

# 独立取締役は何を期待するか？ ～会社法と市場ルールの交錯の観点から～

横山 淳

## 要 約

監査役会設置会社において、強力な権限を有する監査役と比較して、肩書のない純然たる「取締役」は、実のところ「取締役会」という合議体の単なる一構成員にすぎない。合議体の単なる一構成員にすぎない者の属性（独立性、社外性）が、どうしてコーポレート・ガバナンス上の重要な論点なのか？ これが本稿の問題意識である。

「社外」取締役に期待される役割に関しては、一般に、経営に対する評価・監督や利益相反への対応が挙げられることが多い。特に、市場ルールとしての取引所規則が要求する「独立」取締役の場合、そうした役割を「一般株主の利益保護」という観点から果たすことが期待されている。

こうした期待に応えるためには、取締役会が監督機関として十分に機能する必要があるが、これには会社法の「株主総会中心主義」が一つのハードルとなり得る。これを克服するには、株主総会の機能の一部委任、監督と執行の分離、「独立」取締役によるキャスティングボートといった環境整備が求められる。特に、「独立」取締役が少数にとどまる場合、「独立」取締役が適切な判断を下すために必要な情報が提供されること、その活動内容が「投資者」「市場」から「見える」ようにすることが望まれる。

## 目 次

- 1章 はじめに ～独立取締役に巡る問題意識～
- 2章 「社外」か、「独立」か ～何のための存在か？～
- 3章 「独立」取締役の機能を巡る議論 ～どのように機能するのか？～
- 4章 会社法と市場ルールの交錯としての「独立」取締役の役割

## 1章 はじめに ～独立取締役を巡る問題意識～

### 1. 上場会社のコーポレート・ガバナンスを巡る規範と最近の改正

2014年6月に閣議決定された『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—（以下、「日本再興戦略改訂2014」）に「コーポレートガバナンスの強化」が盛り込まれたことなどを受け、上場会社のコーポレート・ガバナンスに対して、社会的な関心が高まっている。

一口に、上場会社のコーポレート・ガバナンスといっても、その内容は多岐にわたるが、その外見的な分かりやすさ、これまでの論争の経緯などから、独立取締役（取締役である独立役員）、社外取締役の設置義務化が、特に注目されているように感じられる。また、「日本再興戦略改訂2014」に先立つ、2014年5月23日に自由民主党日本経済再生本部が取りまとめた「日本再生ビジョン」の中で、「コーポレートガバナンス・コード」を制定し、「上場株券の発行者は、取締役である独立役員を少なくとも2名以上確保すること」<sup>1</sup>を盛り込むべきとの提言がなされたことも、独立取締役、社外取締役に対する社会的な関心を高める一因となったものと思われる。

本稿では、こうした背景を踏まえて、わが国の上場会社において、独立取締役に期待される役割について、考察したい。

本論に入る前に、議論の前提として、わが国における上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する規範の全体像を整理しておきたい。

#### 1) 会社法

会社法は、「会社の設立、組織、運営及び管理」（同1条）について規定する一般法であり、原則、全ての会社を対象とする<sup>2</sup>。

会社法は、株式会社について、その機関（株主総会、取締役、監査役、会計監査人など）と、その権限、義務、責任などを定めている。

上場会社も株式会社である以上、会社法の規定に基づいた機関設計を行う必要があり、それぞれの機関は、同法の規制、責任等に服する必要がある。

なお、会社法上は、「独立取締役」という用語は存在せず、「社外取締役」のみが用いられている。

#### 2) 金融商品取引法

金融商品取引法は、金融商品の公正な取引、市場における公正な価格形成、投資者の保護などを目的とする法律である（同1条参照）。その内容は、金融商品取引業者に対する規制、不正取引の禁止、公開買付制度など多岐にわたっている。その中に、「企業内容等の開示」も含まれており、不特定多数の投資者に流通する有価証券やその発行者に関する情報開示制度が定められている。

こうした金融商品取引法の規定に基づき、上場会社は、有価証券報告書等による情報開示が義務付けられている（金融商品取引法24条）。開示が求められる情報には、その上場会社に関する財務情報などに加えて、「コーポレート・ガバナンスの状況」も含まれている。具体的には、コーポレート・ガバナンス体制の概要とそれを採用する理由、内部監査及び監査役（監査委員会）監査の

1) 自由民主党日本経済再生本部「日本再生ビジョン」（平成26年5月23日）p.18

2) 一部、会社の規模などによって適用対象が限定されている規定もある。

組織・人員・手続、社外取締役・社外監査役の選任状況等、役員報酬等、株式の保有状況などに関する情報の開示が求められている（企業内容等の開示に関する内閣府令第三号様式など）。

もっとも、ここで上場会社に要求されているのは、あくまでも情報開示である。すなわち、「投資者の保護」の観点から、投資者の投資判断にとって重要な情報として、「コーポレート・ガバナンスの状況」を正しく開示することが求められている。特定のコーポレート・ガバナンスに関する仕組みや体制を整備することが求められているわけではない。開示された情報が真実である限り、その内容自体の合理性、妥当性、説得力については、原則、金融商品取引法上、制裁等の対象とはならない。あとは、その情報を見た市場・投資者の判断に委ねられることとなる。金融商品取引法に基づくコーポレート・ガバナンスに関する規範の特徴は、この点にある。

なお、有価証券報告書等における「コーポレート・ガバナンスの状況」の開示においては、会社法と同様に「社外取締役」に焦点を当てたものとなっている。ただし、開示が求められる情報の中に、その「提出会社からの独立性に関する基準又は方針の内容」が含まれており、「独立取締役」についても、ある程度、意識した内容となっている。

### 3) 取引所規則など

金融商品取引所は、新規上場、上場管理、上場廃止に関する規則を通じて、自市場に上場する上場会社に対して一定の規律を要求している。これは、金融商品取引所のミッションである「公正か

つ円滑」な取引や「投資者の保護」の観点から、自市場に上場する上場会社に対して、一定の品質水準を要求しているものと説明できるだろう。

この中には、大きく分けて、開示に関する規律（適時開示義務など）と、一定のコーポレート・アクション（例えば、第三者割当、株式併合、敵対的買収防衛策など）に対する規律（「企業行動規範」）がある。これらの規律の中に、コーポレート・ガバナンスに関する規範も含まれている。

東京証券取引所（以下、東証）を例にとると、コーポレート・ガバナンスに関する開示上の規律としては、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（以下、「コーポレート・ガバナンス報告書」）がある。具体的には、東証上場会社は、コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方などを記載した「コーポレート・ガバナンス報告書」を東証に提出し、内容に変更が生じた場合には、遅滞なく、更新手続を行うことが義務付けられている（東証有価証券上場規程 419 条）。

他方、「企業行動規範」には、大きく分けて、東証上場会社として最低限守るべき事項（違反した場合は、制裁の対象となり得る）である「遵守すべき事項」と、東証上場会社に対する要請事項を明示し努力すべき事項を明らかにする「望まれる事項」がある<sup>3</sup>。コーポレート・ガバナンスに関する規律で「遵守すべき事項」に該当するものとしては、「書面による議決権行使等」（東証有価証券上場規程 435 条）、「独立役員の確保」（同 436 条の 2）、「業務の適正を確保するために必要な体制整備」（同 439 条）などがある。「望まれる事項」に該当するものとしては、「取締役である独立役員の確保」（同 445 条の 4）、「独立役員

3) 東証上場部（2014）p.593

が機能するための環境整備」(同 445 条の 5)、「議決権行使を容易にするための環境整備」(同 446 条) などがある。

なお、東証が「企業行動規範」で要求しているのは、あくまでも「独立役員」や「取締役である独立役員」(独立取締役)であって、「社外取締役」ではない。

そのほか、東証は、取引所規則そのものではないが、「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を策定し、東証上場会社に対して、これを「尊重して、コーポレート・ガバナンスの充実に取り組むよう」努力することを求めている<sup>4</sup>(東証有価証券上場規程 445 条の 3)。

