上場会社のコーポレート・ガバナンスの強化

ー 2009 年の東証上場会社の独立役員確保に関する議論ー

濱田 眞樹人（ハリー・ウィンストン・ジャパン株式会社）

Ⅰ．はじめに

Berle と Means（1932）の『The Modern Corporation and Private Property（近代株式会社と私有財産）』による、米国における上場企業の所有と経営の分離（Separation of Ownership from Control）の実証研究では、経営者（Management）を、「法律上、会社の事業、並びに、資産に関する支配を行使する諸義務を正式に引き受けた人々の一団」と定義したうえで「一般に、アメリカの法律制度のもとでは、経営者は、取締役会、及び、会社の高級役員からなっている。」と記述していた[1]。しかしながら、現代の米国では「経営者」とは専ら執行役（Officers）を意味しており、取締役（Directors）と区別をしている。特に 21 世紀初頭のエンロンやワールドコムの財務諸表不正事件をきっかけとした証券取引法の大改正であった 2002 年企業改革法[2] では、その条文において、経営者と取締役の区別と、経営者から独立した取締役による経営者への牽制の要求をはっきりと見ることができる。Berle と Means 以来議論されてきた、経営者支配の行き過ぎや富の奪い合いを防ぎ、経営者が株主の利益である株主価値の最大化を追求するための制度設計を行うこと、つまりプリンシパルたる投資家はどのように企業を統治するのかがコーポレート・ガバナンスの議論である[3]。経営者支配が行き過ぎ、取締役の人事や自らの報酬の決定を自らの裁量で行える企業は、コーポレート・ガバナンスが機能不全となった状態にある。経営者の独善を許さず、株主の価値を守るのが、このコーポレート・ガバナンスと証券市場の諸制度である。

上場会社は、一般の投資家を保護するために定められた証券取引法の規則に従う義務を負う。経営者は、株主が提供する資本を経営資源として使用する権限を持つが、その権限を正当に行使するために説明責任を負う。証券市場に上場することを “Go Public”、上場している会社を “Public Companies[4]” と呼ぶのは、証券市場が一般大衆（Public[5]）から広く投資を集める制度だからであり、その制度はディスクロージャーの制度基盤の上に、そして、財務報告の不正を許さない仕組みのうえに成り立っているのである。

2009 年は日本企業のコーポレート・ガバナンス強化の議論に関して大きな転換点となった年である。同年に行われた様々な議論を経て、東京証券取引所は当初の経済界の逡巡を押し切り、上場会社が 2010 年 3 月 1 日以後に終了する事業年度に係る定時株主総会の翌日から独立役員を 1 名以上確保しなければならないと定めた。この独立役員とは、一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役を指すのである。

本稿は、2009 年の日本における上場会社の独立役員確保に関する議論、そしてその端緒となった米国政府による改革要望書を再訪すること

により、日本企業のコーポレート・ガバナンス強化に関する動きをレビューするものである。

Ⅱ．2009 年の独立役員確保議論の変化

日本企業のコーポレート・ガバナンスの強化に関する議論は、バブル経済の崩壊後の企業の業績低迷、企業不祥事の顕在化、情報や市場のグローバリゼーションなどにより、戦後の高度成長の基盤となった日本的コーポレート・ガバナンス[6]に疑問符がつけられるようになった 1990 年代の中旬から強まった[7]。1994 年 10 月には日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム[8]が発足し、1998 年に取締役会改革の提言を含めた「コーポレート・ガバナンス原則－新しい日本型企業統治を考える（最終報告）」を発表した。これ以後も日本のコーポレート・ガバナンスの原則を見直す議論は続いてきた。1997 年にソニー株式会社が経営の監督と執行の分離を目的とした執行役員制を導入し、2003 年には商法改正により委員会設置会社の選択が可能になった。日本企業のコーポレート・ガバナンスを強化する議論は経済界や学界に高まったが、そこで必ず議論されてきた独立した社外役員によるガバナンスが主流になったとは言えない。

2009 年は、表 1 の様に、日本の上場会社のコーポレート・ガバナンスの強化に関して、特に執行を監視する独立性を持った役員の確保に関して様々な議論が展開された。

