

最新のコーポレートガバナンス改革

目次

葭田英人

- 一 はじめに
- 二 日本版ステュードシップ・コードの改訂
 - 1 改訂の経緯
 - 2 日本版ステュードシップ・コード改訂の内容と意義
 - (1) アセットオーナーによる実効的なチェック
 - (2) 運用機関のガバナンス・利益相反管理等
 - (3) パッシブ運用における対話等
 - (4) 議決権行使結果の公表の充実
 - (5) 運用機関の自己評価
 - (6) 議決権行使助言会社
 - (7) 集团的エンゲージメント
 - (8) ESG（環境・社会・ガバナンス）要素の中長期的な企業価値への影響

三 コーポレートガバナンス・コードの改訂

1 改訂の経緯

2 コーポレートガバナンス・コード改訂の内容と意義

(1) 政策保有株式の縮減に関する方針・考え方の開示

(2) 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮

(3) 取締役会が最高経営責任者 (CEO) の後継者計画に主体的に関与

(4) 取締役会の経営陣の報酬制度設計の明示

(5) 取締役会による最高経営責任者 (CEO) の選解任手続の客観性・適時性・透明性の確立

(6) 独立社外取締役の有効活用

(7) ジェンダーや国際性の面を含む多様性の確保

(8) 事業ポートフォリオの見直しや設備投資などに関する明確な説明

3 小括

四 会社法改正による社外取締役の義務化の動向

1 社外取締役の義務化を巡る経緯

2 コーポレートガバナンス・コードと社外取締役

(1) 独立社外取締役の活用

(2) 任意的諮問委員会

3 指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社の社外取締役

4 監査役 (会) 設置会社の社外取締役

(1) 監査役との連携

(2) 社外監査役との関係

5 社外取締役と取締役会

6 社外取締役の役割と権限

7 社外取締役義務化の是非

五 8
む 小
す 括
び

— はじめに

日本版スチュワードシップ・コードは、企業価値向上のために機関投資家側の責任を定めたものであり、企業との対話を通じ、企業の持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の投資リターンの拡大を図ることを目的としているものである。日本版スチュワードシップ・コードにより、機関投資家の意見を経営に反映しやすい仕組みをつくり、海外投資家の関心が高いコーポレートガバナンス改革に取り組み、投資マネーを呼び込む狙いもある。

機関投資家のガバナンスが改善すれば、投資先企業のガバナンス改革が促進され、投資先企業の企業価値の向上を図ることができるものと期待される。そこで、金融庁において「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」を開催し、二〇一七年五月二十九日にスチュワードシップ・コード改訂版が策定された。

また、コーポレートガバナンス・コードにおいて、各企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上が図られることにより、会社、投資家、ひいては経済全体の発展に寄与することが期待されている。

しかし、日本企業の価値向上は不十分であり、なお経営陣による果敢な経営判断が行われていないのではないかなど様々な課題が指摘された。そこで、コーポレートガバナンス・コード改訂に向けて、金融庁・東京証券取引所に設置された「スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において検討が進められた。そして、金融庁は、二〇一八年三月二十六日、「コーポレートガバナンス・コード改訂案」を公表し、六月一日から適用した。

また、法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会において、二〇一八年二月一四日、「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案」が取りまとめられた。社外取締役の義務化については、会社法制部会において活発な議

論がなされたが、国内外の投資家から経営陣に対する信頼性を確保するためには、義務付けが必要であるとの意見と、現在の制度下での実証的な検証をする必要があり、義務付けをすることは時期尚早であるなどの意見が出された。中間試案においては、義務付けをするものとするA案と現行法の規律を見直さないものとするB案の両論が併記され、二〇一八年度中に要綱案をまとめることになっている。

そこで、本稿において、日本版スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの改訂の経緯および改訂の内容、両コードの改訂により何がどのように変わるのか、その意義と課題を明らかにするとともに、監査役会設置会社、監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社の三つの機関設計の取締役会に帰属する社外取締役の役割と権限について検討し、特に焦点となる会社法改正による社外取締役の義務化の動向など、経営者による果敢な経営判断を促すことにより、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を図ることを目的としている最新のコーポレートガバナンス改革について考察する。

二 日本版スチュワードシップ・コードの改訂

1 改訂の経緯

二〇一四年二月二六日、金融庁は『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）と投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」を公表した。日本版スチュワードシップ・コードは、英国スチュワードシップ・コードを参考として策定された機関投資家向け規範であり、ソフトウェアとして適用が開始された。

コーポレートガバナンス改革は一定の進展があったものの、形式的なものにとどまっているのではないかとの指摘

があり、二〇一六年一月三〇日、金融庁・東京証券取引所に設置された「スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」が、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくためには、機関投資家が企業との間で深度ある「建設的な対話」を行っていくことが必要であるとして、「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」と題する意見書を公表した。

これを受けて、金融庁において、二〇一七年一月から三回にわたり、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」を開催し、二〇一七年五月二十九日にスチュワードシップ・コード改訂版が公表された。日本版スチュワードシップ・コードは、改訂前コードにおいて、三年ごとに定期的な見直しを行うことが期待される旨が明記されており、これを受けて改訂版が策定された。

改訂前の七つの原則自体は改訂後も変更されていないが、原則の指針を新設・追加・修正することにより、機関投資家の議決権行使結果や運用機関の自己評価の開示、利益相反管理や集団的エンゲージメントなどの機関投資家のガバナンスの改善など、機関投資家がスチュワードシップ活動を適切に行い、透明性や実効性を高め、最終投資家の利益および企業価値向上を目的とした改訂が行われた。

2 日本版スチュワードシップ・コード改訂の内容と意義

日本版スチュワードシップ・コード改訂の内容は、意見書で提案されていた、①アセットオーナーによる実効的なチェック、②運用機関のガバナンス・利益相反管理等、③パッシブ運用における対話等、④議決権行使結果の公表の充実、⑤運用機関の自己評価のほか、検討会において指摘された、⑥議決権行使助言会社、⑦集団的エンゲージメント、⑧ESG（環境・社会・ガバナンス）要素の中長期的な企業価値への影響について、改訂版に新たに盛り込まれた。^①

