



金融センター白書

日本の金融・資本市場の国際競争力を強化するための戦略ロードマップ

在日米国商工会議所

金融センター白書

日本の金融・資本市場の国際競争力を強化するための戦略ロードマップ

目次

はじめに—会頭からのメッセージ.....	1
第1章：金融センターとしての東京の国際競争力を向上させるための包括的枠組み	3
A. 金融センター基本法	3
B. 金融センター特区.....	3
C. 工程表	3
D. グローバル・ベンチマークと比較した日本の金融市場の競争力.....	4
E. 個別領域における提案の要旨.....	5
1. 規制環境.....	5
2. 資本市場および東京証券取引所（東証）の役割.....	5
3. コーポレートガバナンスと株主の権利	6
4. 金融商品・流通におけるイノベーションの促進.....	6
5. 税制改革.....	7
6. 人的資源.....	7
7. 東京の国際的なアクセシビリティおよび、住環境・インフラの改善	8
8. プロモーション.....	8
第2章：マクロ経済的背景と日本が直面する課題	10
A. グローバル化と中国・インドの台頭が日本に与える影響.....	10
B. 日本の構造的な課題と骨太の方針2007	11
C. 国内経済の成長と競争力を推進する上で金融・資本市場が果たす役割.....	12
第3章：規制環境	14
A. 日本の規制環境の発展における重要な転換期	14
B. 規制環境と国際競争	15
C. 提言	16
1. プリンシプル・ベースのアプローチを採用すべき	16
2. コスト・ベネフィット分析と高度な規制評価手法を適用すべき	17
3. プロ向け市場と一般消費者向け市場を区別すべき	17

目次

4.	透明性と予測可能性を促進すべき	18
5.	規制に一貫性を持たせるべき	19
6.	投資顧問業と証券業を分断している現行のファイアーウォール規制を見直す べき	20
7.	金融商品取引委員会(仮称)を設立すべき	21
8.	自主規制機関(SRO)のあり方を見直すべき	22
9.	保険契約者保護機構(保護機構)を改革すべき	23
10.	送金サービス業界の規制体系を見直すべき	23
11.	規模と質の両面で人的資源を拡充すべき	24
12.	予測可能で整合的かつ測定可能な行政実施方針を確立して企業コンプライア ンスを促進すべき	24
13.	与信業者間競争を促進するように担保法制を改正すべき	26
14.	国際協調を促進すべき	26
第4章:資本市場および東京証券取引所の役割		27
A.	取引市場のグローバル化	27
B.	日本の証券取引所の現状	32
C.	東京証券取引所の対応	35
D.	提言	37
1.	日本の取引所の活性化を重要課題とすべき	37
2.	日本の取引所業界の構造を市場に立脚した形にすべき	38
3.	東証の国際的な影響力を高めるべき	38
4.	外国企業の上場環境の改善を継続すべき	38
5.	その他の提言	38
第5章:コーポレートガバナンスと株主の権利		40
A.	コーポレートガバナンスと株主の権利の重要性	40
B.	日本のコーポレートガバナンスの改善	41
C.	国際社会が指摘する日本のコーポレートガバナンスの課題	42
D.	取締役会の重要な役割	42
E.	企業買収と株主の権利	43

F.	提言	45
1.	公開会社法(仮称)	45
2.	取締役会	45
3.	企業買収	46
4.	ディスクロージャー	46
5.	株主総会と議決権行使	46
第6章	金融商品・流通チャネルにおけるイノベーションの促進	48
A.	金融商品におけるイノベーション:提言	48
B.	流通におけるイノベーション:提言	49
C.	提言:共通プラットフォームによるイノベーション:提言	50
第7章	税制改革	52
A.	グローバル金融センターに不可欠な競争力のある税制	52
B.	提言	54
第8章	人的資源	56
A.	金融サービス分野における専門的人材の確保のしやすさが不可欠	56
B.	東京の人的資源に関する課題とACCJの提言	56
1.	教育	57
2.	労働力の流動性	60
3.	移民政策	62
第9章	東京におけるインフラストラクチャと海外アクセスの利便性	64
A.	重要な競争要因であるインフラと海外アクセスの利便性	64
B.	空港とのアクセス利便性	65
C.	ビジネスジェット	68
D.	クオリティ・オブ・ライフ(生活の質)	69
1.	インターナショナルスクール	69
2.	医療サービス	69
3.	治安およびその他のクオリティ・オブ・ライフ関連要素	70
4.	提言:クオリティ・オブ・ライフ	70

目次

第10章: 金融センターとしての東京のプロモーション	72
A. 日本についての情報発信	72
B. 提言	72
注釈	74

はじめに－会頭からのメッセージ

競争力のある金融・資本市場は、効率的な資本配分、雇用の創出、新しいベンチャーや対日直接投資の促進を通じてイノベーションを活性化するばかりでなく、企業活動の基盤となる調達資金を増加させるなど、経済の持続的成長には欠くことのできない重要な要素です。経済のグローバル化と、少子高齢化に伴う労働力の減少という二つの課題に直面する中、日本が持続可能な経済成長を達成し、国民の福利を向上させるためには、金融・資本市場の国際競争力強化を実現することが極めて重要であると言えます。こうした背景のもと、日本政府は「骨太の方針2007」において、2007年末までに「金融・資本市場競争力強化プラン」を取りまとめ、政府一体として推進すると明言し、閣議決定しています。在日米国商工会議所（ACCJ）はこの決定を支持し、「相利共生」の精神のもと、この取り組みを力強く支援して参ります。

この「金融センター白書」では、日本が直面している競争上の課題を概観し、そうした課題を克服するにあたって、金融・資本市場の国際競争力を強化することがいかに効果的かを分析するとともに、グローバル・ベストプラクティスを前提として、日本の金融・資本市場の競争力を強化するためにとるべき方策を広範囲にわたって提案しています。本金融センター白書は、日米の経済関係の更なる進展、米国企業および会員活動の支援、そして、日本における国際的なビジネス環境の強化というACCJのミッションに適うものであり、日本の金融・資本市場の競争力強化に大いに貢献できると考えます。

日本は現在、東京が実質的にはドメスティックな金融センターのままとどまるのか、それとも

アジアにおける核となる金融センター、さらにはグローバルな金融センターとなるのか、重大な岐路に立っています。金融・資本市場の競争力強化は、外圧などによって政策決定・実行するのではなく、国民的な大議論を経て、コンセンサスを築いた上で判断・実行されることです。そして、東京のグローバル金融センター化を実現するという決断を日本政府が下すのであれば、現在の世界の金融センター間の激しい競争と変化を考えれば待ったなしの状況であり、この2、3年のうちに断固とした行動をとる必要があります。また、その判断をする上で海外情勢を考慮し、内外の専門家の見解を参考にすべきであることは言うまでもありません。ACCJは、日本政府がこの問題を国家的優先事項として取り組むことで、必ず目標を達成できると確信しています。

実業界としても、事業活動において、また政策決定過程において、この取り組みの一端を担うべきであると考えます。日本企業、外国企業を問わず、ステークホルダー志向の企業文化、優れたガバナンス、内部統制、コンプライアンスなど、至誠の精神で業務を運営しなければなりません。また言うまでもなく、経営上、企業の社会的責任（CSR）も経営の重要事項であり、ACCJとしても、会員企業が自らが社会を構成する一員としての責任を果たすことを支援する措置を継続して実施して参ります。

日本の金融・資本市場の国際競争力強化という目標を達成するためには、金融セクターのみならず税制、労働、医療、教育、輸送といった分野でも対策が必要となります。ACCJは、金融サービスを始めとし、法律、会計、情報通信技術などの関連業界に加えて、労働、医療、教育、輸送などの業界にも強固な会員ネット

はじめに—会頭からのメッセージ

ワークを有しており、日本の政策関係者に対してグローバル・ベストプラクティスに関する専門的知見を提供できる、日本では数少ない経済団体です。この極めて重要な課題について、日本および世界で行われている政策議論に本金融センター白書が建設的な役割を果たすことを願っております。



