

金融審議会 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（案）
～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～

I. はじめに

1990年代後半の金融システム改革以来、我が国においては、銀行のリスクテイクに過度に依存した金融システムから、市場型金融により軸足を移した金融システムへの転換が進められてきた。

このような金融システムの転換を、コーポレート・ガバナンスの観点から捉えると、従来のメインバンクを中心とするガバナンス構造に代わり、市場による規律付けの重要性がこれまで以上に高まったものと捉えることができる。企業の側においては、市場からの監視の下、緊張感のある良質な経営の実現が求められる一方、投資者の側においても、自らに与えられた議決権等を行行使し、企業の経営を適切に監視していくことが求められる。

我が国においては、近年、このような問題意識の下、上場会社等¹のコーポレート・ガバナンス強化に向けて、法制や取引所ルール等の整備が進められ、また、各上場会社等においても、コーポレート・ガバナンス強化に向けて各般の取組みが行われてきた。

しかしながら、現時点でも、上場会社等の不祥事や少数株主等の利益を著しく損なうような資本政策などが後を絶たない。また、上場会社等の経営が会社内部の論理で支配され、外部に対する十分な説明責任が果たされない、あるいは、経営の変革が求められる局面にあっても、対応が遅れがちとなるケースが少なくないとの指摘もある。こうした中で、我が国上場会社等のコーポレート・ガバナンスについては、内外の投資者等から強い懸念が示されており、このことが、日本株全体に対する市場評価を低下させる大きな要因となっているとの指摘がある。

勿論、優れたコーポレート・ガバナンスを実現している企業は少なくなく、また、優れたコーポレート・ガバナンスの実現は、欧米の制度を形式的に模倣することによって達成されるものではない。特に、今回の金融危機発生の過程において、欧米の制度が必ずしも有効に機能しなかったことには十分な留意が必要となる。しかしな

¹ 本報告書において、「上場会社等」の用語は、上場会社のほか、金融商品取引法上の開示会社を含み得る概念として用いている。

がら、このことは、コーポレート・ガバナンスの重要性を否定するものではなく、これらの国でも、コーポレート・ガバナンスの強化に向けて既に取り組みが開始されている²。我が国上場会社等のコーポレート・ガバナンスについては、我が国において真にその実効性が確保できるものであることがまずもって求められようが、同時に、我が国市場が国際化している今日、内外の投資者等の十分な理解を得て国際的なレベルでの信認を確保できるものであることが強く求められる。我が国市場に対する市場参加者の信頼が損なわれることとなれば、我が国の経済全体の成長や国民の豊かさの実現に極めて重大な悪影響を及ぼすこととなりかねない。

当スタディグループでは、昨年10月から 回にわたり審議を行い、上場会社等のコーポレート・ガバナンスのあり方について、幅広い検討を行った。本報告書は、当スタディグループにおける検討結果をとりまとめたものである。今後、関係者においては、本報告書の内容を踏まえ、上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて真剣な取り組みが進められることを期待する。

Ⅱ. 市場における資金調達等をめぐる問題

我が国上場会社等のコーポレート・ガバナンスについて内外の投資者等から強い懸念が表明されている要因には、さまざまなものがあると認められるが、その重要な一つとして、上場会社等が市場において行う資金調達等をめぐって、少数株主等の利益を著しく損なうような事例などが後を絶たないことが挙げられる。上場会社等の資本政策をめぐるガバナンスの強化は喫緊の課題となっている。

なお、この関連で、現在、新興市場をめぐって、多くの企業の株価が公開時に比べ大きく低下し、投資者からの信頼を損なっていること等が指摘され、新興市場の改革に向けた議論が各方面で進められている。市場における資金調達等をめぐる公正性・透明性の確保は、新興市場の信頼の回復という観点からも重要な課題となるものであることを指摘しておきたい。

1. 新株式の発行等

近年、資本市場においては、既存株主の株式の大幅な支配比率の

² 例えば、米国では、本年5月、少数株主が会社に対して、会社が送付する取締役選任議案に自ら指名する候補者を記載させることを可能とするSEC規則案が提案されている。

希釈化や支配権の移動を伴うような大規模な第三者割当増資が行われる例や、割当先が不透明な第三者割当増資が行われる例が頻繁に見られる。

我が国の会社法では、第三者割当増資について、有利発行に該当する場合には、株主総会の特別決議が必要であり、また著しく不公正な発行に該当する場合には、差止請求の対象となっているが、これらの場合に該当しない第三者割当増資については、支配比率の希釈化等の程度に関わらず、株主の直接の関与なく取締役会の決議のみによって行うことが可能となっている³。しかしながら、上場会社等について、企業の判断で株主の権利が大きく希釈化されることや、支配権の所在が経営陣自身によって恣意的に選択されることについては、コーポレート・ガバナンスの観点から、看過できない重大な問題を孕んでいる。この点に関連しては、我が国資本市場の担い手として、個人又は個人を最終受益者とする機関投資家の比重を増大させていくとの観点から、増資について、公募増資の原則を確立すべきであるとの指摘もある。

