

# 独立取締役義務化に反対する

シティグループ証券 取締役副会長 **藤田 勉**



藤田 勉氏

## ■ 1. 独立取締役の役割は過大評価

コーポレート・ガバナンス改善のために、独立取締役選任を義務付けるべきとの主張がある<sup>(注1)</sup>。しかし、日本の法的なプラットフォームと株式保有構造においては、独立取締役による監視効果は限定的である。独立取締役選任は自由であるべきであり、株主が判断するべきことである。よって、義務化は不適切である。

2010年3月以降、東京証券取引所の上場規則により、上場会社には独立役員1名以上の選任が義務付けられている。

独立役員とは、「社外取締役又は社外監査役のうち、一般株主と利益相反が生じるおそれのない者」である。東証によると、TOPIX500構成銘柄（調査時502社）のうち、独立社外取締役を1名以上選任している上場会社が73%、社外取締役を1名以上選任している上場会社は80%である（2013年6月）<sup>(注2)</sup>。なお、2014年2月より、上場規則改正により、1名以上の独立取締役確保の努力義務が課せられる予定である。

ただし、日本取締役協会の調査では、東証一部の全取締役に占める独立取締役の割合は9%であり、およそ11人に1人という計算となる。つまり、1社に1名くらいしか独立取締役はいないことになる。また、独立取締役が、取締役会の過半数を超える会社は1%（21社/1,752社）にすぎない。ちなみに、米国の大企業の場合、独立取締役は全体の80%以上、

---

英国の大企業は60%以上を占める。

グローバル時代に、十分な理由もなく、日本独自の法制度を導入するのは最小限にすべきである。たとえば、「独立取締役選任はグローバル・スタンダードである」という主張があるが、これは誤解である。たとえば、ドイツには、独立取締役は一人もいない。そして、主要先進国で、会社法により独立取締役導入を強制している国はない。

もちろん、独立取締役がまったく意味がないと言っているわけではなく、機能している会社も少なくない。言うまでもなく、必要な会社は独立取締役を積極的に選任すればいい。

独立取締役選任によって会社の経営が改善するならば、義務化しなくても、普及するはずである。しかし、普及しないから義務化するというのは、本末転倒である。

## ■ 2. 制度には理念と哲学がある

制度の哲学、理念の理解を欠き、かつ、法的プラットフォームを全体的に導入せずに、外国から「部品」だけを日本に移入しても想定通り機能しない。

昨年、米国が、ドイツなど同盟国の元首の通話を盗聴していると騒ぎになった。確かに、米国以外の国からすると、これはまったく異常な行為であり、その上、不正でもある。しかし、米国では、当局による盗聴もおとり捜査が法的に認められているので、他の国の元首の通話を盗聴することも抵抗が少ないようである。多民族国家であり、多くの移民を受け入れる米国では、性悪説にもとづく制度設計をせざるを得ない場合がある。

この他、懲罰的損害賠償制度、司法取引、リニエンシー制度（談合を最初に当局に通報すると刑が軽減される）、クラスアクション訴訟、陪審制、強制的証拠開示制度など、米国では独自の法制度が発達した。しかし、これらは、米国独自の政治、社会、文化、宗教、歴史などがあるからこそ、機能しているのである。

欧米発祥の制度を日本に移入して、期待通りの成果を収めていない事例は、ライツイシュー、委員会設置会社、公開買付制度（TOB）など数多い。その中でも代表的な例は、法科大学院である。鳴り物入りでスタートした法科大学院であるが、制度そのものの問題点が多く指摘されている。しかし、これは、筆者からすると驚きではない。

日本や大陸欧州は、成文法を中心とする大陸法体系（シビルロー）だが、英国や米国では、判例法（コモンロー）が発達した。特に、米国では、成文法は骨格だけを決め、詳細は裁判で決着する授權法モデルが発達した（法の創造）。「米国では裁判が多すぎる」という批判があるが、官僚が成文法をつくる日本と異なり、判例法主体の米国ではそれが当た

(図表1) 委員会設置会社と監査役設置会社に再移行した会社の数

(社数)	委員会設置会社移行	委員会設置会社→監査役設置会社
2003年	32	
2004年	13	2
2005年	8	1
2006年	6	8
2007年	7	5
2008年	4	3
2009年	6	7
2010年	5	12
2011年	4	14
2012年	1	6
2013年	3	3
合計	89	61

(注) 2013年10月末時点。

(出所) 日本監査役協会、シティグループ証券

り前なのである。日本では弁護士数は3万人しかいないが、米国では115万人もいる。コモンロー体系で生まれたロースクールを、シビルロー体系の日本に持ってきても期待通りに機能しないのは当然のことである。