チャールズ D. レイク II
在日米国商工会議所 会頭

第1章：金融センターとしての東京の国際競争力を向上させるための包括的枠組み

日本の金融・資本市場の競争力を強化するためには、日本政府がこの課題を国家的優先事項と位置付ける必要があると考える。その上で、広範囲にわたり、実効性ある改革に取り組むことに関して国民的な議論を行い、コンセンサスを得る必要があるのではないかと。そして、日本の金融・資本市場の競争力強化を真に実現するためには、特定の企業や業種の競争力を強化するのではなく、市場の競争力を強化する取り組みを通じて、かつ、内国民待遇の原則と整合した形で達成されなければならない。しかし、金融・資本市場の競争力強化に向けた改革を実現することは決して容易ではなく、金融庁をはじめ関連各省庁の管轄を大きく超えて、政府一体としての取り組みが必要となる。こうした取り組みを実現するために、ACCJは「グローバル金融センター構築基本法(仮称)」(金融センター基本法)を制定するよう日本政府に提案する。

A. 金融センター基本法

金融センター基本法は、グローバルな金融センターを構築するための包括的な枠組みで、同法の下で内閣府に金融センター推進室(仮称)を設置する。推進室は内閣総理大臣直轄の組織とし、金融担当の内閣府特命担当大臣が日常業務の責任を担う。金融センター推進室の構成員は、日本政府が過去に設立した推進室と同様、金融セクターの他、税制、労働、医療、教育、輸送などの主要分野を管轄する省庁に加え、民間からも専門家を召集する。

B. 金融センター特区

金融センター基本法の下で、日本の金融市場の国際競争力強化という目標を達成すべく多

くの障害を乗り越えるために、政府担当者には柔軟かつクリエイティブな対応によってイノベーションを促進することが求められる。その一環として、日本全国を対象として2002年に施行された構造改革特別区域法(特区法)と整合する形で、金融センター基本法の下に金融センター特区を創設する。金融センター特区の創設により、日本政府は縦割り行政によって生まれるプロセス上の弊害を回避して迅速な判断を下すことができ、また、金融・資本市場の実態に合わせて政策を修正することが可能になる。金融・資本市場の国際競争力強化に向けた課題は広範囲にわたり、数多くの省庁横断的な政策措置が必要となることから、金融センター特区の実現は特に重要となる。

C. 工程表

金融センター基本法の下に設置される金融センター推進室において、いつまでに、何をすべきか明記したリストなど、詳細な工程表を作成することが重要となる。こうした工程表の作成は、国内外のステークホルダーが進捗の評価を行う際の明確なベンチマークとなり、プロジェクト全体の透明性をさらに向上させることに役立つ。

2007年に表明されたアジア太平洋経済協力(APEC)閣僚会議共同声明は、経済効率の促進、資本市場の深化などを通じてアジア太平洋地域の経済統合をさらに推進することを謳っている。ACCJは、日本で開催される2010年首脳会議は、日本がAPECの目標に深くコミットし、さらなる経済統合促進のために具体的な対応を行っていることをアジア太平洋コミュニティに強く認識させ、また日本の金融・資本市場の高い競争力を国際社会にア

ピールするための絶好の機会となると考える。このことからAPEC首脳会議が日本で開催される2010年までに、工程表に記載された項目のうち主なものを達成するという、意欲的な目標を設定するよう日本政府に提案する。

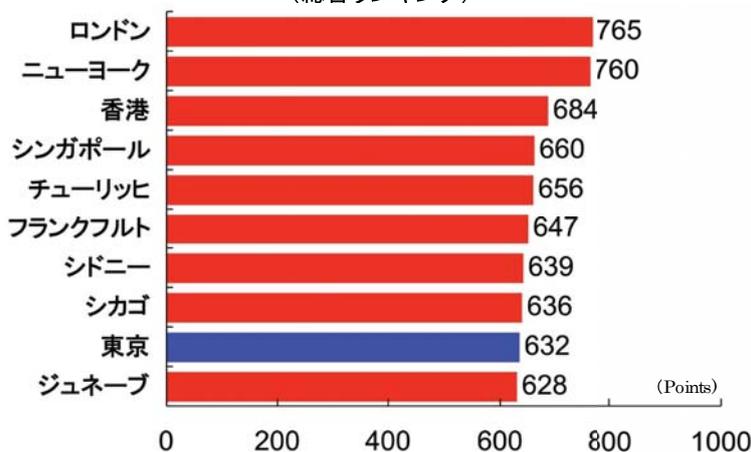
D. グローバル・ベンチマークと比較した日本の金融市場の競争力

シティ・オブ・ロンドン(City Corporation of London)は、2007年に実施した調査を通じ、金融センターが有効に機能するための不可欠な要素を明らかにし、世界各国の46の金融市場の競争力を評価している。同調査ではロンドンとニューヨークが世界の2大金融センターにランクされる一方で、東京は後塵を拝している¹。実際、同調査によれば、日本はアジア地域においても最も競争力のある金融センターとは見なされていない。日本の総合的なランクは第9位であり、第3位の香港、第4位のシンガポールよりもはるかに下位に位置している。

同調査が明らかにした金融センターの競争力を決定する主な要因には、人(すなわち優秀な人材の供給、労働市場の柔軟性、ビジネス教育と人材開発)、ビジネス環境(すなわち規制、税率、汚職問題、ビジネスのしやすさ)、市場アクセス(証券化レベル、株式・債券取引の出来高と売買代金、多数の金融会社の集積)、インフラ(主な施設のコストと有用性)などがある。

競合するロンドン、ニューヨーク、香港、シンガポールにない、これらの要素は包括的なアプローチが必要であることと、国際金融センターとしての競争力を高めるためには、金融およびその他のセクターにおいて、多くの改善を行うことが不可欠であることを認識する必要がある。各国の市場参加者はシティ・オブ・ロンドンや同様な調査が示した指標を基準に金融センターの競争力および当該金融センターで投資活動を行うかどうかを判断している。つまり、ただ単に財務的な指標だけを気にしているわけではないということである。従って、日本

世界の金融・資本市場ランキング TOP10
(総合ランキング)



Source: Corporation of London "The Global Financial Centres Index"

政府が自国の金融・資本市場の国際的な競争力を向上させることに正面から取り組むのであれば、この課題を国家的優先事項と位置付け、2007年末までの策定を公約している「金融・資本市場競争力強化プラン」を採択し、着実に実行に移すべきである。

E. 個別領域における提案の要旨

上記の提案に加えてACCJが提案する、金融センター基本法および工程表の下でとられるべき具体的措置のうち、主なものを以下に挙げる。金融センター基本法の様々な論点についてのさらなる詳細、背景、分析については、国際的な競争力に影響を与える要素が多岐にわたることを踏まえ、13ページ以降で分野ごとに個別の章立てをして具体的に論じているので参照していただきたい。

1. 規制環境

- a) 規制についてはプリンシプル・ベースに基づいたアプローチとし、規制策定時におけるコスト・ベネフィット分析を導入する。
- b) 金融商品および商品取引を管轄する金融商品取引委員会(仮称)を、内閣府外局に設置する。
- c) 同種の商品・サービス提供者には同じ規制を適用する。
- d) 「プロの投資家」と「一般投資家」を区別する。

- e) 金融コングロマリットのリスク管理を強化し、効率性を最大化すべく、現行のファイアーウォール規制を見直す。
- f) 規制策定における予測可能性および透明性をさらに向上させる。
- g) 自主規制機関に対し、適切な権限委譲と監督を行う。
- h) 金融庁を始めとする監督機関の人的資源を拡充する。
- i) 予測可能で、整合的かつ測定可能な行政処分方針を確立し、企業におけるコンプライアンスを促進する。
- j) 規制監督当局が明確かつ一貫した方針の下で決定を下し、監督・検査プロセスにおいて当局の説明責任が果たされるような規制風土を醸成する。
- k) 日本と海外の規制当局との連携を強化する。

2. 資本市場および東京証券取引所(東証)の役割

- a) 日本の証券取引所の活性化を重要課題とし、日本の全ての取引所を金融庁の監督下に置く。
- b) 国際競争に対抗すべく、合理的判断の下で合併や提携を行う権限を日本の取引所の経営陣に与え、取引市

