

# 買収防衛策の導入と 社外役員の独立性 —機関投資家の視点—



鈴木 裕

敵対的買収は、会社の現経営陣の地位を脅かすことになるので、買収防衛策が経営陣の保身のために導入・発動される恐れがある。そこで、機関投資家は、買収防衛策の導入や発動を中立的に判断する仕組みを求めている。その一つが買収防衛策発動の是非を中立的な第三者委員会の検討に委ねる方法であるが、実際に多くの会社でそのような仕組みが導入されている。

第三者委員会の検討が中立的に行われるかどうかは、その構成メンバーに掛かっている。構成メンバーには、社外取締役や社外監査役が含まれることが多い。第三者委員会の判断の中立性を確保するためには、社外取締役・社外監査役の中立性が求められる。このため、今後、社外取締役・社外監査役選任議案において、候補者の実質的社外性が今まで以上に強く求められるようになると考えられる。

## 目 次

1. はじめに
2. 2006年株主総会と取締役選任議案
3. 社外役員選任議案に対する機関投資家の検討
4. 社外取締役選任議案に対する新たな問題意識
5. 敵対的買収防衛策と社外取締役選任議案
6. むすび

## 1. はじめに

2006年株主総会では、定款変更議案やストックオプション関連議案が否決された会社があっただけでなく、取締役選任議案が否決されるという稀有な出来事も見られた。また、いくつかの会社では、社外取締役の選任をめぐる議決権行使コンサルティング会社との間で応酬が見られた。2005年総会では授権資本枠の拡大を内容とする定款変更議案が買収防衛策であると判断されたために、否決事例が生じたが、2006年は取締役選任議案でも機関投資家と会社側の間で、大きな摩擦が生じた点で印象的であった。

本稿では、今後も機関投資家の積極的な株主議決権行使の焦点になると考えられる買収防衛策と取締役選任議案について、その両者が交錯する場合の問題点を考察する。

## 2. 2006年株主総会と取締役選任議案

従来から機関投資家は経営実績の不振な会社やいわゆる不祥事を惹き起こした会社の取締役選任議案で再任候補者に対して反対票を投じてきた。役員選任議案は行使議決権の過半数が賛成すれば可決できるので、否決事例は生じにくいのだが、昨年の総会では、会社側が提案した取締役選任議案が否決あるいは修正された会社が

2社あった。菱和ライフクリエイトとライブドアオート(現カーチス)の2社である。しかし、前者は社長が総会直前に刑事事件に関与(一審では無罪となった)した事例であり、後者は、一連の事件の中でのかなり特殊なケースであり、今後の機関投資家行動を予想する上での参考になるとは思えない。

むしろ、議決権行使コンサルティング会社の影響力を考えると、オリックスと資生堂で見られた社外取締役に関係する議案での応酬事例の方が含蓄に富む。これから選任しようとする社外取締役候補者に対して、独自の基準に基づいて選任反対という結論を出したものであり、機関投資家の注目度も高い。会社側にとっても、法律上は完全に適法な候補者が「NO」と判断された事例であるから、どのような理由によってその判断に至ったかを知ること機関投資家対策の一助となる。

議決権行使コンサルティングは、1970年代から80年代に掛けて米国で発祥した。米国では年金基金や投資信託など機関投資家に対して、年金制度加入者や投資信託の購入者といった最終受益者の利益に配慮した株式議決権行使が法令上義務付けられているが、全ての機関投資家にもその様な行動を可能にする内部的な資源があるわけではない。そこで、その様な業務を請け負うコンサルタント会社が設立されており、現在は、老舗のISS (Institutional Shareholder Services) がもっとも有力な業者となっているが、グラス・

図表1：議決権行使コンサルタント会社

	ISS	グラスルイス	日本プロクシーガバナンス
設立年	1985年(1972年創業のIRRCを2005年に経営統合した)	2003年	2006年(米国では2004年)
分析対象企業数	115カ国、約3万5,000社	65カ国、約1万4,000社	日本では日経225

ルイス(Glass Lewis & Co.)と日本プロクシーガバナンス(Proxy Governance, Inc.)も(図表1)、日本の上場・公開会社の株主総会議案の分析を行っている<sup>1</sup>。

### (ア) オリックスの事例

委員会設置会社であるオリックスの社外取締役選任議案に対して、ISS社は候補者の実質的社外性に疑問があるとして選任に反対の推奨をした。ISSの反対理由は候補者が2年9ヶ月前までオリックスの会計監査を担当していたからだ。これは、ニューヨーク証券取引所(NYSE)の「独立性」の定義(NYSEでは、3年間の期間を置かなければならないとしている)に抵触するが、日本法の下では問題ない。オリックスは、独自基準によるISSの反対推奨に対して、同氏が日本の会社法における「社外取締役」の要件を当然満たしているし、独立性も十分に確保されていると反論した<sup>2</sup>。

