

社団法人 日本証券投資顧問業協会

## 第2回 コーポレート・ガバナンス研究会議事録

平成23年12月13日

投資一任会社における議決権行使10年間の推移について

P 1 ~ P 9

参加者による自由討議

P 1 0 ~ P 3 3

【投資一任会社における議決権行使10年間の推移について】

冒頭において、議決権行使アンケートの分析結果について、協会事務局長谷山調査役より添付資料に基づいて説明があった。

→資料1

→資料2

(池尾教授)

まず私から1点質問させて頂きたいのですが、議決権行使指図の体制整備状況について、体制が整備されているというのはどのぐらいのレベルを以って整備されているということになるのでしょうか。要するにどれぐらいマンパワーを割いているんだらうかと。分散投資をしている限り、多数の企業の株式を保有しているというケースが一般的だと思いますが、そうすると、1社当たりにはかけられるマンパワーというのはなかなか限界があると思います。大体どのぐらいのマンパワーをかけられる状態になると体制が整備されているというイメージなんでしょうか。ちょっとお答えにくいかもしれませんが、教えていただけるとありがたいなと思います。

(長谷山)

協会では、その詳細なレベル、例えば人数基準だったりとか、そういったものを設けているわけではありません。会員によっても、規模にかなりばらつきがありますので、かなりの数の銘柄で議決権行使するところもあれば、まだ始めたばかりで、数十銘柄しかない場合もありますので、明確な基準を定めることは、なかなか難しいところがあります。そういったことから、この点については各会員にそれぞれ判断してもらっているということでございます。ただ、基本的には議案を精査するチームであるとか、意思決定をする議決権行使委員会、その議案の賛否を決めるガイドライン、スクリーニング基準などをつくっていただくようにしております。

(岩間)

私はごく最近まで運用会社にいたものですから、その頃の体感を交えてお話しさせていただきます。現状、各会員は協会が定めている議決権行使に関するルールに従って、どういうガイドラインをつくって、どういう議決権行使をしたかということ公表することになっております。資料2の12ページにございますように、平成23年では、ガイドラインをホームページで公表している会社も97%というところまで来ております。

議決権行使にかかっているロードということだと思いますと、私の前にいた会社というのは、日本株のマネジャーとしては割に大きいほうだと思いますが、基本的には、ロードは非常に大きいです。ただ、総会の開催日が比較的分散化されてきたということ、それから、当協会のルール等に基づいてガイドラインをきっちり決めているので、そのクライアントごとに判断基準がかなり練れてきているということがあって、対応力が上がってきております。

実際の議案精査は、基本的にはアナリストが、自分の担当企業分の議案を見るということになり、かなりロードがかかります。ただ、当初はこれは余計な仕事だと思っていたわけですが、これはやはり本質的な仕事だという位置づけになってきています。むしろそこで徹底的に見ることが会社の実態をよく調べるというののもいいことだということで、追加的なロードがかかっているという認識が少し減ってきているというところがあります。そうして各アナリストの判断結果を、議決権行使の委員会で機関決定していくこととなります。

ただ、お荷物感というのは、基本的には少し減ってきているんですけども、日本株のマーケット自体に魅力がないのか、日本株の受託残高が減ってきているということがあり、入ってくるお金はが少なくなってしまって、出ていくお金が多いということになってしまっている。ですから、議決権行使に係る体制を維持するにもロードがかかるので、お客さんにもうちょっと余計にフィーを払ってもらわなければならないかという議論が

出てくるということだと思います。そこら辺は根本的にマーケットを活発化しないと、要するに成長が実現されないと困ったことになるなど。あるいはお客さんをもっと外に求めなければいけないとか、そういう話になってきているという実態じゃないかと思います。

(協会事務局 岡崎)

私はアメリカ系の運用会社におったんですけども、そこでは議決権行使の専任担当者がいました。アナリストは普段から担当企業の調査をして、経営者と対話をしておりますので、議案が来てから、そのアナリストから議決権行使専任担当者に必要な情報を伝達して、専任担当者が議案精査を行います。専任担当者を100%張りつけて置いているという会社はそんなに多くはないと思いますけれども、担当者は5月、6月は毎日徹夜のような作業をやっていたので、かなり状況は厳しいです。ただ、特に海外から日本株に投資しているお客さんは、ちゃんとやっているのかと詰めてきますので、そこはかなりシビアにやっています。

(岩間)

要するに会社によってかなりバラエティーがあるということが実態だと思います。

(山田氏)

私も運用会社なんですけれども、私のところもやっぱりアナリストが中心でやっているというのが実態でございます。ガイドラインは別の部署でつくっているんですけども、一応、誰が何をやって、ガイドラインがあつてというような形で、大体体制が整ったのかなというところす。あとはそれをいかに成熟化していくかという状況かと思います。

ちなみに協会のアンケートだと、専任者がいるとか、あとマンパワーがどれくらいかけているかという質問があつたと思うんですけども。

(長谷山)

マンパワーをどれぐらいかけているかについては、参考データになりますが、5・6月の株主総会における対応で、平成14年調査では1社当たり平均52.5人日、1日8時間と仮定して、延べトータルで52.5人日分仕事をしたと回答がありました。これに対して、直近では、大体100人日ぐらいですので、平成14年と比べましても大分増えてきているのかなと。議案をより個別に見ていく、より精査する方向で議決権行使を行っていますので、業務量が減っているということはない、増加傾向は続いているというのが実態と考えています。

