

2009年2月26日

全5頁

企業ガバナンス改正の方向

社外取締役

経営戦略研究部
鈴木裕

社外取締役の選任義務化や独立性強化が検討されている

[要約]

- 経済産業省、金融庁、東京証券取引所で、上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する検討委員会を設けて審議が重ねられている。
- 上場会社の多くは、社外取締役を選任する義務は無いものの、およそ5割弱が選任している。しかし、全ての上場会社に選任を義務付けるべきではないかと指摘されている。
- また、社外取締役が真に経営陣から独立しているか、疑問視する機関投資家も少なくなく、独立性基準を導入するべきであるという指摘もある。
- 本稿では、社外取締役について指摘される問題点を取り上げ、それに関わる検討委員会における検討に言及する。

社外取締役とは

日本の会社における取締役の選任について、次の2つの課題が指摘されている。

社外取締役の選任を義務付ける

社外取締役の独立性を強化する

社外取締役は、取締役会の監督機能強化を目的に会社の社長などと直接の利害関係のない独立した学識経験者や社外の専門家などから選任される。法律上の社外取締役とは、取締役のうち、現在及び過去においてのその会社に勤めたことの無い者である（正確な定義は会社法第2条第15号参照）。

社外取締役選任は義務化されていない

委員会設置会社における3委員会（指名・報酬・監査）では、その委員の過半数が社外取締役である必要がある（会社法400条3項）ので、社外取締役の選任は義務である。これに対して、従来型の会社（これを監査役設置会社という）では、社外取締役を選任しなければならないというわけではない。

独立性の基準も設けられていない

社外取締役の実質的な独立性について、会社法は規定していない。しかし、社外役員（社外取締役および社外監査役）が社長をはじめとする業務執行者から独立した立場を有するべきという株主の期待は強い。社外役員の独立性に関する情報としては、会社法上の開示資料と東京証券取引所へ提出される資料がある。会社法では、まず、社外役員の選任時に「株主総会参考書類」による情報提供が行われる。そして、選任後には、社外役員の独立性と実際の活動状況などを「事業報告」で開示することとさ

社外取締役の独立性を投資家が判断するための情報は部分的に開示されている

れている。また、東京証券取引所では、上場会社にコーポレート・ガバナンスの状況を株主により明確に伝える手段として、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の開示を要請している。この報告書では社外取締役の属性や会社との関係について整理して開示することが求められる。

これらの書面によって、社外取締役と会社間に特別な利害関係があるか、会社関係者の親族ではないか、など独立性に疑いを抱かせる要因が開示される。機関投資家はこれらの情報をもとに、社外役員の独立性について自分自身の基準を当てはめて判断しているのである。

社外取締役に指摘される問題

社外取締役の選任義務付けと独立性強化が課題に

社外取締役の選任を義務化するべき

上場会社のほとんどを占める監査役設置会社では、社外取締役を選任する必要はないのだが、実際は、上場している監査役設置会社のおよそ半分は、社外取締役を選任している。しかし、選任していない上場会社が、まだ多数あることも事実だ。また、社外取締役を選任していたとしても、1名だけというケースが多く、効果のある監督機能を発揮できるか、疑問視されることもある。そこで、一定数（比率）以上の社外取締役の選任を義務付けてはどうか、ということが検討されている。

社外取締役の独立性を高めるべき

社外取締役は、株主総会で選任されるとはいえ、候補者を決めるのは、多くの場合社長である。監督される立場の社長が、監督する立場の社外取締役を実際には決定しているという現状への疑問も根強い。そこで、社外取締役の独立性を高めるために、現行の定義よりも独立性を強くするために、何らかの規制が必要ではないかと指摘されている。

機関投資家の動向

機関投資家は独自の基準で独立性を判断

機関投資家の中にも、社外取締役の機能を強化するべきという見解はあるし、実質的な独立性を求める意見もある。

例えば、日本の代表的な年金基金である企業年金連合会は、一定比率以上の社外取締役を選任していない場合や、実質的な独立性に疑問がある場合には、取締役選任議案に反対をするという方針である。こうした方針は、少なからぬ投資会社や保険会社でも採用されている¹。

また、海外のファンドの中には、会社側の提案する取締役候補者に反対票を投じるだけでなく、自らが対立候補を提案することもあるし、定款変更によって社外取締役選任を会社に義務付けようとする動きも見られた。中立的な社外取締役の選任を求めるばかりではないことには、注意が必要だ。この点では、アクティブな株主権行使を

