



Governance
for Owners

ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社

〒100-0013 東京都千代田区霞が関 3-7-1

www.g4owners.com

〒100-8977

東京都千代田区霞が関 1-1-1

法務省民事局参事官室 御中

電子メール: minji27@moj.go.jp

平成24年1月31日

「会社法制の見直しに関する中間試案」に対する意見書

首記中間試案に関しまして、意見書を提出する機会を頂戴し、ありがとうございます。

ご参考までに、当意見書の共同提出機関を、下記の通りアルファベット順に記載致します。

各機関の詳細については、添付にてご確認頂けます。

California Public Employees' Retirement System, 米国 (CalPERS)

California State Teachers' Retirement System, 米国 (CalSTRS)

Co-operative Asset Management, 英国

F&C Asset Management, 英国

Florida State Board of Administration, 米国 (SBA)

Fourth Swedish National Pension Fund, スウェーデン (AP4)

Governance for Owners Japan, 日本

PGGM Investments, オランダ

PRMI Railway Pension Investments, 英国 (Railpen Investments)

Standard Life Investments, 英国

Universities Superannuation Scheme, 英国 (USS)

私共は、長期的グローバル投資家のグループとして、株主から長期的企業価値の創造を当然に期待されている取締役は、株主に対して説明責任を負っている、との強い信念を持ち続けております。

私共は、全ての国に適用可能な唯一無二の完全なるコーポレート・ガバナンスの仕組みは存在しないことは理解しております。しかしながら、株主に対する取締役の説明責任は、各国のコーポレート・ガバナンス体制の相違を超え、普遍性を持って適用される基本原則であると確信しています。

私共はまた、「経済協力開発機構（以下、OECD）コーポレート・ガバナンス原則」による、少数株主は、支配株主による、あるいは支配株主の利益のためになされる濫用行為から保護されるべきであるとの主張を支持致します。少数株主とは、結局のところ、自らの年金資金や貯蓄を、直接的に、あるいは私共のような長期的投資家を介して間接的に株式投資に振り向ける一般市民を意味しています。



私共は、日本の上場企業において2011年に発生した、オリンパス、大王製紙等の企業不祥事につき、大いに落胆致しました。一方、私共は、米国、欧州、アジアの金融市場においても、過去に同様の不祥事があったことについて認識致しております。その上で、そのような不幸な出来事は、常に以下のようなコーポレート・ガバナンス改革をもたらしたことに注目しております。

- 1970年代: 米国における不正会計と企業破綻から「独立」社外取締役と監査委員会の導入へ
- 1980年代: 英国における企業破綻から「キャドベリー報告書」へ
- 1997年: アジア金融危機から包括的制度改革へ
- 2002年: エンロン、ワールドコム事件から、企業と会計監査人の関係見直し、財務諸表の説明責任向上、取締役会の監督強化をもたらすサーベンス・オクスリー法の制定へ

企業不祥事やそれに関連したコーポレート・ガバナンス改革はまた、単に負の部分に焦点を当ててではなく、優れたガバナンスの効用を明らかにしてきました。

このような経験から学んできたことで、グローバル投資家の目は自ずと、最近の企業不祥事を受け日本にもたらされるコーポレート・ガバナンス改革に注がれることとなります。

コーポレート・ガバナンス改善は、投資家のみならず、日本と日本企業にとっても有益なことであることを強調させて頂きたいと思っております。

私共は、このような観点から、下記の通り意見を申し述べさせていただきます。



第1部 企業統治の在り方

第1 取締役会の監督機能

1. 社外取締役の選任の義務付け

A案は、監査役会設置会社（公開会社であり、かつ、大会社であるものに限る。）において、一人以上の「社外」取締役の選任を義務付けるものです。

これに対し、B案は金融商品取引法第24条第1項の規定により有価証券報告書を提出しなければならない株式会社において、一人以上の「社外」取締役の選任を義務付けるものであり、C案は現行法の規律を見直さないものとするものです。