(池尾教授)

要するにルールで細かく決めているというよりは、原則主義で各社の判断で整備してもらっているということですね。

(上村教授)

4月以降売ってしまった銘柄について、その企業の議決権をどうするかという問題が前からありますよね。そのときのポリシーといいたいましょうか。これはかつての研究会（平成13年に当協会が設置した議決権等株主権行使研究会、上村教授は当時の座長）の場でも随分議論したんですけれども、この10年間こういうポリシーでやっているとか、特に際立った変化や特色というのがあるんでしょうか。

(長谷山)

そこについては、特に変化とか会員からコメントがあったこともないのですが、売ってしまったからもう何もしないということではなくて、保有継続している銘柄と同じ様に議案を精査し、議決権行使していると思われま。

(岩間)

我々のアンケートでは、そここのところを浮き彫りにするような聞き方はしていないので、そこまでは見えないですね。

(上村教授)

かつての研究会の報告書でも、株主ではないけれども、3カ月以内にかんがりの規模の売りをしたという意味では投資家には違いないので、投資家としてどういう行動をしたら望ましいかという観点から議決権を行使すべきだということになりました。もう株主じゃないのだから、売却した分の議決権行使はエンプティボーディングだと言う人もいますけれども、私はエンプティとは全然思いません。ですから、そういう観点で、投資家としての立場を踏まえて議決権行使すべきと考えます。

(山田氏)

協会のガイドライン上は、そのようなケースでも議決権行使に努めるという形になっている。多分各社各様ですけれども、それに従った対応をしているというふうに思います。当社なんかもそうですけれども。また同様の事例として、無配の会社ですと、名義を書きかえないと、ずっと来るというケースがありますね。

(上村教授)

あと、買収防衛策の話ですが、例えば「『株主価値を高めない買収防衛策には原則反対』が会員の共通認識」と書いてあるんですけども、買収防衛策は相手次第だと思うんです。例えば濫用的買収者と決めつけられたら、防衛策は相当ひどくても司法の場では勝つんですね。つまり攻めるほうが濫用的買収者の場合。しかし、かなり立派な買収者が来たら、相当いい買収防衛策でも負けるわけですよ。要するに、攻めるほうが筋悪で、防衛策も筋悪でも、より筋悪の悪いほうがこれは負けるんです。だからといって、防

衛策が筋悪であってもいいということはないので、そこそこの合理性はないといけない。そのくらいの意味だと考えるべきでしょうかね。いずれにしても、買収者の属性と無関係に買収防衛策の会社法的意義ばかりを論じてこれは良い防衛策だ、などという話は基本的におかしいと思います。

(山田氏)

私も実は2007年、2008年のときに、協会事務局で議決権行使関係の担当として、このアンケートの集計をやっていたんですけども、その頃は第三者委員会とか、そういった公正に判断できるものを設けるとかいう基準で、議案もある程度、経営者の忖意性がないようなものに対しては賛成するみたいな意見が多かったように記憶しています。特に2007年はブルドックソースの買収防衛策に対する判決が出たので、総会決議を条件にするという回答が多かったやに記憶しています。それがいいかどうかは別ですが。

(上村教授)

あと、「助言機関がポリシーを強化」と書いてありますけれども、助言機関のポリシーってそもそも何かあるのですかね。例えばISSとかはアメリカ法で考えてきていると思うんですけども、彼ら自身アメリカ会社法とは何ですかと言われても答えられないのではないのでしょうか。州法もあるし、連邦証券法もあるし、取引所の規則もあるし、判例法もありますよね。昔、アイゼンバーグに聞いたときは、これに経済界のラウンドテーブル決議とかも入る。これはかなり拘束力が強いものなので。これら5つ全体がアメリカ会社法だと言っていました。ですから、助言機関の助言というのは、よく分からない内に、アメリカ法が事実上いきなり適用されているような結果になってしまいがちだと思うんです。そもそも彼らのポリシーというのが何なのかよくわからないのですね。マニュアルも公表されていないようですし。それでも日本人はそれに権威を認めて何となく受け入れているという感じがしないでもないのですが、そうでもないですか。

(長谷山)

助言機関のポリシーですが、一応、日本のコーポレート・ガバナンス、慣習などを勘案して、毎年ポリシーといたしますか、スクリーニング基準みたいなものを改定しています。例えば、ISSは、退職慰労金の金額が従来は開示されなくてもそれだけを理由に反対とはしていなかったんですけれども、今年からは開示がない場合は原則反対推奨というふうな形になっております。

議案に対する判断は、会員がすべて自前で行うのは、時間的、人的制約があるためなかなか難しい場合がありますので、このような助言機関にまずはたたき台として賛否判断を1回つくらせるとか、そういったことをする場合があります。最終的には、各投資一任会社のガイドラインやスクリーニング基準に基づいて議案の賛否を判断するのですが、ISSなどの助言機関のポリシーに従う場合もありますので、こういったISSの考え方の変化が影響したことがあっただろうということです。

(上村教授)

アンケートの結果を見ると、各社ともISSに割と素直に従っていますよね。

(山田氏)