場の構造改革を市場に立脚した形で進める。

- c) 東証の国際的な影響力をさらに強化する。
- d) 東証および他の国内の証券取引所が、「アジア預託証券」の取り扱いにおいて中心的な地位を確立するための環境を整備する。
- e) 外国企業、特にアジア企業の東証への上場を促す方法を継続して模索する。

3. コーポレートガバナンスと株主の権利

- a) 上場企業が、業務運営において高潔さと高い効率性を備え、ディスクロージャーや透明性に関する厳しい基準を設定し、遵守するような環境を醸成する。
- b) 独立社外取締役の役割を充実・強化し、買収防衛策の乱用によって企業統治の機能が妨げられないよう措置を講じるなど、上場企業が株主の権利を最大化できる環境を創出する。
- c) 国内外企業を始めとするステークホルダーと協力し、ガバナンスや内部統制、ディスクロージャーなどについて、会社法や証券関連法令の諸要件を一本化、明確化、強化する「公開会社法(仮称)」を制定することのメリットとデメリットを検討する。

- d) ポートフォリオ投資家(純粋な資産運用を目的とし、経営への介入を望まない投資家)に必要以上に負荷をかけないようにすると同時に、ディスクロージャーや株主総会および議決権の行使に関してグローバル・ベストプラクティスに合致するよう、措置を講じる。

4. 金融商品・流通におけるイノベーションの促進

- a) グローバル金融機関や投資ファンドを惹きつけるよう、幅広い商品を取り扱える環境を整備し、商品開発におけるイノベーションを促進する。
- b) 非公開の取引環境における新たな金融商品の試験販売の実施について検討する。
- c) 確定拠出年金制度を改善・強化し、拠出の所得控除限度額を国際的な水準にまで引き上げ、従業員の拠出を認める。
- d) 保険商品の銀行窓販の全面解禁などを通じ、消費者が様々なチャネルを通じて様々な商品に簡単にアクセスし、選択することができるようにする。
- e) 日本で国内の投資家に対して外国証券を販売する際の手数料率の設定を市場に委ねる仕組みとする。
- f) 資金決済システムの強化および国際調和を促進させる。

- g) 消費者・中小企業信用調査制度のための法的および規制上の枠組を創設する。
- h) 証券保管振替機構(JASDEC)における外国証券と国内証券の取り扱いをハーモナイズする。
- i) 金融庁の規制の下で、すべての株式が日本国内で取引可能となるような決済サービスをJASDECが提供できるようにする。
- j) 会計基準の収斂を推進し、日本企業が国際財務報告基準に基づいて開示することを認める。

5. 税制改革

- a) 法定法人税率をドイツや英国並みの水準にすることを目標とし、2、3年以内に30%未満に引き下げる。
- b) 消費税法および関連規制を改正し、第三者代理店と他のチャネルとの間の金融商品の販売における中立性を確保し、金融サービス会社が完全子会社である場合についてグループ課税制度を導入する。
- c) 貯蓄から投資への移行促進と、日本の金融・資本市場の国際競争力強化を目指し、金融・証券税制に関する包括的かつ市場に立脚した改革を検討する。

- d) 投資ファンドマネージャー(投資運用業者)が、海外の顧客の資産を日本で運用する際に、恒久的施設の対象にならないようにルールを明確化する。
- e) クロスボーダーの株式スワップや、それに類するもの(三角合併など)について、柔軟で利便性の高い課税繰り延べ措置を導入する。
- f) 金融庁の「平成20年度税制改正要望項目」における提言を早急に実施する。

6. 人的資源

- a) 現在の教育システムを改革し、グローバル化が進む世界経済に対応でき、なおかつ英語を流暢に話せる人材の育成を推進する。
- b) 個人投資家、メディア、その他の関係者を対象とする金融および経済教育プログラムを推進する。
- c) 東京の金融地区を、より柔軟な労務管理ができる特区とすることを検討する。
- d) 国際競争力の高い金融センターに必要な人材を東京に集められるよう、これらの人材が必要とする児童保育者や家事ヘルパーの来日について、日本の移民に対する考え方とのバランスの取れた移民政策を採用する。

7. 東京の国際的なアクセシビリティおよび、住環境・インフラの改善

- a) 成田空港における入国審査の平均処理時間を10分以内に短縮することに加え、ビジネス旅客専用の税関通路と自動入国審査機を導入する。
- b) ステークホルダー重視の視点で、成田空港の滑走路の利用率向上、24時間営業、成田空港と東京中心部を結ぶ交通機関の24時間営業を含む成田空港の利便性向上につながる施策を実施する。
- c) 30分以内で東京中心部と成田空港を結ぶ直通高速鉄道を建設する。
- d) 安全性を損なうことなく航空機の保守整備コストを下げ、航空機の非稼動時間を短縮することが可能な、耐空性検査についてのグローバル・ベストプラクティスを採用することなどにより、企業による日本での自家用ジェットの有と、企業幹部による自家用ジェット機での日本への出入国を促進する。
- e) インターナショナルスクールの通いやすさと質を向上するなど、日本在住の外国人のクオリティ・オブ・ライフ(生活の質)を改善する措置をとる。
- f) 「国際医療サービス特区」の設置などを含め、日本在住の外国人が、英語による医療サービスを十分に利用できるようにする。

- g) 日本の「ドラッグ・アンド・デバイス・ラグ(新薬承認時期のずれ)」を改善し、日本の国民を含む日本在住のすべての人が新しい医薬品や医療機器を利用できるようにする。
- h) 東京を含む日本各地において、英語表示の標識と、外国人旅行者のための英語による情報提供サービスをさらに増やす。

8. プロモーション

- a) 主要閣僚を始めとする政府関係者や、日本貿易振興機構(JETRO)が、グローバルな金融センターとしての東京を、世界に向けてアピールするプログラムを実施する。その上で、日本が開催国となる2008年のG-8サミットを、東京がグローバルな金融センターとしてビジネスを展開するにふさわしい魅力的な都市であるというメッセージを、世界に向けて力強く発信する重要な機会として活用する。
- b) こうした取り組みを実施するにあたり、政府、東京証券取引所および他の機関は大規模な投資を行い、英語による質の高い情報をタイムリーに発信する体制を整え、外国の金融機関や他の重要なステークホルダーが日本の金融市場の動きを把握し、実質的に議論に参加できるようにする必要がある。

以下の各章において詳しく述べる具体的な提言を包括的に実行すれば、日本の金融・資本市場の競争力の強化、そして東京のグローバル金融センター化という目標を達成することができる。ACCJは考える。

第5章：コーポレートガバナンスと株主の権利

近年、国内外でコーポレートガバナンスのあり方について激しい議論が行われている。こうしたトレンドは、上場企業が主要ステークホルダー、特に株主に対して広範な責任を負うという国際的な認識の高まりによるものである。とりわけ、主要な金融センターの投資家を始めとする市場参加者は、上場企業が業務運営において高潔さと高い効率性を備え、ディスクロージャーや透明性に関する厳しい基準を設定・遵守し、株主の権利を最大化することを強く期待している。日本が真のグローバル金融センターとしての地位を目指すプロセスにおいて、政府はこうした高い基準を常に満たすことができるようなコーポレートガバナンス態勢の整備に引き続き力を注がなければならないとACCJは考える。

A. コーポレートガバナンスと株主の権利の重要性

国際的な資本移動の重要性が増す中、コーポレートガバナンスの健全性と株主の権利の強化は、金融・資本市場の競争力を決定付ける重要な役割を担っている。従って、日本の公開企業のガバナンスや株主の権利をさらに強化することは、東京のグローバル金融センターとしての競争力向上に不可欠である。

優れたコーポレートガバナンスは、経営陣に対して株主の利益を最重要視した経営を行うインセンティブを与える一方で、効果的な監視を促進することによって経営効率を最大化し、投資家の信頼を向上させる。企業レベルでの優れたガバナンスとは、経営陣が給与、賞与、ストックオプションなどの形で短期的および長期的なインセンティブを提供される一方で、取締役会やモノ言う投資家の監視を受け、業績不振