1．1 月の東京証券取引所の議論

2009 年 1 月の株式会社東京証券取引所による「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2009」は、会社の組織形態によって業務執行の意思決定プロセス、監督や監査などが異なるの

図表 1　2009 年の独立役員確保の議論

1 月	株式会社東京証券取引所
	「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2009」
3 月	社団法人日本監査役協会 コーポレート・ガバナンスに関する有識者懇談会
	「上場会社に関するコーポレート・ガバナンスの諸課題について」
4 月	社団法人日本経済団体連合会
	「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして（主要論点の中間整理）」
6 月	金融庁 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
	「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」
6 月	経済産業省 企業統治研究会
	「企業統治研究会報告書」
9 月	株式会社東京証券取引所
	「上場制度整備の実行計画 2009」
10 月	株式会社東京証券取引所
	「上場制度整備の実行計画 2009（速やかに実施する事項）」に基づく上場制度の整備等について」
12 月	株式会社東京証券取引所
	「上場制度整備の実行計画 2009（速やかに実施する事項）」に基づく業務規定等の一部改正について」
12 月	株式会社東京証券取引所
	「上場制度整備の実行計画 2009（速やかに実施する事項）」に基づく上場制度の整備等に伴う実務上の取扱い等について」
12 月	株式会社東京証券取引所
	「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」

出所：筆者作成

で、コーポレート・ガバナンスの状況確認は有用な投資判断材料になると前置きしたうえで、東証上場会社の現状分析を行っている。

2003 年の 4 月 1 日より施行された商法改正により、日本の会社法では委員会等設置会社と監査役設置会社のいずれかが選択できるようになった。改正によって、メンバーの過半数を社外取締役とする指名委員会、監査委員会、及び報酬委員会の 3 委員会と、業務執行を担当する執行役を置き、監査役を置かないという米国型の機関制度である委員会等設置会社制度が創設された。しかしながら、表 2 のように 2010 年 1 月 31 日現在の東京証券取引所の上場会社 2,328 社のうち委員会等設置会社を選択しているのは 62 社にすぎず、いまだに監査役設置会社が主流であることが分かる。また、2009 年に委員会等設置会社の採用社数は増加していない。

図表 2　東証上場会社における委員会等設置会社

東京証券取引所上場会社数		内 委員会等設置会社数
第一部	1,694 社	53 社
第二部	449 社	5 社
マザーズ	185 社	4 社
合計	2,328 社	62 社

平成22年1月31日現在

出所：日本監査役協会平成 22 年 2 月「委員会設置会社リスト」に基づき筆者作成

つまり、2009 年の独立役員確保の議論は、東証上場会社の大多数をしめる監査役設置会社を主眼に置いた議論である。

白書は、2008 年 8 月 21 日現在の東証上場会社の監査役設置会社 2,323 社の内 44.1％が自発的に社外取締役を選任しており 2007 白書での調査時より 3.3 ポイント増加したこと、また、監査役設置会社 1 社あたりの社外取締役は 0.78 人であり、2007 白書での調査より 0.06 人増加したことを示している。

会社法第 2 条第 15 号は社外取締役を「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」と定義している。しかしながら、この定義は「親会社出身の取締役」を除いていない。日本には、米国に見られない親会社と子会社の両方が上場するという状況が存在するために、コーポレート・ガバナンスの観点からは、上場会社である子会社の事業経営に親会社の意向が反映されるとすれば、子会社の少数株主保護が確保できないのではないかという問題を残している。白書は、監査役設置会社の社外取締役の 10.2％が親会社出身であり、親会社を有する上場会社 299 社のみではその社外取締役の 67.5％が、つまり 3 分の 2 以上が親会社出身者であり、2007 白書の調査より 1.8 ポイント増加したことも示した。

監査役設置会社では、社外取締役を選任していない場合には、現状の体制を採用している理由を記載することが求められている。その記載内容には、社外監査役を中心とした監査役（会）や取締役相互の牽制、アドバイザリー・ボード[9]等によるガバナンスで十分に機能しているというものが多数である。

監査役設置会社における監査役は、株主総会で選任され、取締役の職務の執行に対して業務監査と会計監査を行う。監査役と会社とは委任契約であり善管注意義務を負い、任期は 4 年、報酬は定款または株主総会決議で決定される。業