#### 4) 最近の改正の動向

わが国における上場会社のコーポレート・ガバナンスに関するこうした規範について、最近の改正動向を確認しておきたい。

##### (1) 会社法改正法

2014 年 6 月 20 日、「会社法の一部を改正する法律」(以下、会社法改正法)が成立し、同 27 日公布された。これは、2012 年 9 月に法制審議会が採択した「会社法制の見直しに関する要綱」(以下、「要綱」)を踏まえた改正で、「企業統治の在り方」が重要な柱の一つとされている。

その内容は多岐にわたるが、社外取締役に関しては、次のものが盛り込まれている。

①社外取締役・社外監査役の要件の見直し(会

社法改正法による会社法 2 条 15 号、16 号。詳細は、2 章 1 節参照)

②これまで社外取締役・社外監査役のみが対象とされていた、いわゆる責任限定契約(会社に対する損害賠償責任を一定の範囲に限定する契約)を締結できる範囲が、いわゆる非業務執行取締役、(社内を含む)監査役まで拡大(同 427 条)

③社外取締役を置いていない場合の「社外取締役を置くことが相当でない理由」の定時株主総会における説明義務<sup>5</sup>(同 327 条の 2)

さらに、会社法改正法自体には規定はないが、上記③との関連で、今後、法務省令で「社外取締役を置くことが相当でない理由」の開示を、事業報告及び株主総会参考書類においても求める方針が示されている。

加えて、会社法改正法の附則に、2 年後に「社外取締役を置くことの義務付け等」について再検討を行う旨の、いわゆる見直し条項が盛り込まれている(会社法改正法附則 25 条)。

##### (2) 東証規則改正

前記(1)の会社法改正法に向けた法制審議会会社法制部会での議論では、社外取締役の設置義務化も検討されていた。最終的には、会社法に基づく社外取締役の設置義務化は見送られたものの、「要綱」の採択に当たり、「金融商品取引所の規則において、上場会社は取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める旨の規律を設ける

4) なお、上場会社コーポレート・ガバナンス原則は、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」(平成 21 年 6 月 17 日公表)を引く形で、ガバナンス体制の 3 つのモデルを提示しているが、ここでは同報告を踏まえて「社外取締役」という用語を用いている。

5) 対象は、監査役会設置会社(会社法上の公開会社〈譲渡制限のない株式を発行できる会社〉であり、かつ、大会社であるものに限る)であって、その発行する株式について有価証券報告書の提出義務があるもの、とされている。

必要がある」との附帯決議がなされることとなった。

これを受けて、2014年2月、東証は、上場会社に対し、「取締役である独立役員を少なくとも1名以上確保するよう努めなければならない」（東証有価証券上場規程445条の4）とする規則改正を行った。これにより、上場会社に対して、独立取締役設置の努力義務が課されることとなった。

### （3）日本版スチュワードシップ・コード

2014年2月26日、金融庁が事務局を務める「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」は、『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、日本版スチュワードシップ・コード）を取りまとめた。

日本版スチュワードシップ・コードは、2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」を受けたもので、「機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、『責任ある機関投資家』として当該『スチュワードシップ責任』を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるもの」とされている（日本版スチュワードシップ・コード前文4項）。

日本版スチュワードシップ・コードは、法的拘束力を有していない（同前文11項）。つまり、全ての機関投資家に対して、無条件に義務付けられるものではない。あくまでも日本版スチュワードシップ・コードの「趣旨に賛同しこれを受け入

れる用意がある機関投資家」が、受入れを表明（公表）するという仕組みが採用されている（同前）。2014年9月2日現在で、160の機関投資家等が受入れ表明を行っている<sup>6</sup>。

このように、日本版スチュワードシップ・コードは、あくまでも日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に策定された規範であり、上場会社の側については、直接、特段の責任等を課すものではない。しかし、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れた機関投資家等が、一定の数に達していることから、今後、これらの機関投資家等による「目的をもった対話」や「議決権行使」などを通じて、上場会社のコーポレート・ガバナンスにも一定の影響が生じることが想定されている。

### （4）コーポレートガバナンス・コード

「日本再興戦略改訂2014」は、「コーポレートガバナンスの強化」の一環として、「上場企業のコーポレートガバナンス上の諸原則を記載した『コーポレートガバナンス・コード』を策定する」<sup>7</sup>方針を示している。

これを受けて、金融庁と東証を共同事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」が立ち上げられ、2014年8月から議論を開始している。今後、「秋頃までを目途に基本的な考え方を取りまとめ、東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合うよう新たに『コーポレートガバナンス・コード』を策定する」<sup>8</sup>というスケジュールが予定されている。

本稿執筆時点は、具体的な「コーポレートガバ

6) 金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20140902-1.html>)。なお、160の中には議決権行使助言会社なども含まれている。

7) 『『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—』p.30

8) 『『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—』p.31

ナンス・コード」の内容は、まだ明らかではないが、「東京証券取引所の上場規則により、上場企業に対して“Comply or Explain”（原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するか）を求めるものとする」<sup>9</sup>ことが予定されている。

## 2. そもそも「取締役」って何？

わが国の上場会社における「独立取締役に期待される役割」について検討する前に、そもそも「取締役」とは何者なのかを確認しておきたい。なお、特に断らない限り、上場会社のうち、会社法上、社外取締役の設置が義務付けられていない「監査役会設置会社」を前提とする。

世間一般では、「取締役」といえば、企業の経営幹部という印象を持たれることが多い。しかし、こうした印象は、「取締役会」の設置が必要とされる株式会社（取締役会設置会社。監査役会設置会社も、その一種である〈会社法 327 条 1 項〉）について、会社法が予定している「取締役」の機能とは、実際には齟齬がある。

取締役会設置会社における「取締役会」とは、「その会議により業務執行に関する会社の意思決定をするとともに取締役の職務執行を監督する機関」<sup>10</sup>と説明されている。

すなわち、会社法上、「取締役会」は、「業務執行の決定」「取締役の職務の執行の監督」「代表取締役の選定及び解職」といった権限を有している（会社法 362 条 2 項）。これらの権限を通じて、「取締役会」は、会社としての意思決定や、個々の取締役の職務の執行を、その判断の妥当性なども含めて監視・監督することが予定されている。

その会社の業務執行との関連でいえば、合議体

である「取締役会」において意思決定されるものの（会社法 362 条 2 項 1 号）、その意思決定に基づき実際に業務を執行するのは、①「代表取締役」、または②取締役会決議によって「業務を執行する取締役として選定された」取締役だということになる（会社法 363 条 1 項）。つまり、「取締役会」は、これら①や②の業務執行権限を有する「取締役」の行動に承認を与え、監督し、その人事を決定する役割を期待されていると考えられるだろう。

「取締役」とは、こうした「取締役会」の構成員という位置づけになる。

経営者を、業務執行の最高責任者と定義すれば、確かに、前記①や②の業務執行権限を有する「取締役」は、まさに、世間における経営幹部としての「取締役」のイメージに合致したものと見ることができよう。しかし、こうした業務執行権限は、代表権（①）や、「業務を執行する取締役として選定された」ことを示す専務、常務などの肩書（②）に伴うものであり、「取締役」という地位に、直接、結びついたものではない。

こうした代表権や肩書を外した純然たる「取締役」の権限は、重要な手続違反などがあった場合の会社の行為（合併など）の無効の訴え（会社法 828 条）や、株主総会の決議取消しの訴え（会社法 831 条）の提訴権を除けば、取締役会における議決権（会社法 369 条）や、取締役会の招集権（または招集請求権）（会社法 366 条）くらいである。

監査役会設置会社には、監査活動を通じて、（妥当性ではなく）適法性の観点から「業務執行を監視・監督する」役割を担う者として「監査役」が存在している。しかし、監査役は、各自が単独で

9) 『『日本再興戦略』改訂 2014—未来への挑戦—』 p.31

10) 神田（2012） p.197 参照

その権限を行使できる独任制の機関であり<sup>11</sup>、いつでも取締役や使用人などに対して事業の報告を求め、会社の業務・財産の状況の調査を行う権限（会社法 381 条など）をも有している。

こうした強力な監査役と比較すると、純然たる「取締役」は、実のところ「取締役会」という合議体の単なる一構成員にすぎないのではないかとさえ思われる。このことを踏まえれば、「ただの取締役とは代表取締役の業務執行を監視・監督する他に何も仕事はない」<sup>12</sup>との指摘もうなずける。