なお、改訂版では、「資産保有者としての機関投資家」を「アセットオーナー」、「資産運用者としての機関投資家」を「運用機関」と定義して、それぞれの特有の事項が各原則の指針として、次に掲げるように新設・追加・修正されている。

(1) アセットオーナーによる実効的なチェック

指針1-3…アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むべきである。また、直接的に議決権行使を含むスチュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである。

指針1-4…アセットオーナーは、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明確に示すべきである。特に大規模なアセットオーナーにおいては、インベストメント・チェーンの中での自らの置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきである。

指針1-5…アセットオーナーは、運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきである。このモニタリングに際しては、運用機関と投資先企業との間の対話の「質」に重点を置く

べきであり、運用機関と投資先企業との面談回数、面談時間等の形式的な確認に終始すべきではない。

アセットオーナーは、直接スチュワードシップ活動を行わず、運用機関を通じて行っていることが多く見られる。さらに、運用機関に対して、どのように投資先企業にスチュワードシップ活動を行っていくべきかが明確になっていないという課題があった。そこで、アセットオーナーに、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むことを求めるとともに、運用機関の自己評価を活用しながら、実効的にモニタリングを行うことにより、運用機関による実効性向上に向けたスチュワードシップ活動を促進することを求めている。

(2) 運用機関のガバナンス・利益相反管理等

指針 2-2…特に、運用機関は、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避し、その影響を実効的に排除するなど、顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針を策定し、これを公表すべきである。

指針 2-3…運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきである。

指針 2-4…運用機関の経営陣は、自らが運用機関のガバナンス強化・利益相反管理に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである。

指針 7-2…特に、機関投資家の経営陣はスチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべきであり、系列の金融グループ内部の論理などに基づいて構成されるべきではない。

また、機関投資家の経営陣は、自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とその他の組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである。

運用機関がアセットオーナーや最終受益者の利益を考え、顧客本位のスチュワードシップ活動を行っていくことが不可欠である。新設された指針において、利益相反管理のために、運用機関に対して、独立した取締役会や第三者委員会などのガバナンス体制の整備を求めている。これにより、公正で独立した判断ができることが期待される。さらに、運用機関の経営陣が、運用機関のガバナンス強化・利益相反管理に関して重要な役割・責務を担っていること、および機関投資家の経営陣は、スチュワードシップ活動の実行とその他の組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進することを求める指針が新たに設けられた。

(3) パッシブ運用における対話等

指針4-2…パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。

上場投資信託や年金の株式運用において、日経平均やTOPIXなどの株式指数連動型運用（パッシブ運用）の比

重が高まっている。こうした中、機関投資家がパッシブ運用において、中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むことを求める指針が新たに設けられた。

特にパッシブ運用の場合には、個別企業の業績がファンド全体のパフォーマンスに与える影響が軽微であるため、市場全体の価値向上につながるようなエンゲージメントが期待される。⁽²⁾

(4) 議決権行使結果の公表の充実

指針 5-1-3…機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。

また、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである。それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである。

議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。

機関投資家の議決権行使による利益相反が懸念されることから、個別の議決権行使結果を公表すべきであるとの指摘を踏まえて、機関投資家は、個別の投資先企業の議案ごとに議決権行使結果を公表すべきであり、その賛否の理由

についても明確に説明し、可視性・透明性を高めるべきであるとされた。これにより、市場でも厳しく評価されることになる。

(5) 運用機関の自己評価

指針7-4…機関投資家は、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を適宜の時期に省みることにより、本コードが策定を求めている各方針の改善につなげるなど、将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである。

特に、運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制・利益相反管理や、自らのスチュワードシップ活動等の改善に向けて、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、結果を公表すべきである。

運用機関が、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、結果を公表することを求めた指針が新たに設けられた。運用機関における本コードの実施が担保され、実効性が確保されることが求められている。

(6) 議決権行使助言会社

指針5-5…議決権行使助言会社は、企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべきである。

また、議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取

組みを公表すべきである。

議決権行使助言会社については、機械的・形式的な判断がしばしばみられるとの指摘や、人的資源等が不十分であるとの指摘があることから、本コードの改訂によって議決権行使助言会社に対する規律を強化したものと評価することができると。実態として議決権行使助言会社の助言内容を参考にして議決権行使を行っている機関投資家も少なくなく、議決権行使助言会社に対する一定の規律づけを行う必要性は高い。⁽³⁾

(7) 集团的エンゲージメント

指針 4-4…機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集团的エンゲージメント）が有益な場合もあり得る。

集团的エンゲージメントとは、機関投資家が他の機関投資家と協働して対話を行うことであり、投資先企業との間で対話を行う際の選択肢として、本コードにも盛り込むべきではないかとの指摘がされたことから、個別の原則にはしないものの、指針の中で必要に応じて有益な場合もあり得るとされた。

単独でのエンゲージメントよりも保有株式数が増すので、企業に対する圧力は高まる⁽⁴⁾ことが可能となり、本コードに、選択肢の一つとして集团的エンゲージメントが明確化されたことは意義がある。

(8) ESG（環境・社会・ガバナンス）要素の中長期的な企業価値への影響

指針3-3…機関投資家が投資先企業の状況を把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連するものを含む）及びそのリスク・収益機会への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。

事業におけるリスク・収益機会の両面におけるESG（環境・社会・ガバナンス）要素の重要性が指摘されている。企業の社会的責任が重要性を増しており、社会・環境問題に関する事業におけるリスク・収益機会も含まれ得ることから、事業におけるリスク・収益機会についての理解が深化していくことが重要である。⁽⁵⁾

3 小 括

今回の日本版スチュワードシップ・コードの改訂は、前文12項において「原則を実施しつつ、併せて自らの具体的な取組みについて積極的に説明を行うことも、顧客・受益者から十分な理解を得る観点からは、有益であると考えられる」と明記されており、機関投資家に関しては、「コンプライ・オア・エクスプレイン」に加えて、原則を実施した上で、その取組みを説明する「コンプライ・アンド・エクスプレイン」が言及された。