<sup>1</sup> 本稿の内容とは直接関係無いが、最近ISSはRiskMetrics Groupに、グラスルイスは香港の新華ファイナンスグループにそれぞれ相次いで買収された。議決権行使ビジネスに対する関心の高まりを感じさせる。

<sup>2</sup> 2006年6月9日付けオリックスからの公表資料

### (イ) 資生堂の事例

資生堂では、買収防衛策導入を定款変更と新株予約権無償割当の議案として、株主総会に付議した。これに対して、グラスルイス社が設置される第三者委員会の委員に関し、メンバーである社外監査役についての情報開示が不十分であること、および、同じくメンバーである社外取締役候補者の独立性に疑問がある、ということを中心に理由として、議案に対して賛成できない旨主張し、反対投票すべきとの助言をした。しかし、その後情報開示は十分であるし、独立性も確保されているとする資生堂側の反論を受け入れ、グラスルイスが、反対推奨を撤回したという事案である<sup>3</sup>。

## 3. 社外役員選任議案に対する機関投資家の検討

これまでのわが国における社外役員(社外監査役と社外取締役)の選任議案に対して、機関

<sup>3</sup> 2006年6月23日・28日付け資生堂からの公表資料。

投資家がどのように判断をしてきたかを振り返ってみる。社外役員選任議案が争点とされるようになったのは、当然社外役員に関する法的規制が生じてからだ。はじめに法的規制が明確化されたのは、社外監査役の方であった。

## (ア) 社外監査役の場合

社外監査役制度が設けられた当時から機関投資家は、社外監査役候補者についてその社外性を独自の基準で評価して、場合によっては選任議案に反対票を投じてきた。このような法律上の定義とは異なる機関投資家独自の基準を本稿では「実質的社外性」と呼ぶことにする。公開・大会社の場合、社外監査役は必要的機関であるため、選任議案が多数出るので、その実質的社外性を適正に担保するための議決権行使に注意が払われてきたといえる。

社外監査役候補者として監査役選任議案に掲載される者は、当然法律上の社外性要件を満たしている。しかし、機関投資家は法律上の社外性要件が極めてゆるく、通常理解を超えて社外性が認められることを問題視してきた。特に社外監査役制度発足当初は、社外監査役就任前5年間にその会社の使用人又は取締役でなければ社外とされていた。これは、会社生え抜きであっても、たとえば通常の監査役に就任後5年を経過すれば社外としての要件を満たすということであり、日常的な意味での「社外」とはいえない

のではないかという疑問が強かった。機関投資家は、こうした社外監査役が経営者からの独立性を発揮して、期待される役割を果たすものは評価せず、原則として反対という判断を下してきた。しかし、同様のプロフィールであっても社外ではない通常の監査役として選任議案に記載されている場合には反対とはならなかった。社外監査役も、一般の監査役と同様に業務執行とは関わらずに監査を行うのだが、大所高所からの監査を期待するからには、特に社外監査役についてだけ、独自の社外性基準を設けて適格性を判断するのは不自然とまではいえない。かつての社外監査役に見られた5年ルールは既に撤廃されているが、機関投資家が期待する実質的社外性と法的定義の乖離を示す好例だった。

社外監査役については、5年ルール以外にもいわゆるメインバンクや実質的親会社から派遣される場合に、機関投資家の多くが反対という判断をしてきた。メインバンク出身者の場合はむしろ債権者的であり、一般株主の利益に合致した監査を行えるか疑問である。実質親会社つまり支配的な株主から派遣される社外監査役の場合には、その他の一般株主の利益を代表すると言えるかという問題がある。

その他、その企業の会計監査人である監査法人出身者の社外監査役就任に反対されることがある。会計監査人は会計監査に関して監査役とほぼ同様の権限を持つものの、監査役に対して報告義務を負うし、また監査役と意見を異にし

た場合には株主総会での説明権限を有する監査役とは別の監査機能だ。監査役が会計監査人と実質的に同一主体であっては、このような機能が発揮されるか疑いを生じるので、監査法人出身の社外監査役候補には反対という判断になる。