### 3. 独立取締役を巡る問題意識の整理

以上を踏まえて、本稿のテーマである「わが国の上場会社において、独立取締役に期待される役割」を考える上での問題意識を整理しておきたい。

もちろん、どのような役割を「独立取締役」に期待しようが、それは論者の自由である。しかし、現実に果たすことができる機能を越えた役割を期待しても、それは現実的ではあり得ない。

そこで大きな問題となるのが、前述の通り、会社法上、純然たる「取締役」の権限は、「取締役会」という合議体の単なる一構成員の域を出ないということである。つまり、合議体の単なる一構成員にすぎない者の属性（独立性、社外性）が、どうして重視されるべきなのか、という点に筆者の問題意識はある。

この問題意識を念頭において、2章では、会社法上の「社外取締役」と、取引所規則上の「独立取締役」について、その相違点から、それぞれの規範において「何のための存在」と位置づけられているのかについて考える。3章では、会社法改

正法などを巡る議論から、わが国における「独立取締役」の機能に対する最近の考え方を確認する。以上を前提に、4章において、会社法と市場ルールの交錯という観点から「独立取締役」の役割を整理し、「独立取締役」がその機能を発揮するために求められる制度面のサポートについて検討してみたい。

## 2章 「社外」か、「独立」か ～何のための存在か？～

### 1. 会社法上の「社外」取締役

会社法上、「社外」取締役とは、「株式会社の取締役であって、当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役（……中略……）若しくは執行役又は支配人その他の使用人でなく、かつ、過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人となったことがないもの」（会社法 2 条 15 号）と定義されている。

これは、要するに、現在および過去において、一度も、その会社の業務執行担当者・使用人となることがないものということになる。

こうした「社外」属性の意義については、一般に、「業務執行担当者の影響を受けず客観的な意見を表明できる」と説明されている<sup>13</sup>。つまり、①自ら業務執行を行わないこと、②業務執行担当者との間で指揮命令関係等がないことを要件としているのは、組織内での影響力の有無に着目したためということであろう。言い換えれば、株式会社（およびその子会社）という組織・機関の仕組みや力

11) 江頭 (2011) p.490

12) 上村 (2002) p.202

13) 江頭 (2011) p.482

関係を踏まえた発想とみることもできるだろう。

ただ、会社法改正法では、従来の「社外」概念と若干異なるアプローチが、新たに加えられている。すなわち、会社法改正法の下では、「社外」取締役の定義について、次のような見直しが行われている(会社法改正法による会社法2条15号)。

- ①次の者は「社外」取締役となることができない。
- (a) その会社の経営を支配している者(法人を除く)
  - (b) その会社の親会社の取締役、執行役、支配人その他の使用人(注1)
  - (c) その会社の兄弟会社の業務執行取締役等(注2)
  - (d) その会社の取締役、執行役、支配人その他の重要な使用人、その会社の経営を支配している者(法人を除く)の配偶者、二親等内の親族
- ②次の者は「社外」取締役となることができる。
- ◇その会社及び子会社の業務執行取締役等を退任してから10年間経過した者(注3)

(注1) 親会社の監査役は、そもそも子会社の取締役を兼任できない(会社法335条2項)

(注2) 業務執行取締役、執行役、支配人その他の使用人のこと

(注3) 就任前10年間に、その会社又はその子会社の非業務執行取締役、監査役、会計参与であったことがある者は、非業務執行取締役、監査役、会計参与への就任前10年間に、その会社又はその子会社の業務執行取締役等でなかった者に限る。

①の見直しは、これまでの業務執行担当者との間の指揮命令関係だけでは説明することは難しく、会社との利益相反関係に着目した内容だと考えられる<sup>14</sup>。その意味では、後述する取引所規則上の「独立」概念に接近したとみることもできるように思われる。

もっとも、監査役会設置会社において、会社法上、取締役の「社外」属性が、意味を持つケースは限られている。具体的には、「特別取締役の決議」(会社法373条)、「責任の一部免除」の上限額(会社法425条)、「責任限定契約」の締結対象(会社法427条)くらいであろう。しかも、これらのうち、「責任の一部免除」の上限額と「責任限定契約」の締結対象については、会社法改正法の下では、判断基準が「非業務執行」属性に見直されており、「社外」属性は意味を持たなくなる。

この点、監査役会設置会社の「監査役」については、その半数以上が「社外」監査役でなければならない(会社法335条3項)こと、言い換えれば、「監査役会」という機関において、「社外」属性を有する者の存在が不可欠とされていることと比較すると大きな相違である。

なお、「特別取締役の決議」とは、取締役会決議事項のうち「重要な財産の処分及び譲受け」「多額の借財」について、あらかじめ選定した3人以上の取締役(特別取締役)に決定権限を委任できるとする制度のことである。これを利用するためには、①取締役の数が6人以上であることに加えて、②取締役のうち1人以上が社外取締役であることが要件とされている。このうち、本稿のテーマである独立取締役・社外取締役との関係では、②の要件(社外取締役1人以上)が問題となる。

14) 岩原(2012) p.13 参照



②の要件が設けられている趣旨については、「ワンマン社長とその側近の暴走の危険」<sup>15</sup>を踏まえて、「当該権限委任をしても取締役会の監督機能が働き得ることを保障する必要がある」<sup>16</sup>ためと説明されている。

確かに、ワンマン社長とその側近である特別取締役が暴走して、無茶な設備投資やM&Aに突き進みそうになったとき、取締役会のメンバー全員が、そのワンマン社長の指揮命令下にある者だとすれば、暴走の歯止めとなる仕組みが何もない状態に陥る。そこで、ワンマン社長の指揮命令下でない取締役に「取締役会の監督機能」の発揮を期待して、特別取締役たちへの権限委任を監視させるという説明は、会社法上の「社外」概念と、一応、整合性があるといえるだろう。

しかし、「社外」取締役が「特別取締役」のメンバーとなることを会社法は必ずしも要求していない。つまり、「社外」取締役は、特別取締役たちが決定したことにつき、事後的に報告を受けるだけの存在となる可能性が否定できない（会社法373条3項）。しかも、前述のように、監査役会設置会社の「社外」取締役個人は、法令上、取締役会における議決権のほかは、ほとんど権限を有していない。そのような状況の下で、どうやって「社外」取締役が、「取締役会の監督機能」の「最後の砦」としての機能を果たし得るのかという疑問を禁じ得ない。

しかも、「特別取締役の決議」は任意の制度である。つまり、「特別取締役の決議」制度を採用しなければ、そもそも会社法上、「社外」取締役を設置する必要はない。会社法が危惧する「ワンマン社長とその側近の暴走の危険」は、何も「特

別取締役の決議」制度を採用した会社のみが存在するわけではない。それなのに、なぜ「特別取締役の決議」制度を採用する場合にのみ、取締役の「社外」属性が問題にされるのかも、よく分からない。

特定の仕組みを採用した場合にのみ、しかも、必ずしも、その機能が十分に担保されているとはいえない形で設置が求められる「社外」取締役とは、一体、何のための存在なのか？

この問いに対して、会社法には十分な回答が用意されていないように考えられる。

## 2. 取引所規則上の「独立」取締役

会社法上の「社外」取締役とは別に、東証は有価証券上場規程において、「独立役員」という制度を設け、上場会社に対して1名以上の「独立役員」を確保することを義務付けている（東証有価証券上場規程436条の2）。さらに、2014年2月の改正により、「取締役である独立役員」（独立取締役）を1名以上確保する努力義務を設けている（同445条の4）。

「独立役員」とは、「一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役（…中略…）又は社外監査役」と定義されている（同436条の2）。従って、東証規則上の「独立」取締役（「取締役である独立役員」）は、「一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役」と定義できるだろう。

会社法上の「社外」概念が「業務執行担当者との間で指揮命令関係等」に着目したものであるのに対して、東証規則上の「独立」概念は、それに加えて、「一般株主との利益相反」関係を重視した概念となっている。その意味では、「公正かつ