務監査は、取締役の職務の執行が法令・定款を遵守して行われているかどうかを監査することで、一般に適法性監査と呼ばれている。会計監査は、計算書類およびその附属明細書を監査することであるが、証券取引法上の監査とは異なり、定時株主総会に計算書類が提出される前に行われ、株主総会の招集通知時に、会計監査と業務監査の結果が記載される監査役会の監査報告が提供される事前監査であるという点に特徴がある。

会社法では監査役会を設置する場合には、監査役を3名以上選任し、その半数以上は社外監査役であることを要求している。しかしながら、監査役会の設置は大会社以外[10]には任意であり、東証も上場の要件とはしていない。白書は、2008年の監査役設置会社における社外監査役の平均人数が2.52人であり前年より0.06人増加し、内2.07人が一定の独立性を有する社外監査役であることを示した。

2009年1月の東証の白書による上場会社のコーポレート・ガバナンス体制の状況分析を整理すると、

①東証上場会社の大多数は、委員会の過半数を社外取締役としなければならない委員会設置会社ではなく、監査役設置会社である。

②監査役設置会社の半数弱が社外取締役を選任している。

③社外取締役を選任していない上場会社でも多くが社外監査役を選任している。

④親会社を有する上場会社では、社外取締役、社外監査役ともに親会社出身者であることが多い。

という状況を示していた。

2. 3月の日本監査役協会の報告

2009年3月に社団法人日本監査役協会のコーポレート・ガバナンスに関する有識者懇談会は、報告書「上場会社に関するコーポレート・ガバナンス上の諸課題について」を発表した。懇談会は、企業実務に立脚し、国際的な信認にも耐え得る仕組みや制度の構築を目指すとしたうえで、企業実務家、法曹専門家、公認会計士、市場関係者と学術専門家の有識者と関係諸官庁からのオブザーバーによる実践的検討をおこなったとしている。報告書は、我が国の企業に対する市場参加者の信頼喪失と資本市場の地盤沈下が経済の健全な発展を揺るがしかねないとしながら、日本のコーポレート・ガバナンスに関して、監査役設置会社と委員会設置会社という経営管理機構の基本構造、社外取締役や社外監査役などの社外役員の役割や独立性、そして監査役会機能の実効性を問題点としてあげた。

報告書は、国内外の機関投資家や議決権行使助言機関[11]が社外取締役の選任を強く推奨していること、少数株主保護の観点から親会社から子会社に派遣される社外役員の独立性要件などの論点を提示しているが、この報告書時点では改善や解決の方向性を示すまでには至っていなかった。

3. 4月の経団連の提言

社団法人日本経済団体連合会は、2009年4月の「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして（主要論点の中間整理）」における提言の背景を「近年、欧米政府や機関投資家から日本企業のコーポレート・ガバナンス制度の見直しを求める要求が出されている」と始めて、日本企業がコーポレート・ガバナンスの改善・強化に取り組んでいる現状を説明し、対外的に理解を求めて、

我が国の企業や資本市場に対する信頼性の向上につなげたいと論述している。

経団連提言では「会社法は大企業に対して委員会設置会社と監査役会設置会社の二つの機関設計を用意しており、これらの間に優劣はなく、監督と執行の分離という観点から、制度的には両者は等値的なものとして設計されている」としている。わが国の上場会社の大部分を占める監査役会設置会社においては取締役会が業務の執行と執行に対する監督の両方を担っているとして、社外監査役を半数以上含む監査役会が執行に対して二段構えのモニタリング機能を持ち、監査役が業務執行を行わない会社役員であるという点で、社外取締役以上に経営からの独立性が高く、欧米諸国企業における執行に対するモニタリング機能に勝るとも劣らぬ仕組みであると主張した。

経団連提言は、2008 年の米国政府からの規制改革要望書が親会社や取引先の役員・従業員を社外取締役や社外監査役から除外する「独立性」要件への改定を要望していることに触れているが、この時点では、当該会社について知識や経験を持つ関係者（取引先等）が排除されてしまうおそれがあり、かえって十分なガバナンス上の機能を果たしえないとの主張をしていた。