さらに、発行市場における問題あるファイナンスは、当該ファイナンスに伴うさまざまな株価の動き等に伴い、株価操縦やインサイダー取引、粉飾など、流通市場における公正性・透明性の確保の観点からもしばしば問題を招いているとの指摘がある。

こうした状況の中で、我が国市場の公正性・透明性を確保し、投資者の信頼を確保するため、第三者割当増資について、一層の市場規律の強化が急務となっている。

(1) 第三者割当増資一般についての対応

第三者割当増資をめぐる諸問題に適切に対応していくためには、まず、上場会社等による第三者割当増資一般について、発行会社の経営陣による株主に対する説明責任を一層向上させていくことが重要となる。

このためには、上場会社等が第三者割当増資を行う場合、例えば、資金用途の詳細、割当予定先との資本関係、事業上の契約や取極め、割当予定先による増資予定会社株式の保有状況や保有方針の詳細など、当該増資をめぐる当該上場会社等、割当予定先や両者の関係に

³ 英国、ドイツ、フランスでは、新株の発行は株主割当が原則とされており、株主以外に割り当てる場合は、株主総会の決議が必要とされている。また、米国では、会社法上（デラウェア州などの場合）、我が国同様、取締役会決議で第三者への割当てが可能となっているが、取引所ルールにおいて、一定の割合以上の新株の発行について、株主総会特別決議を求めている。

係る具体的な情報の開示を求めることが適当である。また、当該割当予定先が増資の引受けに当たりどのように資金の手当てを行っているかについて、上場会社等に確認手続の実施を求め、当該確認の方法及びその結果についても、適切な開示を求めることが適当である。法定開示及び取引所ルールにおいて、適切な対応を求めたい。

さらに、有利発行に該当するかどうか明確でない第三者割当増資については、その適法性を担保するため、取引所において、監査役による意見表明を求め、その公表を義務付けることが適当である。

(2) 大幅な支配比率の希釈化や支配権の移動を伴うような大規模な第三者割当増資等への対応

大幅な支配比率の希釈化や支配権の移動を伴うような大規模な第三者割当増資等については、特に、投資者保護の観点から大きな問題を生じ得るものであり、企業再建における利用など少数株主を含む株主の意思や利益に合致し、かつ透明な形で行われる真に止むを得ないと考えられる場合に限り、正当化されるべきものである。

このため、大幅な支配比率の希釈化や支配権の移動を伴うような第三者割当増資等については、取引所において、十分な透明性を確保するとともに、資金調達を第三者割当で行う必要性等について、経営陣から独立した者からの意見聴取や株主総会決議などによる株主意思の確認など適正手続を確保するための措置が講じられるべきであり、また、法定開示においても、これらの情報の開示を求めることが適当である。

また、株主の権利を不当に制限するおそれが強い、特に問題ある事案については、取引所において厳正な審査を行うべきである。同時に問題ある事案については、上場廃止を含め問題の程度に応じた厳正かつ効果的な措置が講じられることが適当であり、このための対応手段の多様化が図られるべきである。

(3) MSCB等の発行に対する対応

近年、MSCB（転換価格修正条項付転換社債型新株予約権付社債）やMSワラント（行使価格修正条項付新株予約権）等を通じて、問題のあるファイナンスが行われている例がしばしば見られる。

MSCB等についても、取締役会決議によって発行が行われているが、支配比率の希釈化や支配権の移動等により、株主の権利を損なうおそれに加えて、所有者に株式への転換・売却のインセンティ

づを与える性質の商品であり、適正な相場形成という流通市場の機能を損ないかねないとの問題点が指摘されている。

M S C B等に関しては、取引所や日本証券業協会において、適切な開示の確保や転換条件の適正化等の観点からルール整備が行われているが、これらのルールは、経済的にM S C Bに類似した取引を十分に規律するものとなっていないとの問題がある。また、M S C B等の発行条件の合理性や発行後の行使状況等に係る開示が不足しているとの問題も指摘されている。

取引所及び日本証券業協会においては、経済的にM S C Bと類似したスキームについても、M S C Bと同様の規制に服するようルール整備を図るとともに、M S C B等の発行条件の合理性や発行後の行使状況等に係る開示の充実を図る等の措置が講じられるべきである。また、法定開示においても、同様の観点を含めM S C B等に係る開示の充実が図られるべきである。

(4) 当局や取引所等における執行面の充実・連携強化等

株主の権利を不当に害し、又は市場の公正性・透明性を害する有価証券の発行を適切なタイミングで発見し、投資者の権利保護を図っていくためには、法定開示及び取引所ルール等の整備を図るとともに、これらのルールを厳正に運用していくことが重要となる。このため、金融庁、証券取引等監視委員会、取引所、日本証券業協会等においては、執行態勢の充実と連携の一層の強化を図るべきである。

この関連では、問題事案への対応に当たって、例えば、風説の流布や相場操縦行為、インサイダー取引の禁止といった、金融商品取引法上の個別の禁止規定の適用のほか、不正の手段、計画又は技巧など不正行為一般の禁止を定める金融商品取引法157条の積極的な活用が重要となる。同条の違反については、現行法上、刑事罰のみが規定されているが、同条を課徴金の対象とすることを含め、同条のより有効な適用を可能とするための方策について、検討が進められることを期待したい。