過去の顧問弁護士も実質的社外性に欠けるとして反対票が投じられる場合がある。これは、過去に業務執行に近い地位にいたために、その業務の適正性を監査できるかが疑問視されるからだ。顧問弁護士は、会社に雇用されているわけではないので従属的とまでは言えないが、経営者の判断に法的助言を与えることはあるのだから、間接的には経営判断に関与することがある。そのような判断を監査することとなると自己監査になりかねないので、過去の顧問弁護士を社外監査役とすることには、反対という結論になる。

以上見たように、社外とは言いながら特定の利益を代表する者を社外監査役と位置づけることを批判し、社外監査役には社外と言い得るにふさわしい属性の者の選任を求めるため、実質的社外性に疑いのある監査役候補者に反対票を投じる機関投資家は少なくない。

## (イ) 社外取締役の場合

社外監査役で重要視される実質的社外性を社外取締役にまで要求するかどうか、どの程度要求するかが、現在新たに問題となりつつある。

わが国の会社法上、社外取締役を選任するこ

とは、委員会設置会社を除いて任意的であって、上場会社の多くは社外取締役を選任する義務は無い。特別取締役を設ける場合には、社外取締役が必要となるが、特別取締役制度自体が任意的であるから、社外取締役を選定しなければ会社を維持できないというものでもなければ、上場できないということもない。しかし、およそ4割の上場・公開会社では社外取締役を選任しており、社外取締役選任議案が株主総会に上程されることは珍しくない。社外取締役選任義務がある委員会設置会社は、上場・公開企業の3%程度に過ぎないが、その義務が無い従来型の監査役設置会社でも社外取締役の選任が進んでいるということだ。社外取締役選任の普及は、機関投資家からは歓迎されている。会社生え抜きではなく、業務執行に関与しない社外の視点からの柔軟で中立的な経営判断が、企業の価値を高め株価上昇につながると期待しているからだ。

会社法でいう社外取締役とは、当該株式会社又は子会社の業務執行取締役・執行役・支配人その他の使用人ではなく、かつ、過去に当該株式会社又は子会社の業務執行取締役・執行役・支配人その他の使用人となったことがない者とされている(会社法2条15号)。したがって、親会社の役員、子会社を除く関係会社の役員、顧問弁護士、会計士、コンサルタント等も就任できるが、このような場合に、社外取締役としての独立性に疑いが生じる余地がある。社外監査役で問題になったのと同じく、実質的社外性が問題視さ

れる場合があるということだ。

しかし、社外取締役が実質的に「社外」といえない場合に、社外監査役選任議案と同様に、独自の社外性基準をもって選任議案反対票を投じてきたかといえれば必ずしもそうではない。これは、社外取締役の選任は原則として任意的であって、企業が自発的に社外取締役を選任する場合には、肯定的に評価していこうとの判断があったのだろう。社外取締役の実質的社外性に対する評価尺度を、委員会設置会社の場合と従来型の監査役設置会社の場合とで厳格な基準と緩和された基準を使い分けることも行われている。

### ①委員会設置会社の場合

委員会設置会社にする場合は、社外取締役が必要だが、従来型の監査役を置く企業では、社外取締役は置かなくても良い。委員会設置会社は、まだまだ少数派に留まっており、上場・公開企業のうち約70社だ。したがって、ほとんどの会社には社外取締役を選任する義務は課されていない。委員会設置会社の各委員会では、構成員の過半数が社外取締役でなければならない。つまり、指名・報酬・監査という3委員会の所管する重要な事項については、社外の視点が反映するような制度設計である。この3委員会は、企業の意思決定に直接影響を及ぼす決定を行うだけに、社外取締役の見識や独立性が重視されることになる。こうした決定を適正に行うためには、会社の業務執行と利害関係を有さず、会社の社

内取締役、執行役等と完全に独立した判断を下すことができる者であることが強く期待される。社外取締役が実効性を発揮するには独立性が不可欠だ。そこで、委員会設置会社における社外取締役選任議案では、社外取締役が業務執行に従属的であると、監視・監督機能を骨抜きにしかねないので、厳格な適格性評価を行うという機関投資家が多いようだ。

オリックスは、委員会設置会社であるから、機関投資家によっては、社外取締役候補者の実質的社外性を重視して賛否を判断する。ISSが候補者の一人について、反対推奨を行ったのは、このような機関投資家の判断基準に適合するものであった。

### ②従来型監査役設置会社の場合

他方、適格性に疑問があるとしても社外取締役がいること自体をポジティブに評価していこうとする考え方もある。とりわけ社外取締役が任意的な従来型の監査役設置会社における社外取締役選任議案には、その適格性を厳格に問うことをせずに、賛成していこうという考え方だ。