4. 6 月の金融審議会スタディグループ報告

金融庁長官の諮問機関で、金融制度及び証券取引制度の改善に関して審議する金融審議会の我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループは、報告書「上場会社の等のコーポレート・ガバナンスの強化にむけて」を 2009 年 6 月に公表した。報告書はその書き出しにおいて、従来のメインバンクを中心とするガバナンス構造から市場による規律付けの重要性の高まりという金融システムの転換に言及し、我が国のコーポレート・ガバナンスについて内外の投資家等から強い懸念が示されており、日本株の市場評価を下げていると論述している。

報告書は、市場における資金調達等をめぐる問題のひとつとして子会社上場をあげている。親会社が存在する企業の上場に関しては、親会社と上場子会社の少数株主の間には潜在的な利益相反関係の発生や、上場子会社の株主保護が親会社による上場子会社の経営の支配等を通じて十分に図られない可能性をあげている。子会社上場を認めていくのであれば、少数株主の利益を十分に考慮することのできる社外取締役及び監査役の選任を求めるなどの、利益相反関係が適切に管理され、親会社による権限濫用が適切に防止されるような実効性のあるルールの整備が必要であることを提言した。

また、ガバナンス機構をめぐる問題として、取締役会のあり方について、委員会設置会社は取締役会の監督機能強化という観点から、内外の投資家に分かりやすいコーポレート・ガバナンスの枠組みであるとしながらも、現状での採用社数の少なさをあげ、近い将来に委員会設置会社を選択することが多くの上場会社にとって現実的とは考えにくいと論述している。そして、現状で大多数を占める監査役設置会社において、「内外の投資家等からは、取締役会の例えば 3 分の 1 ないし 2 分の 1 を（独立）社外取締役とすべきであるとの意見が寄せられている」として、監督機能の強化の観点から社外取締役の有効性を強調しながらも、会社法等で大会社や上場会社に設置が義務付けられている監査役会との重複にも言及している。そして、社外取締役と監査役会の組み合わせも先進的な取り組みの例であるとしながら、改善にむけての努力の余地があると結論した。

5. 6月の経済産業省の報告書

経済産業省の経済産業政策局長の研究会である企業統治研究会の2009年6月の「企業統治研究会報告書」では、上場企業の統治機構について、株式市場に国境がない以上、国際的な納得可能性は大切であるとして、取締役・監査役の独立性、「社外性」要件を「独立性」要件に置き換えるべきかついて審議を行った[12]。

「独立性」要件については当該企業及び子会社のCEO等でないことに加えて、①親会社のCEO等でないこと、②重要な取引先のCEO等でないこと、③親族が当該企業のCEO等ではないことに、過去3年から5年の期間抵触しないなど、具体的な審議が行われた。

報告書は、企業統治の「実効性」の確保と、市場で株式を売買する一般株主の利益と衝突しない「独立性」の確保の両面の要請を認識しての決定が必要としながら、「最低限、一般株主保護のため、一般株主との利益相反の生じるおそれのない「独立」な役員が存在することを前提とする」ことを結論とした。しかしながら、「社外性」に多様性を認め、一律に社外性要件を独立性要件に置き換えることは行わず、個々の上場企業の対応については当該企業が株主との対話の中で合意形成できるように開示の充実を求めるとした。この報告書の段階では、監査役設置会社において社外取締役の設置を例外なく義務付けることについては慎重な検討が必要という立場をとったのである。

6. 9月以降の東証の整備実行計画書

株式会社東京証券取引所は、2009年9月に「上場制度整備の実行計画2009」において、6月の金融庁と経済産業省の報告書に言及しながら、上場会社のコーポレート・ガバナンス向上に向けた環境整備が最重点課題であることを強調し、2009年度の実行計画のひとつに「独立役員の選任」をあげた。そして、その「速やかに実施する事項」として、上場会社に対し、一般株主保護のため、一般株主と利益相反の生じるおそれのない独立役員が存在することを求めた。

そして10月には「上場制度整備の実行計画2009（速やかに実施する事項）に基づく上場制度の整備等について」において、「上場会社は、一般株主の保護のため、社外取締役又は社外監査役の中から、一般株主と利益相反が生じるおそれのない者を独立役員として1名以上確保しなければならない」と企業行動規範[13]の遵守すべき事項を規定した。東証は、独立役員の異動に関しては事前の届出と開示が必要として、2010年3月末日までに独立役員確保の状況を届け出ることを義務とした[14]。