また、金融商品取引法192条に基づく裁判所による禁止・停止命令については、平成20年の金融商品取引法の改正により、その申立権が金融庁長官から証券取引等監視委員会にも委任されたところであるが、取引所等との連携強化を図っていく中で、こうした手段をどう活用していくことができるかといった点についても、今後検討が深められていくことを期待したい。

2. キャッシュアウト

近時、支配権の移転やMBO等の過程において、例えば、株式併合と新株予約権発行の組み合わせや種類株式の活用その他の方法により、上場会社等の既存株主が強制的にキャッシュアウト（現金を対価として行う少数株主の締め出し）されるケースがある。

キャッシュアウトは、株主としての地位をその自由な意思に反して一方的に奪うものであり、諸外国では、特定の株主による85～95%以上の議決権の取得が義務付けられているが、我が国では、原則3分の2以上の賛成による株主総会特別決議によってキャッシュアウトを行うことができることとされている。

このような状況に照らせば、上場会社等によるキャッシュアウトについては、株主の権利保護の観点から、その合理性及び相当性について十分に慎重な検討が行われる必要があり、また、キャッシュアウトの対象となり得る株主に事前に適切な開示が行われる必要がある。

このため、取引所においては、上場会社によるキャッシュアウトの事例について、株主の権利の不当な制限の有無を厳正に審査し、合理的な理由なく多くの株主の地位を奪うなど問題がある場合には、厳正な措置が講じられるべきである。あわせて、上場会社等について、第三者割当増資などの後におけるキャッシュアウトの予定の有無等については、その具体的内容とともに、適切な開示が義務付けられるべきであり、法定開示等の整備を求めたい。

なお、キャッシュアウトに関連して、株式併合が行われる場合に、会社法上、株主に交付される代金の多寡を争う手続が存在しないことが指摘されており、法制面での検討を期待したい。

3. グループ化

我が国で持株会社が解禁された1997年以降、持株会社等を用いた企業のグループ化が進展し、グループの中核会社が持株会社の完全子会社となる例も見られている。

このようにグループ化された企業構造の下では、現状において、子会社が行う重要な行為について、親会社の株主による監督権限が十分でなく、親会社株主に対する子会社の経営陣による説明も十分に果たされていない等の問題点が指摘されている。

取引所が掲げている上場会社に係るコーポレート・ガバナンスの原則は、親会社単体だけではなく企業集団全体において実現される

ことが重要であり、取引所においては、そのコーポレート・ガバナンス原則において、その旨の明確化を図ることが適当である。同時に、取引所においては、親会社の経営に重要な影響を与える子会社が行う経営上の重要な行為やその経営状況に関して、当該子会社の経営陣の見解が、親会社の見解とあわせて、親会社の株主に対して適切に開示されるよう求めることが適当である。

なお、上記のような取引所ルール等による対応に加えて、グループ化が進展する状況に照らせば、企業集団におけるコーポレート・ガバナンスの徹底を図る観点から、いわゆる企業集団法制の整備が重要であり、法制面での検討を期待したい。

4. 子会社上場

現在、上場会社のうち、親会社が存在する企業が相当数存在する状況にある。

親会社が存在する企業の上場については、たとえ少数株主権であっても子会社の流通株式を取引したいとのニーズが投資者に存在すること、親会社によるガバナンスが投資者から評価されている場合もあること等の理由から、そのこと自体を否定することは適切でないとの指摘がある。

しかしながら、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、親会社による上場子会社の経営の支配等を通じて、上場子会社の株主保護が十分に図られないおそれがあり、必ずしも望ましい上場政策とは言えないとの指摘もある。

こうした問題を勘案すると、これらの上場については、今後、そのあり方が真剣に検討されるべきであると考えられるが、少なくとも利益相反関係や親会社による支配の弊害を解消し、少数株主の権利を保護するための十分な措置が講じられる必要がある。

このため、仮に、今後も子会社の上場が認められていくのであれば、取引所においては、子会社の上場に当たって、親会社や兄弟会社などの出身でない、少数株主の利益を十分に配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、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あるルールの整備が検討されるべきである。

5. 株式の持合い

株式の持合いは、1990年代以降減少傾向にあったが、最近になって再び増加傾向にある。株式の持合いについては、資本や議決権の空洞化を招き、株主によるガバナンス機能を形骸化させる等の問題点が指摘されている。また、上場会社等の間での持合いは、株式の保有を通じて、例えば、市況変動が上場会社等の財務内容に影響を与え、又は、従来、財務諸表等で捉えられてきた契約や支配関係では表れないようなビジネス上の関係となり、上場会社等の経営に影響を及ぼし得るものであることから、その状況は、投資者の投資判断に際して重要な情報である。

こうした中で、既に一部の会社においては、持合いの状況についての自主的な開示が行われているところであり、このような開示の一層の促進を図ることが適当である。将来的には、相互に又は多角的に明示・黙示の合意のもとで、株式を持ち合っているような一定の持合い状況の開示について、制度化に向けた検討が深められるべきである。