やっぱり1つの合理化というのがあると思うんです。先ほど岩間会長からありましたけれども、昨今の、私どもの業界は非常に収益的に厳しいというのもございまして、我々の会社なんかの場合ですと、外国株式についてはそういった助言会社をよく使います。ただ、国内株式に関しては自前でやっております、それは各社のポリシーとか、そのマンパワーをどうかけるかというところで変わってきて、その場合、外国株式に関しましても、私どももISSを使っているんですけれども、そこに対して我々のガイドラインでやってくださいと。向こうから来たものをチェックをかけて、違うと思った場合には反対す



る、そういうふうなことをやっております。

ちょっと聞いた話では、ISSが反対したら、急にその直前になって、その発行体から運用会社への働きかけが強くなったというケースも聞いたことがあります。

(上村教授)

ISSは、かなり権力機関化していると思うので、ちょっと中身を精査したほうがいいのではないかと思いますね。アメリカ法の域外適用が問題になりますが、ここではそれを日本企業自身が積極的に受け入れているとしたらちょっと妙ですね。

(池尾教授)

これは事務局というよりは上村先生に教えていただいたほうがいいのかもしれないんですが、資料1の一番最後(P15)のところで、「議決権行使を適切に行うことのみならず、発行会社との対話を多く重ね、認識を近づけていくことが重要。」という記述がありますが、投資家が発行会社と個別に対話するということと、例えばインサイダーの問題とかとの関係は、日本の制度においてはどう理解しておけばいいんですか。

(上村教授)

日本はアメリカみたいにフェア・ディスクロージャー・ルールが確立していませんね。アメリカでは、向こうから得た情報を自分だけが知るといような状況があれば、必ずほかにも開示しなければいけないというふうになっていますね。その辺がはっきりしていないので、やり方によっては内部情報受領者とされてしまう懸念もなくはないと思います。池尾先生がご指摘された部分については、そこまでのつもりでは多分書いていないだろうとは思いますが。

(山田氏)

認識としては、向こうから、要するに我々機関投資家なり、投資運用会社がどういうことを会社のガバナンスに求めているかというヒアリングをしていただきたいというような感じだと思うんです。向こうから情報を得るよりも、こちらから考えていることを伝えるような場があればどうかなと思っています。実は金融庁の企業財務研究会でエーザイの方が前回いらっしゃったんですけれども、あの会社の場合には、株主総会が終わると、すぐ次の年の株主総会の準備でそういうようなヒアリングを行うそうです。そういうふうにしていただくと、長い間にそういう情報が、どの程度くみ上げられるかわかりませんが、そういう場があるといいのかなと思います。私は会社との対話というのは、どちらかというと、そういうふうな感じでとらえていまして、インサイダー情報を得たりして、その企業の株を売れなくなるというのは最悪で、いつまでも売れてなかったらにっちもさっちもいなくなってしまうんです。それを十分我々の担当者も認識していますし、多分ここで書いているのはそういった意味じゃないかと思っているんですが、どうですか。

(上村教授)

対話によっては反対するぞとか、そういう強圧的な対話じゃない。

(岩間)

強圧的ということじゃないと思いますね。それとやっぱりインサイダーインフォメーションが入るのは却って困ってしまう、万が一入ってきたら、全部シールしなければいけないということなので、それはむしろ排除するというか、そこは現場でかなり注意していると思います。そういうことを積み重ねてくると、発行体のほうもよくわかっていて、今、山田さんがおっしゃったような方向に動いてはきているんじゃないかと思います。

(池尾教授)

それでは、この議決権行使の10年間の推移についてのご説明に関連した議論はそろそろ

終わらせていただいて、先に進ませていただきます。後半では、昨今のコーポレート・ガバナンスをめぐる諸問題について自由討議をしたいと思います。

それでは、湖島さんから資料を配付していただいているので、まずはそれに関連して、手短にご説明をいただけますか。

(湖島氏)

簡単にご説明申し上げます。(→資料3参照) 11月の下旬から月末にかけ、日本取締役協会の委員会が委員会名義で、意見書と提言書を出しましたので、お配りした次第です。

2つございまして、1つ目は、大王製紙、オリンパス問題における意見ということで、11月25日に最終的に全体としての独立取締役委員会の意見書を出しました。もう1つは、会社法制委員会による委員会設置会社の機関の設計柔軟化ということを第1弾目の提言として出しました。この2つのものがございまして。

当協会には独立取締役委員会という委員会があり、以前は社外取締役委員会と呼んでいましたけれども、ずっとこうした社外ないし独立取締役問題を扱っている委員会がございまして。委員長は富山和彦氏、副委員長は落合誠一教授でございまして。

オリンパス問題、大王製紙問題につきまして、項目として3つほどあります。先ず11月22日付の緊急意見書を見ていただきたいと思います。

1点目としては、独立取締役につきまして、公開企業に関しては、独立性を有する社外からの取締役、即ち独立取締役を最低でも複数導入し、かつ社内情報へのアクセス権を持たせることを制度化すべきであるということでございます。

2点目は厳正な処分ということでございます。

3点目が、これは独立取締役委員会の富山委員長のお考えが反映されている面がございましてけれども、ソフトロー重視ということで、いたずらに制度を厳格化することにより、企業の活力を損なうことのないよう市場関係者主導のソフトローにてコーポレート・ガバナンス強化を加速させるべきであるということが柱でございます。