などを理由に常に解任される可能性にさらされることを意味する。マクロレベルでは、市場競争や究極的には買収されるリスクが外部監視の機能を果たすことを意味する。つまり、経済協力開発機構(OECD)が指摘するように、効果的なコーポレートガバナンス態勢は「…市場経済が正しく機能するために必要な信頼性を提供する一助となり」、資本コストを低減させ、企業に「より効率的なリソースの活用を促すことで成長を下支えする。」⁶²

グローバル化が進み、競争が激化する世界経済を勝ち抜こうとする国々にとって、国際的な資本の流れを取り込むことがますます不可欠となっており、そうした観点からもコーポレートガバナンスは重要である。国際投資やグローバルな資本市場がもたらすメリットを享受したいと考える国は、OECDなどが定める国際的に認められた原則に沿った、信頼性の高いコーポレートガバナンス態勢を整備しなければならない。

株主の権利は、企業の取締役や経営陣が自らの行動について、株主に対してどの程度の説明責任を負っているかを測る直接的な指標であるといえる。株主の権利が強ければ、経営陣と株主との間に利益相反が起きた場合に生じる「エージェンシーコスト」の低減につながる。また、米国の資本市場規制に関する委員会(Committee on Capital Markets Regulation)に参加する専門家が以下に述べているように、株主の権利が弱ければ、市場の価値は下落する。

「株主の権利が適切に確保されなければ、合理的な投資家は購入目標株価を引き下げ、見込まれるエージェンシーコスト

を株価に織り込むだろう。こうしたディスカウントは、株式公開企業にとっては評価の低下につながり、株式公開を検討している企業にとっては、そうした事象がない場合よりも低い評価につながる。企業の参入・撤退の決定を勘案しないとしても、高いエージェンシーコストによって評価が低下した場合、株主の権利が不十分であるために公開資本市場は縮小することになる。」⁶³

上場企業は様々な理由で株式を公開しているが、公開市場における比較的低い資本コストを活用するためという理由が多い。しかし、こうしたメリットは責任を伴い、証券取引所に上場する企業に対する規則や規制、特に株主の権利の維持や保護に関する規則を上場企業は遵守しなければならない。それを望まない企業には、株式を公開しないという選択肢がいつでも用意されている。

マクロレベルで見ると、日本における企業のガバナンスはここ数年改善してきているが、公開企業において株主の権利を強化するコーポレートガバナンスの取り組みが、特に個々の企業レベルで幅広く実施されているかどうかという点において、日本は米国や英国などの主要金融センターにまだ遅れをとっていると国際的には認識されている。一例を挙げると、優れたガバナンスとしての取締役会の役割についてOECDがグローバル・ベストプラクティスとして挙げているように、社外取締役の設置は、取締役会の独立性や客観性を測る主要な指標の一つであるが⁶⁴、東京証券取引所（東証）に上場する企業の58%近くが社外取締役を選任していない⁶⁵。東京のグローバル金融センターとしての競争力を高めるためには、日本企

業における社外取締役の人数を増やすなど、株主の権利を保護・強化するようなガバナンス態勢の整備と推進という改革をさらに進めることが不可欠である。

B. 日本のコーポレートガバナンスの改善

この10年間、日本ではコーポレートガバナンス態勢の改善が大幅に進んできた。1990年代後半に多くの企業が「執行役員制度」を導入したことを受けて、経営判断に関する責任が明確化されるとともに、取締役の総数が減り、社外取締役の割合が増えている。従来型の大人数の取締役会では重要案件について効果的な議論ができず、説明責任を徹底できないとの認識から、企業では概ね執行役員制度に移行している。企業がコーポレートガバナンス態勢を構築する上での選択肢を広げることを目的として、日本政府は2002年に商法の改正を行った。これにより、企業は監査役会設置会社か委員会等設置会社かのいずれかを選択できるようになるとともに、いずれを選択した場合でも「執行役員制度」を利用できるようになっている。

また、日本政府は、商法（1890年制定）の大幅改正を行い、2006年5月1日に新しく「会社法」を施行した。新たに制定された会社法に基づいて、日本は法人の設立形態やコーポレートガバナンスを実施する上での選択肢を広げるとともに、内部統制に関する要件を厳格化させている。例えば、新しい会社法では、すべての大会社（資本金が5億円以上の企業、または負債の部の計上金額が200億円以上の企業）に対し、取締役が関連法令や定款に準拠した行動をとるよう徹底するため、一定の内部統制システムの導入を義務付けている。さらに、金融商

品取引法は上場企業に四半期毎の報告を義務付けており、これによって透明性が高まり、ガバナンスがより強化されると考えられる。

このところの進展により、コーポレートガバナンス態勢が柔軟性の向上など質的に改善されていることから、引き続き経営や市場の効率化が進み、株主の権利が強化されると考えられる。しかし、さらなる改革が必要であり、特に株主の権利の強化に向けて、依然として存在する障壁を取り除くための企業レベルでの改革が求められている。今後も取り組みが必要な主な課題について、以下に述べる。

C. 国際社会が指摘する日本のコーポレートガバナンスの課題

日本のコーポレートガバナンス・モデルは海外から十分に理解されていないにすぎないと主張する声も国内に多いが、日本でのコーポレートガバナンスの基準や株主の権利は、国際的に認められた原則と比較して不十分とみなされる場合が多い。一つの例として、株式保有比率に見合わない支配権の行使を株主に認める、株式持ち合いなどの非効率な制度が依然として存在していることが挙げられる。2006年度、日本の非金融企業間の株式持ち合い比率は前年比0.6%増の6.4%となり、過去5年間で最も高くなった⁶⁶。数年前にモノ言う株主の活動が活発化し始めて以来、日本では株式持ち合いが増加しており、多くの企業が引き続き買収防衛策の一つとして株式持ち合いに注目している。日本の全ての株主の権利が適切に保護されるためには、OECDが求めているように、すべての株主持ち合い関係の情報が開示されることが最低限必要である⁶⁷。

日本のコーポレートガバナンスが立ち遅れているとの国際的な認識に拍車をかけているもう一つの例として、公開企業の多くが親会社によって株式の過半数を所有されていることが挙げられる。親会社が株式の過半数を所有する日本の公開企業の数、350社以上と先進国市場の中では並外れて多く、米国の30社未満と比較しても極めて多い⁶⁸。東証は、上場基準見直しの一環としてこの問題を検討しているが、このような慣行が続いているのは、親会社が、株主の利益よりも自らの利益(安定供給や好都合な価格設定など)のために子会社を支配下に置くケースが多いことを意味する。例えば、今年に入って、米国の投資ファンドが、日本のある大手IT・ネットワーク企業が70%を保有するエレクトロニクス関連子会社の株式の25%を13億ドルで取得したいと申し出た。この提示価格は当該子会社の当時の株価に対して58%のプレミアムを上乗せしたものだっただけにもかかわらず⁶⁹、このIT・ネットワーク企業はこれを断った。このオファーが成立していれば、その会社は独立した企業になってしまうからであろう。

株主の権利のみならず、日本企業の財務状況も、日本のコーポレートガバナンスには課題が残るとの国際認識につながっている。日本企業の株主資本利益率(ROE)は9.4%で、米国企業の15%、欧州企業の17%に比べると低い水準にある⁷⁰。

D. 取締役会の重要な役割

取締役会はコーポレートガバナンスにおいて極めて重要な役割を果たしている。経営に積極的に関与する独立した取締役会は、企業レベルでの優れたガバナンスには欠かせないも

のである。経営戦略の監督のほか、取締役会は「利益相反を予防し、会社に対するいくつもの要求のバランスをとりながら」⁷¹経営陣のパフォーマンスを監視する責任を担っている。取締役会がこうした役割をしっかりと果たしていくために、国際的に認められたコーポレートガバナンスの原則は、「十分な人数」の独立社外取締役を選任するなど、取締役会が「客観的かつ独立した判断」を下せる環境を整備することが重要だと強調している⁷²。

独立社外取締役は、会社や経営陣、取締役会自体のパフォーマンスについて客観的な視点を提供することで、取締役会の効率化に寄与している。また、十分な人数の独立社外取締役の存在は、報酬や企業統治、買収防衛など、会社や株主の利益が経営者自身の利益と異なる問題を取り扱う上で不可欠となる。