なお、この関連では、銀行等の保有株式や銀行等と事業会社の間での持合い株式について、銀行の経営の健全性を確保し、過度の信用収縮を防止する観点から、平成24年3月末までの時限の措置として、銀行等保有株式取得機構による株式等の取得が再開されているところであり、持合いの解消を進め、株主によるガバナンス機能の強化を図っていく観点からも、その積極的な活用が望まれる。また、同制度の活用等を通じて株式の保有構造の転換を円滑に進めていくためには、一方で、その受け皿となる個人や個人を最終受益者とする機関投資家による投資の促進が重要であり、当スタディグループが既に提言⁴した、個人の資産形成促進スキームの導入を含め、このための一層の環境整備が進められるべきである。

Ⅲ. ガバナンス機構をめぐる問題

我が国の上場会社等のコーポレート・ガバナンスのあり方を考える上で、取締役や監査役等のガバナンス機構のあり方は極めて重要な要素の一つであり、内外の投資者等からも強い関心が寄せられている。

また、前章では、第三者割当増資をはじめとする資金調達等の問題を取り上げたが、これらの企業の行為に係る決定について、株主総会と取締役との権限分担をどのようにしていくべきかを考えていく上

⁴ 当スタディグループの平成19年6月13日の中間論点整理。

でも、取締役会が株主から十分な信認を得ているかどうかは重要な考慮要素となろう。

ガバナンス機構のあり方については、近年、例えば、監査役設置会社制度に加えて委員会設置会社制度が導入されたほか、監査役設置会社についても、大会社や上場会社では、3人以上の監査役から成り、その半数以上が社外監査役とされる監査役会の設置が義務付けられるなど、法制や取引所ルール等により各般の措置が講じられてきている。しかしながら、とりわけ投資者の側からは、ガバナンス機構について更なる改善を求める声がなお強く存在する。また、ガバナンス機構の構造は当該企業における経営権の正統性を保障するものであり、それが株主その他のステークホルダーから信認され得るものであるかどうかについては、企業や経営の側においてもより真剣な検討が行われるべきであるとの指摘もある。

我が国上場会社等において良質な経営を実現するとともに、投資者の信頼を確保していくとの観点から、我が国上場会社等における今後のガバナンス機構のあり方については、本スタディグループにおいて、突っ込んだ議論が行われた⁵。

1. 取締役会のあり方

従来の監査役設置会社制度に加えて導入された委員会設置会社制度の下においては、取締役会の業務執行権限が執行役に大幅に委任され、取締役会は業務の監督機関として、高い監督機能の発揮が期待される。また、取締役会に設置される、指名委員会・報酬委員会・監査委員会の各委員会については、それを構成する取締役の過半数が社外取締役でなければならないとされており、相当程度の社外性が担保されている。さらに、委員会設置会社制度の下で監査を行う監査委員会は、取締役会に設置されていることから、違法性の監査に加えて妥当性の監査にも幅広い権限が及ぶこととなる。

このような委員会設置会社制度は、取締役会の監督機能の強化という観点から、内外の投資者等には一つの分かりやすいコーポレート・

⁵ 審議に当たっては、以下のゲストから意見の開陳等をいただき、参考とさせていただいた。

在日米国商工会議所 チャールズ・レイク 会長
日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム 大楠 泰治 事務局長
日本公認会計士協会 友永 道子 副会長
日本監査役協会有識者懇談会 伊藤 進一郎 副座長
株式会社東京証券取引所グループ 齊藤 惇 取締役兼代表執行役社長
帝人株式会社 長島 徹 取締役会長
住友信託銀行証券代行部 I Rグループ 小森 博司 グループ長

ガバナンスの枠組みであると考えられる。しかしながら、東京証券取引所の上場会社のうち委員会設置会社の形態をとる企業は全体の2.3%（2008年8月現在）にとどまり、近い将来に委員会設置会社化を選択することは、多くの上場会社等にとって、現実的なこととは考えにくい状況にある。

次に、現状、上場会社の大宗を占める監査役設置会社における取締役会の監督機能の強化に関しては、内外の投資者等からは、取締役会の例えば3分の1ないし2分の1以上を（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。社外取締役をめぐっては、当該企業の経営に必ずしも通暁していない者を取締役として選任することには疑問があるとの指摘もあるが、平時における経営者の説明責任の確保、有事における社外の視点を入れた判断の担保や経営者の暴走等の防止・安全弁といった役割が期待され、監督機能の強化の観点からその有効性が指摘されている。

しかしながら、こうした社外取締役を中心とした取締役会の設置を上場会社等一般に求めることは、会社法制等で設置が義務付けられている監査役会と重複を生じることが考えられ、我が国法制等と必ずしも整合的でない面がある。

我が国の会社法制においては、監査役設置会社について、取締役の職務執行に対する監督機関として、監査役の制度が導入されている。特に大会社や上場会社においては、前述のとおり、3人以上の監査役から成る監査役会の設置が義務付けられ、これらの監査役の半数以上は社外監査役であることが求められている。