15) 江頭 (2011) p.395

16) 江頭 (2011) p.394

円滑」な取引や「投資者の保護」をミッションとする取引所が定める市場ルールとしての性格をよく示しているといえるだろう。

「独立」概念について、東証規則は具体的な定義は定めていない。ただし、一定の要件に該当する場合については、東証への事前相談や追加的な開示を求めることにより、「独立性」に関する一定の判断基準を示している。具体的には図表1の通りである。

これを見る限り、①資本関係、②取引関係、③報酬等関係、④親族関係など、その上場会社の「経営陣に対して自らの出身母体の利益になるようコントロールを及ぼす可能性」<sup>17</sup>が判断要素となっているものと考えられる。これは言い換えれば、その者の出身母体の利益と、一般株主の利益との間の潜在的な「利益相反」関係が存在しない（または回避されている）ことを求めるものといえるだろう。

図表1 東証の「独立役員」の判断基準

要件	対象者の属性
事前相談要件	(1) 親会社又は兄弟会社の業務執行者 (2) 主要な取引先又はその業務執行者 (3) 役員報酬以外に多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント、会計専門家、法律専門家（注1） (4) 最近において（1）～（3）までに該当していた者 (5) 次のa～cまでのいずれかに掲げる者（注2）の近親者 a （1）～（4）までに掲げる者 b その会社又はその子会社の業務執行者 c 最近においてbに該当していた者
開示加重要件 （右に該当する旨、それを踏まえてもなお独立役員として指定する理由を開示）	(1) 親会社又は兄弟会社の業務執行者及び過去に業務執行者であった者 (2) 主要な取引先、その業務執行者及び過去に業務執行者であった者 (3) 役員報酬以外に多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント、会計専門家、法律専門家（注3） (4) 主要株主（注4） (5) 次のイ又はロに掲げる者（注2）の近親者 イ （1）～（4）までに掲げる者 ロ その会社又はその子会社の業務執行者及び過去に業務執行者であった者
概要開示要件 （その旨及びその概要を開示）	(1) 取引先、その業務執行者及び過去に業務執行者であった者 (2) 社外役員の相互就任の関係にある先の業務執行者及び過去に業務執行者であった者 (3) その会社から寄付を受けている者（注5）

（注1） 財産を得ている者が法人、組合等の団体である場合は、その団体に所属する者をいう

（注2） 重要でない者を除く

（注3） 財産を得ている者が法人、組合等の団体である場合は、その団体に所属する者及び過去に所属していた者をいう

（注4） 議決権10%以上を保有する株主。法人である場合には、その法人の業務執行者及び過去に業務執行者であった者をいう

（注5） 寄付を受けている者が法人、組合等の団体である場合は、業務執行者、過去に業務執行者であった者、それに相当する者をいう

（出所） 東証有価証券市場規程施行規則211条4項5号、上場管理等に関するガイドラインⅢ5（3）の2を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

17) 神田・東証（2012）p.18

「独立役員」導入時の制度趣旨については、「一般株主、一般投資家が存在する上場会社の業務執行のプロセスにおいて、経営陣から独立した立場の役員が1名以上加わることによって、一般株主の利益にも配慮した意思決定が行われているということを外観的に担保する」<sup>18</sup> ことと説明されていた。これに基づけば、「独立」取締役には、(監査役ではない) 取締役という立場、具体的には、取締役会での議決権を有しているという立場から、「一般株主の利益保護のために積極的に行動すること」<sup>19</sup> を通じて、「一般株主の利益にも配慮した意思決定が行われているということを外観的に担保する」ことが期待されているものと考えられる。取引所規則上の「独立」取締役が、何のための存在なのかは、会社法上の「社外」取締役と比較して、かなり明確であるといえるだろう。

もっとも、「独立」取締役の法的地位、権限、責任などは、会社法上の「社外」取締役と何ら変わらない<sup>20</sup>。「社外」取締役が、「独立」取締役に指名されたことをもって、「直ちに特別な具体的な義務を負うものではない」と解されている<sup>21</sup>。

そうだとすれば、取締役会における議決権のほかに、ほとんど権限を有していない監査役会設置会社の「独立」取締役は、どうやって期待される役割(「一般株主の利益にも配慮した意思決定」)を果たし得るのか、という問題が生じることとなる。この点につき、東証は(既存の)「権限の範囲内でできることは数多くあります」<sup>22</sup> と論じている。確かに、「独立」取締役の「できること」であれば、様々な行動が想定できるかもしれない。

例えば、(取締役会において)「発言機会を求めたり、質問や確認を行ったり、問題点の指摘を行ったりするなど」<sup>23</sup> である。しかし、「独立」取締役が、その期待される役割を果たしていると、一般株主、一般投資者、市場の目から見て「外形的に担保」されているというためには、単なる「できること」を超えて、どのような影響力を有し、その影響力をどのように行使しているのか、という観点からの議論が必要だと思われる。

### 3章 「独立」取締役の機能を巡る議論 ～どのように機能するのか?～

#### 1. 米国、英国における規範から読み取れる基本的な考え方

米国において会社法は、州の管轄であり、必ずしも独立取締役の設置が要求されているわけではない。米国における独立取締役(independent director)の設置義務は、上場会社に対して、独立取締役のみによって構成される監査委員会(audit committee)、報酬委員会(compensation committee)の設置を要求する1934年証券取引所法(Securities and Exchange Act of 1934 § 10A(m)、§ 10C(a))、取締役会(board)メンバーの過半数(majority)を独立取締役とすることを求めるニューヨーク証券取引所(NYSE)の規則(NYSE Listed Company Manual 303A.01)といった、連邦証券法と取引所規則を通じて要求されている。歴史的には、連邦証券市場当局である米国証券取引委員会(U.S.

18) 東証上場部 (2010) p.48

19) 神田・東証 (2012) p.4

20) 神田・東証 (2012) pp.16-17。また、東証上場部 (2010) p.49 も参照

21) 東証上場部 (2010) p.49

22) 神田・東証 (2012) p.17

23) 神田・東証 (2012) p.4

Securities and Exchange Commission) の指導の下、取引所規則として規範化された。その後、エンロン、ワールドコム事件を契機としたサーベンス・オクスリー法、リーマン・ショック、金融危機を契機としたドッド・フランク法を通じて、連邦証券法に基づく規制が設けられたという経緯がある。

独立取締役が過半数を占める取締役会の意義について、NYSEは「取締役会による監視の質の向上」と（主に経営者と株主との間の）「利益相反による損害の軽減」を掲げている<sup>24</sup>。言い換えれば、「独立」という属性が、取締役会の監督機関としての機能向上と、利益相反の解消・軽減に寄与するという判断であろう。

会計不正問題（エンロン、ワールドコム事件）を契機に独立性のある監査委員会、経営者の高額報酬問題（リーマン・ショック、金融危機）を契機に独立性のある報酬委員会の設置を義務付けた連邦証券法も、基本的には同様の考え方に基づいていると考えられるだろう。

なお、米国では、こうした連邦政府や取引所による規範化とは別に、現実の裁判例の影響が大きいとの指摘がある。特に、いわゆる敵対的買収防衛の局面であれば独立取締役が過半数を占める取締役会、株主代表訴訟の局面であれば独立取締役によって構成される訴訟委員会の判断を尊重する司法判断が確立したことなどが、大きな影響を及ぼしたとされている<sup>25</sup>。言い換えれば、取締役会

メンバーの経営者からの独立性が、逆説的だが、結果的に経営者を守る機能を持つことになったため、独立取締役を中心とするコーポレート・ガバナンス体制を後押ししたとみられることもできるであろう。ここでも、利益相反の観点から、「経営判断の原則」<sup>26</sup>の適用を判断する上で、「独立」という属性が重要な要素の一つとなっているということが重要なポイントであるように思われる<sup>27</sup>。

英国においては、コーポレートガバナンス・コード（The UK Corporate Governance Code、以下、UKコード）<sup>28</sup>を通じて、原則、取締役会議長と、それ以外の取締役会メンバーの少なくとも半数を独立取締役とすることが要求されている（UKコード A.3.1、B.1.2）。ただし、「独立」属性を備えた取締役が、一般に、どのような役割、機能を果たすべきかについては、必ずしも明確な指針を設けてはいない。