同様の事例は、委員会設置会社である。少なくとも2名の社外取締役選任が必要な委員会設置会社制度は、2002年に導入された。米国型ガバナンスを導入した制度として期待され、多くの優良企業が委員会設置会社に移行した。しかし、近年、委員会設置会社に移行する会社が激減している。そして、期待通りの効果が得られずに、多くの委員会設置会社が監査役設置会社に戻ってしまった。

すべての制度には、理念と哲学がある。そこで、次に、独立取締役制度のルーツを振り返り、その制度の理念と哲学に迫りたい。

### ■ 3. 独立取締役制度のルーツは英国の信託

独立取締役制度のルーツは、英国の信託である。信託の基本概念は、13世紀頃の中世の英国を発祥とする。その起源は「ユース」と呼ばれる土地信託の一種である。その後、家族の財産の信託を巡る係争などを経て、信託の法的概念が明確化された。そして、信託において、受託者の取締役の責任が明確化された。

当時から、英国では、判例法（コモンロー）と衡平法（エクイティ）の二重の法体系が

---

存在した。これが米国のデラウェア州法にも影響を与え、現在もデラウェア州会社法では衡平法が重要な役割を持つ。公平と正義を重視する衡平法において重要な法理は信託であり、これが現在も取締役の信託義務において中核の役割を持つ。

一般に、信託関係は以下の2者によって結ばれる。

#### **委託者**

資産の実質的な所有者であり、同時に信託の受益者である。企業経営では株主に相当する。

#### **受託者**

資産を実質的に運営、運用し、その行為に対して委託者から報酬を得る。企業経営では取締役に相当する。

信託の中核をなすのが、受託者の委託者に対する信託義務である。つまり、受託者は十分な注意を払い、忠実かつ誠実に、委託者の利益を確保、増大させる義務を負う。

20世紀に入って会社が大型化するに伴い、他の会社制度（パートナーシップ、合名会社、合資会社など）と比較して、株式会社が会社制度の中心となった。現在では大会社のほとんどが株式会社である。株式会社制度の大きな特徴の一つは、資本と経営の分離である。コーポレート・ガバナンスをめぐる問題の中核は、株主と経営者の間に利害相反が生じることによるエージェンシー問題である。つまり、「株式保有が分散した状況で、株主が取締役にどのように監視するのか」というのが、長く議論されてきた。

## ■ 4. 米国では強制せずに独立取締役が普及した

米国では判例を重ねることにより、株式会社制度の中で、信託の概念を持つ取締役の信託義務が確立されてきた。そして、信託義務は、判例の蓄積を通じて、取締役の経営判断原則という形でより精緻に定義付けられるようになった。

経営判断原則とは、様々な要素により構成されるが、最大の特徴は、裁判では取締役会の判断の内容は審理せず、プロセスの適切性を審理することである。経営判断原則の適用を受けた場合、その判断が会社に多大な損害を生じても、取締役の責任は事後的に追及されない<sup>(注3)</sup>。つまり、会社が多大な損害を受けた場合でも、適切なプロセスで行った経営判断であれば、取締役は責任を追及されないというものである。ちなみに、日本では、裁判所が経営判断原則を審理する際に、経営判断の過程に加えて、内容が著しく不合理であるか否かも判断する<sup>(注4)</sup>。

---

それでは、何が適切なプロセスであるのか。これも多くの論点があるが、その中核は利益相反を最小化するということである。たとえば、利害関係のない独立取締役が中心となって判断したものは、適切なプロセスと認定される可能性が高まる。株主から訴訟が起っても、独立取締役が適切に判断したものであれば、経営者の責任は免責される。つまり、独立取締役が多い方が、経営者にとって有利になることがある。こうして、判例の蓄積によって、米国の上場企業では、独立取締役の構成比率が高まった。

米国では2002年の上場規則改定までは独立取締役選任は義務化されていなかった。しかし、判例を通じて、独立取締役の有効性が浸透していたため、米国のほとんどの会社で独立取締役が取締役会の過半数を占めていた。1999年のS&P500構成企業の取締役の78%が独立取締役であった。これは、義務化されなくても、独立取締役が十分に普及していたことを示す。

S&P500構成企業を対象とする調査によると、米国の取締役会の数は平均10.7名であり、そのうち独立取締役は84%を占める（2013年、出所：スペンサーズチュアート）。つまり、取締役会のうち、社内取締役は1名くらいしかいない。CEOのみが社内取締役である会社は60%、CEOが取締役会議長を兼任する会社は55%である。このように、米国の取締役会の構成は、日本と大きく異なるが、後述のように、欧州とも大きく異なる。