しかしながら、監査役は、取締役会に出席はするものの、役員の選任などを含め取締役会における議決権を有しないことや、監査役の監査が原則として適法性の監査にとどまることから、その権限の限界についての指摘がある。また、監査役監査を支えるに十分な人材・体制の確保が行われず、現実には、監査役制度に係る累次の見直しにも関わらず、多くのケースにおいて、監査役監査は十分にその機能を果たしていないのではないかと指摘もある。

一方で、近年、上場会社等における内部監査や内部統制の役割が重視され、そのための体制の整備が図られてきているが、これらの業務・体制は、内部監査・内部統制を担当する取締役により統括され、監査役会に直接、服属するものではない。

こうした中で、我が国のいくつかの上場会社等においては、独立性の高い社外取締役を1名ないし複数選任した上で、監査役会や内部監

査・内部統制担当役員等との連携を図っていく形で、ガバナンス機構の面で先進的な取組みを実践している例が見られる。このようなガバナンス体制は、監査役の機能を有効に活用しながら、監査役に係る権限・体制面での不備をも補い、経営に対する監督機能の強化を可能とするものと考えられ、我が国の法制等との整合性を保ちつつ実現可能な、国際的にも通用し得る一つの望ましいモデルとなり得るのではないかと考えられる。

勿論、コーポレート・ガバナンスのあるべき姿は、個々の企業の成り立ちや規模、業務の内容等により多様であり、一律に論じることには困難な面があるにせよ、上記の考え方に立った場合、東京証券取引所の上場会社のうち55%の会社が社外取締役を一人も選任していないとの現状とは相当の乖離があり、改善に向けて努力の余地があると言わざるを得ない。

取引所においては、上記の考え方に沿って、多くの上場会社にとって、株主・投資者等からの信認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を提示し、それを踏まえて、上場会社に対しては、それぞれのガバナンス体制の内容とその体制を選択する理由について十分な開示を求めるといった対応がとられるべきである。また、法定開示におけるコーポレート・ガバナンスの状況の開示の内容等についても、本章2.以下の事項とあわせ、必要があれば、その見直しが行われるべきである。

2. 監査役の機能強化

監査役は、取締役の職務執行の監査を行う機関であり、これまでも累次の商法改正等により、その監督機能の強化が図られてきた。

しかしながら、監査役については、監査の実効性が不足している、社外監査役の独立性が低い、財務・会計に関する専門的知見が不足しているケースがあるといった指摘がなされており、現状、必ずしも株主・投資者の期待に応えることのできる存在とはなっていない。

このため、上場会社等においては、監査役の機能強化の観点から、
監査役監査を支える人材・体制の確保（このための内部監査・内部統制部門との連携）

独立性の高い社外監査役の選任

財務・会計に関する知見を有する監査役の選任

等の措置が講じられていくことが望まれるところであり、取引所においては、上場会社によるこれらの取組みの促進を図るべく、これらを望ましい事項と位置づけるとともに、各上場会社の取組み状況

についての開示の枠組み等を整備していくことが適当である。

3. 社外取締役・監査役の独立性

会社法上、社外取締役・監査役については、例えば、その会社や子会社の出身者等を選任することはできないこととされているが、親会社や兄弟会社、大株主企業、主要取引先の出身者等を選任することは可能とされている。しかしながら、上場会社等において、これらの者を社外取締役・監査役に選任した場合、独立した立場からの監督という趣旨は十分に満たされない懸念がある。

親会社や兄弟会社などの出身者の取扱いについては、親会社が存在する企業の上場に係る問題であり、取引所においては、前章の「4. 子会社上場」の箇所ですべて述べたとおり、これらの上場のあり方や少数株主の利益保護策等について、早急な検討が進められるべきである。

また、大株主企業、主要取引先などの出身者についても、独立した立場とは言い難いケースがあり得ると考えられるが、こうした者をすべて、形式基準で一律に除外することは、監督機関に同時に求められる実効性や専門性等の要素を考慮すると必ずしも適当でないとの指摘もある。したがって、取引所においては、現在、社外取締役・監査役について、会社との関係に係る一定の開示を求めているところであるが、この点についてより具体的な内容の開示を求めるとともに、当該者の独立性に関する会社の考え方についても適切な開示を求めることが適当である。

4. 監査人の選任議案・報酬の決定権

会計監査人の選任議案や監査報酬の決定は、会社法上、監査役設置会社においては、取締役会の権限とされており、これらに関する監査役との関与は同意権によるものとされている。また、委員会設置会社においては、選任議案の決定は監査委員会の権限とされているが、監査報酬の決定についての監査委員会の関与は、同意権によるものとされている。

このように、監査人が監査の対象である被監査会社の経営者との間で監査契約を締結し、監査報酬が被監査会社の経営者から監査人に対して支払われる、という仕組みには、「インセンティブのねじれ」が存在しており、これをどのように克服していくかが重要な課題となる。

この点については、インセンティブのねじれを解消し、財務情報

の適正性の確保及び監査人と監査役との連携を強化する観点から、監査人の選任議案・報酬の決定権を監査役の権限とする（委員会設置会社については報酬の決定権を監査委員会の権限とする）ことが提言され、関係当局における早急かつ真剣な検討が求められてきた⁶。この際、実務の状況を踏まえつつ、検討の促進を求めたい。

