup>21</sup>。

### (ii) 専門性

「独立性」に加えて、「買収防衛策」の委員会においては「企業価値に関する知識」、「日弁連ガイドライン」の第三者委員会においては「内部統制、コンプライアンス、ガバナンス等」といった「**専門性**」も委員会の構成員には要求されている。それに対して、「コーポレートガバナンス・コード」の任意の諮問委員会については、必ずしも明確な定めはない。

改訂版SSコードの第三者委員会については、どうだろうか。「議決権行使の意思決定や監督」という相応に専門的な分野をその役割としていることからすれば、その構成員には、議決権行使やガバナンスなどに関する一定の知見が求められるとの考えが成り立ち得る。

<sup>20</sup> 脚注15文書、p.78。

<sup>21</sup> 脚注4文書、p.19参照。

もつとも、改訂版 SS コードの第三者委員会の役割を「議決権行使の意思決定や監督」に限定すべき合理的な理由は必ずしもない。仮に、改訂版 SS コード上の第三者委員会の役割を、「議決権行使の意思決定や監督」のみならず、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」を幅広くモニタリングすることだとすれば、第三者委員会のメンバーに求められる「専門性」についても、議決権やガバナンスなどに限定せず、より幅広く考える余地があるものと思われる。

### (iii) 責任

第三者委員会の構成員について、「コーポレートガバナンス・コード」の任意の諮問委員会や「買収防衛策」の委員会の場合、**独立・社外とはいえ取締役（又は監査役）を中心メンバー**としている。それに対して、「日弁連ガイドライン」の第三者委員会では、弁護士を中心とする**社外有識者（取締役・監査役ではない）で構成**することとしている。この違いは、どこから来るのだろうか。

経営陣幹部・取締役の指名・報酬や、買収防衛策の発動は、高度な経営上の判断を伴うものである。その判断によっては、株主・投資者に多大な不利益を及ぼす可能性がある。その意味で、独立・社外とはいえ、会社法上、善管注意義務、忠実義務などの責任が明確であり（会社法 330 条、355 条）、その任務懈怠などが株主代表訴訟の対象となり得る（会社法 423 条、847 条）（独立社外）取締役が、委員会の中心となって責任を持って判断すべき、との考え方には合理性があると考えられる。

他方、「日弁連ガイドライン」の第三者委員会は、企業等不祥事における調査・原因究明・再発防止策などを主たる目的としている。特に、こうした第三者委員会が設置されるのは、内部調査のみでは、十分な調査の客観性が確保できない局面であることが一般的であろう。そのような局面では、独立社外取締役・独立社外監査役であっても、その判断・行動が、第三者委員会の調査の対象となり得ることが想定される。その意味では、全ての取締役・監査役を排除して、弁護士を中心とする社外有識者のみで第三者委員会が構成されることについて、合理性があると考えられる。

さて、改訂版 SS コードの第三者委員会がどちらのタイプに近いかは、難しい問題である。

運用機関における「議決権行使」のあり方は、高度な経営判断に属すると考えるのであれば、独立社外取締役を中心メンバーとすることにも合理性があるかもしれない。

他方、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」が目的であることに照らせば、必ずしも、法律上、会社・株主に対する説明責任を負う取締役を中心メンバーとすることは必須ではないとも考えられる。特に、金融グループの 100%子会社である運用機関の場合、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」の観点からは、株主（＝金融グループ持株会社など）からも独立した社外有識者中心の構成の方が妥当であるようにも思われる。