

ガバナンス回顧

2010年1月15日 全3頁

# A C G A がわが国ガバナンスに意見

経営戦略研究所  
藤島 裕三

特に独立取締役の選任に関して、グローバルな投資家は未だ不満が大きい。

## [要約]

- 昨年12月、グローバルな投資家の業界団体であるアジア・コーポレート・ガバナンス協会（A C G A ; Asian Corporate Governance Association）は、わが国ガバナンス改革に関する意見書を公表した。業界団体や政府機関の報告書や意見書に対するコメントと提言である。
- この中では独立取締役について最も頁を割いている。A C G A は金融庁報告書の「ハイブリッド型」取締役会を評価しつつ、少なくとも3名の独立取締役を選任するべきと主張する。
- 米G M Iの主要国ランキングによると、わが国ガバナンスは東アジアでも低い評価に甘んじる。わが国企業はA C G Aの意見書を意識してガバナンス改善に取り組む必要がある。

国内の各種報告書に  
対してコメント

2009年12月15日、A C G Aは「日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書」を公表した。2009年4月以降に発表された、わが国ガバナンスに関する国内の業界団体や政府機関による報告書や意見書に対するコメントと提言である。

A C G Aは約70の機関投資家が参加する業界団体で、アジアにおけるガバナンスの長期的な向上に取り組む。今回の意見書には共同提唱機関として、米国のカルパース（カリフォルニア州職員退職年金基金）や、英国のレイルペン（英国鉄道年金基金）など、グローバルな資本市場を代表するファンドが名を連ねる。

独立取締役について  
最も多く頁を割く

A C G Aは意見書の冒頭で経団連、東証、経産省、金融庁が相次いでガバナンスに関する報告書を発行したことを歓迎した上で、それらの主張に対するA C G Aの立場を明らかにしている。項目としては下記の5つに分けられており、中でも「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」に最も頁を割いている。

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
2. 株主総会と議決権の代理行使
3. 第三者割当増資及びその他資金調達に関連した事項
4. 株式の持合いとその他株式投資
5. 会社と投資家の対話

A C G Aは「1」において「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」とする。そして金融庁の報告書（2009年6月17日発表）が提示した、監査役設置会社が独立性の高い社外取締役を選任する「ハイブリッド型」取締役会を、監査役機能を補うことができると評価した。

## 最低3名の独立取締役 選任を要望

もっとも各報告書における各論については、概して厳しくコメントしている（図表1）。監査役は独立性および権限で社外取締役に優るとする経団連の主張に対して、ACGAは「会社法の社外性要件が脆弱」なことが問題で、社外取締役の意義に疑いはないこと、そもそも監査役とは役割が違うことを訴える。

また上場会社に最低1名の独立した取締役あるいは監査役の設置を求める経産省の提言に関しては「前向き」と歓迎する一方、人数は不十分であり「少なくとも3名の独立取締役の選任にコミットすべき」と指摘する。この3人という人数こそ、独立取締役の負担が過大とならず、かつ取締役会に適切なバランスを確保するものとし、同時に他のアジア諸国でも一般的な水準だとしている。

## 議決結果開示の姿勢 を高く評価

「2. 株主総会と議決権の代理行使」では、各報告書が議決結果の開示に前向きな点を高く評価している。ただし当日投票分の開示は「実務的に対応困難」とする経団連のコメントを「根拠の薄いもの」と断じ、当日集計は「さほど難しいことでもない」と言い切っている。そして前日までの賛否でも十分に意義があるとする金融庁の立場を「暫定的な取組みとして理解できる」ものに止めている。

「3. 第三者割当増資及びその他資金調達に関連した事項」は専ら、第三者割当増資に対して厳格な規制が必要と主張する。具体的には、株主総会の承認を義務付ける、年間の希釈化を10%以内とする、などを挙げている。また、親子上場の利益相反に対するルール整備が必要とする金融庁の立場を強く支持する。

「4. 株式の持合いとその他株式投資」では、第一義的に持ち合い状況の詳細な開示を求めると共に、究極的には持ち合い解消の取り組みに期待を表している。その上で「短期的な対処法」として、アニュアルレポートに、株式保有の戦略的理由および、必要に応じて実際の投資リターンを示すことを求めている。

「5. 会社と投資家の対話」においては、戦略およびガバナンスについて、上場会社とオープンかつ定期的に対話することを望んでいる。そのためIR部門に止まらず、経営陣が頻繁に投資家とミーティングを持つべきと提言する。