5. 役員報酬の開示

役員報酬については、会社法において役員類型ごとの総額を株主に対して開示することが義務付けられているほか、金融商品取引法令においても、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の中で、「役員報酬の内容」が開示事項として例示され、ほとんどの開示会社は開示している。

しかしながら、金融商品取引法令上の開示については、必ずしも開示が明確に義務付けられておらず、任意で記載する場合でも、その記載方法が法令上明確に規定されていないため、多くの場合、報酬の種類別内訳や役員報酬の決定方針について開示されていない。役員報酬については、経営者のインセンティブ構造等の観点から株主や投資者にとって重要な情報であると考えられ、また、非常に高額な報酬やストックオプションが経営者の経営姿勢を過度に短期的なものとするおそれなどの指摘もある。したがって、役員報酬の決定方針が定められている場合にはその開示を求めていくとともにストックオプションなども含めた報酬の種類別内訳についても開示を求めるなど報酬の開示の充実が図られるべきである。

IV. 投資者による議決権行使等をめぐる問題

市場を通じて上場会社等のガバナンスを向上させていくためには、企業サイドの取組みとあわせて、株主・投資者が自らの行動を通じて的確な経営監視を行っていくことが重要であり、このことは、株主・投資者の責務でもある。

特に、本報告書では、これまで、市場における資金調達等やガバナンス機構に関して、開示という手段を有効に用いることにより、市場による監視の下で上場会社等のコーポレート・ガバナンスの向

⁶ 金融審議会公認会計士制度部会報告「公認会計士・監査法人制度の充実・強化について」（平成18年12月22日）。また、公認会計士法等の一部を改正する法律案に対する附帯決議（平成19年6月8日衆議院財務金融委員会、平成19年6月15日参議院財政金融委員会）においても、「監査人の選任決議案の決定権や監査報酬の決定権限を監査役に付与する措置についても、引き続き真剣な検討を行い、早急に結論を得るよう努めること。」とされている。

上を図っていくことを数々、提言している。こうした方策が適切に機能していくかどうかは、株主・投資者の行動如何にかかっていると言って過言でない。

なお、企業は、株主・投資者のみではなく、他の多くのステークホルダーに対して責任を負っている。株主・投資者を偏重することが適切でないことは勿論であるが、多くのケースにおいて、株主・投資者と他のステークホルダーとの間で深刻な相克が生じているものではない。また現実には、上場会社等に対するガバナンスの姿として、株主・投資者によるガバナンス以上のものが見出されているのではなく、株主・投資者によるガバナンスの意義は否定されるべきでない。

1. 的確な企業評価に基づく投資

上場会社等のガバナンス向上のための株主・投資者による行動としては、まず、「パフォーマンスが悪い株式は売却する」とのメカニズムを通じて、上場会社等に対するコーポレート・ガバナンスの改善を図っていくことが挙げられる。このためには、的確な企業評価に基づく投資行動が重要であり、これを可能とする環境整備として、適時かつ公平・公正な情報提供を含めたディスクロージャーの充実、アナリスト機能の充実、市場における価格発見機能の確保等に向けた取組みが一層推進されるべきである。

2. 議決権の行使を通じたガバナンスの発揮

(1) 受託者責任⁷に基づく適切な議決権行使の徹底

上場会社等に対するガバナンスが的確に発揮されていくためには、株主・投資者が議決権の行使を通じて、上場会社等の行動を適切に規律していくことが重要である。

特に近年、投資者の機関化が進み、年金や、これらの資産を運用する運用機関の市場における影響力が大きくなっている。機関投資家は、その背後にある多数の一般の契約者や加入者に対して受託者

⁷ 当スタディグループの平成19年6月13日の中間論点整理におけると同様、ここでは、「受託者」という用語を、我が国で一般的に使用されている信託契約におけるtrusteeを指すものではなく、英米におけるfiduciary、すなわち他者の信認を得て一定範囲の任務を遂行すべき者を指す幅広い概念として用いており、fiduciary(受託者)が負うさまざまな責任を総称してfiduciary duty(受託者責任)として広く捉えている。なお、fiduciary dutyの具体的な内容としては、説明義務、忠実義務(利益相反防止義務)、善管注意義務等が挙げられる。

責任を負っており、議決権行使は、機関投資家の受託者責任の重要な要素を構成するものである。この点についての一層の明確化を通じて、機関投資家による適切な議決権行使の徹底を図っていくことが重要である。

なお、この関連で、我が国においても、年金に関する受託者責任等を規定する米国のエリサ法⁸のような法制を整備するとともに、議決権行使等の位置づけについても明確化を図っていくことが考えられるところであり、関係者における検討を期待したい。

(2) 議決権行使に関するガイドラインの作成及び公表

市場における監視の下で議決権が的確に行使されていくためには、機関投資家においてその判断の際の基準となるガイドラインを適切に作成し、これを公表していくことが重要である。

機関投資家の議決権行使ガイドラインについては、既に業界ルール等によってその作成が求められ、これに基づき、各社でガイドラインの作成が行われているのが一般的であるが、この議決権行使ガイドラインの公表までを業界ルール等で求めているのはなお一部の例にとどまっている。ガイドラインの作成についてその内容の更なる充実を図っていくとともに、ガイドラインの公表についても業界ルール等によるルール化が進められるべきである。