詳細は11月25日付けの意見書に記してございますけれども、エッセンスだけご紹介いたします。

1 ページ目の頭のほうに、深刻な問題であると受けとめ、この10年間にわたり、制度的にはいろんな施策を講じてきた後の、正直今さらという感をぬぐえない、逆に極めて重く受けとめる、というまず事態の受けとめを書きました。

それから、第2節に、2つの事案の特徴として、当時の経営トップが不祥事の当事者として直接に深くかかわっていた可能性が高い、また両者ともに比較的優良企業とされていた企業であるという特徴を書いています。一般に優良、健全と言われる企業においても、将来的にいつ起きてもおかしくない、そういうことで、他人事ではない、我が事として本件をとらえる、ということで、緊急メッセージを発するものだと書いてございます。

2 ページ目の冒頭にあるように、参照例として、やはり山一事件とカネボウ事件を挙げながら、トップ自身とその周辺によって隠ぺい工作等が行われたということ、経営トップ、あるいは創業家出身のトップの実質的権力は絶大であり、その暴走を食い止めることは容易ではないということが書いてございます。巧みに工作された隠ぺいに対する会計監査の関係の問題が書いてございます。

それから、いわゆる社外取締役や社外監査役もその独立性が脆弱である。それから、社内情報へのアクセス権、これは内部通報も含めて、これに大きな制約があれば、形を整えても実質的にはほとんど機能しないということも今回改めて証明されつつあるように思われるということで、質、中身の問題をまたここで強調してございます。

その後に、やはり経営トップに対する実効的な牽制システムが経営のより中枢部分に存在していることがコーポレート・ガバナンスが持続的に機能する重要な条件なのであるということで、過去何回か提言してきたものを紹介してございます。

3 ページ目でございますけれども、①は「独立取締役制度を制度面、実質面の両面で強化せよ」ということで、実質的な独立性が重要であるということ、それから取締役会に少なくとも複数の独立取締役を有すべきこと、それから監査役設置会社においても報酬、指

名などの重要事項について同様の委員会制度を導入するというのもここに書いてございます。

それから、独立取締役監査役についての質の問題でございます。専門的知見があり、しかも職業倫理上法的に重い義務を負っている弁護士や公認会計士が含まれていること、それから社内情報へのアクセス権を持たせること、それらについて制度改革への取り組みがなされることを期待するというを提言してあります。

②は、取締役、監査役に対する質の問題、教育、研修の問題でございます。

それから、③は、真相解明と厳正な処分です。

それから、4ページ目でございますけれども、いわゆる飛ばし関連の不祥事については、これ以外に引きずっている事案はもうないのか、本件を端緒として改めて関係当局が徹底的な洗い出しを行うことを期待したいということを書いてあります。その後、緊急意見書の3点目でございますけれども、制度について、いたずらに制度をいじり回す主張に必ずしもくみしない、制度を余りに厳格化、細密化することは企業経営のダイナミズムや活力を奪う危険性があるということで、むしろ当委員会としては、真に実効的な制度整備、態勢整備は、ハードローのみに頼ることなく、企業自身を含む市場関係者主導のソフトロー型で急ぐことを中心に、実質論としてのコーポレート・ガバナンスを加速させるべきだとしております。

最後には、委員会でのこういう議論をもとに、最後は人間性なり、不断の精進ということで、改めて戒めということで書いてございます。これが緊急意見書でございます。

11月30日付の提言書については会社法制委員会、委員長はソニーの中鉢副会長、副委員長は太田洋弁護士でございますけれども、取締役会の監督機能の充実に向けた機関設計に関する提言です。今、法制審で議論がなされておりますけれども、第1弾として、現行の委員会設置会社についての議論がどうも必ずしもなされていないと見ており、当協会は委員会設置会社の相当数が入っていますが、制度のユーザーとしての意見、いろいろ意見は分かれているところがございますけれども、制度の柔軟化というニーズがございますの

で、それを提言で書いた次第です。

現行の委員会設置会社はそのまま維持しつつも、新たにもう1つの柔軟設計型委員会設置会社制度を採用することを可能とする制度改正を行うべきであるという提言です。やや米国型ですがそれを念頭に置きまして、日本でも取締役会の過半数が社外であり、独立取締役という企業も出てきており、そういう企業からのニーズがございます。あるいはそれ以外の監査役会社からも選択肢としてこういう先進的な類型を求めるニーズがございます。内容は下記の記の部分に記してございます。

1にございますように、大前提として取締役の過半数が独立取締役で構成されていることを条件として、現行は3つの委員会、監査、指名、報酬を設けて、その委員会が社外が過半ですけれども、そこが決定するという事となっており、決定権限が専権的にございます。取締役会では覆せないとか、修正もできないということで、これはある意味で過度に行き過ぎた権限を与えているという意見もございます。この必置という設置義務を解除し、任意の柔軟設計型の制度設計を可能にしてもらいたい。採用は会社が定款で設けるということでございます。

2は、各委員会の権能等は原則として、この選択肢を選ぶ委員会設置会社が定款、あるいは定款に基づく規定によって任意に定めるということでございます。ただし、現行のように、委員会で終局的に拘束するという事も選べる、その場合は、その委員会の過半数が独立取締役でなければならないということも可能で、これは現行型の延長になります。