機関投資家のスチュワードシップ活動により、投資先企業の企業価値および資本効率の向上、企業の持続的成長を

促し、顧客・受益者の投資リターンの拡大を図り、その成果として日本経済全体が成長発展することが期待できる。しかし、投資先企業ばかりでなく、機関投資家自体のガバナンスも問われている。そこで、改訂版では、アセツトオーナーや運用機関のガバナンス・利益相反管理等、議決権行使結果の公表、運用機関の自己評価、集团的エンゲージメントなどが新たに盛り込まれた。

機関投資家のガバナンスが改善すれば、投資先企業のガバナンス改革が促進され、さらに、機関投資家が、より高次元の説明責任を果たし、主体的な取組みをすることにより、投資先企業の企業価値の向上を図ることができると期待される。

スチュワードシップ・コードの根底には、機関投資家が最終投資家の利益のために議決権をはじめとする株主権を適切かつ実効的に行使することにより、企業価値の向上がもたらされ得るという考え方があり、残余権者である株主にはそのような行動を行うインセンティブが本来あるはずであり、機関投資家には最終投資家のために責任あるスチュワードシップ活動を行うことが求められている。⁽⁶⁾

スチュワードシップ責任を負う機関投資家が、自らの役割を理解し責任を果たすためにインベストメント・チェーンを動かす要となり、最終受益者の最善のために常に活動することにより、インベストメント・チェーン全体の循環的な価値向上という重要な役割を担っていく必要がある。

今回の改訂により機関投資家の活動はより高度化され、企業にとっては有益な対話を行う機会が増えることになるであろう。今後、機関投資家と企業の対話の質が変化し、企業のガバナンスをめぐる課題の改善につながっていくことが期待される。

三 コーポレートガバナンス・コードの改訂

1 改訂の経緯

金融庁と東京証券取引所が、二〇一五年三月五日に開いた有識者会議で正式決定されたコーポレートガバナンス・コードは、社外取締役の複数化や政策保有株式の保有の狙いと合理性についての開示などを中心として取りまとめられ、東京証券取引所一部・二部の上場企業を対象に、東京証券取引所がルール化し、企業統治五原則が二〇一五年六月一日からソフトローとして適用開始された。

企業統治5原則とは、①株主の権利・平等性の確保、②株主以外のステークホルダーとの適切な協働、③適切な情報開示と透明性の確保、④取締役会の責務、⑤株主との対話、であり、これらが実践され、各企業において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上が図られることにより、会社、投資家、ひいては経済全体の発展に寄与することが期待されている。

コーポレートガバナンス・コード改訂に向けて、金融庁・東京証券取引所に設置された「スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において検討が進められた。二〇一八年二月一五日の第一四回会合では、「投資家と企業の対話ガイドライン（案）」が示され、コーポレートガバナンス・コードの見直しのたたき台として「投資家と企業の対話ガイドラインの策定に伴うコーポレートガバナンス・コードの改訂に係る論点」が提出された。

そして、金融庁は、二〇一八年三月二六日、「コーポレートガバナンス・コードの改訂と投資家と企業の対話ガイド

ラインの策定について」と「コーポレートガバナンス・コード改訂案」を公表した。当初から定期的に見直すことが予定されていたが、今回が三年ぶりの初めての改訂となる。意見公募を経て五月に正式に改訂され、六月一日から適用された。

改訂においては、①政策保有株式の縮減に関する方針・考え方の開示、②企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮、③取締役会が最高経営責任者（CEO）の後継者計画に主体的に関与、④取締役会の経営陣の報酬制度設計の明示、⑤取締役会による最高経営責任者（CEO）の選解任手続の客観性・適時性・透明性の確立、⑥独立社外取締役の有効活用、⑦ジェンダーや国際性の面を含む多様性の確保、⑧事業ポートフォリオの見直しや設備投資などに関する明確な説明など、原則を新設・追加・修正することにより、経営の透明性や実効性を確立し、国際競争力を高め、企業価値の向上を目的としている。

2 コーポレートガバナンス・コード改訂の内容と意義

（1）政策保有株式の縮減に関する方針・考え方の開示

【原則 1-4. 政策保有株式】

上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示

し、その基準に沿った対応を行うべきである。

(補充原則 1-4 ①)

上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。

(補充原則 1-4 ②)

上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。

政策保有株式は減少傾向にあるが、議決権占有比率はまだ高い水準にある。改訂原則 1-4 は、企業間のもたれ合いにつながりやすく、議決権行使が空洞化しかねない相互保有持ち合い株式（政策保有株式）の縮減を促している。

政策保有株式については、企業間の戦略的提携において意義がある一方、企業経営に対する規律の緩みを生じさせかねない面や資産効率の低さの原因となっていることから、個別の政策保有株式の保有目的、保有の具体的な便益やリスク・コストについて精査・検証するルールを採り入れ、検証内容を開示・説明することを求めている。

さらに、政策保有株式の議決権行使についても、適切な対応をするための基準を策定・開示し対応すべきであるとしている。

(2) 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮

【原則 2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】

上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。

企業年金については、スチュワードシップ活動への関心が低く、その活動を行っている企業年金も少ないことから、その取組みが十分に進んでいない状況にある。また、企業年金においては、スチュワードシップ活動を含めた運用に携わる人材が、運用の専門性を十分備えているかどうかが課題であり、その人材が質的・量的に不足しているといわれている。

新設された原則 2-6 において、企業年金の運用が従業員の資産形成や企業自体の財政状態に影響を与えることを認識し、企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、企業自ら主体的に運用や適切な専門人材を充てることに取組み、取組み内容を適宜開示するよう求めている。

(3) 取締役会が最高経営責任者（CEO）の後継者計画に主体的に関与

（補充原則 4-1 ③）

取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者（CEO）等の後継者計画（プランニング）の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。