(3) 議決権行使結果の公表

機関投資家がガイドラインの公表に加えて、実際の議決権行使結果を公表することには、機関投資家が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高めるとの効果が期待される。

我が国では、現状、いくつかの機関投資家において議決権行使結果を整理・集計の上、公表している例が見られるが、その数は少数にとどまっている。今後、各機関投資家においては、議決権行使を通じたガバナンスの一層の向上を図る観点から、議決権行使結果を整理・集計の上、公表することについて、業界ルール等の整備が進められるべきである。

なお、米国では、2003年以降、SEC規則で投資会社に対して、個別議案ごとの議決権行使結果の公表が義務付けられている。

⁸ 米国において1974年に制定された、企業年金制度や福利厚生制度の設計や運営を統一的に規定するEmployee Retirement Income Security Act（従業員退職所得保障法）。加入者及び受給権者に対する年金基金や受託機関等の受託者責任を規定。

しかしながら、我が国において同様のルール化を図ることについては、発行会社や各種外部団体等から投資会社等に対して、議決権行使に関する圧力がかかるリスクが増大し、議決権行使の自由がかえって阻害されるおそれがある等の懸念が示されており、なお幅広い観点から検討される必要がある。

(4) 上場会社等による株主総会議案の議決結果の公表

現在、上場会社等の大半は、株主総会議案の議決結果について、可決か否決かのみを開示するにとどまり、賛否の票数は開示されていない。この点について、賛否の票数が開示されることは、株主の意思が明確化され、市場を通じた経営陣への牽制効果も期待できると考えられる。

したがって、株主に対する説明責任を果たすという観点から、上場会社等においては、各議案の議決結果について、単に可決か否決かだけでなく、賛否の票数まで公表することが適当であり、法定開示及び取引所ルールにより、ルール化が進められるべきである。

この点に関しては、株主総会当日の行使分の集計に伴う実務負担等を理由に開示に消極的な意見があるが、議決権の大半は株主総会前日までに行使されているところであり、総会前日までに把握した賛否の票数についての開示を求めることでも十分に意義ある開示になり得るものと考えられる。

(5) 議決権行使に係る環境整備

取引所では、従来から企業行動規範等において、上場会社に係る株主の議決権行使を容易にするための環境整備が図られてきている。しかしながら、内外の投資者等からは、株主総会開催日の分散化、招集通知の早期発送、招集通知の取引所ホームページへの掲載、総会議案に係る説明の充実、英訳等の促進など、なお議決権行使環境に関する強い改善要望が寄せられている。関係者においては、議決権行使に関する一層の環境整備に向けて、取組みを強化していく必要がある。

(6) 議決権電子行使プラットフォームの利用促進

I T技術等が進展する中、電子的な方法による議決権行使を可能とする環境を整備することが一層重要となってきた。しかしな

がら、議決権電子行使プラットフォームへの上場会社の参加は、現在、上場会社全体の1割程度という低率にとどまっている。こうした中で、機関投資家等からは、議案の十分な検討期間等が確保されるべく、議決権電子行使プラットフォームの上場会社による利用促進につき、強い要望がある。取引所においては、上場会社による議決権電子行使プラットフォームの利用促進に向け、例えば、一定の上場会社に対する利用義務化の検討などを含め、積極的な取り組みが求められる。

なお、今後、上場会社による議決権電子行使プラットフォームの利用が促進されていくに伴い、機関投資家等の側においても、議決権電子行使プラットフォームへの参加が上場会社の事務コストの削減等に有効につながっていくよう、議決権電子行使プラットフォームの積極的な利用が求められる。

(7) 有価証券報告書・内部統制報告書の株主総会への提出

株主・投資者に対する経営者の説明責任の徹底の観点から、金融商品取引法上の有価証券報告書・内部統制報告書を株主総会への報告事項にすべきであるとの指摘がある。

この点については、現行の金融商品取引法令で、有価証券報告書の添付書類として株主総会に報告した計算書類及び事業報告が求められており、この規定の存在が制約となり得るとの指摘がある。金融商品取引法令の規定について、所要の手当てが講じられるべきである。

3. 株主・投資者による経営との対話の充実

株主・投資者においては、株式売買や議決権行使を通じた経営監視にとどまらず、これらを背景に、日常から、経営者との対話の中で、経営についての建設的な議論を充実させていくことが重要となる。

このことは、上場会社等の経営トップが、自らの経営方針等について株主・投資者の言語で的確に説明し、株主・投資者とのコミュニケーションの充実を図っていくという環境の醸成に資するものである。また、このような環境が整備されれば、例えば企業買収等の局面においても、感情的な対応を避け、経営者が自らの経営方針等を株主・投資者に明確に説明していくとの対応が促進されることが期待できる。

我が国企業のガバナンスを向上させていくためには、経営に対して建設的にものを言う投資者の厚みをいかに確保していくかが重要であり、このような観点から、関係者の一層の取組みが期待される。