資生堂は監査役設置会社であるから、原則的には社外取締役選任自体をポジティブに評価していく考え方もあり得る。しかし、後述のように買収防衛策との関連では、社外取締役が買収防衛策の発動に関わっている場合に、その実質的社外性が問題視される。

## 4. 社外取締役選任議案に対する新たな問題意識

機関投資家の議決権行使基準は、図表2に掲げたように各社で異なっており、社外取締役の選任自体を肯定的に捉えこれに原則賛成という方針を掲げるところもあれば、独立性を厳しくチェックする方針を持つところもある。機関投資家の中には、ここに抜粋した基準をさらに具体化した細則的基準を設けているところがあるので、この表だけからどの機関投資家の基準が厳格で、どこが緩やかかということは即断できな

い。明らかなことは、機関投資家ごとに異なる基準なので、機関投資家からの投票の賛否が一致することは無いということだ。ある機関投資家は多くの社外取締役選任議案に反対するし、別な機関投資家は賛成するというのも当然ある。

今のところ機関投資家からの反対票によって社外取締役選任議案が否決されたことは無い。しかし、オリックスや資生堂の例で見られるように、候補者の独立性に疑問があるとして、反対投票をする投資家が増えてくれば、事態は楽観できない。社外取締役を選任すること自体を肯定的に考えてきた機関投資家でも、肯定的評価

図表2：機関投資家の取締役選任議案に対する判断基準

大和住銀投信投資顧問	(a)委員会設置会社に関しては、社外取締役のけん制機能が監査役設置会社と比較しても更に重要であることに鑑み、社外取締役の独立性を十分に検討して賛否を判断します。 (b)親会社や特定大株主が存在する会社に関しては、一般株主の利益、株主共通の利益を保護する仕組みが一段と重要であると考え、社外取締役条件をより厳しく適用します。
大和投信	社外取締役の選任には原則として肯定的に判断する。
野村アセットマネジメント	委員会等設置会社においては利益処分を始めとして重要な会社決定事項の多くが取締役会および執行役において決定されるため、取締役選任議案について、より慎重に検討します。また、委員会等設置会社における社外取締役については、指名・報酬・監査の三委員会において特に重要な位置を占めることから、実質的な独立性などの十分な適性を有することを求めます。
日興アセットマネジメント	社外取締役の独立性 以下の者は「独立性」があるとはしない。 (1)候補者が会社または子会社の常勤役員または従業員であった者は、独立性があるとはしない。ただし、退職後5年間を経過すれば、独立性があると判断する。 (2)総議決権の1/3以上を保有する大株主 (3)主要な取引先企業の常勤役員または従業員 (4)当該企業と利害関係にある顧問弁護士、会計士、税理士、コンサルタント (5)当該企業の取締役の親族 (6)当該企業と相互に役員派遣をしている場合
三菱UFJ投信	取締役の適性 取締役は、業務執行に関する意思決定を行うとともに、業務全般の内部統制機能の確保に配慮できる人材であることが求められる。
JPモルガン・アセット・マネジメント	取締役会の独立性 社外取締役を含めた取締役会の独立性の担保に同意する。 社外取締役の再選 再選には反対する。
UBSグローバル・アセット・マネジメント	取締役の選任 取締役人数の適正規模化(多くの場合、少数化)、ないし社外取締役の採用は、原則として肯定的に評価しますが、一律な評価は行いません。

出所:各社のWEBページから抜粋(機関投資家の選定に特段の理由はない)

の基盤が揺らいでいる場合には、判断を変えてくる可能性が強い。つまり、社外取締役はいないよりもいたほうがいい、という価値判断であっても、社外取締役の存在意義が見出せない事態が実際に生じた場合には、社外取締役の適格性を検討する方向に向かうことになる。これは、社外取締役がいながら会社に不祥事が生じた場合が想定できる。不祥事が頻発してくれば、これを防止するための企業の取り組みに投資家の関心が集まることは当然だ。社外取締役がいれば不祥事を防止できるというわけではないが、過去に不適切な経営判断によって株主に損失を被らせておきながら、取締役会改革に取り組まないのであれば、株主のチェックは厳しくなるだろう。その際に、社外取締役選任議案が出ていれば、経営者に対する監視・監督強化の効果を期待できるか、候補者の独立性の程度が問われる。機関投資家それぞれで、独立性の程度に関する判断基準は異なるが、反対票が出ることは避けられない。

## 5. 敵対的買収防衛策と社外取締役選任議案

敵対的買収防衛策の導入を検討している場合も、社外取締役の機能が有効に発揮できるようになっているか機関投資家から問題視される場面になると考えられる。敵対的買収防衛策導入に原則として賛成だという投資家は少ない。