3は、執行役等の関係について整理してあります。

以上が、第1弾目の提言ということで、中間試案の第二次案なり、中間試案が今出つつありますので、それに対しては、第2弾ということでまたこの委員会で議論しております。私どもの協会も、会社・企業以外に弁護士、監査法人、公認会計士、独立取締役の多様なメンバーで構成されておりますので、その辺の議論の集約は今これからというのが現状でございます。

(池尾教授)

どうもありがとうございました。

それでは、昨今のコーポレート・ガバナンスをめぐる諸問題についての討論に本格的に入りたいと思いますが、先ほどご紹介いただいた協会のアンケートも、10年前に上村先生が座長で行われた議決権等株主権行使研究会の報告書のフォローアップという形で始まって、10年ということですので、まずはこの10年間に関して、この10年間のコーポレート・ガバナンスの動きに関して、上村先生からご意見をいただくのがいいかなと思います。

(上村教授)

議決権行使研究会というのの前に注意義務研究会というのをやっていたのですが、要するに受託者責任とは何かということを議論したわけです。ですから、議決権行使研究会というのは受託者責任の履行としての議決権行使研究会という意味です。当時からやはり受託者責任ということが非常に重要視されていたということで、本当は両方あわせて見るとちょうどいいという感じかなと思っております。

日本は急速な経済発展をしましたがけれども、それは経産省が中心になって、スターをつくって、それで外で稼いできて、中で分配する。スターをつくる過程では、みんな貧しかったわけですから、デモクラシーとか、プロセスとか、そういうことは余り考えなくて、要するに官僚と経営者の指導力というか、言ってみれば開明君主というか、それに頼ってきた。それで成功した。だけれども、そこにはヨーロッパが150年かけて、アメリカが30年代以降、80年かけて構築してきた、そのルールとか、プロセスとか、法とか、それを確立するという話は欠落しているんです。今の中国もそうだと思います。ですから、そのルールの欠落が今外国からも突かれている。ただ、残念なことに、バブルが崩壊して病人対策を当面しなければいけなくなってしまった。昔、池尾先生が安普請じゃだめだとおっしゃっていましたがけれども、本当は普請をちゃんとして、全力でアクセルを踏めるようなシステムに、つまり証券市場を使うということは、どの国も大変苦勞しているわけですか

ら、それをしなければいけないときに、実際には規制緩和をして病人対策をしなければいけないという、これはどの国でもそうですけれども、どうしてもそうになってしまうんです。本格的な普請をしなければならぬ時に、規制緩和ばかりが優先するのです。

今法制審でやっている検討が生ぬるいといって、中にはあんな法制審は総入れ替えをして改組しろとか、そんな声まで出ているんです。しかし、よく考えてみたら、平成5年に代表訴訟の改正をして以来、18年間、規律面での改正は1回もしていないわけです。その18年ぶりの規律の強化は、たった1人の社外取締役を義務づけるとか、非常にささやかなものだと思うんです。自由の享受の時だけアメリカに学び、規律面の話になると外国の真似をするなど言うのですね。アメリカ的な自由は最大限導入しましたけれども、アメリカ的な規律、怖い規律がいっぱいあるのですが、みんな無いわけです。裁量的制裁的民事制裁も報奨金で不正情報を集めることもないし、おとり盗聴覆面捜査も司法取引もないし、クラスアクションもないし、ディスカバリーもないし、共謀罪(コンスピラシー)もない、アメリカは、そういう怖いシステムでようやくストレスで維持できるというほどの大きな自由なんですけれども、日本は制御のシステムの弱い過度の自由だらけの国になっている。外国に学ばなくなりましたから、このところ。そういう中で今回の不祥事というのは、これは見方がいろいろなんですけれども、私は同じようなことがそこらじゅうにあったとしても、全然違和感がない。プロフェッショナルのアンケートとかを見ると、8割とかの人がこれは他でもあると言っている。そういうことですので、極めてまれなケースあるとは私は思いません。

社外取締役ですが、日本の経済界は、この問題を経営学の観点でのみ見てきたと思うんです。つまり、社外取締役がいると経営が効率的になるとか、社外取締役から助言してもらおうとか、社外取締役がいると株価が上がるとか、社外取締役がいると経営がこんなによくなるとか。そうだとしたら、その会社のことを知らなければわからないだろうということになります。まさに経営学の話を専らしてきたと思うのです。アメリカで社外取締役がかくも普及したのは、アメリカの経営者が自主的に経営に良いと言って社外取締役を入れ



たわけじゃないのです。アメリカには法制審も金融審もなく事前に制度を検討する仕組みはありませんので、何か大事件が起きた時に議会が連邦法レベルで動くことがなければ、制度の進展は基本的には、裁判の蓄積変わっていきます。社外取締役の問題はまさしく経営学ではなく法の問題なのです。社外取締役を入れてない企業で不正が起きると幹部やトップの責任が問われますが、入れておくと裁判官は説得できるのです。日本の企業も、こういう意義を有する社外取締役、すなわち法的問題としての社外取締役問題を十分に理解する必要があると思います。我々研究者は別に規律が大好きで、何かを言っているわけではなく、やはり安心してアクセルを踏めるような企業社会にしたい。しかも資本市場みたいな取り扱い困難なものを相手にしてやるというわけですから、そのためには、高性能なアクセルを思いっきり踏むためには、やはりある程度の高性能なブレーキというのが横にないと安心して踏めないのですが、そこを日本はずっと避けてきた。