東証は、独立役員の氏名を届け出る際にその役員が当該上場会社、子会社、下請企業などの取引先の役員・従業員、当該上場企業から報酬を得ているコンサルタント、近親者等の「経営陣から著しいコントロールを受けうる者」である場合や、親会社、メインバンクなどの取引先の役員、従業員、近親者等の「経営陣に対して著しいコントロールを及ぼしうる者」である場合は、一般株主と利益相反が生じるおそれが高いとした。東証は、この段階で親会社の役員や従業員は独立していないことを明確にしたのである。

東証は、2009年12月22日に「上場制度整備の実行計画2009（速やかに実施する事項）に基づく業務規定等の一部改正について」において、独立役員の確保と関連する開示事項に関して有価証券上場規定や施行規則の改正を発表し、12月29日に「上場制度整備の実行計画2009（速やかに実施する事項）に基づく上場制

度の整備等に伴う実務上の取り扱い等について」において、実務上で留意すべき事項を取りまとめた。

また、東証は、12 月 29 日に「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を改定[15]して、株主・投資家等からの信任を確保していく上でふさわしいと考えられるコーポレート・ガバナンスのモデルとして、①委員会設置会社、②（1/3 ～ 1/2 以上の）社外取締役を中心とした取締役会、そして、③（1 名～複数の）社外取締役を選任し監査役会等との連携をするという 3 つのモデルが 6 月の金融審議会スタディグループ報告の報告書で提示されたことに言及した。そのうえで、現実には様々なガバナンス体制が存在しているとして、上場会社各社に対して、それぞれのガバナンス体制の内容とその選択理由の十分な開示を求めたのである。

7. 独立役員届出書とコーポレート・ガバナンス報告書

東証では、上場会社から提出された「独立役員届出書」の記載情報を集計した「独立役員届出書一覧」をそのウエブ・サイトに、独立役員の氏名、一般株主と利益相反が生じるおそれのない独立役員として指定する理由、そして当該独立役員が表 3 の項目に該当するかを含めて公表している。

上場会社は、特定の社外役員が独立役員に該当しているか否か、そして、役員が独立性を阻害する要件に該当する場合には、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しなければならない。

また、上場会社は、自らのコーポレート・ガバナンス体制を選択する理由を反映したコーポレート・ガバナンス報告書を 2010 年 3 月 31 日までに提出し、これに独立役員の確保の状況に関する記載を追加した報告書を 2011 年 3 月 1 日以降終了する事業年度に係る定時株主総会終了後遅滞なく提出することを要求された。

この様に 2009 年は、日本の上場会社のコーポレート・ガバナンスの強化のために、一般株主と利益相反が生じるおそれのない独立した社外役員の選任を義務付ける議論に関して大きな転換点となった年であり、株式市場の制度変更が決定された年であった。

図表 3 「要件の該当状況」の選択項目

記号	選択項目の内容
a1.	上場会社の親会社の業務執行者
a2.	上場会社の兄弟会社の業務執行者
b1.	上場会社を主要な取引先とする者又はその業務執行者
b2.	上場会社の主要な取引先又はその業務執行者
c.	上場会社から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
d.	上場会社の主要株主
e1.	上場会社又はその子会社の業務執行者
e2.	上場会社又はその子会社の非業務執行取締役又は会計参与（独立役員が社外監査役の場合）

出所：東京証券取引所

Ⅲ．米国よりの要望

2009 年 4 月の経団連の提言において「欧米政府からの要求[16]」と、6 月の金融庁金融審議会には「内外の投資者等からの強い懸念[17]」と、経産省企業統治委員会の報告書では「我が国の企業統治に関するルールの在り方について海外から提言[18]」と言及されていた日本企業のコーポレート・ガバナンスの強化に関する要求や提言とは、2008 年 10 月の「日米規制改革および競争政策イニシアティブに基づく米国政府の日本国政府への年次改革要望書（*Annual Reform Recommendation from the Government of the United States to the Government of Japan under the U.S. – Japan Regulatory Reform and Competition Policy Initiative*）」を指している。