取締役会が説明責任を果たすためには、「OECDコーポレート・ガバナンス原則」に記載の通り、会社の業務について客観的な独立した判断を下せるべきです。

「独立」の定義については、後の部分で意見を述べさせていただきますが、「社外」役員に関する私共の懸念は、概していえば、社外監査役が、仮に十分に独立性を確保した場合であっても、株主が期待する独立した判断を提供することが可能か、という点にあります。

私共は、社外監査役が、とりわけ十分に独立性を確保した場合は、日本において有益な役割を果たすことができることについて理解しております。しかしながら、2009年の「アジア・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション（以下、ACGA）日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書」共同提唱機関と同じく、独立取締役と独立監査役の役割は補完的であり、異なるものであると考えています。取締役は取締役会の完全な構成員であり、取締役会での議決権等、相応の権限と責任を有していますが、監査役は取締役会の構成員ではなく、また、法的には、業務上の戦略的なアドバイスや方向性を提供するためではなく、取締役会を監査するために選任されています。

このような視点から論理を進めると、監査役会設置会社において、一人以上の「社外」取締役の選任の義務付けを求めるA案を支持することが自然かもしれませぬ。しかしその一方で、B案がグローバル投資家にとって関心のある上場会社をより良くカバーしていることも理解しており、私共は、私共にとっての現実的な解としてB案を支持することと致します。

しかしながら、私共はA案、B案のいずれも最適な提案として納得している訳ではありません。

私共は、「OECDコーポレート・ガバナンス原則」にある、独立した判断を下せる「十分な」数の非業務執行取締役の任命を検討すべきであるとの考えに同意しております。

その意味するところは、取締役会の独立性は、通常、十分な数の取締役が経営陣から独立する必要があることを求めるというものです。

「十分な」数と言った場合、それは少なくとも「複数」、あるいは、2008



Governance
for Owners

ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社

〒100-0013 東京都千代田区霞が関 3-7-1

www.g4owners.com

年の「ACGA日本のコーポレート・ガバナンス白書」が提言するように三人以上を指すものと解することが自然かと考えます。

私共は、A案そしてB案における「一人以上の社外」取締役という要件が、単に形式的なものでしかないと解されるのではないかと懸念致しております。

したがって、私共は、日本の証券取引所が、上場会社の取締役会における独立した判断が確保されるよう、「意味ある」最低要件を求めていくことを提案させていただきます。



2. 監査・監督委員会設置会社制度

日本には、取締役会によるガバナンスに関し、二つの機関設計があります。一つは、議決権を持つ取締役と持たない監査役による二層構造の監査役会設置会社であり、上場会社の98%が採用しているのに対し、もう一つは2%のみ採用している、三委員会を備えた単層構造の委員会設置会社です。

中間試案では、監査・監督委員会を備えた単層構造の第三の機関設計が示されています。新たに示された機関設計は、監査役は取締役と補完関係にあり、取締役会において議決権を含む相応の権限と責任を有する取締役とは異なるという点に関連した、上述の私共の懸念を緩和する利点を有しているかもしれません。

しかしながら、私共の関心は常に形式ではなく実質にありますので、新たな機関設計が義務付けではないことから、殆どの企業が、委員会設置会社への移行を回避したように、新制度を採用しないのではないかと危惧しています。もしそのような事態となれば、グローバル投資家は新制度導入を単なる表面的な対応として捉え、三委員会、あるいは監査・監督委員会の採用を躊躇する日本企業をより懐疑的に見ることになるのではないかと懸念しています。

このような懸念を払拭するため、一定程度の大企業に対しては、任意ではなく、三委員会、あるいは新たに導入される監査・監督委員会のいずれかの採用を義務付けるという案が効果的かもしれません。

私共にとってのもう一つの懸念は、潜在的な利益相反がある場合において独立した判断がなされることを、新たな機関設計が如何にして担保するかという点です。

「OECDコーポレート・ガバナンス原則」では、潜在的な利益相反が想定される領域として、取締役や経営陣の指名、取締役の報酬、関連者間取引の調査検討、財務非財務報告の信頼性確保等に言及しています。