## 国際的な評価を意識 する必要性

これに先立つ2008年5月15日、ACGAは「日本のコーポレート・ガバナンス白書」を発表している。同書はわが国ガバナンスを「経営者保護主義」「貯金箱モデル」と批判した上で、具体的な課題として「資本の効率的活用」「独立的立場からの経営陣の監督」など6項目を挙げた（図表2）。リーマン・ショック前の公表であることも影響したのか、今回の意見書と比較して厳しい表現が目立つ。

コーポレートガバナンスの調査機関である米GMI（ガバナンス・メトリックス・インターナショナル）が2009年9月に発表した主要国のランキングによると、日本は36位に甘んじる。これは東アジアで台湾（22位）、香港（29位）、韓国（33位）の後塵を拝し、中国（37位）が直後にまで迫る位置である。

対日直接投資の促進が叫ばれる中、わが国企業のコーポレートガバナンスが信認を得ていない事実は、グローバルな資本の獲得競争において障害になるのではないかと。特に独立取締役についてはACGAが指摘するように、グローバルな投資家とわが国における議論の間には温度差が存する。わが国企業は今回の意見書などを十分に意識した上で、自社に最適なガバナンス体制を模索するべきだろう。

図表1 ACGA「日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書」独立取締役関連（2009年12月）

各種報告書の主張	ACGAの反論	具体的なポイント
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し、差止請求権も持っている（経団連）	社外取締役に独立性が欠けるとすれば会社法の社外性要件が脆弱なためだ	<ul style="list-style-type: none"> <li>独立取締役は監査役と違い、全ての主要取引に影響を及ぼすことができる</li> <li>監査役役割は否定が本質で、独立取締役の役割は参画して構築することだ</li> </ul>
企業統治の実効性確保と取締役の独立性確保には、トレードオフが認められるとの結果がある（経産省）	OECDは明確に「取締役の独立性と資質・能力との間には必ずしもトレードオフがある訳ではない」としている	<ul style="list-style-type: none"> <li>独立取締役の多くが非常に有能であるという実証的証拠が世界中で見られる</li> <li>問題が生じた銀行は、資質の劣る独立取締役を任命した可能性がある</li> </ul>
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（経産省）	ACGAが白書で論じている通り、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べきである	<ul style="list-style-type: none"> <li>独立取締役の負担が過大でなく、社内外のバランスを確保する最低水準である</li> <li>アジア他国は、独立取締役を最低3名か3分の1選任するよう法定している</li> </ul>
独立取締役については会社法改正でなく、上場ルールによる対応が望ましい（経団連、経産省、金融庁）	会社法の改正を通じて、独立取締役概念の明確化が実施されることが理想的である	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場規則の変更だけでは弱く、会社は独立性概念を軽視する可能性がある</li> <li>上場規則の独立性概念と会社法の社外性概念との間に矛盾や混乱が生じる</li> </ul>

ACGA「日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書」よりDIR経営戦略研究所作成

図表2 ACGA「日本のコーポレート・ガバナンス白書」要点（2008年5月）

項目	具体的な内容
所有者としての株主	<ul style="list-style-type: none"> <li>ステークホルダー資本主義は時代遅れで不正確</li> <li>所有者として株主を重視することこそ、長期的観点でステークホルダー利益に合う</li> </ul>
資本の効率的活用	<ul style="list-style-type: none"> <li>現金や有価証券を無制限に貯め込むことや、不適切な買収や多角化をすることが多い</li> <li>ROEや配当性向の目標値を設定すべき</li> </ul>
独立的立場からの経営陣の監督	<ul style="list-style-type: none"> <li>合議型経営スタイルでは非合理的な決定を覆せない</li> <li>独立の社外取締役を最低3人、長期的に取締役会の半数とするのが望ましい</li> </ul>
先買権	<ul style="list-style-type: none"> <li>第三者割当が買収防衛のために利用されがち</li> <li>株式発行額の上限を株主総会で設定するなど、株主の損失を防ぐ手立てを議論すべき</li> </ul>
ポイズンピルと買収防衛策	<ul style="list-style-type: none"> <li>買収防衛策が必要か否か、改めて検討すべき</li> <li>導入時には経営者の保身を疑われないよう、社外取締役を増やすなど施策が伴わなければならない</li> </ul>
株主総会と議決権行使	<ul style="list-style-type: none"> <li>総会は公平性と透明性を欠き、持合いで歪んでいる</li> <li>集中日の解消や議案送付の早期化、投票結果の発表など改善策を検討すべき</li> </ul>

ACGA「日本のコーポレート・ガバナンス白書」よりDIR経営戦略研究所作成