この米国政府の年次改革要望書は、2001 年に George W. Bush 大統領と小泉純一郎総理大臣によって設置された「日米規制改革および競争政策イニシアティブ（The U.S.-Japan Regulatory Reform and Competition Initiative）」に基づいて、日米両政府から双方向に毎年出されてきたもので、同年 10 月に米国政府からその第 1 回目が提出され、2008 年 10 月まで 8 年間続いた。

2008 年の米国政府からの提言は、通信、情報技術、医療機器・医薬品、金融サービス、競争政策、商法および司法制度改革、透明性、農業に関する政府慣行、民営化、流通などの分野にわたる。その商法および司法制度改革の項目において、企業統治の強化のために、従来の社外取締役の定義に加えて、当該企業と重要な関係（Material Relationship）にあった者を除外する独立取締役もしくは独立監査役の定義をすべきと提言がなされていた。

この提言は、すでに 2001 年の第 1 回目の要望書において、コーポレート・ガバナンスに関して「株式公開企業のみに義務的社外取締役制度を適用し、その独立性を確保すべき」として含まれていたのである。この当初の提言は、同時になされていた委員会設置会社制度の導入の関する提言が 2003 年 4 月より実現したために、暫らくトーン・ダウンしていたが、再び 2007 年の年次改革要望書から復活していたのである。

2008 年の提言は「米国は、日本が最善の国際的慣習に沿って効率的なビジネス慣行および株主に対する経営責任を推進できるように、日本における国境を越えた M&A 活動を促進し、商法制度を改善するための大胆な措置を講じるよう提言する」と始められ、日本のコーポレート・ガバナンスは強化されなければならないと主張している[19]。海外の投資家の視線、つまり彼らが考える「最善の国際的慣習」とは、そのコーポレート・ガバナンス強化に関する詳論に見つけることができる。米国政府からの提言は「既存の社外取締役の定義で除外された条件に加え、当該企業と①重要な取引があった者や企業の従業員、②その親族、③親会社の従業員、役員または監査役などの「重要な関係（Material Relationship）にあった者」を除外する「独立取締役および独立監査役」の定義を定めるべきとしていた。

米国ニューヨーク証券取引所（New York Stock Exchange：NYSE）のコーレート・ガバナンス規則（Corporate Governance Rules[20]）は、上場会社は独立取締役（Independent Directors）が過半数を占めなければならないと定めている。同規則は、この場合の上場会社とは親会社や連結子会社を含むと定めている。そして、上場会社と「重要な関係」を持たない取締役だけが独立していると判断でき、上場企業はその判断を

開示しなければならないと定めた。そして、①取締役やその家族（Immediate Family Member）が過去３年間に当該上場会社の上級執行役（Executive Officer）であった場合、②取締役やその家族が過去３年間に当該上場会社から役員報酬や過去勤務に関する年金を除いて年間10万ドルを超える金銭を受け取っている場合、③取締役やその家族が過去３年間に当該上場会社の内部監査や外部監査において監査業務に従事した場合、④取締役やその家族が過去３年間に当該上場会社の上級執行役が報酬委員を務めている他の会社に上級執行役として雇用されている場合、⑤取締役やその家族が過去３年間に当該上場会社と年間100万ドル、もしくは連結売上高の２％を超える取引がある会社の上級執行役である場合、独立性を阻害すると定めている。

2009年の日本の上場会社のコーポレート・ガバナンス強化に関する議論を通じて改正された東証の規則では、NYSEの様に金額基準こそ定めてはいないが、親会社、主要取引先、取引銀行などの業務執行者の様に会社にコントロールを及ぼし得る者や、会計士、弁護士、コンサルタントなど会社から多額の報酬を受け取っておりコントロールを受け得る者も独立役員から除外して、米国政府の改革要望書の提言を丁寧に受け止めるものとなったのである。

これまでは日本ではコーポレート・ガバナンスに関して会社法で規定してきた経緯があるが、2009年は米国に倣い、その改革は証券取引所の規則によった。このため、細かい取り扱いや解釈の指導が可能となり、開示に直結させたことも特徴的である。