このような観点から、監査・監督委員会設置会社には、法的裏付けを持ち、独立「社外」取締役が過半を占める指名委員会及び報酬委員会の設置を認めないとする提案には賛成できません。



3. 社外取締役及び社外監査役に関する規律

A案は「社外」の定義を見直すものであるのに対し、B案は現行法の規律を見直さないものとするものです。

ここで私共は、独立した判断が、株主に対し取締役が説明責任を果たすための重要な要素である点、繰り返させて頂きます。この観点から、「社外」の定義はコーポレート・ガバナンスにおける中心論点となっています。

2009年の「ACGA日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書」共同提唱機関と同じく、日本の会社法における「社外取締役」の定義が脆弱で、グローバル投資家にしばしば混乱をもたらしていると考えています。

2008年の「ACGA日本のコーポレート・ガバナンス白書」や2009年の「ACGA意見書」が繰り返し述べているように、「社外」取締役や「社外」監査役は、利益相反から解放されていなければなりません。

「社外」の定義の見直しなくして、日本の会社法に基づく「社外」取締役によって独立した判断が下されることはないものと強く考えております。

オリンパスに3名の「社外」取締役が存在したという事実によって、日本の会社法における「社外」の定義が脆弱であり、社外者による独立した判断が確保されてこなかったということが、残念な形で証明されている点、強く述べさせていただきます。

私共は、原則基準による定義が、取締役会に価値をもたらす独立取締役を認識する上で実質的に有益であると考えており、表面的な定量基準による定義より望ましいものと考えておりますが、A案の要件は独立性を定義するには部分的に過ぎると考えています。

私共は、最低限でも、(注1)にある親会社の子会社の関係者や、(注2)にある重要な取引先の関係者は排除することで、「社外」の定義が強化されるべきであると、強く考えております。



第2 監査役の監査機能

1. 会計監査人の選解任等に関する議案等及び報酬等の決定

A案は、監査役（監査役会設置会社にあつては、監査役会）及び監査委員会に、会計監査人の選解任等に関する議案等及び報酬等についての決定権を与えるものです。

B案は、監査役（監査役会設置会社にあつては、監査役会）及び監査委員会に、会計監査人の選解任等に関する議案等についての決定権及びその報酬等についての同意権を与えるものであり、C案は現行法の規律を見直さないとするものです。

オリンパスの不祥事は、数多の問題の中から、会計監査人の機能不全についても焦点を当てる結果となりました。会計監査人が株主の期待する役割を果たすためには、経営陣からの独立は必須条件です。

経営陣からの独立を確保する観点から、私共は、会計監査人の報酬を含め監査役（監査役会設置会社にあつては、監査役会）及び監査委員会に決定権を付与するA案を支持します。

第3 資金調達の場合における企業統治の在り方

1. 支配株主の異動を伴う第三者割当てによる募集株式の発行等

(1) 株主総会の決議の要否

A案は、原則として株主総会の普通決議を要するとするものです。

B案は、総株主の議決権の4分の1を超える数の議決権を有する株主が一定期間内に当該募集株式の発行等に反対する旨を通知した場合には、株主総会の普通決議を要するとするものであり、C案は現行法の規律を見直さないとするものです。

第三者割当ては、歓迎せざる買収からの防衛や、株主構造を変化させることを目的に使用できるため、既存株主と経営者、あるいは新規株主との間に深刻な利益相反のリスクを惹起することとなり、既存株主の保護がより一層図られるべき問題であると考えています。

この観点から、私共はA案を支持致します。

支配株主の異動を伴わなくとも、2009年の「ACGA日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書」記載の通り、一年間で10%を超える割当には多くのグローバル投資家は異を唱えることになるでしょう。希釈化については、第三者割当のみならず公募増資についても合理的な水準内に止められるべきです。私共は、日本の証券取引所が、私募、公募共に、過度な希釈化を防止する適切なルールを設定するよう提案させていただきます。