東証が2007年に実施した、東証上場企業を対象とするコーポレートガバナンス調査によれば、東証上場企業のうち、会社法で認められた委員会設置会社を選択している会社は2.5%で、それ以外の会社は監査役設置会社である⁷³。東証一部上場会社の一社当たり取締役の人数の平均は10名をやや下回る水準で、規模の大きい会社ほど取締役の人数が多い傾向にある⁷⁴。

独立社外取締役の有無は、取締役会の独立性や客観性を測る基準として用いられるが、この点においても、日本のコーポレートガバナンスは米国や英国などの主要金融センターに遅れをとっているとみなされることが多い。例えば、東証の調査によると、東証一部上場会社の58%以上が社外取締役（独立社外取締役より基準が低い）を一人も選任していない。

委員会設置会社は社外取締役の設置を義務付けられているため、社外取締役を選任していない東証上場会社はすべて監査役設置会社である。監査役設置会社のうち社外取締役を選任している会社は40%未満であるが、そのうち半数以上が1名の選任にとどまっているのに対し、委員会設置会社の形態を採る東証一部上場会社の93%以上が3名以上の社外取締役を選任している⁷⁵。しかし、全体で見ると、東証一部上場会社の社外取締役の人数は、調査を行った時点で一社あたり平均1名未満であった⁷⁶。

最後に、東証上場会社の社外取締役は、米国や英国の社外取締役と比較して独立性が低い。例えば、米国では取締役の過半数を独立社外取締役とするよう法律で義務付けているのに対し、日本の社外取締役の46%以上が当該会社の親会社や関連会社の出身者、あるいは当該会社の株主企業の取締役を兼任しており、独立社外取締役とは言えない⁷⁷。

E. 企業買収と株主の権利

株主が強い権利を持つことは優れたガバナンスには不可欠であり、それは特に企業買収において顕著である。株主に強い権限が与えられていれば、買収がすべての株主に付加価値をもたらす場合には、それが経営者が賛同しない場合や経営者の利益にならない場合でも、株主はこれを承認することができる。従って、株主の権利を強化し保護することは、外部（買収のおそれなど）および内部からの影響力を通じて経営者に業績に対する説明責任を負わせることにつながり、健全なコーポレートガバナンスを促進する重要な手段となる。特にロンドンでは、買収に関する株主の権利を主要優先

事項として位置付けているグローバル金融センターの一例である。

残念なことに、過去数年間に日本で起きた出来事は、日本の企業買収を取り巻く環境をさらに悪化させ、投資家や企業経営者のプライベートエクイティや株式公開買い付け(TOB)に対する認識を歪め、ポイズンピルや株式持ち合いなどの買収防衛策導入の流れにさらに拍車をかけている。実際300社を超える東証上場会社が、現在なんらかの買収防衛策を講じている⁷⁸。TOBが会社に付加価値をもたらすかどうかの判断を株主自身が下せる市場環境が整備されなければ、経営者が会社や株主の利益よりも自らの利益に固執し、そのために経営を行うようになるおそれがある。経営者がこのような姿勢をとれば会社の健全性は損なわれ、TOBの提案を受けた際に、経営者が保護しなければならないはずの、従業員の雇用の安定が脅かされる。

1. プライベートエクイティ会社が果たすプラスの役割

国境を越えた三角合併を部分的に認める規定の施行や、その施行に先立つ長年の激しい議論とともに、日本におけるプライベートエクイティ会社の活動の活発化は、友好的・敵対的を問わず、企業買収が注目を集めるきっかけとなっている。しかし、日本の企業買収の背後にある根本的課題(株主の権利が不十分なことなど)に焦点を当てることなく、プライベートエクイティ会社や外国資本に対し、従業員や株主を始めとするステークホルダーの利益を損なう「グリーンメーリング」などによって手っ取り早く利益を上げようと襲いかかるハゲタカのレッテルを貼ろうとする向きもある。日本(や

他国)では多くの人が、プライベートエクイティ会社による買収は、雇用や福利厚生削減や利益目的での会社の切り売りにつながるとの印象を持っている。

しかし、極めてわずかな例外を除き、こうした認識は現状を正確に表していない。プライベートエクイティ投資によって、実際には多くの雇用が創出されていることを既存のデータは示している。英国ベンチャーキャピタル協会の調べによると、プライベートエクイティが支援する企業の過去5年間の年間雇用増加率は平均9%で、株式公開企業の1~2%を大きく上回っている⁷⁹。さらに、欧州ベンチャーキャピタル協会は、プライベートエクイティの支援企業が2000年から2004年にかけて雇用を5.4%増やしており、欧州連合(EU)平均の0.7%を大きく上回っていることを明らかにしている。

また、プライベートエクイティファンドやヘッジファンドなどの代替的投資手段が、コーポレートガバナンスにプラスの影響をもたらすことがますます実証されてきている。OECDは2007年7月の報告書の中で、プライベートエクイティファンドやヘッジファンドなどの「情報に通じた」投資家による投資は、「十分な情報に基づいて株主の権利を積極的に活用する」⁸⁰インセンティブを持つ投資家の保有株式数を増加させ、こうした投資家が株主の権利を活用し、経営陣や取締役会構成の変更および企業戦略や配当政策の改善要求などを行うことはコーポレートガバナンスの強化につながり、結果として株主に利益をもたらしていることを明らかにした。OECDはこのような情報に通じたモノ言う株主の存在と、企業資産のより効率的な配分による全体的な経済効率の改善との関連性にも言及している。

しかし、さらに重要なことは、プライベートエクイティ投資が株主価値を創出するという点である。確かに、プライベートエクイティ会社は利益の獲得を目指して運営されているが、新しい事業戦略や斬新な視点での経営、設備投資を通じて、買収先の企業価値を高めるといった方法で利益を上げているのである。特に、プライベートエクイティ会社が株主に対して大幅なプレミアムを加えた買付け価格を提示することが多い非公開化案件の場合、プライベートエクイティ投資は、企業の再建および再活性化に必要となる、短期的な利益目標の達成や、自己保身に専心する経営者には難しいと思われる思い切った措置を講じることができる。多くの場合、このような企業はより健全な会社として再上場を果たしている。

2. 買収および合併に関するシティ・コード

株主の権利を強化および保護するガバナンス環境の創出に向けて、日本は英国の「買収および合併に関するシティ・コード」を研究すべきである。シティ・コードは、買収ターゲット企業の取締役会が株主に「買収のメリットについて判断する機会」⁸¹を認めないことを広く禁止することで、企業買収における株主の権利を明確化している。シティ・コードには、他にも様々な株主の権利を保護する具体的な規定が盛り込まれている。例えば、ある企業が買収のターゲットになった場合に、経営陣や取締役会がポイズンピルなどの買収防衛手段を株主の承認なしに実施することを禁じる規定などが含まれている。

F. 提言

日本の公開企業のコーポレートガバナンスが、国内外の投資家から主要なグローバル金融センターのそれに匹敵するとみなされることは、海外からの投資を取り込み、グローバル金融センターとしての東京の競争力を高める上で不可欠である。上場企業が、業務運営において高潔さと高い効率性を備え、ディスクロージャーや透明性に関する厳しい基準を設定し、遵守するような環境を醸成するため、OECDのコーポレートガバナンス原則を始めとするグローバル・ベストプラクティスに基づき、ACCJは以下の提言を行う。

1. 公開会社法(仮称)

- a) ACCJは政府に対し、国内外企業を始めとするステークホルダーと協力して、ガバナンスや内部統制、ディスクロージャーなどについて、会社法や証券関連法令の諸要件を一本化、明確化、強化する「公開会社法(仮称)」を制定することによるメリットとデメリットを検討するよう提案する。

2. 取締役会

- a) コーポレートガバナンスの形態を問わず、日本の上場企業は取締役会における独立社外取締役の人数を増やす措置を講じるべきである。政府と日本の証券取引所は、独立社外取締役の増加を企業に促す環境づくりにおいて、極めて重要な役割を担っている。