### (ア) 株主の意向を確認することなく買収防衛策を導入する場合

買収防衛策が株主の意向を問うこと無しに導入された場合には、そのこと自体を問題視する機関投資家もいる<sup>4</sup>。取締役会が買収防衛策を決定・発動するには、あらかじめ株主総会の承認を得ておくべきであると考え、これを経ずに買収防衛策を導入した場合には、取締役選任議案で反対する方針を有するところもあるので注意が必要だ。この場合は、取締役が社外か社内かにかかわらず反対される。

買収防衛策があると敵対的買収者が現れ難くなり、会社の経営を弛緩させる恐れが強くなる。新たな経営ビジョンを持った投資家(場合によっては同業者のこともある)の出現を阻み、経営の効率性改善を阻害する可能性のある買収防衛策は、機関投資家の利益に合致しない。買収防衛策が経営者の保身の道具として使われれば、そのコストを負担するのは株主だからだ。そこで、買収防衛策が適正な目的に活用されることを確保するために、どのような手続きを経るべきかが検討された。「企業価値報告書」(2005年5月27日 経済産業省企業価値研究会)では、(a)発動を独立的なチェック機関に委ねる方法、(b)条件を客観的に定める方法、そして(c)株主総会決議であらかじめ取締役会に発動権限を授権することを定めておく方法の3つが指摘された。しかし、この3つの方法が機関投資家にとって等質

<sup>4</sup> 買収防衛策は、株主総会決議が必須のものもある。2005年株主総会では、「発行可能株式数の増加(授權資本枠の拡大)」が買収防衛策として機関投資家から反対されたが、これは定款変更を伴うので、株主総会決議が必要である。

であるわけではない。企業価値報告書に、(c)の方法について「有事における取締役会の判断方式が株主に承認されていることから、最も法的に安定している。また、欧米の機関投資家の多くが、防衛策導入時に株主総会の承認を求めていることからわかるように、株主の理解を得る上で最も合理性が高い方法と言える」と記されている通り、(c)が最も望ましいといえる。

あらかじめ株主総会で承認を得ておくことには、きわめて大きな意義を認めることができるということだ。こうした指摘を受けて実務的には買収防衛策導入に先立ち何らかの形で、株主総会の関与を求める例が多い。買収防衛策の導入について、株主の承認を得ておけば、経営陣の保身であるという批判は生じにくくなるし、株主のいわばお墨付きを得たということになる。

買収防衛策の内容が株主の利益を損なうものではなく、発動が第三者の客観的な判断に委ねられているのであれば、機関投資家の反対を封じ込めるかといえば、必ずしもそうではない。導入手続きに株主が関与しているかどうか、問題にされるからだ。内容に文句の付けようがなくとも、株主の承認を得ずに買収防衛策を導入すること自体が株主軽視の姿勢の現われと理解されれば、そのような決定をした取締役を信任することは難しい。

買収防衛策の中で、わが国で主流となりつつあるいわゆる「事前警告型買収防衛策」<sup>5</sup>は、株主総会決議を必須としていないので、あえて総会

議案としない場合もある。この場合に、取締役選任議案に注書きとして、候補者は全員当該買収防衛策の導入に賛成していると記載する例が多く見られる。買収防衛策自体の賛否ではなく、それを導入する決定をした経営陣の就任を是とするかを問う形で、間接的に買収防衛策の可否についての株主の判断を仰いでいるわけだ。買収防衛策を争点とした信任投票が行われると云っていいだろう。この場合には、導入される買収防衛策が、株主の利益を損なうものではないということの積極的な説明が強く求められることとなる。

こうした場合に株主の賛同を得る方法としては、取締役会の決議により買収防衛策が導入された場合であっても、株主の総体的意思によってこれを廃止できる手段(消極的な承認を得る手段)を設けることも考えられよう。取締役会によって導入されたとしても、株主の意思で廃止できるのであれば、最低限の株主のコントロールが及んでいると言える。

## (イ) 買収防衛策発動に当たっての 中立性確保と取締役選任議案

買収防衛策の導入が株主総会の議案にならなかった場合はもちろん、議案になった場合でも、防衛策発動を独立的なチェック機関に委ねる方法、条件を客観的に定める方法、のいずれかが確保されていなければ、機関投資家の賛同は得に

<sup>5</sup> 買収がなされようとしたときには一定の防衛策を採る旨を予め警告しておくというものであり、多くの場合は、いわゆるポイズンピルを最終的な防衛策としている。