二〇一五年六月から適用が開始されたコーポレートガバナンス・コードは、取締役会に対し、最高経営責任者等の後継者の計画について適切に監督を行うべきことを求めているが、後継者の資質・能力・技術・経験などを明文化するなど、次期経営者選定の具体策はなかなか進んでいないようである。後継者選定は、現経営陣の専権事項とする企業が多いことから、多くの企業で後継者育成計画は試行錯誤が続いている。早急に後継者選定のプロセスや後継者を評価する基準を決定する必要がある。

そこで、改訂前の補充原則4-1③を追加修正し、取締役会に対し、後継者計画の策定・運用、候補者選び、後継者候補の育成に十分な時間と資源をかけて計画的に適切に行うことを求めている。

（４）取締役会の経営陣の報酬制度設計の明示

（補充原則4-2①）

取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

改訂前の補充原則 4-1-2①を追加修正し、取締役会は、経営者報酬をどのような決め方をしているのか、客観性・透明性ある考え方や手続を確立し、それをわかりやすく説明することを促している。また、固定報酬だけでなく、業績連動報酬や株式報酬などの導入を求めている。

(5) 取締役にによる最高経営責任者 (CEO) の選解任手続の客観性・適時性・透明性の確立

(補充原則 4-1-3②)

取締役会は、CEO の選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定であることを踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続に従い、十分な時間と資源をかけて、資質を備えた CEO を選任すべきである。

(補充原則 4-1-3③)

取締役会は、会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEO がその機能を十分発揮していないと認められる場合に、CEO を解任するための客観性・適時性・透明性ある手続を確立すべきである。

経営において、中心的な役割を果たす最高経営責任者 (CEO) の選解任は、企業にとって最も重要な戦略的意思決定である。CEO の資質や指導力の重要性は高まっている。CEO の選解任の手続を明らかにし、経営の透明性を高め、海外の投資家が日本企業に投資しやすい環境を整える必要がある。

CEO の育成・選任に向けた取組みが不十分であることから、客観性・適時性・透明性ある手続を確立していくことが必要である。新設された補充原則 4-1-3②、4-1-3③において、CEO の選解任の基準を整備し、CEO の選解任プロセスの独立性・客観性・透明性を強化することを求めている。そして、CEO がその機能を十分発揮していな

い場合に解任するための手続を確立すべきであるとしている。

(6) 独立社外取締役の有効活用

【原則4-8 独立社外取締役の有効な活用】

独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも二名以上選任すべきである。

また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも三分の一以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

改訂前の原則4-8を追加修正し、改訂原則4-8においては、独立社外取締役の選任を改訂前の「二名以上」の目標を「三分の一以上が必要と考える上場会社は、十分な人数を選任すべきである」としている。

これは、経営により多くの外部の目を入れ、取締役会の多様性を進め、経営の透明性を高める狙いがある。しかし、「三分の一以上」とせず、抑えた表現になっているのは、日本企業の現状から考えて、企業の負担が大きすぎるから、もっと時間をかける必要があるという観点からの配慮によるものとみられる。

(7) ジェンダーや国際性の面を含む多様性の確保

【原則 4-11 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】

取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者が選任されるべきであり、特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が一名以上選任されるべきである。

取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。

改訂前の原則 4-11 を追加修正し、取締役会について、「ジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである」とし、女性や外国人の取締役の登用を促している。取締役会が多様になれば、機関投資家の投資マネーが呼び込みやすくなるとの狙いがある。

しかし、投資家は企業価値向上に貢献してくれる人の選任を求めているのであり、形式主義に陥るのでは意味がない。⁽⁸⁾ 取締役会における女性や外国人の取締役の登用が、企業業績の向上や多様性につながるのかどうか問題である。

(8) 事業ポートフォリオの見直しや設備投資などに関する明確な説明

【原則 5-12 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

改訂前の原則5・2を追加修正し、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するための具体的な経営戦略・経営計画を策定・公表するに当たっては、収益力・資本効率等に関する目標を設定し、資本コストとそれに見合うリターンを意識した経営が行われなければならない。

そのために、経営陣は自社の資本コストを的確に把握し、事業ポートフォリオの見直しなど、経営環境の変化に応じた果断な経営判断を実施し、戦略的・計画的に設備投資・研究開発投資・人材投資等を行っていくことを求めている。さらに、株主に対し、事業配分の見直しや設備投資などの理由を分かりやすく明示する必要があるとしている。

3 小括

二〇一五年のコーポレートガバナンス・コードについては、多くの企業がコードの受入れを表明しているが、日本企業の価値向上は不十分であり、なお経営陣による果断な経営判断が行われていないのではないかなど様々な課題が指摘されている。また、投資家についても、企業との対話の内容が依然として形式的なものにとどまっているとの指摘がある。

スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議においては、二〇一七

年一〇月以降、コーポレートガバナンス改革の進捗状況の検証を行ってきたが、コーポレートガバナンス改革をより実質的なものと深化させていくため、コーポレートガバナンス・コードの改訂を提言することとなった^⑨。

特に、政策保有株式に関しては、改訂で開示すべき事項として、縮減に関する方針や考え方、保有の適否の検証内容、議決権の行使基準などが追加され、明確に縮減を促進するものとなっている。

また、新設された改訂として、企業年金のアセットオーナーに関しては、企業年金の運用に適した人材の登用と運営面における取組みの内容を開示すべきであるとしている。

さらに、取締役会の実効性を強化するものとして、CEOの後継者計画への関与・監督の強化や経営陣への報酬制度がインセンティブとして機能するような決定プロセスの確立と説明を求めている。また、CEOの選解任基準の整備、CEOの選解任プロセスの独立性・客観性・透明性の強化など、決定プロセスの明確化と説明を求めているものが目立つ。

なお、独立社外取締役の選任を現在の「二名以上」の目標を「三分の一以上が必要なら十分な人数を選任すべきである」や、女性や外国人の取締役の登用を「ジェンダーや国際性の面を含む多様性」など、抑えた表現になっている意図を推し測る必要がある。つまり、日本企業の現状から考えて、急激な変更は企業の負担が大きすぎることから、ある程度時間をかけて進める必要があるという判断があったものとみられる。