第2部 親子会社に関する規律

序文にて申し上げた通り、少数株主は保護されるべきであると私共は確信しております。したがって、親会社株主と子会社少数株主の保護に向け提案がなされたことに感謝を申し上げる次第です。

しかしながら、利益相反のある関係者の取り扱いが、コーポレート・ガバナンスに関する深刻な問題として世界中で認識される中、当問題に関しさらなる検討が必要ではないかと強く考えております。この検討の中には、他の多くの国で見られるように、利害関係のある関係者は重要な関係者間取引に関する議決権行使から除外することも含まれるべきと考えます。

第1 親会社株主の保護

1. 多重代表訴訟

A案は、株式会社の親会社の株主が当該株式会社の取締役等の責任を追及する訴え（多重代表訴訟）を提起することを認める制度を創設するもので、B案は、多重代表訴訟の制度を創設しないとするものです。

私共は、子会社の事業活動に関し親会社の監督権限が十分に及ばない企業集団構造に懸念を抱いておりました。子会社がグループに多大な影響を及ぼす場合でも、親会社の株主は十分に保護されておられません。

私共はA案が採用されれば、親会社の株主に対し一定の保護を提供することになるものと期待します。

2. 親会社による子会社の株式等の譲渡

当案は、株式会社が、その子会社の株式の全部又は一部の譲渡をする場合にあっては、当該譲渡がその効力を生ずる日の前日までに、株主総会の特別決議によって当該譲渡に係る契約の承認を受けなければならないことを原則とするものです。

私共は、当案を支持致しますが、子会社の株式の譲渡に限らず、子会社による組織再編や第三者割当等、グループ全体に及ぼす影響が大きい重要な決定については、親会社の株主の承認を求めべきであると考えます。



第2 子会社少数株主の保護

1. 親会社等の責任

A案は、当該取引がなかったと仮定した場合と比較して子会社が不利益を受けた場合には、親会社は、子会社に対して、当該不利益に相当する額を支払う義務を負うことを明文化するものであり、B案は、明文の規定は設けないとするものです。

親会社のある子会社の上場については、少数株主の権利が適切に保護されているのであれば、私共は投資を前向きに考えるでしょう。
親会社と子会社少数株主の間には構造的に利益相反の可能性が存在するので、子会社少数株主に対しては一段と高い保護が求められることとなります。
私共はA案が採用されれば、上場子会社の少数株主に対しそのような保護を提供することになるものと期待します。

第3 キャッシュ・アウト

当案は、議決権の10分の9以上を有する特別支配株主が、対象会社の全ての株主に対して、その有する株式の全部を特別支配株主に売り渡すことを請求することを認めるものです。

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す。それにもかかわらず、日本においては、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可能であるとされています。
私共は、少数株主は、例えば、10分の9以上の賛成を求めるといったより高い保護を求めていると考えています。

第5 組織再編等の差止請求

A案は、略式組織再編に加えて、それ以外の組織再編（簡易組織再編の要件を満たす場合を除く。）についても、当該組織再編が法令又は定款に違反する場合であって、消滅株式会社等の株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主が当該組織再編をやめることを請求することができる旨の明文の規定を設けるとするものです。

B案は、明文の規定は設けないとするものです。

A案がB案に比べ既存株主に対し高い保護を与えるものであれば、私共がA案に反対する理由はございません。

以上



Governance
for Owners

ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社

〒100-0013 東京都千代田区霞が関 3-7-1

www.g4owners.com

Anne Simpson
Senior Portfolio Manager, Investments Head of Corporate Governance
California Public Employees' Retirement System
400 Q Street, Suite 4800 Sacramento, CA 95814
米国

Anne Sheehan
Director Corporate Governance
California State Teachers' Retirement System
100 Waterfront Place, MS-04 West Sacramento, CA, 95605-2807
米国

Abigail Herron
Corporate Governance Manager
Co-operative Asset Management
22nd Floor, CIS Tower, Miller St, Manchester M60 0AL
英国