3. 企業買収

- a) 政府や日本の証券取引所は、グローバル・ベストプラクティスに則り、買収防衛策の乱用によって企業統治の機能が妨げられないよう措置を講じるべきである。
- b) 買収防衛策の利用は場合によっては正当化されることもあるが、買収防衛策によって経営者や取締役会が株主に対する説明責任から逃れることを認めれば、日本のコーポレートガバナンスは主要なグローバル金融センターに遅れをとっているという国際的な認識に拍車をかけるおそれがある。
- c) 英国の「買収および合併に関するシティ・コード」は、買収ターゲット企業の取締役会が株主に「買収のメリットについて判断する機会」を認めないことを広く禁止し、具体的な規定を盛り込むことで、企業買収における株主の権利を明確化しており、日本はこのシティ・コードを参考にすべきである。

4. ディスクロージャー

- a) ACCJは政府や日本の証券取引所に対し、OECDのコーポレートガバナンス原則が挙げている以下の最低限の要件を参考にすると、ディスクロージャー要件の強化について再検討するよう提案する。

- i. 会社の財務状態および経営成績
- ii. 会社の目的
- iii. 大株主および議決権
- iv. 取締役や経営幹部の報酬方針および取締役に関する情報（資格、選定プロセス、他社の取締役との兼任状況、取締役会内で独立社外取締役とみなされているかなど）
- v. 関連当事者との取引
- vi. 想定されるリスク要因
- vii. 従業員などのステークホルダーに関する事項
- viii. ガバナンス態勢・方針、特にコーポレートガバナンス規程・方針の内容やその実施プロセス⁸²

5. 株主総会と議決権行使

株主総会への参加は、株主の基本的な権利として国際的に認識されている。株主総会や議決権の行使について全株主の平等な取り扱いを確保するため、ACCJは以下の提言を行う。

- a) 政府や日本の証券取引所は、企業が株主総会についてグローバル・ベストプラクティスに従うよう、以下のようなすでに導入されている措置も含めて、その効果を検討すべきである。

- i. 株主総会の日時、場所、決議事項などの議題について、株主に対して適時に情報を提供する。
 - ii. 「合理的な制限」のもと、取締役会に対して質問し、株主総会の議題を提案し、決議案を提案する機会を株主に提供する⁸³。
 - iii. できるだけ多くの株主が参加できる日時に年次株主総会を開催するようにする。
 - iv. 可能な場合は、ウェブキャスティングなど遠隔地からも総会に参加できる方法を用意する。
- b) 政府や日本の証券取引所は、企業が株主による議決権行使についてグローバル・ベストプラクティスに従うよう、以下のような措置について、その効果を検討すべきである。
- i. 代理人による議決権行使や電子投票ができるようにする。
 - ii. 可能な場合は、海外からの議決権行使を妨げる障害を取り除く。
 - iii. 議決権行使が必要以上に困難なものや費用のかかるものにならないようにする。

- 56 The Wall Street Journal, "Euronext Chief Predicts Only 2 or 3 Exchanges will Dominate," January 23, 2007.
- 57 The Nikkei Weekly, "Changing Times Leave Local Bourses Eating TSE's Dust," June 4, 2007.
- 58 Ibid.
- 59 Nikkei, "Pension Funds Seen Reviving Stock Markets for Start-ups," August 21, 2007.
- 60 Nikkei, "TOCOM Mulls Reform to Strengthen Global Competitiveness," July 2, 2007.
- 61 Ibid.
- 62 OECD, "OECD Principles of Corporate Governance," 2004, p. 11.
- 63 Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation, p. 93.
- 64 OECD, "OECD Principles of Corporate Governance," 2004, p. 63.
- 65 Tokyo Stock Exchange, Inc., "TSE-Listed Companies: White Paper of Corporate Governance 2007," March 2007.
- 66 Nikkei, "Does Cross-Shareholding Benefit Japan?" August 15, 2007.
- 67 OECD, "OECD Principles of Corporate Governance," 2004, p. 36.
- 68 The Wall Street Journal, "From Japan to Brazil, Investors Fight," July 30, 2007.
- 69 Ibid.
- 70 The Wall Street Journal, "Japan Investor Push Begins to Pay Off," June 1, 2007.
- 71 OECD, "OECD Principles of Corporate Governance," 2004, p. 58.
- 72 Ibid., p. 63.
- 73 Tokyo Stock Exchange, Inc., "TSE-Listed Companies: White Paper of Corporate Governance 2007," March 2007 ("White Paper of Corporate Governance 2007").
- 74 White Paper of Corporate Governance 2007.
- 75 Ibid.
- 76 Ibid.
- 77 Ibid.
- 78 Nikkei, "Takeover Defenses Could Weigh Heavily on Bottom Line," August 6, 2007.
- 79 Private Equity Council, "Public Value: A Primer on Private Equity," 2007.
- 80 OECD, "The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Synthesis of Research About Private Equity Firms and 'Activist Hedge Funds,'" July 2007.
- 81 Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation, Interim Report, p. 100.
- 82 OECD, "OECD Principles of Corporate Governance," 2004, p. 22.
- 83 Ibid., p. 18.
- 84 World Economic Forum, "Global Competitiveness Report 2006-2007," October 2006, p. 11.
- 85 The UK Financial Services Authority, "Principles-Based Regulation: Focusing on the Outcomes That Matter," April 2007, p. 6.
- 86 FSC Study Group Report, p. 7.
- 87 Wall Street Journal, "Tokyo Exchange Prepares to List Foreign ETFs," Aug. 29, 2007.
- 88 CEFP Working Group Report, p. 5.
- 89 FSC Study Group Report, pp. 10-11.
- 90 CEFP Working Group Report, p. 4.
- 91 Ibid., p. 7.
- 92 OECD Tax Database, Table II.1.
- 93 World Bank and International Finance Corporation, "Doing Business in 2007: How to Reform," 2006."



Viewpoint

在日米国商工会議所意見書

企業価値研究会による2008年6月の主要
提言を実行する法的枠組みの導入を
Introduce a Legal Framework
to Implement the Key
Recommendations of the
Corporate Value Study Group's
June 2008 Report

対日直接投資委員
Foreign Direct Investment Committee

2009年7月まで有効
Valid Through July 2009

英語正文

在日米国商工会議所 / The American Chamber of Commerce in Japan

〒106-0041, 東京都港区麻布台 2-4-5, メソニック39MTビル10階
Masonic 39 MT Bldg. 10F, 2-4-5 Azabudai, Minato-ku, Tokyo 106-0041
<http://www.accj.or.jp/user/211/Advocacy/>

Ryan Armstrong / Associate Director for External Affairs &
U.S. Government Affairs Manager
Phone: +81 3 3433 8549, Fax: +81 3 3433 8454

伊地知 徳子 / 日本政府担当マネジャー
Phone: +81 3 3433 8451, Fax: +81 3 3433 8454

ACCJ Viewpoint

Recommendations

The American Chamber of Commerce in Japan (ACCJ) commends the advisory report (“the Report”) concerning takeover defenses that was issued in June 2008 by the Corporate Value Study Group formed by METI (Chair, University of Tokyo Professor Hideki Kanda). If these recommendations are enacted into law they have the potential to boost confidence in the Japanese stock market and facilitate transactions that enhance the value of the Japanese companies involved, most of which will ultimately be friendly in nature.

Consistent with its past Viewpoints on this subject, the ACCJ calls on the Government of Japan to implement the Report’s recommendations by making specific changes to Japanese law to: (a) amend the Company Law by including a definition of “independent outside director” that is consistent with global best practices; (b) add detailed rules to the Company Law to require publicly-listed companies to (i) identify which, if any, directors or director nominees fit the definition of independent outside director and (ii) disclose all facts that may affect a director’s independence of judgment or create conflicts of interest; (c) amend the Company Law and/or listing rules of Japanese stock exchanges to require that at least one-third of a listed company’s board of directors be independent outside directors; and (d) amend the Company Law so as to permit a board of directors to formally delegate decision-making authority on specific matters to a board committee composed of elected directors, including a committee composed entirely of independent outside directors.