今回のコーポレートガバナンス・コードの改訂により、企業のコーポレートガバナンス改革が促進され、さらに、取締役会が、より高次元の説明責任を果たし、主体的な取組みをすることにより、企業価値の向上を図ることができ、企業のガバナンスをめぐる課題の改善につながっていくことが期待される。

四 会社法改正による社外取締役の義務化の動向

1 社外取締役の義務化を巡る経緯

企業統治の強化と親子会社法制の見直しを改正の中心とする改正会社法が、二〇一四年六月二〇日に成立し、二〇一五年五月一日から施行された。改正会社法施行後二年を経過した場合において、社会情勢の変化等を勘案し、社外取締役設置の義務化をどうかを見直すものとされていた（改正会社法附則二五条）。

現在、法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会において議論されている社外取締役の義務化については、会社法改正中間試案において、義務化と現状維持の両論併記とされ、今後の議論が焦点となる。

二〇一五年五月一日に施行された会社法において、社外取締役の義務化の是非をめぐってさまざまな議論がされたが、社外取締役を導入しない会社には、株主総会での理由説明を義務付けることにより社外取締役設置の義務化は見送られた。さらに、二〇一八年六月一日から適用された改訂コーポレートガバナンス・コード（原則4-8）において、独立社外取締役の選任を改訂前の「二名以上」の目標を「三分の一以上」とした。

コンプライ・オア・エクスプレイン・ルール（ルールに従いなさい、従わないのなら、その理由を説明しなさい）の採用により、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明することは至難の業であり、実質的には義務化といえるものとなった。現在、上場企業の九〇%以上が社外取締役を導入していることから、あえて会社法を改正する必要性はないとの指摘もある。

2 コーポレートガバナンス・コードと社外取締役

(1) 独立社外取締役の活用

改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するため、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも二名以上選任すべきである。また、会社をとりまく環境を総合的に勘案して、少なくとも三分の一以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきであるとした(原則 4-18)。

また、独立社外取締役は、取締役会における議論に積極的に貢献するとの観点から、独立社外者のみを構成員とする会合を定期的に開催するなど、独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有を図るべきであるとされている(補充原則 4-18①)。さらに、独立社外取締役は、互選により「筆頭独立社外取締役」を決定することなどにより、経営陣との連絡・調整や監査役または監査役会との連携に係る体制整備を図るべきであるとする(補充原則 4-18②)。

欧米においては、上場会社の社外取締役を過半数とする規則が設けられており、海外からの投資を増やすために、日本のコードも欧米の基準に近づけようとするものである。しかし、独立社外取締役の人数については、量より質が問題であり、形式基準によることは弊害となる可能性がある。

さらに、独立社外取締役の複数名設置については、人数と企業の収益性や業績向上および違法行為の防止には因果関係がないことや数の確保の問題があるが、異なる経営経験からの複数の視点を生かせば経営改善につながる可能性もあり、取締役経験者が他社の社外取締役になることにより人材不足は相当程度解消するであろう。

また、社外取締役会議（エグゼクティブセッション）や互選により「筆頭独立社外取締役」を設置することは、責任を明確化するという観点から意味がある。

（２）任意の諮問委員会

コーポレートガバナンス・コードにおいて、上場会社は、会社法が定める会社の機関設計のうち会社の特性に応じて最も適切な形態を採用するに当たり、必要に応じて任意の仕組みを活用することにより、統治機能のさらなる充実に図るべきであるとされている（原則４－１０）。

さらに、上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置することにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきであるとする（補充原則４－１０①）。

つまり、上場会社が指名委員会等設置会社でない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬の決定に当たり、取締役会の決定に対して拘束力はないものの、その決定に当たって諮問を受け、その内容を審議する取締役会の下部機関として、「任意の諮問委員会」を設置し、独立社外取締役の適切な関与・助言を得ることにより、客観性と透明性を確保することを目的とするものである。

さらに、コーポレートガバナンス・コードにおいて、コーポレートガバナンスに関連するさまざまな事項（関連当事者間の取引に関する事項や監査役の指名に関する事項など）をこうした委員会に併せて検討させるなど、会社の実

情に応じた多様な対応を行うことが考えられるとの補足説明がされている。

現在、上場会社「任意の諮問委員会」の設置が急速に普及している。その背景には、コーポレートガバナンス・コードにおいて、独立社外取締役を活用した「任意の諮問委員会」の設置について言及していることが考えられる。しかし、諮問委員会が答申した事項に対する法的な拘束力はなく、諮問委員会を構成する委員を開示する義務もないのでは、コーポレートガバナンス・コードが掲げる公正性・客観性・透明性を確保したものといえるのかどうか疑問である。

コーポレートガバナンス・コードにおいて、社外取締役を活用した任意の諮問委員会の設置は、社外取締役が中心になることが適切であるとする趣旨と考えられるが、社外取締役を中心とした任意の諮問委員会の答申が取締役会においてどれだけ尊重されるかについての制度的担保はない。少なくとも、任意の諮問委員会の委員長に、客観的立場である社外取締役が就任することで制度的強化となるであろう。

3 指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社の社外取締役

指名委員会等設置会社については、社外取締役に取締役の人事および報酬の決定権を委ねる指名委員会および報酬委員会を置くことに対する抵抗感があり、社外取締役が適切な経営判断を下せるのだろうかという疑問があることから、会社数は減少傾向にある。

一方、監査等委員会設置会社には、指名委員会や報酬委員会の設置義務はなく、任意に指名委員会や報酬委員会を置くことはできるが、社外取締役に委員としなくてもよい。さらに、監査役会設置会社は、社外監査役に加えて社外取締役も選任することの負担感があるが、社外監査役を社外取締役に横滑りさせてもよいことから、監査役会設置会