米国で独立取締役が機能する理由の一つは、独立取締役のみによって構成される指名委員会が取締役を指名することである。しかも、独立取締役の58%がサーチファームを通じて推薦を受ける（2009年、出所：スペンサーズチュアート）。社外取締役の推薦を合わせると、79%が外部からの推薦であり、現役CEOが推薦するのは14%強に過ぎない。こうして、CEOが自分を監視する人（取締役）を恣意的に選任できないようになっている。これも、日本とは大きく異なる。

## ■ 5. 欧州でも強制せずに独立取締役が普及した

欧州では、会社法、上場規則とも、独立取締役選任を義務化してない。しかし、近年、独立取締役が普及してきた。

「欧州における会社法の現代的規制枠組みに関する報告書」（2002年）<sup>（注5）</sup>は、「域内のコーポレート・ガバナンス規定は完全な統一が困難である。同時に、極端な乖離は存在しないため、Comply or explain原則がある程度機能する」としている。Comply or explain原則とは、コーポレート・ガバナンス原則を遵守しない場合は、それと異なる体制を採用する理由について会社が説明するものである。

---

2005年には、上場会社の非業務執行取締役の役割についての勧告<sup>(注6)</sup>を欧州委員会が公表した。取締役会全体での独立取締役の比率は特定せず、十分な人数で、適切なバランスにするとしている。また、取締役の指名、報酬、監査など、利益相反を防止するため、独立取締役が過半数以上を占める指名委員会、報酬委員会、監査委員会の創設、CEOと取締役会長の分離を推奨している。

2006年には、取締役の責任に関する指令<sup>(注7)</sup>が採択された。上場会社は年次報告書で、コーポレート・ガバナンス報告書を開示する必要がある。企業が国内のコーポレート・ガバナンス原則に準拠していない場合は、その説明が求められる。

2011年に、EUコーポレート・ガバナンス・フレームワークに関するグリーン・ペーパーが公表された<sup>(注8)</sup>。これは、独立取締役の選任基準について、多様化を求めており、取締役の専門性、国籍、女性の参画の多様化が提案されている。Comply or explain原則については、現状、十分に機能しておらず、説明を選んだ企業の60%以上が十分な説明をしていないという。そのため、詳細な説明を求める規則の採択やモニター機関の設置などを提案している。

## ■ 6. 大陸欧州でも強制せずに独立取締役が普及しつつある

欧州では、アングロ・サクソン法体系を持つ英国において、独立取締役が最も普及した。そして、EUの法制度の統一と、アングロ・サクソンの投資家の台頭によって、大陸欧州でも独立取締役が普及しつつある。

### 英国

英国では、会社法、上場規則とも独立取締役選任を強制していない。ソフトローによって、独立取締役選任を促している。それでも、FTSEの時価総額上位150社の取締役に占める社外取締役（非業務執行取締役）構成比は71%に達する（2012年、出所：スペンサー・スチュアート）。社外取締役のうち、会長を除くと、独立性が認められる社外取締役の割合は93%である。コーポレート・ガバナンス原則の順守状況は年次報告書で開示する必要があり、これは、上場規則で義務付けられている。

### フランス

フランスでは、非業務執行取締役（独立取締役ではない）は取締役全体の3分の1以下とすることが義務付けられている（商法225条22項）。そして、強制力はないものの、2003年に制定されたコーポレート・ガバナンス原則において、独立取締役の比率を全体の過半

---

数にするように求めている。CAC40採用企業の取締役559名のうち、社外取締役は全体の84%で、独立取締役は60%を占める（2013年、出所：スペンサースチュアート）。2013年7月に、コーポレート・ガバナンス原則が改定され、大企業の取締役会は少なくとも1名の従業員を選任する必要がある（注9）。ただし、フランスのコーポレート・ガバナンスの評価は内外とも芳しくなく、社外取締役、独立取締役は、その独立性が低いが故に十分に機能していないという指摘がある（注10）。

### ドイツ

ドイツの企業統治構造は、二層制を採用する。経営に対する監視・監督を担う監査役会と、経営を執行する取締役会の役割が法的に分離されている。取締役会が経営執行を担い、監査役会が取締役を選任、監督する。共同決定法により、従業員2,000人以上の企業では、監査役会の半分は従業員代表から構成される。共同決定とも呼ばれ、経営監督機関である監査役会に従業員が参加する権利が法的に認められている。

2001年に、コーポレート・ガバナンス原則が採択された。株式法161条は、上場企業がコーポレート・ガバナンス原則を遵守しているか否かを、年次報告書において開示することを求めている。ドイツでは、日米の取締役会に相当する監査役会に、一定数の独立監査役が求められている（コーポレート・ガバナンス原則5.4.2）。