These legal changes are necessary because the Report’s suggestions regarding director fiduciary duties and independent board decision-making require changes to the basic structure of Japanese companies that can only be implemented by amending the Company Law and the listing standards for Japanese stock exchanges related to corporate governance. The Report’s recommendations have the potential to boost confidence in Japan’s corporate governance and the Japanese stock market, and increase shareholder value, but in order to do so, the recommendations need to be enacted into law.

提言

在日米商工会議所 (ACCJ) は、経済産業省による企業価値研究会 (座長: 神田秀樹東京大学教授) によって2008年6月に公表された企業価値研究会報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」(以下「同報告書」) を高く評価している。これらの提言を法制化することで、日本の株式市場は信頼を高め、日本企業の価値を高める取引も促進されるであろう。また、それらの取引のほとんどは、友好的なものとなるであろう。

ACCJは、本件に関する過去の意見書と同様に、日本政府に対し、日本の法律に具体的な変更を加え、同報告書の提言を実現することを要求する。すなわち(a)グローバル・ベストプラクティスに沿った「独立社外取締役」の定義を加えるよう会社法を改正すること、(b)会社法に詳細な規則を加え、上場企業に対し(i)独立社外取締役が任命されている場合、取締役又は取締役候補者が独立社外取締役の定義に適合しているかを特定し、(ii)取締役の判断の独立性に影響を及ぼす又は利益相反を引き起こす可能性のある全ての事実を開示する旨義務付けること、(c)上場企業の実務取締役会の少なくとも3分の1が独立社外取締役であることを義務付けるよう、会社法及び日本の証券取引所の規則を改正すること、そして(d)取締役会が具体的な事項についての意思決定権限を、独立社外取締役のみから構成される委員会を含む、特定の取締役から構成される取締役会の委員会に公式に委任することを可能とするよう、会社法を改正すべきであると考えている。

日本企業の基本的仕組みに対する変更は会社法及び日本の証券取引所のコーポレートガバナンスに関する上場基準の改正によってしかなされないことから、取締役の受託者責任と取締役会の意思決定の独立性に関する同報告書の提言を実現させるためには、これらの改正が必要となる。同報告書の提言は日本企業のコーポレートガバナンスと日本の株式市場に対する信頼性を回復し、株主価値を高めることができるであろう。しかし、その為には、同提言は法制化されなければならない。

論点

ACCJは、同報告書の結論の多くの部分、特に次の部分を支持する。すなわち(a)株主価値の最大化を日本の法律の下での買収防衛策の主たる目的とする部分、(b)買収交渉を避けるために他のステイクホルダーに関する利益を主張することを安易な正当化であると否定している部分、(c)合併・買収(M&A)の提案を真摯に研究し、株主価値を最大化するように交渉するという取締役の法的責任を確認した部分、(d)経営者を守るような方法又は他の株主の費用負担で特定の投資家に金銭を支払うこととなるような方法で

ACCJ Viewpoint

Issues

The ACCJ supports many of the conclusions of the Report, particularly those sections that: (a) affirm the maximization of shareholder value as the highest legal priority and the primary purpose of takeover defenses under Japanese law; (b) negate the assertion of the needs of other stakeholders as justification to avoid takeover negotiations; (c) affirm the legal duty of directors to earnestly study M&A proposals and negotiate so as to maximize shareholder value; and (d) discourage the adoption or use of takeover defenses in ways that entrench management or provide greenmail payouts to certain investors at the expense of others.

The ACCJ also concurs with Section 3 (5) of the Report which suggests that: (a) ultimate responsibility for determining whether to adopt or make use of defenses lies with a company's board of directors; (b) this is a fundamental duty that is owed directly to shareholders, and that cannot be shifted or diluted by sharing with outside parties; (c) at the same time, it is essential for board decision-making to be independent of management and based upon the participation of independent outside directors; and (d) Special Committees that have been formed to advise boards of directors concerning takeover defenses lack a clear legal basis and it is unclear whether such Special Committees owe legal duties to shareholders.

The ACCJ believes that these are the critical observations upon which the other suggestions in the Report depend. It is the credibility, objectivity and independent judgment of directors that supports the confidence of investors that board decision-making will maximize their interests. Such confidence in corporate governance is crucial to a vibrant Japanese stock market.

Therefore, the ACCJ recommends that METI in coordination with the Financial Services Agency, the Ministry of Justice and other concerned agencies, should undertake a revision to the Company Law in order to implement the suggestions in the Report. Specifically, to:

- Amend the Company Law so it includes a definition of independent outside director that is consistent with global best practices;
- Add detailed rules to the Company Law to require all publicly-listed companies to identify which, if any, directors or director

の買収防衛策の採用又は利用を差し控えるように要望している部分である。

さらに、ACCJは、以下のように示唆している同報告書の第3(5)に同意する。すなわち(a)防衛策を採用するか、又は利用するかを決定する最終的責任は企業の取締役会に属すること、(b)これは、株主に対して直接的に負う基本的な義務であり、部外者とそれを共有することでその義務を転嫁又は希薄化することはできないこと、(c)同時に、取締役会の意思決定が経営者から独立しており、独立社外取締役の参加に基づいたものであることが不可欠であること、そして(d)買収防衛策に関して取締役会に対する助言をするために設置された特別委員会は明確な法的根拠を欠いており、そのような特別委員会が株主に対して負うこととなる法的義務を負っているか否かが不明確であることだ。

ACCJは、これらの点は同報告書におけるその他の示唆が依拠している極めて重要な見解であると思料している。取締役会の意思決定が投資家の利益を最大化するだろうという投資家の信頼を支えているのは、取締役の有する信頼性、客観性及び判断の独立性である。日本の株式市場が活力あるものになるためには、コーポレートガバナンスに対するそのような信頼が不可欠なのである。

従って、ACCJは、経済産業省が、金融庁、法務省及び他の省庁と調整し、報告書における提案を実行するために、以下に示す会社法の改正を行うべきことを提言する。

- グローバル・ベストプラクティスに沿った「独立社外取締役」の定義を会社法に加えるよう、会社法を改正すること
- すべての上場企業に対し、独立社外取締役が任命されている場合、取締役又は取締役候補者が独立社外取締役の定義に適っているかを特定し、取締役の判断の独立性に影響を及ぼす又は利益相反を引き起こす可能性のある全ての事実を開示することを義務付けるよう、会社法に詳細な規則を加えること
- 上場企業の実務取締役会の少なくとも3分の1を独立社外取締役とすることを義務付けるよう、会社法及び日本の証券取引所の規則を改正すること
- 取締役会が、具体的な事項についての意思決定権限を、独立社外取締役のみから構成される委員会を含む、特定の取締役から構成される取締役会の委員会に公式に委任することを可能とするよう、会社法を改正すること

ACCJ Viewpoint

nominees fit the definition of independent director and to disclose all facts that may affect a director's independence of judgment or create conflicts of interest;

- Amend the Company Law and/or listing rules of Japanese stock exchanges to require that at least one-third of a listed company's board be independent outside directors; and
- Amend the Company Law so as to allow companies with boards of directors to formally delegate decision-making authority on specific matters to a board committee composed of elected directors, including a committee composed entirely of independent outside directors.

The ACCJ issued a Viewpoint in March 2008 regarding the first three points above and recommended that the Government of Japan require Japanese stock exchanges to adopt and promulgate rules related to independent outside directors. The ACCJ believes that these recommendations are critical to the implementation of the suggestions in the Report.

The fourth point above, which is the focus of this Viewpoint, is especially important because, as Section 3(5) of the Report notes, there are legitimate questions about the legal validity of the Special Committees that have recently been appointed to advise boards of Japanese companies concerning takeover defense plans in Japan. It is also unclear what legal duties, if any, such Special Committees owe to shareholders.

Under present Japanese law: (a) such Special Committees are extra-legal – there exists no legal basis for the creation, composition or administration of such committees; (b) a board of directors is not legally allowed to delegate board decision-making to outsiders or even to a committee composed of directors; (c) when directors sit on such committees, it is unclear whether or not they are acting in their capacity as directors, bearing full fiduciary duties; and (d) most importantly, since most members of such Special Committees are outsiders who were not selected by shareholders, they do not bear any fiduciary duties to and cannot be held legally accountable by shareholders.