社から監査等委員会設置会社へ移行することは容易であるといわれている。

また、社外取締役である監査委員（指名委員会等設置会社）や監査等委員（監査等委員会設置会社）は、内部統制システムを利用した組織的監査を行うことから、代表取締役等の支配下にある従業員と協力しながら監査を行うことになるがうまく機能するのか、十分な情報が提供されて取締役会での議決権を行使できるのか、など懸念される。

4 監査役（会）設置会社の社外取締役

（1）監査役との連携

コーポレートガバナンス・コードにおいて、監査役会は、会社法によりその半数以上を社外監査役とすることおよび常勤の監査役を置くことの双方が求められていることを踏まえ、その役割・責務を十分に果たすとの観点から、前者に由来する強固な独立性と、後者が保有する高度な情報収集力とを有機的に組み合わせる実効性を高めるべきである。また、監査役または監査役会は、社外取締役が、その独立性に影響を受けることなく情報収集力の強化を図ることができるよう、社外取締役との連携を確保すべきであるとされている（補充原則4-4①）。

確かに、常勤監査役には高い情報収集力があるため、社外取締役では収集できない情報を有することがあり、これを共有することにより社外取締役制度の実効性が高まる。他方、社外取締役は取締役会での議決権を有する。また、監査役には適法性を中心に監査することが期待されているが、社外取締役には幅広い経営全体の監督が期待されている。

しかし、適法性監査の権限を有する監査役と妥当性監査の権限にまで及ぶ社外取締役が連携するといっても、立場の違いがあり、それほど簡単に連携できるものではないように思われる。

(2) 社外監査役との関係

監査役設置会社では監査役は一人以上であればよいが、監査役会設置会社の監査役の人数は三人以上で、そのうちの半数以上は社外監査役でなければならない(会社法三三五条三項)。なお、社外監査役は、監査役就任前一〇年間に会社またはその子会社の取締役、会計参与もしくは執行役または支配人その他の使用人でなかったもの等でなければならない(会社法二条一六号)。

会社の取締役から横すべりのに就任した場合や、使用人から就任した場合には社内出身の監査役であり、社内事情に精通しており的確かつ迅速に調査を行うことができるが、従前からの特殊関係により監査権限を積極的に行使用することが困難になるおそれがある。また、自らが行った業務執行を監査することになるので、その業務執行が違法または著しく不当であった場合でも、客観的な立場から監査することはむずかしい。そこで、取締役の業務執行の監査が社内出身の監査役だけで行われることは適当ではないとの観点から、客観的視点で監査することができる社外監査役を選任することにより、社内出身の監査役と協力して適正な監査を行おうとするのが狙いである。

一方、公開会社である大会社においては、監査役会の設置が義務付けられ、監査役の半数以上は社外監査役であることから、社外取締役の設置を求めることは重複を生じるとも考えられる。社外監査役と社外取締役は、ともに中立的・客観的な視点から監査を行うことを期待されているという点については共通する。しかしながら、社外監査役は、取締役会に出席し、必要があるときは意見を申述する義務を負い、必要に応じて差止請求権を行使できる独任制の機関である。これに対し、社外取締役は、取締役の選解任を含む取締役会における議決権を有し、その権限は効率性監査にも及ぶ。したがって、両者が連携協力してお互いの不備を補うことにより、より強力なガバナンス体制を構築することができるとは。しかし、社外監査役と社外取締役の両方を義務化し二重に「社外の目」を導入することは、重複を

生じさせ、規制としては過剰であることは否めない。

5 社外取締役と取締役会

取締役のダイバーシティ（多様性）を確保するという視点を持つことは重要である。そもそも社外取締役に期待する役割として、取締役会に自社に無い多様な価値観を反映させ、自社の経営課題を踏まえて必要な人材を確保するなど、経営目標とダイバーシティを結びつけて検討する必要がある。女性や外国人の取締役の登用を含む様々な資質や背景を有する人材を組み合わせて社外取締役全体として機能させるために、社外取締役の多様性を確保することは有益な場合がある。

さらに、社外取締役の権限については、社外取締役が属する取締役会の権限が、三つの機関設計によって異なることからそれぞれ異なるものとなる。監査役設置会社の社外取締役を含む取締役会は、業務執行に関する意思決定を行うとともに、取締役の職務の執行を監督する機関である（会社法三六二条二項）。

指名委員会等設置会社の社外取締役を含む取締役会は、業務執行の決定と執行役等の職務の執行を監督する機関であり（会社法四一六条一項（四項））、社外取締役は、指名委員会、監査委員会、報酬委員会の委員を兼務する場合には、その委員会の法定権限に基づいて職務を行う（会社法四〇四条一項（三項））。

監査等委員会設置会社の社外取締役を含む取締役会は、監査役設置会社の取締役会と同様、業務執行に関する意思決定を行うとともに、取締役の職務の執行を監督する機関となるか（会社法三九九条の二三第一項（四項））、それとも、取締役の過半数が社外取締役である場合や取締役会の決議により定款で定めた場合には、重要な業務執行の決定を個々の取締役に委任することができ（会社法三九九条の二三第五項・六項）、指名委員会等設置会社の取締役会と同

様、取締役会の機能は監督が中心となり、監督に当たる取締役が業務執行の決定に関与しなくてもよいことから、業務執行と監督の分離を図ることもできる。

このように、社外取締役は、取締役会の構成員として、その地位は取締役会を基盤とするものであるから、社外取締役の法概念は、三つの機関設計によって異なり多様なものとなる^⑩。

また、社外取締役と取締役会のあり方として、取締役会において、社外取締役も個別の業務執行の決定に関与する度合いが高い場合には、個別の業務執行の決定に関与することによって、経営の監督が実効的にできるという側面もある。他方、あまり関与しすぎると、自ら決定に関与した事項について、監督を十分にできるかという問題が生じる。さらに、個別の業務執行の決定に深く関与することまで社外取締役に期待することはかえって意思決定が非効率になる可能性もある。そのため、個別の業務執行の決定にどの程度関与するかについては、社外取締役の役割と権限とのバランスも踏まえて検討することが必要である。