その代わりに、独立取締役を含む非業務執行取締役全体に対して、次のような機能を求めている<sup>29</sup>（UKコード A.4 Supporting Principles）。

非業務執行取締役は、合意された目標や目的に照らして経営のパフォーマンスを精査し、業績の報告・公表をモニターすべきである。非業務執行取締役は、財務情報が正しいものであることや、財務面の統制管理・リスク管理シス

24) NYSE Listed Company Manual 303A.01 Commentary

25) 例えば、川口（2004）pp.153-154、p.174、p.182など

26) 一般に、十分な情報を取得して、会社の最善の利益になると誠実に信じて下した判断については、結果的に会社に損害が生じたとしても、その判断の誤りに対して責任は問われずとする原則（川口（2004）p.100（注124）、ミルハウプト（2009）p.67など参照）。通常、経営者を株主代表訴訟などから防御する効果を持つ。

27) 川口（2004）p.114、pp.146-154、ミルハウプト（2009）pp.193-194など参照

28) 本稿では割愛するが、英国におけるコーポレートガバナンス・コードの制定に至るまでには、キャドバリー報告書（1992年）、グリーンベリー報告書（1995年）、ハンベル報告書（1998年）などにおける様々な議論があった。

29) 日本語訳は、東証と金融庁が共催する「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」（第1回）に参考資料2-1として提出された「英国・コーポレート・ガバナンス・コード（仮訳）」に依拠した。

<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20140807.html>

テムが強固で信頼できるものであることについて、確証を得るべきである。非業務執行取締役は、業務執行取締役 [executive directors] の報酬の適正水準を決定するとともに、業務執行取締役の任命と、必要があればその解任、更には後継者計画の策定について主要な役割を果たす責務を負う。

ここでは、経営の監視・監督、財務情報・リスク管理の監視、業務執行取締役の人事・評価などが、その主たる機能として示されている。ただ、これらの機能は、U Kコードでは、「独立」属性ではなく、より広義の「非業務執行」属性に帰せられている。

これに対して、U Kコード上、「独立」属性が問題となるのは、例えば、次のような事項である。

- ◇筆頭独立取締役 (senior independent director) (U Kコード A.4.1)
- ◇指名委員会 (nomination committee) メンバーの過半数 (同 B.2.1)
- ◇監査委員会 (audit committee) メンバー全員 (同 C.3.1)
- ◇報酬委員会 (remuneration committee) メンバー全員 (同 D.2.1)

筆頭独立取締役は、株主との窓口役などがその重要な役割とされていること (U Kコード A.4.1、E.1.1 など)、指名・監査・報酬の各委員会は、業務執行取締役との利益相反の問題が特に顕著であることが、単に「非業務執行」にとどまらない、「独立」属性が要求されていることの背景にあるよう

に思われる。

このように米国、英国の規範においては、経営に対する監視・監督や (主に経営者と株主との) 利益相反への対応が、「独立」取締役 (英国の場合は、一部、「非業務執行取締役」) の機能として予定されているように思われる。

こうした考え方は、第2節以降で見ると、わが国における独立取締役 (または社外取締役) の機能に関する議論にも影響を及ぼしているように考えられる。もっとも、米国、英国のいずれも、取締役会は、業務執行機関 (いわゆるマネジメント・ボード) ではなく、「独立」取締役が多数派を占める監督機関 (いわゆるスーパーバイザリー・ボード) であることが前提となっている。取締役会が、実質的に監督機関と業務執行機関を兼ねており、独立取締役 (または社外取締役) はメンバーのうち1名または2名程度であるわが国の監査役会設置会社においても、こうした考え方がそのまま妥当し得るのかについては、さらなる議論が必要だろう (4章参照)。

## 2. 法制審議会会社法制部会

2014年の会社法改正法の基礎となった「要綱」に向けた審議が行われた法制審議会会社法制部会においては、「社外取締役の選任の義務付け」を巡って「社外取締役の機能」についても活発な議論が行われたようだ<sup>30</sup>。その中で、例えば、経営者に対する助言機能や、取締役会の透明性向上機能など多様な機能が指摘されたが、「法律による社外取締役の選任の義務付けを正当化する理由」<sup>31</sup>になり得るものとしては、次の2点が掲げられた<sup>32</sup>。

30) 例えば、神作 (2012) pp.6-8 など参照

31) 神作 (2012) p.7

32) 法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」(平成23年12月) p.2

## ①経営全般の監督機能

(a) 取締役会における重要事実の決定に関して議決権を行使すること等を通じて経営全般を監督する機能

(b) 経営全般の評価に基づき、取締役会における経営者の選定・解職の決定に関して議決権を行使すること等を通じて経営者を監督する機能（経営評価機能）

## ②利益相反の監督機能

(a) 株式会社と経営者との利益相反を監督する機能

(b) 株式会社と経営者以外の利害関係者との間の利益相反を監督する機能

確かに、経営者に対する助言機能や、取締役会の透明性向上機能なども、社外取締役が果たし得る重要な機能ではある。しかし、これらは、取締役会における議決権を有する社外取締役でなければ、果たすことができない機能というわけではない。例えば、社外監査役にも、取締役会に出席し、発言する権利および義務はある（会社法 383 条）。極論だが、助言機能であれば、コンサルタントやアドバイザーでさえ、役割を果たすことができる。

その意味で、上記の「①経営全般の監督機能」と「②利益相反の監督機能」は、取締役会における議決権を裏付けとする社外取締役ならではの機能だということが可能だろう。

もっとも、これらの機能を、理論上、有しているということと、実際に機能を果たし得る（または、現に果たしている）ということとは別である。4章で改めて論じるが、例えば、監査役会設置会社において、社外取締役を「一人置くことが、監督機能を果たす上で、現実には、どれぐらい役に立

つか」<sup>33</sup>との指摘があることは、ある意味で当然のことだと考えられるだろう。

### 3. 経産省「コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会」

会社法改正法についての法制審議会会社法制部会での議論や、国会での審議と並行する形で、経済産業省に設置された「コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会」において、社外役員を含む非業務執行役員に期待される役割についての議論が行われた。2014年6月30日には、「社外役員を含む非業務執行役員の役割・サポート体制等に関する中間取りまとめ」（以下、「中間取りまとめ」）および「社外役員等に関するガイドライン」（以下、「社外役員等ガイドライン」）が公表されている。この「中間取りまとめ」と「社外役員等ガイドライン」のユニークな点は、ヒアリングに基づいて収集されたベスト・プラクティスをベースとしてまとめられていることである。

「中間取りまとめ」は、社外取締役の役割について、次のように類型化している。

#### ①業務執行役員の提案のネガティブチェック（「経営のモニタリング」）

① -1. 適法性（コンプライアンス）の観点からのモニタリング

① -2. 企業価値向上の観点からのモニタリング

#### ②業務執行役員の提案に対する、又は自ら提案して行うポジティブなアドバイス（「経営に対するアドバイス」）

#### ③業務執行役員の評価（指名・報酬）

33) 弥永・坂本・中村・高橋（2012）p.15

これらの社外取締役の役割について、「中間取りまとめ」は、様々な具体的事例を紹介している。その一例を示したのが図表2である。

こうしたベスト・プラクティスを踏まえて、「社外役員等ガイドライン」では、より一般的に、社外取締役に対して、次のような役割を果たすことを求めている。

「社外取締役は、経営戦略の策定、投資・M & Aの実行、企業の経営・構造改革などの業務執行の重要な事項について、社内外での知見・経験を生かし、業務執行の過程で不可避免的に生じる各種利益相反事象を含むリスクに対処し、企業価値の持続的な向上のため外部の視点から忌憚のない意見を述べる事が望ましい。」  
(5.1.2)