あとここにソフトローの話がありますけれども、ヨーロッパの方はどうかというと、今でも自己株主は原則禁止だし、最低資本金等の資本規制は非常に厳格だし、あとは自主規制の権威、ジェントルマンルールやベストプラクティス・ルールの持っている権威を長年かけて蓄積してきた。ソフトローという言葉は、ルールをつくる手続がソフトなのか、規範の力がソフトなのかと、両方ありまして、ヨーロッパでは、規範の力はソフトローのほうが制定法よりも上ということがいくらでもあるわけです。手続面のソフトはどこも共通ですが。

一方で、アメリカは連邦に会社法がないので、仕方なく取引所規則でやっている。ここに書けばルールが全国で統一しますので。しかもそれはSECの監督下でやっているわけです。そういうアメリカ的な事情がなく、ヨーロッパ的な権威の乏しい日本では、会社法でやろうと思えばやれるものを、違反した場合の効果が弱くなり、会社法制定当局としての経験の乏しい取引所規則にわざわざする理由は原則としてないだろうと私は思っています。

それからもう1つは、取引所の規則でやりますと、上場規程になってしまうわけです。

でも、アメリカですと開示会社ですから、これに相当するのは日本では有報提出会社です。上場会社と有報提出会社というのはほとんど変わらないのです。つまり、有報も出すし、半期報告書も出すし、四半期報告書も出すし、臨報も出します。タイムリーディスクロージャーだけ違いまして、タイムリーディスクロージャーは取引所規則ですから、上場会社でない有報提出会社、例えば資本金と株主数で切る外形基準適用会社には適時開示義務がありません。しかし意図的な適時開示のおくれがあれば、やはり不法行為だとか、包括規定だとかで違法になる可能性もあって、そんなに差はないんです。あったとしてもこの程度の差で、上場会社には独立役員を要求し、有報提出会社だと要求しないというのはいかたがましいのではないのでしょうか。先ほど湖島さんがソフトロー重視については日本取締役教会の富山委員長の意見が反映しているとおっしゃいましたが、私はやはり有報提出会社できちっと切ることが必要なのではないかと思います。

(山田氏)

今、東証では独立役員を義務づけるという、これも言うまでもなくソフトローですが、この独立取締役についてのご見解というのはいかがなものでしょうか。

(湖島氏)

東証のルールで独立役員の設置が定められまして、これも1つの妥協の産物だったと思うんですけども、まず取締役か監査役かということで、それなりに独立役員化をしたので、一定の数はそれぞれふえたと思うんですが、大半は監査役になっています。取締役と監査役の機能なり役割というのは、既にいろんな議論があると思うんですけども、やはり日本の監査役というものは、国際的に見ても今非常にユニークな日本独自のものになっていて、韓国も変わったし、ドイツはもともと制度的に、本質的に日本とは違うんですけども、そのドイツとかフランスも変わってきているし、日本だけの制度になっている。それだけではなくて、基本的に取締役会という経営の意思決定機関であり、人事権もある

ところに対しての発言権、決定権が監査役にはないと言われている。日本の監査役制度の経営に対する指名、報酬という観点から見ての限界というのが、いよいよいろんな問題でも表れてきたという見方はかなり一般的ではないかと思います。私自身もそう考えるし、日本取締役協会としても基本的にはそういう考え方であって、まさに取締役というのが、やっぱり社外だけではなくて独立性を有する、経営陣に物を申せる、経営から自由である独立取締役こそ必要だという考え方で、先ほどの日本取締役協会の委員会の提言もこれまでやってきたところでございます。

そういう意味で、東証の独立役員のルールというのは、一定の、それなりの1歩、2歩の進んだ面はあるかと思えますけれども、やはり次の問題がまさに現実化していると考えております。法制審の会社法制部会が、一定の時間感覚のもとに、一定のまさに強力な規範的効果を持つものを具体化、現実化していただければ、日本の法制の動きなり、ソフトウェア重視ということを必ずしも言わなくてもいい面もあるかと思えますけれども、残念ながらその辺の動きが鈍いということがまず問題意識としてございます。

また、私ども協会の企業経営者というのが相当数メンバーでもあるし、富山委員長ご自身の考えもあるんですけれども、経営のダイナミズムを重視しており、やはり上場規則等の、あるいは大もとの金融庁のルールということも含めてかもしれませんけれども、そちらのほうでのより弾力的な対応をしてもらえるならばそれについては以前から期待しているところです。

(上村教授)

この取締役協会の提言書を見ると、監査・監督委員会のことには触れていないんですね。

監査・監督委員会というのは、監査・監督委員会さえあれば三委員会は要らないと言っているわけですね。それと監査役は要らないと言っているわけです。取締役じゃなければいけないと言っております。まさにこれは柔軟型設計なんじゃないでしょうか。