上場会社等のコーポレート・ガバナンスに係る規律付けの手法

上場会社等においては、市場を通じて不特定多数の投資者から資金調達を行う存在として、一般の会社以上に高度な水準のコーポレート・ガバナンスの発揮が求められる。こうした観点から、上場会社等のコーポレート・ガバナンスを特に規律付けする公開会社法制の構想が近年、有力に唱えられている。

中長期的に市場型金融により軸足を移した金融システムへの転換が進められる中で、上場会社等による株式会社制度の適正な利用を確保し、資本市場の機能の十全な発揮を図っていくことは極めて重要な課題である。また、このことは、資本市場の主役が本来、究極的な投資者である個人＝市民であるとすれば、株式会社制度の濫用等から市民社会を守るという面でも重要な意義を持つものであると捉えることができる。

一方で、我が国の法制は、現に、会社に関する私法的な権利義務関係を規律する民事法である会社法と市場ルールの観点から市場の参加者等を規律する金融商品取引法との適切な組み合わせの中で、株主・投資者の保護を図ってきたところであり、こうした構想に基づいて、現在直ちに、例えば、「公開会社法」といった法律を整備するという点については、なお克服すべき課題があるとの指摘があろう。

特に、民事法である会社法と市場ルールの観点から規律する金融商品取引法とでは、その適用範囲や効果、さらにはエンフォースメントの手法が大きく異なることから、どの手法による規律付けが最も効果的かという点については、このような観点から、問題に応じて冷静な吟味が必要になることに留意する必要がある。

したがって、上場会社等のコーポレート・ガバナンスをめぐる法制のあり方については、引き続き幅広く検討を行っていく必要があるが、同時に現在、会社法制による規律と金融商品取引法制等による規律との間には、必ずしもうまくかみ合っていない部分があり、結果として、規律の重複やすき間を生む結果となっているのではないかと指摘もある。さまざまな分野における両者の規律の整合性を丹念に分析・検討し、過不足のない株主・投資者保護を地道に図っていく努力は、今後も重ねられていく必要があるだろう。

本スタディグループでは、上場会社等のコーポレート・ガバナンスに関して、取引所ルールによる規律付けの役割についても突っ込んだ議論が行われた。

この点については、時として、こうした会社法制の根幹に関わる事項について、取引所ルールで規律を加えるのは適切でないとの議論が行われることがあるが、市場運営の適正を確保するという取引所本来の役割を果たすため、取引所がそのルールによって、会社法制との整合性を保ちつつ、適切な規律付けを行うことは極めて重要なことであり、かつ取引所の使命でもある⁹。また、市場を自ら開設し、市場に最も近いところにいる取引所が規律付けを行うことにより、機動的できめ細かなルールの整備と、日常の上場管理等を通じた実効的なルールの執行が可能になるとも考えられる。

なお、取引所ルールについては、従来、法の補完ということが強調された結果、その内容面においても法令と比べ劣ってよいものと受け止められがちであったのではないかと指摘がある。本来、取引所ルールについては、上場会社を念頭に、特に質の高い規律付けが求められることを指摘しておきたい。

さらに、従来、取引所ルールは、基本的に上場会社と市場仲介者を規律するものとされ、市場参加者である投資者自身を直接、規律することは行われてこなかった。しかしながら、例えば、企業買収等をめぐる適正の確保や、本報告書で取り上げた投資者による適切な議決権行使の確保の要請等の例にかんがみれば、今後、取引所が市場開設者として、市場参加者である投資者を直接、規律していくことが適切なケースも想定される。取引所による規律付けのあり方については、今後とも、関係者において、幅広い検討が求められる。

VI. おわりに

我が国においては、これまで、「貯蓄から投資へ」のスローガンの下に、市場型金融により軸足を移した金融システムへの転換が進められてきた。今般の金融危機に伴う市場の収縮の中で、一時的に従来型の間接金融の重要性が高まる局面が見られるとしても、中長期的に、このような金融システムの転換の意義は見失われてはならない。

⁹ 金融商品取引法上、取引所は、取引所金融商品市場における有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正にし、投資者を保護するため、証券会社や上場会社を適切に規制することが義務付けられており、上場会社に対して適切な規律付けを行い、高い水準のコーポレート・ガバナンスを確保することは、取引所の業務の重要な部分を占めるものであると解される。

しかるに、従来型の間接金融のウェイトは未だ極めて高水準で、多くの企業にとって、資本市場が真に資金調達の間となつていゝるとは言い難い現状にある。我が国の企業の側において、必ずしも投資者に目を向けた行動が十分にとられてこなかつたとされる背景には、このような事情もあると考えられる。

今後、資本市場が企業にとって真の資金調達の間となつていけば、企業は、おのずから株主・投資者に目を向けていくことになり、コーポレート・ガバナンスは強化されていくこととなろう。他方で、良好なコーポレート・ガバナンスが確保されていかなければ、資本市場に対する投資者の信頼は向上せず、「貯蓄から投資へ」の進展も期待できない。

このように、「貯蓄から投資へ」の流れと「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化」は密接不可分の関係を有するものであり、これら2つに向けた取組みは、今後も車の両輪として、強力に進められていく必要があることが肝に銘じられるべきである。