図表2 「中間取りまとめ」の掲げるベスト・プラクティス（一例）

社外取締役の役割		ベスト・プラクティス
①経営のモニタリング	適法性の観点からのモニタリング	(電気機器 監査役会設置会社) 「他社での執行経験のある社外取締役が、ワンマン経営をする社長のコンプライアンス上問題が生じそうな行為について、社内取締役が進言しない中、問題点を強く主張して止めさせた例。」
	企業価値向上の観点からのモニタリング	(電気機器 委員会設置会社) 「経営管理を専門とする大企業経営者出身の社外取締役は、投資案件の決定において、すでに経営会議において社内の議論を経ていたが、取締役会で外部の視点から問題点を指摘し、結果として多額の評価損を生じることになっていたはずの会社の買収を中止させることができた。」
		(情報・通信 監査役会設置会社) 「他社での執行経験のある社外取締役が、企業経営を立て直すために他社の大規模な資本参加を受け入れることを検討する際、大株主である創業家だけの利益を追い求めるのではなく、膨大な数のカスタマーや一般株主を代表していることを意識して意見を述べ、取締役会での意見を通じて、判断に踏み切れない社内取締役の意見を変えていった。」
②経営に対するアドバイス		(小売 監査役会設置会社 (注1)) 「当該社外取締役が、従来収益源であったものの大きく業績悪化していた事業部門からの撤退を意見し、実現させることで、会社の構造改革に貢献した。」
③業務執行役員の評価（指名・報酬）		(精密機器 監査役会設置会社 (注1)) 「他社での執行経験のある社外取締役が、他の社外取締役とも協働して、社長の人事に関し、社内取締役や監査役にインタビューをして客観的な視点で人物評価をし、最終的には任意の指名委員会において、社長の意向とは異なる人を社長に選任した。このように、客観的視点を持つ社外取締役が次期社長を選任したことで、社長人事を巡る社内の紛争を防ぐことができた。」

(注1) 監査役会設置会社だが、社外取締役2名以上、かつ任意の指名・報酬委員会設置

(注2) 上記の図表では、最終的な結果のみを紹介しているが、実際には背景や考え方も詳細に説明されている。「中間取りまとめ」pp.17-27 参照

(出所) 経済産業省コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会「社外役員を含む非業務執行役員の役割・サポート体制等に関する中間取りまとめ」を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

「社外取締役は、役員の選任・選定過程、報酬の決定過程において、人事・報酬の決定が役員評価の重要な手段であることを考慮し、忌憚のない意見を述べることを望ましい。」(5.1.3)

(注) 上記のほか、非業務執行役員の一員として「取締役会に上程される事項に限らず、自らが知り得た情報の中に、違法性を疑わせる事情があれば、監査役を含む他の非業務執行役員等と連携して、調査し、取締役会で意見を述べること等により、違法又は著しく不当な業務執行を防止すべきである」(5.1.1) とされている。

「中間取りまとめ」および「社外役員等ガイドライン」が示す社外取締役の機能・役割は、現場の実例に基づくものだけに、強い説得力を有している。もちろん、図表2で示したのは、「中間取りまとめ」が紹介するベスト・プラクティスの中でも、特にドラスティックなものではある。それでも、ワンマン社長の暴走を身をていして止める、創業家などとのしがらみで判断に踏み切れない社内取締役を説得する、業績悪化した事業部門から撤退させる、社長の意向とは異なる後継者を選定するなどの活動が、現実になされていることは注目に値する。現行の限られた権限の範囲でも、不祥事の防止や、企業価値の向上のために、これだけのことができるという事実が示されたことの意義は大きいと考えられる。筆者としても、これらの社外取締役の諸氏の活躍に、心からの賞賛を惜しむものではない。

しかし、全ての社外取締役について、こうした活躍を常に成し遂げることを求めるとすれば、社外取締役の人材不足が一層深刻となってしまうことは容易に想像がつく。

社外取締役（独立取締役）は「超人」ではない。

社外取締役（独立取締役）を、上場会社（東証第一部のみで約 1,800 社存在する）における標準的な装置とするのであれば、「超人」でなくとも、一定の知識、経験、良識、情熱を持つ人物でさえあれば、十分に期待に応えられるような機能、役割をもつ機関として位置づけ、そのための環境を整備する必要があると考えられる。

## 4章 会社法と市場ルールの変遷としての「独立」取締役の役割

### 1. 誰が監督機能を担うべきか ～株主総会の限界～

組織の在り方を考えたとき、その組織における意思決定の迅速化や、環境変化への機動的な対応などの観点から、特定の者に権力を集中させる組織設計が合理的な場合がある。ただし、この場合、権力の集中に見合うだけの監督機能の整備も必要となる。

これを株式会社という組織に当てはめて考えた場合、経営者への十分な権限委任を進めると同時に、経営者に対する十分な監督機能を担うことができる機関を整備するということになるだろう。英米を中心に国際的に一般化しつつあるのは、この考え方に沿って、取締役会を（唯一ではないかもしれないが）中核的な監督機関として位置づけるモデルだと考えられる。経営と監督の分離や独立性などの問題も、権力者としての経営者と監督機関としての取締役会の良い意味での緊張関係を維持するための仕組みと理解することが可能である。

一方、わが国の監査役会設置会社の考え方は、こうした流れとは一線を画したものとなってい



る。監督機能のうち、経営の適法性の監督（経営者の不正を防止・摘発）に関しては、監査役会が受け持っていることは明らかである<sup>34</sup>。それでは、監督機能のうち、経営の妥当性の監督（例えば、経営者の資質や成績を評価し、必要があれば交代させる、重要な経営判断について承認を与えるなど）については、どこが受け持っているのか？

一見すると、「代表取締役の選定及び解職」権限を有している以上（会社法 362 条）、取締役会が、経営の妥当性の監督機能を担うことを期待されているようにも見える。しかし、同時に、会社法上、取締役が「業務を執行する」との規定もあることから（会社法 348 条）、取締役会について、経営者（代表取締役）を中心とする業務執行機関と捉えることも可能であり、事実、そのように理解されることが多かった<sup>35</sup>。

こうした現実に対して、会社法は、いわゆる企業不祥事を踏まえた監査役会の監査機能強化には熱心に取り組む一方、取締役会の監督機能強化、具体的には経営者の評価や人事に係わる権限を十分に行使できる環境の整備には必ずしも熱心とは言えなかった<sup>36</sup>。筆者は、その理由は「強力な株主総会」を背景とする「株主総会中心主義」にあると考えている。

経営者やその業務執行の不正に目を光らせる組織としては、常設、専門の機関が必要だと考えられる。なぜならば、そのような不正は、その性質上、いつ何時、監視の目をかいくぐって行われる

か分からないからである。しかし、例えば、経営者の資質や成績を評価し、必要があれば交代させるなど経営全般の評価・監督機能を担う組織については、必ずしも常設の機関である必要はない。

これをわが国の監査役会設置会社に当てはめれば、不正監視の機能については、各監査役が単独でその権限を行使できる独任制を採用し、業務・財産等の調査権（会社法 381 条 2、3 項など）や取締役の違法行為等の差止請求権（同 385 条）などの権限を有し、しかも常勤者が必置である（同 390 条 3 項）監査役会が設けられている。その一方、経営者の人事・評価などの機能については、原則、過半数の賛成があれば、取締役を正当な理由がなくても解任できる（同 339 条）などの強力な権限を有する株主総会が存在する以上、最終的には、株主自らが株主総会を通じて、その権限を行使すれば済むだけの話である。無理に、取締役会に、その役割を担わせる必要はないということになる。

こうした考え方は、非上場の閉鎖会社を前提とする限り、確かに整合性のあるものだといえるだろう<sup>37</sup>。しかし、組織が巨大化、複雑化した一方、株主は分散化、流動化した上場会社においても、この考え方が妥当するとは、筆者には思われない。

本来、株主総会は、株主によって構成される会議体である<sup>38</sup>。しかし、上場会社においては、その株主数は、何千、何万にも及ぶことがある。これほど多くの者を構成員とする機関が、十分に、

34) もちろん、過去の企業不祥事の事例を見ても分かるように、これが十分に機能しているか否かは別問題である。

35) 江頭（2011）p.358、落合（2010）pp.120-121 など参照

36) その意味で、取締役会の監督機能を正面から論じた 2014 年の会社法改正法は、画期的なものであったと評することも可能だろう。

37) なお、株主自ら会社に常駐可能であり、かつ、会社の規模が（株主個人が把握可能な程度に）小さければ、監査役すら不要との考え方も成り立つかもしれない。事実、会社法も、（会社法上の）非大会社かつ非公開会社については、監査役を設置しないモデルも選択可能としている（会社法 327 条、328 条参照）。