ただ、監査役は要らないと言っているけれども、監査・監督委員は株主総会で選ぶというあたりがちょっと監査役のおいがあるんですけれども、これは取締役でなくてはいけないということなんです。それから、ボードの権限を監査役設置会社のそれより軽くできるわけです。権限を委譲する範囲が委員会設置会社と監査役設置会社の間くらいなのです。ですから、取締役会の機能はまさにモニタリングに近い。もっとも今の委員会設置会社は、ボードと執行の関係の基本は、要は取締役会は業務執行の決定権限のすべてを有するという点では監査役設置会社と全く同じですので、もともとモニタリング機能が強い構成にはなっていません。名称は執行役となっているだけで中身は全然同じで、委譲できる権限の範囲が少し広いだけです。監査・監督委員会に私は全面的に賛成するわけでもないのですけれども、それはここで言われているところの柔軟設計型委員会設置会社だと言っても不思議はない内容じゃないかなと思います。

(湖島氏)

監査・監督委員会については、実は第2弾のほうに意見書なり、パブリックコメントを出そうと思っております。

それから、この柔軟設計型は、先ほどもご説明したと思いますが、いわゆる取締役会の構成が、社外だけではなくて、独立取締役が過半を占める型ということでございますので、いわゆる監査・監督委員会として今の法務省の中間試案が提案しているような型とは前提が違うということでございます。社外独立取締役が取締役会の過半数を構成しているという、ある意味で社外独立性の形態としてはより進んだ会社、そういう委員会設置会社を想定したものでございます。

それから、監査・監督委員会については、先ほど第2弾で表明するつもりであると申しましたが、今の法務省の中間試案、まだクリアでないところもあるかと思っておりますけれども、私ども今まで議論しているのは、やはり監督といっても、監査委員型の実行役で構成される監査・監督委員会の監督機能というのがどの程度のものになり得るかということで

す。基本的には、指名、報酬とか、そうした基本的機能、権能を与えるかどうかというのが重要でありその見きわめを要するという議論が強くあります。そういう意味では、法務省のこの新しい監査・監督委員会という提案をどう言うべきか、社外監査役がある程度増えてきている、その1歩、2歩前進した型という、そちらからとらえるか、あるいはさっき言った委員会設置会社のほうから見ると、中途半端という声もよく出ますけれども、どっちのほうからとらえるかということで、非常に評価が分かれているというところもあるかと思います。

(上村教授)

要するに現行法上設置しろと言われているものを要らないと言っているわけですし、監査・監督委員会でも社外を過半数にせよということは要求しようと思えばできるわけです。私は法制審の弁護をする立場ではないんですけれども、これは何もしていないということにはならないだろうと思います。

(池尾教授)

以前から不祥事などがある度に、制度面で強化すべきだという議論がされてきましたが、その強化の内容というのは、大体妥協の結果、監査役の機能を強化するというようなところで落ち着いてきたというのが過去の歴史だった。確かに、同じような制度改正、規制強化の議論をここでまた繰り返すべきではないと思います。しかし、ここで、思い切って監査役を廃止してしまうというような制度改正ならば、ハードローとしてやっていいんじゃないかなと。

(上村教授)

私はその流れだと思います。監査・監督委員会というのは、監査役を取締役化しているわけです。それから、委員会設置会社には監査役は要らないわけですから、ボードが軽く

なるというのは結構魅力的なんじゃないかと思うんです。今いる8,000人の監査役の数を減らさないで取締役化するのであれば、それだけ社外取締役がふえることになりませうけれども、その条件なしにこれを使う企業が多数出てくると、実際は監査役はただ減るだけの可能性があると思います。監査役さんはちょっとその辺危機感がないんじゃないかなと思っているのですが。

(柳川教授)

さっきお話ししたほうがよかったのかわからないんですけども、議決権行使のガイドラインができてきて、10年間で随分進んだということは事実だと思います。けれども、現状は反対・棄権議案の割合は10%ぐらいでしたか、かなり低い推移をしていて、ある種の奇妙な安定が成立している感じがするんだと思うんです。これは恐らくポジティブなほうとネガティブのほうがあって、ポジティブのほうはかなりいろんなことが企業側でわかってきていて、ちゃんと対処するようになったので、反対しなくても済むようになっているということがあると思うんですけども、もう1つは、ネガティブの可能性としてはある種の形式的なところに流れていってしまって、自主的な判断なり、賛成、反対がなかなかできにくくなっているということがあるんじゃないかなと思うんです。

先程から議論を伺っていて、自主的な判断を個別のところで行っていくのはかなり難しく、やっぱりある種、ガイドラインである程度大枠が決まっています、それを企業側で事前に読み取って対応していくということにならざるを得ないのかなと思っているところです。そこをもう少し自主的にできるようにしましょうという意見が可能性としてはあると思うんです。そうすると、企業側とのコミュニケーションでやっぱり重要なところは、ガイドラインの作り込みだったり、改善のところなのかなと感じるところであります。各議案について実際にどう判断するかというところで、先ほどのように、会社側とコミュニケーションをして判断を伝えるということも大事なんですけども、さっき申し上げた、形式のところでは動いていかざるを得ないということだとすると、ガイドラインをどういう