¹ 2007年2月22日付け当社アストロンレポート「社外取締役の増加と機関投資家」参照

志向する一部のファンドと、年金基金や保険会社の間には、大きな相違があるのである。

図表 1 取締役選任に関するファンドからの株主提案事例

	提案者	会社名	提案内容	結果
2008 年	チルドレンズ・インベストメンツ・マスター・ファンド	Jパワー	定款変更議案（取締役会に3名以上の社外取締役を追加する件）	否決
	Effissimo Capital Management Pte Ltd.（エフィッシモキャピタル マネジメント ピーティーイーエルティディ）	学研	取締役社長解任	取下げ
	F Sファンド1号投資事業組合（業務執行組合員：エフ・シー・エー・コンサルティング株式会社）	北沢産業	取締役選任	否決
2007 年	セーフ・ハーバー・マスター・ファンド	シンニッタン	取締役選任	否決
	エイチエスピーシー ファンド サービスズ スパークスアセット マネジメント コーポレイテッド（スパークス・グループ株式会社の関連会社が運用）	ベンタックス	取締役選任、監査役選任	取下げ

出所：各社の株主総会招集通知・決議通知などから大和総研作成

社外取締役選任義務化に関する議論

OECDは独立性ある社外取締役の選任を推奨

社外取締役の機能に期待し、選任を義務化するべきであるという主張は、目新しいものではなく、よりよいコーポレート・ガバナンスを実現しようとするなら、選任すべきという意見は国内外にあふれている。例えば、OECD（Organization for Economic Co-operation and Development：経済協力開発機構）は、独立取締役の選任を含むグッド・プラクティスに関する新たな提言を盛り込んだコーポレート・ガバナンス原則改訂版を2004年に採択している²。その中では、「取締役会は、利益相反の可能性がある場合には、独立の判断を下せる十分な数の非執行の取締役会メンバーを選定することを検討するべきである」と記されている。

日本国内にも社外取締役の機能強化を求める声がある

日本コーポレートガバナンスフォーラムも、「社外取締役が法律上要求されているわけではないが、取締役会の監督機能を担保するものとして、独立性を有する社外取締役（以下、独立社外取締役）が2人以上含まれる」べきとし、また「実質的な独立性を具有することが求められる」との新コーポレート・ガバナンス原則を2006年12月に公表している³。

経団連は反対の見解を表明

これに対して反対論も根強いものがあり、日本経済団体連合会は、度々社外取締役の導入義務化や独立性の強化に反対する姿勢を示している（図表2参照）。2006年6

² 日本文 <http://www.oecd.org/dataoecd/34/34/32361945.pdf>

英語文 <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>

³ <http://www.jcgf.org/jp/publishment/pdf/CGPrinciple20061215.pdf>

月に公表した「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度のあり方について」⁴の中で、従来の主張を繰り返し、社外取締役制度の変更に反対している。

図表 2 日本経済団体連合会の主張

取締役の選任義務化	独立性強化
<ul style="list-style-type: none"> ・ 諸外国との制度等の相違を踏まえるべき <ul style="list-style-type: none"> ➢ 独立取締役の存在と企業のパフォーマンスとの関係は立証されていない ➢ 米国では、経営陣に権力が集中しやすいので取締役の独立性に関する議論が盛んだが、日本の事態とは異なる ・ 監査役機能の強化、委員会設置会社制度の活用等の効果を見極めるべき <ul style="list-style-type: none"> ➢ 会社法上の監査役機能は十分強い ➢ コーポレート・ガバナンスに関する情報は十分に会社側から発信されている 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 社外監査役・社外取締役の適格性は、形式的な要件ではなく、総合的、実質的に判断すべき <ul style="list-style-type: none"> ➢ 形式的な要件ではなく、人格、識見、能力等を総合的、実質的に判断すべき ➢ 必要以上の制約は、むしろ有為な人材の選任に支障を来たす

出所：「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度のあり方について」から大和総研作成

検討委員会での審議

社外取締役の選任義務化や独立性強化については、経産省企業統治研、金融庁 SG、東証懇談会の3委員会では審議されている。

社外取締役の機能について共通の理解があるわけではない

既に語りつくされた問題であるようにも見えるが、基本的には、社外取締役にどのような機能を期待するかによって、結論が異なるのではないだろうか。社外取締役に期待する機能が業績向上であるとすると、社外取締役が存在することと、会社の業績（会計上の利益でも株価でも）は相関するとの証明は無いので、選任の義務化を積極的に推進することは難しくなる。他方、経営者に対するチェック機能ということであれば、監査役制度との比較や、実効性評価の問題はあるにせよ、独立性のある社外取締役を選任するべきであると結論しやすくなる。