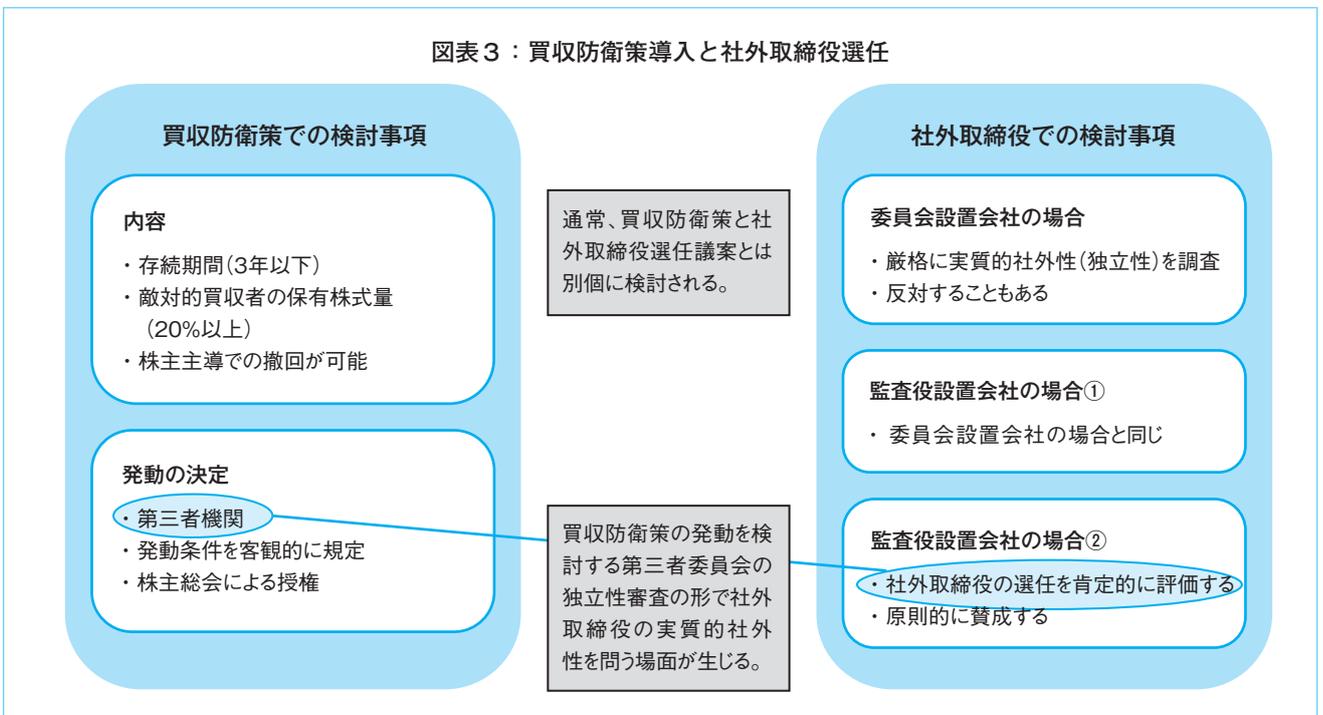
くくなる。買収防衛策導入を株主総会に諮ったからといって、内容次第によっては、当然株主の反発はあり得る。

買収防衛策発動の前提として、買収案件の評価を適切に行うことが必要になるが、適切な評価をするには中立性が必須だ。しかし、その評価を取締役の判断に全面的に委ねることは適切ではないと考えられる。なぜなら取締役は、買収が成功すればその地位を失うおそれがあるからだ。つまり、自分自身の利害に直接関わる買収防衛策の発動を純粋に株主の利益を実現する見地からのみ検討できるか、疑いが払拭できないのである。そこで、多くの場合に判断の客観性を担保するため第三者による検討を経るというスキームが採用される。第三者を構成要素とする買収防衛策発動検討委員会を設置するが、その場合

に社外取締役や社外監査役がメンバーとされる場合が少なくない。これは、株主の利益実現という視点から経営者の恣意性を排除するためだ。

買収防衛策発動の是非は、その後の会社経営者を誰にするかという問題でもあるから、株主の利益状況に及ぼす影響は多大だ。現在の経営陣と買収者の双方から独立性のある者であれば、中立的な判断を期待できるので、株主はそのような独立性のある第三者委員会を要求することになる。そこで、第三者委員会のメンバーとなる社外役員には、強い独立性が求められるようになる。したがって、これまで従来型監査役設置会社の社外取締役選任については、その独立性を緩和して評価して賛成票を投じてきた投資家であっても、買収防衛策との関連においては、判断を厳格に行うようになることも考えられる。