38) 久保利・中西（2010）p.123

会議体として機能するとは考えにくい。上場会社の株主総会の場合、構成員である株主が、議論を通じて意思決定するという形になじまない。経営者が用意した議案に賛成、反対の二者択一の意味表示を行う以上の機能を果たすことは、現実には困難である。

また、今日、多くの上場会社において、その業務内容、組織構造などは、複雑化、専門化、国際化が高度に進んでいる。こうした複雑な企業の経営問題を、企業経営に関する知見を有さない一般の株主が、せいぜい1時間程度の会議で全て理解できるとは考えにくい。だとすれば、その業務のプロである経営者が用意した議案に賛成、反対の二者択一の意味表示を求められても、多くの一般株主にとっては、よほどの事情のない限り、自信をもって反対の意思表示を行うことは困難であろう。

加えて、日々、株主が入れ替わる上場会社において、たまたまある時点（基準日）で株式を保有していた者による会議体による意思決定に、どのような意味を認めるべきか、という問題も指摘できる。そもそも、ある時点でその会社の株式を保有していたとしても、零細株主にとっては、その会社の経営に関心を持つとは限らない。むしろ、株主総会を通じた企業経営には積極的に関与しないことの方が合理的だといえる場合さえ、あり得るだろう<sup>39</sup>。他方、日々、株式市場で売買が行われている上場会社の株主総会における意思決定は、株主総会に参加した株主だけではなく、基準日後に株式を取得した株主や、これから株式を取得しようという潜在株主にとっても大きな影響が及ぶ可能性がある。その意味では、市場ルールの

観点からは、ある時点における株主の意思よりも、潜在株主を含めた「投資者」または「市場」の意思が反映されることが重要だと考え方も成り立ち得る。

このように考えれば、監査役会設置会社において経営全般の評価・監督機能を誰が担うべきかという議論は、極論すれば、「最後は株主総会が決めればいい」という会社法の立場と、「株主総会における意思決定が、必ずしも有効・適切に機能しない」という市場ルールの立場との「交錯」の問題ともいえるだろう<sup>40</sup>。

## 2. 監督機関としての取締役会における「独立」取締役の役割

株主総会が法律上は有しながらも、現実には十分に発揮できない機能があり、それが市場ルールの観点から重要な問題を顕在化させているのであれば、その機能を現実に担い得る機関に委ねるとするのが、一つの解決策である。その際、機能を委ねる先は「取締役会」というのが、会社法との整合性が最も取りやすいだろう。

仮に、「取締役会」が、株主総会に代わって、経営全般の評価・監督機能の中核を担い、経営者の資質や成績の評価や、利益相反への対応という役割を果たすのであれば、自分が自分を評価・監督するという矛盾を回避する上で、監督機能と執行機能を分離することが望ましい。委員会設置会社（会社法改正法の下では指名委員会等設置会社）制度や、会社法改正法で新設される監査等委員会設置会社制度も、基本的に、こうした考え方を踏まえて導入されたものと考えられる。監査役会設置会社についても、監督機能と執行機能の分離を

39) 落合（2010）pp.137-139 など参照

40) 江頭（2011）pp.289-290、上村（2002）pp.187-195 など参照

進め、取締役会の決議事項を監督機能に即したものに絞り込み、「社外」取締役を含む非業務執行取締役が合議体（取締役会）の意思決定を左右できるだけの数をそろえることで、同様の効果を上げることが期待できるだろう。

ここで取締役会における意思決定を左右する（「社外」取締役を含む）非業務執行取締役としてふさわしい者（属性）に関しては、様々な議論が考えられる<sup>41</sup>。ただ、潜在株主も含めた「投資者」または「市場」の意思を反映するという観点からは、「投資者」「市場」に対する信任を担うべき者が、取締役会において、その決定を左右し得るだけの重要なウェートを占める（≒キャスティングボートを握る）ことが望ましい。取引所規則など市場ルールを根拠とする「独立」取締役であれば、その役割を担うことについて、適性・合理性があるといえるだろう<sup>42</sup>。

なお、株主総会の機能を監督機関としての取締役会に委ねる方法としては、①法律上の株主総会（または株主）の権限は維持したまま、実質判断を行う場を取締役会とする方法と、②一定の要件（例えば、監督と経営の明確な分離、持合いの解消など）の下、法律上も、定款変更などを通じて取締役会に授権できるものとする方法が考えられる。

①の場合、実質判断の法的安定性をどのように図るか（例えば、形式的には株主総会での議案の承認などが必要となり得る）といった問題が考え

られる。特に、形式的とはいえ、最終的な権限を形骸化した株主総会が保有している限り、いわゆる安定株主工作や持合い・政策保有を通じた経営者による実質的な株主総会のコントロールの動機づけになるという問題を、完全に解決することにはならないとの批判が考えられる。

②の場合は、会社法改正、いわゆる「公開会社法」に向けた大規模な議論が必要となる。そのほか、そもそも株主権を縮小することに対する抵抗感も強いものと考えられる。

### 3. 監督と経営が未分離な取締役会における少数派「独立」取締役の役割

委員会設置会社や監査等委員会設置会社と比較して、監査役会設置会社の場合、業務執行取締役に委任できる取締役会の権限の範囲が狭く、十分に監督と執行を分離することが難しいとの指摘がある<sup>43</sup>。

その意味では、監査役会設置会社を前提にすれば、業務執行部門を兼ねる取締役会のメンバーに、多数の「独立」取締役が加わることは、あまり現実的とはいえない以上、「独立」取締役が（選任されるとしても）取締役会の少数派にとどまるという状況が、当面は、継続する可能性が高いだろう。

このような場合には、合議体の意思決定を左右するだけの「数」が存在する「独立」属性を有する構成員を説得できたことをもって、業務執行担当者の説明責任（アカウンタビリティ）が果たさ

41) 例えば、経営が失敗した場合に大きな影響を受けるオーナーや、現経営陣に対する「御意見番」としての機能を果たし得る大物OBを掲げる論者もいる。ただ、（一般）「投資者」「市場」との関係という観点からみると、オーナーは、少数株主との利益相反問題が生じる可能性が否定できない。大物OBの場合、過去の経営判断が問題となるケースなどでは、適切な監督機能を発揮するインセンティブが働きにくい（むしろ、ディスインセンティブとなりかねない）。

42) この結論は、一見、米国・英国における議論とも平行に映るが、結論に至るプロセスは異なっていることには留意する必要がある。

43) こうした観点から、会社法改正法で創設される監査等委員会設置会社のメリットを論じるものとして、武井（2013）p.353 など参照

れたと判断するという説明は、残念ながら、妥当しない。

それでは、例えば、「独立」取締役が1～2名しか存在せず、しかも取締役会における議決権行使や意見表明しか権限を有しない場合、どのような役割が「独立」取締役に期待できるだろうか？

もちろん、3章3節でみたように、限られた人数、限られた権限の中でも、大きな活躍をしている者も、実際には存在している。しかし、会社法(369条)の原則である多数決主義を前提とする限り、少数派の「独立」取締役に、多数派の業務執行取締役を相手に回して、(潜在株主を含めた)「投資者」・「市場」に代わって経営者を監督・コントロールするように求めることは、現実的には、困難である。「独立」取締役は「超人」ではないのである<sup>44</sup>。

しかし、「超人」ではない「独立」取締役であっても、経営者や取締役会の他のメンバーに対して、「投資者」・「市場」に意識を向けさせる努力をすることなどは可能だと思われる。取締役会議事録に異議をとどめること(会社法369条5項参照)や、任期途中で自らの意思で辞任すること<sup>45,46</sup>が可能である以上、「独立」取締役の発言自体に、一定の牽制効果があるとも考えられる。加えて、経営者や取締役会の他のメンバーが、招聘した「独

立」取締役に対して敬意をもって、その意見を傾聴する姿勢を示すのであれば、少数派の「独立」取締役であっても、その影響力を発揮する機会、ある程度、持ち得ると考えられる。