機関投資家は、社外取締役の機能を業績向上にあると位置づけているわけではない。アジア・コーポレート・ガバナンス・アソシエーションが2008年5月に公表した、「日本のコーポレート・ガバナンス白書」⁵は、米英の有力な機関投資家の意見をまとめる形で、日本の会社では「事実上ほぼ完全な経営陣の自治が認められており、私達から見ると経営陣の意思決定に対する真に透明な監督はほとんど行われていない。」としており、経営の透明性確保に問題があることを主張している。そして、「真の独立取締役の存在は、経営陣の自己利益の追求や企業戦略の不確実さに対する重要な予防手段となる。」と記し、社外取締役は、会社の業績を積極的に引き上げるというよりは、マイナス方向に動くことを防止することを役割としていると解しているようである。

⁴ <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2006/040.html>

⁵ 英文 http://www.acga-asia.org/public/files/Japan%20WP_%20May2008.pdf

日本語 [http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_\(Japanese2\).pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_(Japanese2).pdf)

図表3に記したように、経産省企業統治研、金融庁SG、東証懇談会でも、古くから論じられてきたことが、改めて取り上げていることがわかる。

図表3 各検討委員会の審議課題

経産省企業統治研	金融庁SG	東証懇談会
<p>[2008年12月2日議事録]</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 現時点での社外取締役制度義務化は、マイナス面のほうが大きい。理由としては、第一に、社外取締役制度は必ずしも万能ではない。第二に、社外取締役は、会社の事業・業務に精通しておらず、経営のスピード感が鈍る可能性がある。第三に、人材が確保できない可能性がある。 ・ 現在の監査役制度だけでは、広い意味での監督・モニタリング機能の一部が抜けている。その抜けている部分は、社外取締役の機能・役割により補完していただくことを期待。 ・ 社外監査役については、社外取締役と同じような監督機能を期待されており、独立性を高めることが大事。 	<p>[2009年2月10日議事録]</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 上場会社については、上場後の責任の一つとして、社外取締役を入れた方がいいのではないかと思う。監査役の場合は決議事項に対する投票権がないので、やはり監査役の仕事と取締役の仕事は違うと思う。 ・ 外国人投資家に対して、日本のガバナンス体制について不要の説明をしなくて済むという理由だけで社外取締役を入れるのであれば、それはそれで意味があるのかもしれないが、それだけのことがどうなのか。 	<p>[2008年3月18日議事録]</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 世界では社外取締役の選任が完全な常識であるが、そういう仕組みがきちっと整っている会社よりも、日本の監査役設置会社の業績の方がよいということもある。日本流のガバナンスもしっかり機能しているという有効性について発信していくことも必要だと思う。 <p>[2008年9月26日議事録]</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 株主による経営陣に対する監視に加えて、業務執行をしていない会社役員に、株主の視点での経営陣の監視という役割を果たしてもらおうということも一つの考えではないか。

出所：各委員会の議事録から大和総研作成

社外取締役制度は、取締役を社内から登用する伝統的な日本の慣行になじまないことがまず問題であるし、はたして期待通りの機能を発揮できるか疑問だという見解もある。また、上場会社の全てに複数の社外取締役選任を義務付ければ、人材の数量的な限界が明らかになる。こうした社外取締役選任義務化に消極的な意見もあるが、監督機能の強化や諸外国との比較からはやはり義務化を検討するべきとの見解も有力である。

株主自治に委ねるべきでは

日本の会社法では、委員会設置会社を除けば社外取締役の選任は義務ではない。しかし、選任することは全く禁じられていないし、株主がそれを望むのであれば、選挙のように候補者を立てて争うこともできる。株主が社外取締役を望むのであれば、そうすることはできるのである。そのような株主の行動がほとんど見られないということは、現状が多数株主の合理的な判断に基づいているとも考えられる。また、会社の経営陣としても、海外投資家を株主にしたいのであれば、ガバナンス構造を海外投資家に説明しやすい形に変えることも考えるはずである。ガバナンス構造を改革する選択肢はあるのだから、日本における社外取締役の現状も、株主と経営者の意思がそれを選択したのだとは言えないだろう。

社外取締役の機能が有効に発揮され、株主の多くがそうした機能が会社に導入すべきであると考えようになれば、義務化するまでも無く多くの会社で多数の社外取締役選任されるようになると期待できる。有効性の証明されていない新しい制度を強制するよりは、株主の自治に委ねるべきとも思えるのである。