図表3：買収防衛策導入と社外取締役選任



逆に言えば、買収防衛策が導入され、その発動の是非を検討する第三者委員会のメンバーに、社外取締役が入っている場合には、社外取締役の選任議案で第三者委員会のメンバーとしての適格性が検討されることも考えられるということだ。監査役設置会社では、社外取締役の社外性を厳格な基準で判断しない方針を持つ機関投資家であっても、買収防衛策については慎重な態度をとる場合があり、実質的社外性を問うこともありえよう(図表3)。

会社法では、買収防衛策の基本方針を決めた場合には、事業報告の中でこれを開示することを決めている。開示する内容は、買収防衛策の具体的な内容だけでなく、株主の利益を損なうものでなく、また経営陣の保身を目的としたものではないとの判断に至った理由も求められる。このような判断は、取締役等の経営陣が行うものであるから、その判断が中立的であるかどうか、この情報の利用者にとっては重大な関心事になる。経営陣の判断が中立的であることを根拠付ける方法の一つは、判断を下すメンバーの中に社外役員が存在することである。したがって、買収防衛策を導入した場合には、その適正性をアピールするためにも社外役員がいることが有益だ。もっとも、社外役員がいるからという理由だけで適正な買収防衛策だという判断が是認されるわけではないことは言うまでもない。

会社法の施行により買収防衛策の有無とともに、従来以上に、社外取締役・社外監査役選任

議案について、機関投資家が独自に社外性を審査する材料となりうる情報が開示されるようになった<sup>6</sup>。社外取締役や社外監査役には、大学教授などの学識経験者や弁護士・会計士等専門職者、官僚OB、他会社の経営者等を候補者とすることが多く、通常は独立性を有しているものと推定できるが、時には密接な利害関係を有している場合もある。そこで、その会社とどのような関わりがあるか、また過去にあったかが、議決権行使の参考書類と事業報告に詳細に記される(図表4)。機関投資家はこれを手がかりにして候補者の実質的社外性を調査して賛否を検討することができるようになる。

そして、既に社外取締役として選任されている場合には、職務遂行の状況に関して、取締役会への出席や発言の状況などが事業報告に記載されるし、不祥事があった場合にはその時の対応状況が議決権行使参考書類に記されるので、再任のときに機関投資家はその適否を判断する材料となる。社外役員は、経営者にとって耳の痛いことをあえて言うことによって経営の適正性を確保する機能を期待されているので、その機能を発揮すべき場面で実際にどう行動したかが判れば、その役員の再任が適切であるかどうか、事実を以て判断できるようになる。

買収防衛策導入会社で、防衛策発動の検討を委ねられた第三者委員会のメンバーとして社外役員が名を連ねていれば、機関投資家は、その候補者の資質を調査する資料を社外役員の選任議

<sup>6</sup> 東京証券取引所では会社法に先立ち、2006年3月以降、上場会社に対して、コーポレート・ガバナンスに関する報告書の提出を求め、その中で、「取締役及び監査役の独立性」に関する事項として、独立取締役(監査役)の有無、独立性についての判断理由等の開示を義務付けた。[独立取締役(監査役)とは、実質的にみて、当該会社との間で客観性及び中立性が確保され、独立した判断を下すことができる取締役(監査役)をいう]