Ⅳ．おわりに

東京証券取引所上場制度整備懇談会は、2010年３月31日に「上場制度整備の実行計画2009（具体策の実施に向け検討を進める事項）に関する審議のとりまとめ」の別紙資料として「独立役員に期待される役割」を公表して、一般株主の利益保護という独立役員制度の導入趣旨を解説している。同資料は「独立役員には、上場会社の取締役会などにおける業務執行に係る決定の局面等において、一般株主への利益への配慮がなされるよう、必要な意見を述べるなど、一般株主の利益保護を踏まえた行動をとることが期待されている」と独立役員に期待される役割を記述した。コーポレート・ガバナンスが有効に機能することは、上場会社が企業価値を高めていくうえでの基本的な要請である。会社の経営が一般株主の利益を考慮して行われるための仕組みに関する2009年の議論は、我が国の証券市場の資金調達機能を維持するためのものであった。上場会社の経営と意思決定で一般株主の利益に配慮した決定がなされるために、取締役や監査役の中に独立役員を確保することが重要となるのである。

2009年に急展開した独立役員の確保の議論を通して、日本の上場会社のコーポレート・ガバナンス強化の動きをレビューした。その背景には資本市場の国際化と外国人投資家による上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する要求も存在し、当初の経済界の逡巡は証券取引所主導によって改革へと押し切られた。日本の上場会社は、現在でも市場の大多数を占め、日本独特のガバナンス機構であると誇ってきた監査役設置会社を堅持しながら、独立役員を確保することとなった。独立役員による執行のモニタリングの実効性に関して

は、その制度変更の成果に注目し、形骸化することがないように変更を加えていかねばならない。執行と監督の分離やモニタリングの有効性をどのように実質的に担保していくのかは、これからさらに議論されていく必要がある。独立役員によるガバナンスのために適切な人材を多数確保するためには、この制度主旨の広い理解と教育を行うシステムの拡充を考えなければならない。

（注）

1 Berle, Adolph A., Jr. and Means, Gardiner C.,［1932］, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company.（北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』,［1958］, 東京文雅堂書店, 278 頁）

2 正式名は *An Act to Protect Investors by Improving the Accuracy and Reliability of Corporate Disclosures Made Pursuant to the Securities Laws, and for Other Purposes*（証券法等による企業開示の正確性と信頼性を改善することにより投資家を保護するための法律）である。その Section 1(a) で略称を *Sarbanes & Oxley Act of 2002* と定めている。本稿では 2002 年企業改革法と記述している。

3 広く定義すれば、コーポレート・ガバナンスは会社業績に関する利害関係者相互の調整を図る仕組みであり、狭く定義すれば、株主の利益追求のための経営者の規律付けとすることができるが、特に1990 年代以降は、米国から世界に広まった証券市場の開示と結びついた経営体の透明性や経営監督機関の独立性を主軸とする議論が隆盛となっている。

4 “Public Companies” は、株式を公開しているという意味で公開会社と訳す場合もあるが、日本においては 2005 年の商法改正にて定款で株式の譲渡制限を定めていない会社を公開会社と定めているために、本稿では上場会社と呼ぶ。

5 本稿では “Public” を一般大衆としたが、公衆、公などとも置き換えることができる。

6 日本的コーポレート・ガバナンスは、株式持合やメインバンク制、終身雇用や年功序列などの雇用慣行、官僚統制や業界団体調整などの市場慣行等の日本的経営のもとにあった。田村［2002 第 3 章］を参照。

7 1990 年代中旬以降の日本のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論については出見世［1997 第 6 章］、平田［2001］を参照。

8 企業統治に関して産学協同で政策提言を行う NGO で、経済界と学界の両方から共同理事長を出している。

9 東京証券取引所規則に定義はないが、一般的には、社外の有識者らにより構成される経営諮問委員会のことを意味している。

10 会社法第 2 条第 6 号では資本金 5 億円以上または負債総額 200 億円以上の会社を大会社としている。

11 米国では議決権行使助言機関（Proxy Advisor）が株主総会での議決案件について機関投資家等の株主に助言するサービスがビジネスとなっている。

12 金融庁の金融審議会の報告書と経産省の企業統治研究会の報告書は 2009 年 6 月 17 日同日に公表されている。

13 東京証券取引所の企業行動規範は、上場会社として最低限守るべき事項を明示する「遵守すべき事項」と上場会社に対する要請事項を明示し努力義務を課す「望まれる事項」により構成されている。「遵守すべき事項」に違反した場合には、公表措置等の対象となる。