Mirza Baig
Consultant Director Governance & Sustainable Investments
F&C Asset Management
Exchange House, Primrose Street, London, EC2A 2NY
英国

Mike McCauley
Senior Officer, Investment Programs & Governance
Florida State Board of Administration
1801 Hermitage Blvd., Suite 100 / Tallahassee, FL 32308
米国

Annika Andersson
Head of Corporate Governance
Fourth Swedish National Pension Fund
P.O. Box 3069 Regeringsgatan 30-32 SE 103 61, Stockholm
スウェーデン

小口 俊朗
代表取締役
Governance for Owners Japan
〒100-0013 東京都千代田区霞が関 3-7-1
日本

Marcel Jeucken
Managing Director Responsible Investment
PGGM Investments
Noordweg Noord 150, P.O Box 117, 3700 AC Zeist,
オランダ



Governance
for Owners

ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社

〒100-0013 東京都千代田区霞が関 3-7-1

www.g4owners.com

Frank Curtiss
Head of Corporate Governance
PRMI Railway Pension Investments
2nd Floor, Camomile Court, 23 Camomile Street, London EC3A 7LL
英国

Alison Kennedy
Governance & Stewardship Director
Standard Life Investments
1 George Street, Edinburgh EH2 2LL
英国

Dr Daniel Summerfield
Co-Head of Responsible Investment
Universities Superannuation Scheme
6th Floor, 60 Threadneedle Street, London, EC2R 8HP
英国



Governance
for Owners

ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社

〒100-0013 東京都千代田区霞が関 3-7-1

www.g4owners.com

添付：共同提出機関について

California Public Employees' Retirement System, 米国 (CalPERS)

CalPERS は、米国最大の公的年金基金で、約 160 万人のカリフォルニア州公務員、退職者とその家族の財政医療給付保障をその使命としています。2012 年 1 月 18 日時点の運用資産は 2,290 億米ドル超で、不動産、非上場及び上場株式、債券、インフレ連動資産、短資を含むグローバル・ポートフォリオを構成しています。CalPERS は、説明責任を果たすコーポレート・ガバナンスが長期的に維持可能な株主投資収益の最適化をもたらすとの確固たる信念に基づき、世界中の市場における企業のコーポレート・ガバナンス改善に向けた数多くの施策に取り組んでいます。(www.calpers.ca.gov)

California State Teachers' Retirement System, 米国 (CalSTRS)

CalSTRS は、米国第二位の公的年金基金で、運用資産は約 1,500 億米ドルです。CalSTRS は、カリフォルニア州 1,400 の学区、群教育局、地域短期大学区の 85 万人の公立学校教師とその家族の退職、障害、遺族給付を管理しています。(www.calstrs.com)

Co-operative Asset Management, 英国

The Co-operative Asset Management は日本に多くを投資するグローバル投資家です。責任投資に取り組んでおり、運用資産は 212 億英ポンドです。(www.co-operativeassetmanagement.co.uk)

F&C Asset Management, 英国

F&C Asset Management は、英国に本拠を置くグローバル資産運用グループです。2011 年 9 月末時点の運用資産は 1,030 億英ポンドです。加えて、株式と社債合わせて 590 億英ポンドを有する運用機関 20 社から議決権行使や企業との対話に関する委任を受けております。(www.fandc.com)



Florida State Board of Administration, 米国 (SBA)

フロリダ SBA の法的使命は、フロリダ州退職制度(FRS) 信託基金や、州地方政府の各種その他基金につき、投資、管理、そして保全を行うことにあります。2011年9月末現在で、SBA が管理する総資産の純資産価値は約 1,420 億米ドルです。FRS 年金制度は、110 万人の受益者、退職者に対し確定給付年金を提供しています。米国第四位の公的年金基金である FRS 年金制度における強固な長期パフォーマンスは、SBA の責任ある財務マネジメントに対する深い関与を反映しています。SBA では、その使命を達成すると共に、最高水準の倫理、受託者責任、専門基準を満たすべく努めており、フロリダ州納税者の利益のため、業務並びに投資管理コストの最大限の抑制に、継続的に力点を置いています。(www.sbafla.com)