図表4：社外取締役の独立性に関する情報開示内容

議決権行使参考書類(会社法施行規則74条4項)		事業報告(会社法施行規則124条)	
六号		一号	社外役員が他の会社(外国会社を含む。以下この号において同じ。)の業務執行取締役、執行役、業務を執行する社員若しくは法第五百九十八条第一項の職務を行うべき者(他の会社が外国会社である場合にあっては、これらに相当するもの。第三号において同じ。)又は使用人であるときは、その事実及び当該株式会社と当該他の会社との関係(重要でないものを除く。)
イ	当該候補者が次のいずれかに該当することを当該株式会社が知っているときは、その旨 当該株式会社の特定関係事業者(注)の業務執行者であること。	二号	社外役員が他の株式会社の社外役員を兼任しているときは、その事実(重要でないものを除く。)
ロ	当該株式会社又は当該株式会社の特定関係事業者から多額の金銭その他の財産(これらの者の取締役、会計参与、監査役、執行役その他これらに類する者としての報酬等を除く。)を受ける予定があり、又は過去二年間に受けていたこと。	三号	社外役員が当該株式会社又は当該株式会社の特定関係事業者の業務執行取締役、執行役、業務を執行する社員若しくは法第五百九十八条第一項の職務を行うべき者又は使用人の配偶者、三親等以内の親族その他これに準ずる者であることを当該株式会社が知っているときは、その事実(重要でないものを除く。)
ハ	当該株式会社又は当該株式会社の特定関係事業者の業務執行者の配偶者、三親等以内の親族その他これに準ずるものであること。	六号	社外役員の当該事業年度に係る報酬等の総額(社外役員の全部又は一部につき当該社外役員ごとの報酬等の額を掲げることとする場合にあっては、当該社外役員ごとの報酬等の額及びその他の社外役員の報酬等の総額)
ニ	過去五年間に当該株式会社の特定関係事業者の業務執行者となったことがあること。	七号	社外役員が当該株式会社の親会社又は当該親会社の子会社(当該親会社が会社でない場合におけるその子会社に相当するものを含む。)から当該事業年度において役員としての報酬等を受けているときは、当該報酬等の総額(社外役員であった期間に受けたものに限る。)
ホ	過去二年間に合併、吸収分割、新設分割又は事業の譲受け(ホ及び第七十六条第四項第六号ホにおいて「合併等」という。)により他の株式会社がその事業に関して有する権利義務を当該株式会社が承継又は譲受けをした場合において、当該合併等の直前に当該株式会社の社外取締役又は監査役でなく、かつ、当該他の株式会社の業務執行者であったこと。		
七号			
	当該候補者が現に当該株式会社の社外取締役又は監査役であるときは、これらの役員に就任してからの年数		

(注)特定関係事業者とは、その会社の親会社並びに当該親会社の子会社及び関連会社、主要な取引先を言う(施行規則2条3項18号)

案や事業報告から入手する手段を得た。このような充実した情報を元に、第三者委員会のメンバーとして不適切であるとの判断に達すれば、社外役員としても不適切であると判断する方向に傾くのではないだろうか。この場合には、買収防衛策の導入に反対であると同時に、社外役員

選任にも反対票が投じられることにもなりかねない。

以上のように買収防衛策の導入は、従来社外取締役選任議案について肯定的に捉えてきた機関投資家が、当該議案を厳格な基準で評価する契機となるものといえよう。問題は、新たに開示

される情報をどのように議決権行使に反映させていくかだ。今後は、社外役員候補者と会社の関係に関する情報が積極的に企業側から開示されるようになるだろうが、どの程度の特別利害関係ならば賛否の判断に影響させるべきか、考えていかななくてはならない。どのような場合に買収防衛策の発動の検討において判断を歪める可能性を認めるか、難しい課題である。

## 6. むすび

本稿執筆時点でも、投資家と会社側が買収防衛策を巡って厳しく対立する事例が生じた。

サッポロホールディングスは、2007年3月29日に開催された定時株主総会で、事前警告型買収防衛策を導入する議案を付議したが、筆頭株主のスティール・パートナーズ・ジャパン (SPJ) が反対を表明し、他の株主にも反対投票を呼びかけただけでなく、反対投票の実施を内容とする委任状 (proxy) 提出の勧誘も行っており、本格的なプロクシーファイトに発展した。会社側の提案する議案に投資家が反対を表明するだけでなく、その議案の可決を阻止するための委任状の勧誘は、東京鋼鐵の合併議案でも見られた。また、いわゆる村上ファンドは、東京スタイルに対して主体的に投資家側から増配議案を提案し、賛成投票を他の投資家に呼びかけるなど行動を採ってきた。

経営者と有力株主が対立するという事態は、頻繁にはないものの起こりうる時代になってきたということであろう。そうした状況の中で買収防衛策の導入は、今後大きな争点となっていくだろう。サッポロホールディングスの件では、ISSとグラス・ルイスが、取締役会に社外者が1名のみであり、判断の中立性が確保されていないということや、買収者に開示を要求される情報が過大であることを理由として導入議案に反対投票を推奨した。一方、プロクシーガバナンスは賛成を推奨しており、コンサルタントの間でも見解は分かれた微妙な案件といえるだろう。

この例では、買収防衛策の発動検討に際しての中立性確保が争点になっていたと理解できる。SPJに共感していない投資家であっても、買収防衛策の中立性に疑問があれば反対票を投じた可能性がある。買収防衛策の導入に、株主の理解を得るには経営者の保身目的であることを疑わせるような内容であってはならない。今後、買収防衛策を導入あるいは更新する場合に会社側としては、投資家側の危惧感を理解した上で、それを減じていくため内容の適正化と効果的な情報提供を実施することが必要となるだろう。

### ■ 執筆者

鈴木 裕 (すずき ゆたか)

経営戦略研究所 経営戦略研究部 主任研究員  
 専門：企業年金の資産運用  
 運用機関の管理