Based on this legal reality, the ACCJ believes that the Report appropriately stressed that the ultimate responsibility for decisions concerning defenses

ACCJは、上に挙げた最初の三点に関し、2008年3月に意見書を発表し、日本政府が日本の証券取引所に対して、独立社外取締役に関する規則を採択し公布するよう提言した。ACCJはこれらの提言が同報告書の提案を実行するために不可欠であると信じている。

上記最後の点は本意見書が強調する点であり、特に重要である。なぜなら同報告書第3(5)が指摘するように、日本における買収防衛策に関して日本企業の取締役会に対する助言をするために最近任命された特別委員会については、法的妥当性に関する疑問があるためである。また、そのような特別委員会が法的な義務を株主に対して有しているとしても、それがどのようなものであるのかも明らかではない。

日本における現行法の下では、(a)このような特別委員会は、その設立、構成及び当該委員会の運営に関する法的根拠が存在しない超法規的な存在である。(b)取締役会は、法的には取締役会の意思決定を部外者に対して、たとえ取締役によって構成されている委員会であったとしても、委任することは認められていない。(c)取締役がそのような委員会の一員であった場合、それらの取締役が、完全な受託者義務を持って、取締役としての資格で行動しているかどうかは不明である。(d)最も重要なことは、そのような特別委員会の構成員のほとんどが、株主によって選任されていない部外者であることから、これらの者がいかなる受託者義務も負ってはならず、株主が彼らに法的な責任を負わせることができないということである。

この法的現実に基づき、ACCJは、同報告書が防衛又は買収に係る決定の最終的責任が取締役に属していること、またこれはいかなる一人の又は複数の他者へと転嫁することのできない基本的な義務であることを適切に主張していると考えている。さらに、ACCJは同報告書の、「経営者からの独立を実質的に確保することが必要である」及び「独立社外取締役の役割が非常に重要である」との主張に賛同する。

しかしながら、取締役会が、独立社外取締役のみから構成される取締役会委員会を設置し(例えば買収防衛策の採用と利用に関する重要な意思決定を行うなどの)意思決定権限を委任することが法的に可能とならない限り、取締役会は独立した判断の重要性に対する責任を果たすことはできない。

会社法に対してこの改正を行うことが、同報告書の経営者からの独立性を確保するという提言を実現する最良の手段である。これにより、(a)取締役会の特別委員会が、妥当な法的根拠を持ち、(b)委員会の構成員が、そのような委員

ACCJ Viewpoint

or takeovers resides with the directors, and that this is a fundamental duty that cannot be shifted to any other person or persons. Furthermore, the ACCJ agrees with the Report's assertion that "it is necessary to effectively guarantee independence from management" and that the role of independent outside directors is very important.

However, the ultimate responsibility of the board can only be reconciled with the importance of independent judgment if the board is statutorily enabled to create and delegate decision-making authority to board committees that are composed entirely of independent outside directors, including for the purpose of making the key decisions concerning the adoption and use of takeover defenses.

This change to the Company Law is the best way to achieve the Report's suggestion to guarantee independence from management. It would ensure that (a) special board committees will have a valid legal basis; (b) the members of committees are directors elected by shareholders who have full fiduciary duties with respect to participation in and voting on such committees; and (c) minimum legal requirements are provided for the formation and administration of board committees, governing such things as notice, records, minutes, and budgets.

If, however, issues identified in Section 3(5) of the Report are not addressed through changes to the legal framework, the potential of the Report to lead to significant positive changes in Japanese corporate governance and the Japanese stock market will not be realized.

The ACCJ notes that these issues are not unique to corporate governance in Japan. In the U.S., state laws specifically provide that boards of directors may legally create committees composed of one or more of the directors, and generally may delegate full decision-making authority to such committees. Boards of directors may not, however, delegate decision-making with respect to certain fundamental matters such as dividends and other distributions, amending the articles or bylaws, and proposals that require formal shareholder actions such as approval of a merger or dissolution.

Under U.S. state laws, courts have held that directors who do not sit on a committee will be bound by the decisions of a committee regarding the delegated subject matter (i.e., those decisions

会への参加と投票に関する完全な受託者義務を有する、株主によって選任された取締役となり、さらに(c)取締役会委員会の設置と運営に関する最小限の法的要件が規定され、通知、記録、議事録及び予算などを規制することが確保される。

しかしながら、同報告書の第3(5)で確認された問題が法的枠組みに対する変更を通じて取り込まれないようであれば、日本のコーポレートガバナンスと日本の株式市場における前向きの変化を主導する同報告書が示す大きな可能性が実現することはなくなるであろう。

ACCJは、これらの問題点は日本におけるコーポレートガバナンスに特有のものではないことを指摘する。米国においては、州法が、取締役会は法的に1名又はそれ以上の取締役から構成される委員会を設置することができること、そして一般的に完全な意思決定権限を当該委員会に委任することができることを規定している。しかしながら、取締役会は、配当及びその他の配分、基本定款又は付属定款の修正並びに合併又は解散の承認など正式に株主の行動を必要とする提案などの一定の基本的な事項についての意思決定を委任することはできない。

米国州法下で、裁判所は、委員会の一員でない取締役は委任された主題に関する委員会の決定に拘束されることとなるものの(すなわち、これらの決定は、有効な取締役会の決定となる。)、そのような委員会を設置し、意思決定権限をそのような委員会に委任したことによって、取締役自身の受託者義務から解放されることはないと判示している。例えば、委員会の一員でない取締役会構成員でも委員会が正しく設計され、設置され、運営され、そして監視されることを確保する義務を有している。

米国州法はまた一般的に、通知、定足数、議決行使及び議事録等の定期的な取締役会に適用される手続き規定の一部又はすべてが委員会及びその構成員に適用されると規定している。米国連邦裁判所は、州法が取締役会委員会に取締役でない者を任命することを排除していると一般的に解釈している。

英国では、取締役会が委員会を設置することを明示的に許可し又は要件とする法的な規定は存在しないものの、会社の定款によって、取締役会が、1人以上の取締役からなる委員会に権限を委譲し、このような委員会に意思決定権限を委ねることは、一般的である。実際、1985年会社法の下で、テーブルAとして知られる適用を明示的に除外されていない限り英国の会社に適用される定款には、このような規定が含まれている。ただし、取締役でない者を上記のような委員会に任命することは許されない。定款によって、取締役

ACCJ Viewpoint

are in effect decisions of the board), but they will not be released from their fiduciary duties by the creation of such a committee and delegation of decision-making to such committee. For instance, a board member that does not sit on a committee nonetheless retains a duty to make sure that the committee was correctly designed, formed, administered, and monitored.

U.S. state laws also generally provide that some or all of the procedural provisions that govern regular board meetings, such as notice, quorum, voting, and minutes, also apply to committees and their members. U.S. federal courts have generally interpreted state laws to preclude the appointment of non-directors to board committees.

In England, while there is no statutory provision expressly permitting or requiring boards of directors to establish committees, it is very common for a company's articles of association to permit the board to delegate authority to a committee composed of one or more of its members, and for full decision-making authority to be given to such a committee. In fact, the default articles of association known as Table A, which, under the Companies Act 1985, apply to all English companies unless specifically excluded, include such provisions. However, it would not be permissible for non-directors to be appointed to such a committee. It is possible for the articles of association either to give the board of directors very broad authority to delegate to a committee or for such authority to be restricted in scope by reference to specific matters. Whether the procedural provisions that govern board meetings (such as notice, quorum, voting, and the requirement for minutes to be taken) also apply to committees and their members depends on the company's articles of association, but the position under Table A is that the provisions governing meetings of the full board will also apply to committee meetings, so far as is possible.

会が委員会に非常に広範な権限を与えることや、または、権限を特定の事項に限定することは可能である。取締役会に適用される手続き上の規定(たとえば、通知、定足数、議決権及び議事録の記載要件など)が、委員会およびそのメンバーにも適用されるかどうかは、その会社の定款によるが、テーブルAに基づく、取締役会による会議に適用される規定は、可能な限り、委員会の会議にも適用される。