さらに、社外取締役への情報提供については、情報提供の時期や内容に関して、社外取締役を外部者として情報管理の対象とすべきという認識があると、社外取締役への情報提供の時期を遅らせたり、その内容を制限したりすることになる。このような行為は取締役会における十分な審議を妨げるものであるため、適切なタイミングで社外取締役への情報提供を行う必要がある。

6 社外取締役の役割と権限

社外取締役の役割については、未だに社外取締役自身が十分に理解していない例が多くみられる。会社の経営に最も精通しているのは社内の業務執行者であり、会社の業績を上げるのは社外取締役ではなく経営陣の役割である。

社外取締役に期待される役割は、経営陣に対して、中長期的な企業価値を向上させるための経営になっているのか、社内の論理ではなく合理的な根拠に基づき適切な経営になっているのかなど、経営戦略について説明責任を果たさせることである。

会社法で、社外取締役の役割を明確化することにより、社外取締役が本来の機能を発揮することができているのではないだろうか。さらに、一定の条件を満たしている会社であれば非上場会社でも、社外取締役を設置していない会社には、社外取締役を置くことが相当でない理由の説明義務を課すべきである。

これまで社外取締役が果たすべき機能として、経営全般に対する監督機能と助言機能が期待されていた。しかし、代表取締役社長が他の取締役を選び、監査役を選び、後継者を選び、社外取締役を選んできた。日本企業の独特のやり方であり、社長の眼鏡にかなわないと役員にはなり得ないことから、適正な監督と独立性の確保ができるのか疑わしい。

そこで、社外取締役が本来の機能を発揮するためには、その人数ではなく、人選こそが重要なのであり、適正な監督と独立性を確保するためには、その会社の社長をはじめとする取締役会が推薦した社外取締役ではなく、公的な第三者機関により一定の資格基準（元経営者・弁護士・司法書士・公認会計士・大学の准教授以上の者など）で選任される社外取締役制度の導入を検討することも必要ではないかと考える。

さらに、上場会社の現役の経営者や何社も兼任している著名な弁護士・大学教授などを社外取締役とすることで実効性あるガバナンス体制が構築できるのか疑問である。適任者が少ないことも背景にあると思われるが、多忙もしくは兼務が多い社外取締役では十分機能することは難しくなる。数合わせの名ばかりの社外取締役では意味がないので制限を設ける必要がある。

また、社外取締役を有効に機能させるためには、実際に経営に携わっていた経営経験者は、経営戦略の策定や経営の評価を行う社外取締役の有力な候補者であり、そういった人材が積極的に他社の社外取締役にすることで、社外取締役が有効に活用される。

一方、役員退任後すぐに競合企業に移ることを防ぐために、役員経験者が相談役や顧問として残るケースも目立つ。各企業が経営経験者を会長や相談役・顧問などとして囲い込んでいては、社外取締役に有効に活用することは難しい。経営経験者の流動化が進めば進むほど、社外取締役からもたらされる知見や経営経験が、各企業の経営にプラスに働くのであり、各企業がさらに踏み込んだ対応を取ることが求められる。

しかし、相談役・顧問制度の日本型経営の象徴的な側面として、役員経験者が相談役や顧問として報酬を得ることを前提に、現役時代の役員報酬を低く設定され、報酬の後払いとなっている会社が見られる。このような会社においては、役員経験者が社外取締役として活躍するためには、役員報酬をインセンティブ報酬の導入により引き上げることにより、役員報酬の適正化を図る必要がある。

また、武田薬品工業や三井住友トラストホールディングなど、取締役会議長に社外取締役に据える企業も出てきている。議長は議事運営の権限を有し、社長が議長を務めるより、客観的な立場から議事を運営し経営を監督することができる。しかし、取締役会議長と社長を分離し、社外取締役である議長を有効に機能させるための仕組みが課題となる。そのためにも、取締役会の下部機関もしくは任意の諮問機関である指名委員会は、委員長を社外取締役として、必要なときに社長をはじめとする役員を解任する権限を与え、定期的に役員を評価すべきである。このような体制を構築することにより、取締役会は活発な議論の場となり、情報も共有することができる。当然、社外取締役の責任は重くなるが、その役割を果たし機能することができる。

7 社外取締役義務化の是非

改訂されたコーポレートガバナンス・コード（原則4-8）において、独立社外取締役を少なくとも二名以上選任すべきであり、少なくとも三分の一以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきであるとされた。つまり、社外取締役の選任を「二名以上」の目標から「三分の一以上」に改められた。

これは、海外の大企業は、取締役会の半数以上を社外取締役で占める事例が多く、性別、国籍、年齢など様々な人材を社外取締役とする、取締役会の多様性が進んでいる海外の流れを意識してのことであり、経営の透明性を高め、海外の投資を促す狙いがある。

複数の社外取締役が増加すればアドバイスの質も向上し、内部者の提案に対して異議を唱える場合、一人では孤立し、反対意見は実効性をもたない可能性が高い。では、なぜ過半数としないのか。日本企業の現状からは距離が大きく、従う企業が少なすぎるという判断と、急激に変更するとコストが大きすぎるという判断があったとみられる^①。

また、日本弁護士連合会は、「ここまで社外取締役の普及が進んだ以上、義務化するかどうかについてあまり実益のない議論をする必要はないとの意見もある。しかし、海外諸市場においては社外取締役が広く受け入れられているにも関わらず、日本の上場会社等における社外取締役の位置付けが曖昧であることが、海外投資家等にとって日本の株式市場に対する投資をためらう原因の一つであるといった理解があるところ、日本の上場会社等においては、一律に社外取締役一名の選任が義務付けられているという制度にすることが、海外投資家等にとってもわかりやすい制度、しかも少数株主を含めた全ての株主に共通する株主共同の利益を代弁する立場にある社外取締役が取締役会の中に必