以上、欧米では、会社法で独立取締役選任を義務付けることなく、独立取締役の構成比が上昇してきた。日本でも、こうした欧米の経験と知恵を学ぶことが期待される。

## ■ 7. 取締役優位モデルと株主優位モデル

国際比較のまとめとして、独立取締役に関する会社法上の整理をする。

米国以外の会社法は株主総会の権限が圧倒的に強い株主優位モデルである。株主優位モデルでは、原則として、①株主はいつでも株主総会を招集できる、②取締役選任、解任は株主総会の単純過半数で可能である、③株主は株主提案ができ、それが株主総会で承認されると取締役会を拘束する、などの特徴がある。

例外的に、米国だけは株主総会の権限が限定的である取締役優位モデルである（注11）。つまり、米国以外の国は直接民主主義であり、米国は間接民主主義である。株主総会で、株主が取締役をチェックする機能が制限されているからこそ、株主に代わって、独立取締役がCEOを監視することが必要なのである。そして、クラスアクション訴訟や懲罰的損

---

害賠償制度など訴訟によって、株主は取締役会をチェックできる。

英国は、日本と同じく、会社法は株主優位モデルだが、日本と異なり、敵対的買収を含む企業買収が盛んである。独立取締役がCEOを適切に監視できなければ、「業績悪化→株価下落→買収の対象」となる。買収されれば、CEOのみならず、取締役会全体が入れ替えの対象となる。あるいは、機関投資家（含む外国人）の株式保有比率が83%（2012年）と高いので、機関投資家と会社との対話が活発である。買収に至る前に、プロの投資家からの圧力がかかる仕組みである。こうした圧力が働き、独立取締役が機能しやすい。

こうした独自の法的プラットフォームと株式保有構造があるが故に、相対的に、米国や英国では独立取締役が機能するのである。

## ■ 8. 独立取締役義務化論者の反論を期待する

米国では、IBM、ヒューレットパッカード、アップルなどは、独立取締役主導で経営者を交代させた。しかし、日本において、独立取締役が有効に機能した例は少ない。逆に、独立取締役が機能しない例が少なくない。過去に、独立取締役が取締役会の過半数を占める会社が千億円単位の赤字を計上してもCEOが巨額の報酬を獲得した例があった。また、社外取締役が放置していた粉飾会計を、外国人の内部取締役が告発した事件などもあった。

なぜ、欧米と異なり、日本では独立取締役が機能しないのか。答えは簡単である。実質的に、監視される側（CEO）が監視する人（独立取締役）を選ぶからである。日本では、政策保有株が多く、かつ議決権行使比率は70%前後にとどまるため、会社の役員選任議案はほとんどが可決される。このため、実態的には、独立取締役はCEOに選任されており、かつ多額の報酬をもらう。つまり、CEOは自分を監視する人の人事権と報酬決定権を掌握しているのである。これでは、独立取締役がCEOを厳しく監視できるはずがない。

また、仮に、その取締役が完全に独立しているとしよう。その場合、訴訟や機関投資家との対話が活発でない日本において、独立取締役はどのような動機で厳しい経営監視をするのだろうか。

アドバイザー機能などの効用があることは事実だが、独立取締役の経営監視機能は過大評価されていると言える。独立取締役肯定論者は、監視される側が監視する人を選ぶケースが多い日本で、独立取締役が機能する根拠を示す必要があるだろう。結論として、日本では、英国のように、M&Aを活発にし、市場の圧力や機関投資家との対話がコーポレート・ガバナンスを改善するような制度設計を目指すべきである。

- 
- (注1) 日本経済同友会「会社法改正審議を通じた企業統治改革の加速実現を」(2013年10月28日)、日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」(2013年8月1日)
- (注2) 東京証券取引所「TOPIX 500 構成銘柄の発行会社における独立社外取締役の選任状況等について～平成25年6月第2週速報値～」(2013年6月17日)
- (注3) 裁判例としてSinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717, 720 (Del. Sup. 1971)
- (注4) 朝日新聞社株主代表訴訟判決(1999年5月26日)
- (注5) “Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe”, April 11, 2002
- (注6) Commission Recommendation of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board
- (注7) Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts
- (注8) European Commission, “GREEN PAPER The EU corporate governance framework”, April 5, 2011
- (注9) Allen & Overy “Revised code of corporate governance published in France”, July 6, 2013
- (注10) 成毛建介「フランスにおける企業統治の特徴と改革の動きについて」(日銀海外事務所ワーキングペーパーシリーズ2003-1、2003年4月)
- (注11) Bainbridge, Stephen M., “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance” UCLA, School of Law Research Paper No. 02-06 (February 2002)