14 東証が規定する独立役員の定義に該当する者が存在していない場合には、上場規則上の移行期間として、2011 年 3 月 1 日以後に終了する事業年度に係る定時株主総会の翌日まで適用を延ばすことを経過措置とした。

15「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は、2002 年 11 月に東京証券取引所によって設置された上場会社コーポレート・ガバナンス委員会によって 2004 年 3 月に公表され、2009 年 12 月が最初の改正が行われた。2004 年の原則では、独立役員の確保については「社外監査役の強化や執行役員の導入、社外取締役の登用といった施策は多くの会社で導入される傾向にあるが、各社において実際に採用されている施策は多様である」と言及するだけにとどまっていた。

16「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして（主要論点の中間整理）」, 日本経済団体連合会, 2009 年 4 月, P.1。

17「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」, 金融庁 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, 2009 年 6 月, P.1。

18「企業統治研究会報告書」, 経済産業省 企業統治研究会, 2009 年 6 月, P.3。

19 委員会設置会社の選択が進んでいないのはⅡ章にて前述した通りである。Milhaupt［2005］は、統一的かつ強制的であった米国のエンロン後の取締役会改革と異なり日本では「取締役会改革につき大企業に選択の余地を残している点」に大きな特徴があると論じている。

20 New York Stock Exchange ‘s Listed Company Manual, Section 303A を参照。

【参考文献】

Berle、A. Jr. and Means、C.［1932］*The Modern Corporation and Private Property,* The Macmillan Company.（邦訳：バーリー A.A. ＝ミーンズ G.C.、北島忠男訳［1958］、『近代株式会社と私有財産』、東京文雅堂書店）。

コーポレート・ガバナンスに関する有識者懇談会［2009.3.26］「上場会社に関するコーポレート・ガバナンスの諸課題について」社団法人日本監査役協会。

企業統治研究会［2009.6.17］「企業統治研究会報告書」経済

産業省。
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［2009.6.17］「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」金融庁。
田村達也［2002］『コーポレート・ガバナンス 日本企業再生への道』中公新書。
出見世信之［1997］『企業統治問題の経営学的研究－説明責任関係からの考察－』文眞堂。
東京証券取引所［2009.1.20］「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2009」株式会社東京証券取引所。
東京証券取引所［2009.9.29］「上場制度整備の実行計画 2009」株式会社東京証券取引所。
東京証券取引所［2009.10.29］「上場制度整備の実行計画 2009（速やかに実施する事項）」に基づく上場制度の整備等について」株式会社東京証券取引所。
東京証券取引所［2009.12.22］「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」株式会社東京証券取引所。
東京証券取引所［2009.12.22］「上場制度整備の実行計画 2009（速やかに実施する事項）」に基づく業務規定等の一部改正について」株式会社東京証券取引所。
東京証券取引所［2009.12.29］「上場制度整備の実行計画 2009（速やかに実施する事項）」に基づく上場制度の整備等に伴う実務上の取扱い等について」株式会社東京証券取引所。
東京証券取引所［2010.3.31］「上場制度整備の実行計画 2009（具体策の実施に向け検討を進める事項）に関する審議のとりまとめ」東京証券取引所。
日本経済団体連合会［2009.4.14］「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして（主要論点の中間整理）」社団法人日本経済団体連合会。
日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編［1998］『コーポレート・ガバナンス原則－新しい日本型企業統治を考える（最終報告）』日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム
平田光弘［2001］「21 世紀の企業経営におけるコーポレート・ガバナンスの研究の課題－コーポレート・ガバナンス論の体系化にむけて－」経営論集
Milhaupt, Curtis［2005］「制度改革としての選択－日本のコーポレート・ガバナンスの改革をめぐって－」神田秀樹編『コーポレート・ガバナンスにおける商法の役割』中央経済社。
宮島英昭＝新田敬祐［2007］「日本型取締役会の多元的進化：その決定要因とパフォーマンス効果」神田秀樹 財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』金融財政事情研究会。
USTR［2008.10.15］*Annual Reform Recommendation from the Government of the United States to the Government of Japan under the U.S. – Japan Regulatory Reform and Competition Policy Initiative*, The Office of the United States Trade Representative.