Fourth Swedish National Pension Fund, スウェーデン (AP4)

AP4 の基本哲学は、スウェーデン国民年金受給者のため、長期間にわたり可能な限り高いリターンを生み出し、その結果として年金制度の安定性を支えるべく、資産を管理することにあります。AP4 はスウェーデン及びその他の地域の上場株式に多くを投資することで、その長期資産運用に関する信念を最大限実現するよう、理事会により決議されています。2011年6月末時点の総資産は、2,160 億スウェーデンクローナです。株式はその 59%以上を占め、債券が 34%を占めています。残る 6%は不動産、未公開株、その他オルタナティブ投資等に振り向けられています。(www.ap4.se)

Governance for Owners Japan, 日本

Governance for Owners (GO) は、その経営陣と長期的投資家による独立したパートナーシップです。(www.g4owners.com) 日本における子会社である GO ジャパンは、長期的株主価値向上に向け、日本の大型上場企業との対話に取り組むジャパン・エンゲージメント・コンソーシアム(JEC) を提供しており、現在のメンバーには、Railpen Investments、USS、東京海上アセットマネジメント投信を含んでいます。

PGGM Investments, オランダ

PGGM は、オランダの医療、社会福祉セクターの年金基金であり、欧州第二位の年金基金である PFZW を含む幾つかのオランダ年金基金を代行する年金管理、資産運用会社です。PGGM は現在、250 万人以上の加入者のため、年金資産 1,090 億ユーロを管理しています。財務的リターンと社会的リターンは概して密接に連携し合うとの信念に基づき、PGGM では責任投資原則を投資プロセスに組み入れることを義務として認識し、それにより高く安定したリターンを確保すべく支援しています。(www.pggm.nl)



Governance
for Owners

ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社

〒100-0013 東京都千代田区霞が関 3-7-1

www.g4owners.com

PRMI Railway Pension Investments, 英国 (Railpen Investments)

RPMI は、その 100%子会社である Railpen Investments を通じ、2010 年 12 月末時点で資産 180 億英ポンドの鉄道年金基金の信託会社である Railways Pension Trustee Company のために投資管理を行っています。Railpen Investments は英国 FSA による認定機関です。RPMI は Coventry、Darlington、London の拠点から英国全土をカバーし、現在、200 以上の顧客に代わり約 50 万人の年金を管理しています。信託会社及びその子会社群は、より良いコーポレート・ガバナンスと責任投資を長期的に支援しており、責任ある投資家として、企業に関心を持ち関与する株主の存在する企業は、そのような株主が存在しない企業に比べ、長期的に優れた財務パフォーマンスを実現する可能性が高いと確信しています。日本のコーポレート・ガバナンス並びに議決権行使原則を含む責任投資原則の詳細は、www.rpmi.co.uk にてご覧頂けます。

Standard Life Investments, 英国

Standard Life Investments は、Standard Life の子会社であり、エジンバラに本拠を置く、2011 年 9 月末時点の運用資産 1,500 億英ポンドのグローバル投資家です。Standard Life Investments において、ガバナンス、スチュワードシップ、サステナビリティは投資プロセスと統合されています。「Focus on Change」を標榜する哲学と運用プロセスの基礎となるのは、スチュワードシップが長期的投資リターン達成に根本的な影響を及ぼすとの信念です。グローバルな投資家そして株主として、Standard Life Investments は企業による環境、社会、ガバナンスの問題への取り組みにおいて最善慣行水準が達成されるよう、積極的に取り組んでおります。www.standardlifeinvestments.com

Universities Superannuation Scheme, 英国(USS)

USS は、英国の大学、その他高等教育調査機関の学者、上級管理スタッフに提供される主要な最終給与比例方式の年金基金です。英国第二位の年金基金であり、400 近くの加入機関と 27 万人を超えるメンバーのため、320 億英ポンドを超える資産を運用しています。www.uss.co.uk