ずいるという安心感のある制度となり、コーポレート・ガバナンスの向上や日本の株式市場に投資を誘致する観点からも、望ましいと考える。結局のところ、社外取締役を義務付けるか否かは、未だ社外取締役を選任していない数%程度の上場会社等の内、あえて社外取締役を置かないことが適切であり、ガバナンスの実効性も確保されていると主張する会社の判断を尊重するか、あるいは、上場会社等においては一律に一名の社外取締役が義務付けられているという分かりやすい制度にするかという選択の問題ということもできる。当連合会としては、社外取締役の存在が取締役会の監督機能を強化するなど、企業のガバナンス向上に資する一方、会社経営において特段の支障がないと考えることから、改めて、上場会社等において、社外取締役一名の選任を義務付けるべきである⁽¹²⁾との意見を表明している。さらに、「法律に義務化を明記すれば、企業の監督役としての社外取締役の役割がより明確になる⁽¹³⁾」との意見がある反面、「社外取締役の義務付けは時期尚早で、現行の法制下で企業経営にどのような影響が生じているかなどの検証が必要だ⁽¹⁴⁾」とする指摘もある。

これらの議論を踏まえ、法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会は、社外取締役設置の義務化についての会社法改正中間試案において義務化と現状維持の両論併記としたが、法制審議会総会において二〇一八年度中に要綱案は採択され、二〇一九年に改正案が国会に提出される見込みである。

8 小 括

会社法を改正し、社外取締役を義務化することにより、コーポレートガバナンスの向上や海外からの投資の誘引および社外取締役の役割や権限の明確化の観点から意義があるとの意見がある。一方、社外取締役設置の義務化は時期尚早であるとする見解もある。

さらに、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールにより、社外取締役を義務化しなくても、上場会社のほとんどの企業で社外取締役を設置している。ただし、社外取締役を設置しても実質的に機能していない形骸化した企業も見受けられる。社外取締役の役割を果たさなければ、社外取締役を設置する意味はない。

そこで、社外取締役の法的位置付けや役割・権限を会社法で規定し、その役割や権限が相当でない会社には、その理由を説明することを義務付ける必要がある。社外取締役に期待する役割や権限を明確にしないまま、漠然と社外取締役を選任したのでは、社外取締役が役に立っているのかどうか、適切に評価することは難しい。

したがって、社外取締役の設置を義務付けるのではなく、従来通り、社外取締役を設置していない会社には、株主総会での社外取締役を置くことが相当でない理由説明を義務付け（会社法三七条の二）、さらに、社外取締役を設置している会社においても、会社法で規定された社外取締役の役割や権限が相当でないときには、その理由を説明することとを義務付けることにより、各会社の事情に応じた、各会社の自主性はある程度確保される。

コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールにより、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明している会社にまで、社外取締役の選任を義務づける必要性はないが、社外取締役制度を実質的に機能させるためには、さらに一歩踏み込んで、社外取締役の役割や権限を明確に規定する必要がある。

五 むすび

日本企業の稼ぐ力を取り戻すためのコーポレートガバナンスの在り方がコーポレートガバナンス・コードにより明確化され、日本版スチュワードシップ・コードにより機関投資家との対話を積極化させることにより、中長期的な企業価値を高め、賃金が上昇し、雇用機会も拡大し、企業が社会的責任を果たし、利益が国民に還元され、経済活動の

好循環が実現し、ひいては、日本経済全体の持続的成長がもたらされることが期待されている。

今回の日本版スチュワードシップ・コードの改訂により、今後、機関投資家と企業の対話の質が変化し、企業のガバナンスをめぐる課題の改善につながっていくことが期待される。また、コーポレートガバナンス・コードの改訂により、コーポレートガバナンス改革をより実質的なものと深化させていくため、取締役会が、果断な経営判断を実施し、さまざまな面で主体的な取組みをすることにより、企業のガバナンスをめぐる多様な課題が改善され、企業価値の向上を図ることができる。

さらに、会社法を改正し、社外取締役を義務付ける必要性はないが、社外取締役の法的位置付けや役割・権限を会社法で明確に規定し、その企業にとって社外取締役の役割や権限が相当でないときには、その理由を説明することを義務付けることにより、社外取締役制度を実質的に機能させることができる。これらの改革により、企業のガバナンスをめぐる課題が改善され、企業のコーポレートガバナンス改革が促進されることが期待される。

注

- (1) スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「『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」（平成二九年五月二九日）一頁、二頁。
- (2) 上田亮子「日本版スチュワードシップ・コードの改訂―機関投資家の役割と実効性の強化―」月刊資本市場三八二号（二〇一七）二九頁。
- (3) 有吉尚哉「スチュワードシップ・コード改訂への実務対応」旬刊商事法務二二四一号（二〇一七）八七頁。
- (4) 藤田 勉「日本版スチュワードシップ・コード改訂で投資先との対話活性化促進」エコノミスト四五〇五号（二〇一七）六八頁。
- (5) パブリックコメント「『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）改訂案に対するご意見の概要及びそれに対する回答」回答14参照。

- (6) 神作裕之「改訂スチュワードシップ・コード」法学教室四四二号(二〇一七)一頁。
- (7) スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議「コーポレートガバナンス・コード」会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために(改訂案)(平成三〇年三月一三日)参照。
- (8) 「企業統治 透明性高く」日本経済新聞二〇一八年(平成三〇年)三月一四日(水)朝刊五面(齊藤太 コメント)。
- (9) スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議「コーポレートガバナンス・コード」改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について(平成三〇年三月二六日)一頁。
- (10) 重田麻紀子「社外取締役の法概念とその責任」法と裁判例の変遷をめぐって」会計・監査ジャーナル七四一号(二〇一七)一一五頁。
- (11) 宮島英昭「独立取締役の複数選任制を読み解く」ビジネス法務一五巻四号(二〇一五)一五頁。
- (12) 日本弁護士連合会「社外取締役の義務付けに関する意見書」二〇一七年(平成二九年)八月二四日五頁。
- (13) 「社外取締役の義務化焦点」日本経済新聞二〇一八年(平成三〇年)一月一六日(火)朝刊五面(小口俊朗 コメント)。
- (14) 「社外取締役の義務化 両論併記」日本経済新聞二〇一八年(平成三〇年)二月一五日(木)朝刊三面(田中亘 コメント)。