以上の議論を踏まえて、監査役会設置会社の「独立」取締役がその期待される役割を果たしやすくするためには、制度面からも、その活動をサポートすることが望まれるだろう。その中でも、筆者は、特に、「独立」取締役への情報提供・アクセスと、「独立」取締役の活動の情報開示を挙げたい。

前者は、「独立」取締役が適切な判断を行う上で必要な情報の提供・アクセスを確保することである。このことは、「独立」取締役が取締役会の多数派を占める場合でも当てはまるが(cf. エンロン事件など)、「独立」取締役が少数派である場合、そもそも「独立」取締役単独では情報を収集することすらできないため、とりわけ問題となる。

少なくとも会社法(会社法改正法も含めて)は、「独立」取締役に十分な情報アクセスを提供・担保するという点では、明らかに手当不足である。その意味で、コーポレートガバナンス・コードなどを通じた対応で、これを補うことが不可欠な分野であると考えられる。具体的には、監査役(社外監査役を含む)との情報交換、情報アクセスのための体制、内部監査・内部統制・内部通報制度

44) 他方、仮に、実務上、実質的な全員一致主義が採用されている会社であれば、1人でも「独立」取締役が加われば、理論上、取締役会の意思決定プロセスが大きな影響を受ける可能性がある。もっとも、この場合、次のような問題点にも留意する必要があるだろう。

◇全員一致主義は、逆に「独立」取締役の行動を委縮させる可能性がある(「詳しい事情を知らない自分が反対したら案件そのものがつぶれてしまう」というプレッシャー)

◇(義務ではなく)慣行にすぎない全員一致主義を、平時のみならず有事(例えば、買収防衛策の発動など)においても貫くことができるか？

◇全員一致主義そのもののデメリット(全員一致主義は、現状維持に傾きやすい)

45) 江頭(2011) p.370 参照。なお、その「独立」取締役が唯一の「社外」取締役であった場合、辞任が「社外取締役を置くことが相当でない理由」の説明義務・開示義務のトリガーとなり得る。

46) 「独立」取締役が辞任した場合、「コーポレート・ガバナンス報告書」や「独立役員届出書」を通じた情報開示は行われるものの、適時開示義務は明示的には課されていないようだ(東証有価証券上場規程402条など参照)。一般投資者、市場にとって「独立」取締役の存在が重要であるという前提に立つのであれば、「独立」取締役の異動およびその理由などを適時開示義務の対象とすることも検討に値するようと思われる。

との連携などについてベスト・プラクティスを確立することが求められるだろう。特に、後述する「独立」取締役の活動内容に関する情報開示の拡充と併せて考えれば、その必要性はさらに高まるものと考えられる。

後者については、市場ルールとして「独立」取締役の設置を定める以上、その活動内容が「投資者」・「市場」から「見える」ようにすることが求められよう。

現在でも、例えば、社外取締役の活動内容については、事業報告などを通じて、「取締役会の出席率」や「〇〇としての見地から発言を行っております」といった開示は行われている。しかし、このレベルの開示では、「独立」取締役の活動が、「投資者」・「市場」から「見える」とはとてもいえない。

もちろん、企業秘密にかかわる事項も含まれ得る取締役会での発言内容をそのまま開示させることは非現実的である。しかし、もう少し具体的な活動内容、例えば、監査役とのミーティング・意見交換、「独立」取締役のみのミーティング、必要な情報を収集・提供する体制、株主との対話機会への参加などを開示するベスト・プラクティスを構築することは可能ではないかと考えられる。また、定量情報に関して、（取締役会への出席率ではなく）どれだけの時間を「独立」取締役としての活動に充てているかについて開示を求めることも、検討に値するのではないと思われる。

また、私見だが、「一般株主の利益にも適切に配慮した意思決定」という役割を期待されている点からすれば、重要な案件、特に、経営者と一般投資者・株主の利益が相反する案件についての意

見を、「独立」取締役が自分の言葉で表明する機会を確保することも、理念的には、望ましいことだと思われる。

もっとも、「独立」取締役に対して、会社の意思決定について、常に、意見表明を義務付けることは現実的ではなく、仮に、実施しても、結果的に「独立」取締役の委縮（なり手がなくなる、内容の乏しいひな型開示しかなされないなど）を招く危険性を否定できない。

そこで、例えば、「独立」取締役が望むのであれば、「意見を表明できる」といったソフト・ローに基づく任意開示事項とすることが一案として考えられる。つまり、「独立」取締役が、会社の意思決定に対して、「反対」あるいは「条件付き賛成」の場合に、その意見や条件（「与えられた情報の範囲で判断する限り」「適正に運用される限り」「一般株主の利益に配慮した運用を求める」）などを表明できるツールとして整備するのである<sup>47</sup>。これであれば、「独立」取締役にとってリスクヘッジが可能となり、また、経営者に対する牽制ともなり得る仕組みとして、検討の余地があるのではないと思われる。

47) なお、会社の意思決定についての意見表明として、今日でも、買収防衛策の導入・継続に関する適時開示において、監査役の意見を記述している事例が確認できる。

## 【参考文献】

- ・岩原紳作（2012）『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説 [I]（『商事法務』No.1975（2012年9月5日号）pp.4-18）
- ・上村達男（2002）『会社法改革—公開株式会社法の構想』（2002年、岩波書店）
- ・江頭憲治郎（2011）『株式会社法 第4版』（2011年、有斐閣）
- ・落合誠一（2010）『会社法要説』（2010年、有斐閣）
- ・川口幸美（2004）『社外取締役とコーポレート・ガバナンス』（2004年、弘文堂）
- ・神作裕之（2012）「法制審議会会社法制部会での議論の経緯と中間試案の内容」（『商事法務』No.1961（2012年3月25日号）pp.4-9）
- ・神田秀樹（2012）『会社法 [第14版]』（2012年、弘文堂）
- ・神田秀樹監修、東京証券取引所編著（2012）『ハンドブック独立役員の実務』（2012年、商事法務）
- ・久保利英明・中西敏和（2010）『新しい株主総会のすべて 改訂2版』（2010年、商事法務）
- ・武井一浩（2013）「監査等委員会設置会社と今後のガバナンス法制上の課題」（神作裕之責任編集『企業法制の将来展望 2014年度版』（2013年、財経詳報社）pp.335-371所収）
- ・東京証券取引所上場部（2010）『最新 東証の上場制度整備の解説』（2010年、商事法務）
- ・東京証券取引所上場部（2014）『会社情報適時開示ガイドブック（2014年6月版）』（2014年、東京証券取引所）
- ・カーティス・J・ミルハウプト編（2009）『米国会社法』（2009年、有斐閣）
- ・弥永真生・坂本三郎・中村直人・高橋均（2012）「会社法制の見直しに関する中間試案をめぐって [上]」（『商事法務』No.1954（2012年1月5・15日合併号）pp.8-29）
- ・『日本再興戦略』改訂 2014—未来への挑戦—（平成26年6月24日）  
<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf>
- ・自由民主党日本経済再生本部「日本再生ビジョン」（平成26年5月23日）  
<https://www.jimin.jp/news/policy/125096.html>
- ・東京証券取引所「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」（2009年12月22日改定版）  
<http://www.tse.or.jp/rules/cg/principles/index.html>
- ・法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」（平成23年12月）  
<http://www.moj.go.jp/content/000082648.pdf>
- ・法務省法制審議会「会社法制の見直しに関する要綱」（平成24年9月7日）  
<http://www.moj.go.jp/content/000102013.pdf>
- ・経済産業省コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会「社外役員を含む非業務執行役員の役割・サポート体制等に関する中間取りまとめ」（平成26年6月30日）  
<http://www.meti.go.jp/press/2014/06/20140630002/20140630002A.pdf>
- ・経済産業省コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会「社外役員等に関するガイドライン」（平成26年6月30日）  
<http://www.meti.go.jp/press/2014/06/20140630002/20140630002B.pdf>

[著者]

横山 淳（よこやま じゅん）



金融調査部  
主任研究員  
担当は、金融商品取引法、会社法、  
取引所規則、金融制度