ふうにつくり込むかというのがやっぱりポイントかなというのが前半のところの感想なんです。

ただ、そうすると、どういうふうなガイドラインをつくっていったらいいのか、どこまでどうするのかということになると、恐らく日本のコーポレート・ガバナンスの根幹をどう考えるかという話になってきて、それが多分後半で今議論されているようなガバナンスの動きであるとか、日本において、企業にどういうふうにやってもらうのか、どうやってもらわないといけないと株主サイドとして判断するのかというのは、かなり難しい本質的なところにかかわってくるという気がします。

余りメインストリームじゃないコメントになりますが、この10年間でも随分いろんなことが起きています。世界的にもコーポレート・ガバナンスというものに対して、過大な期待といますか、いろんなものを要求し過ぎているんじゃないかという気がかなりしています。先ほどの不祥事の話もそうですし、さまざまな監督機能であるとか、チェック機能だとか、不祥事を見つけろとか、それから場合によっては経営者も協力しろとか、かなりコーポレート・ガバナンスで、まずあらゆる企業のすべてのことがある種解決できるかのように、そして、それをやるのがコーポレート・ガバナンスであるということになりつつあるように感じられます。それらをやらないと、或いはやれないと、先ほどのようにいろいろ規制もしましょうという話になってきている感じがして、コーポレート・ガバナンスという言葉がここ10年、15年ぐらいでかなり一般化して、いろいろそういうところにフォーカスが当たったのはいいことなんですけれども、それがすべての企業をめぐる問題を解決できるか、あるいは解決しなくてはいけないかでとらえられるというのは、やや過大評価なんじゃないかなと思います。そういうことを目指しても、むしろがんじがらめになってしまって、やっぱりコーポレート・ガバナンスでやるべきこととか、やれることにもう少しフォーカスを当ててやらないと、何かとんでもない方向に行くんじゃないかなという気がするんです。

その観点で今回のオリンパスの話を考えてみると、以前この件についてどこが、何が

けなかったのか、どうしてアウトなのかという話を少し議論したことがあるんですけども、これは、例えばオリンパスが非公開会社だったら問題になったのかというと、見つければ違法かもしれないんだけど、それが見つかるきっかけが想像できないし、実は何も素通りしてしまったんじゃないか。そのことが日本経済とか企業経営に本質的にいいことかどうかというのは別にしておくと、現状ではなかなかこれが違法となることはないんじゃないか。そうすると、この問題をみんなが騒いでいる一番のポイントは、やっぱりこれは公開会社であって、株式市場に対して公正な情報の提供をしなかったというところに問題があって、これが、先ほどちょっと上村先生がおっしゃった、経営学的な視点でのコーポレート・ガバナンスとか法律のあり方と、やっぱりマーケットの切り続けという意味での、会社法では、金商法も含めてなんですけれども、2つもやっぱり少し分けて議論をしないといけない。この話はやっぱりマーケットに対しての問題なんだろうと思うんです。そうすると、この話のポイントは、社外取締役を入れると経営がどうなるかという話ではなくて、マーケットサイドとして、株式市場として、この問題は一体何が問題で、どうしてももらわないとマーケットとしては困るのかというスタンスで少し評価をしたり、あるいは提言をしていくべきなんじゃないのかなと考えます。

もう1つは、そもそもまず違法かどうかという問題と離れて、日本の経営のあり方、日本の企業のあり方と考えるときには、やっぱり問題はあるんだと思います。そのときに、じゃ、どういうふうに会社の組織を規律づけしましょうか、だれに入ってもらってしましようかという議論は、多分別の切り口として考えないといけないだろうと思うんです。それが先ほど申し上げたように、少しフォーカスを絞っていったりして、そうしていったときに、さっきのような会社の経営のあり方ということで、どういうガバナンスがいいのかというのは、もう少しこの点も、できることとか、実効性のあることにフォーカスを絞らないといけないんじゃないのかなという気がします。そうすると、社外取締役を入れることだけが多分一番実効性のあるやり方ではないだろうと思いますので、ちょっとこの話は、ここの議論を離れるんですけども、実効性を意識してフォーカスを絞るべきじゃ



ないかなという気がします。

(岩間)

我々はエージェントとして、スポンサーのお金を預かって運用している。そういう立場で仕事をしているということですから、我々が会社として、あるいはその立場で発行体に求めることというのはどういうことなのかというと、要するに企業価値が毀損されないような枠組みで経営されているかということと、さらに言うと、ちゃんと分配が正当な形で株主に還元されているか、さらに言うと、成長性が担保されているような経営の仕組みになっているか、こういうことになるんです。余り細かいことまで突っ込んでいるのではなくて、だから、1つは、経営者、トップの暴走が防げるような仕組みがあるか。そこで、例えば独立社外役員がたくさんいるだとか、あるいは監査役会制度であったとしても、ブレーキがきくような構造に実質的になっているかということが重要になります。

そういう意味でいうと、社外取締役、独立取締役がどれくらいいるかというだけでなく、それが配当政策なり、資本政策なり、あるいは買収防衛策に与える影響が大変必要なんですよ。だから、余り拡散してやっていない。要するにそこだけがしっかりと担保されて、ハードローであろうが、ソフトローであろうが、実効的に回っていくような形が少しでも前にいけばいいと。

ACGAという団体がありますよね、アジア・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション。彼らが来日した際に話をしたんですけれども、彼らはコーポレート・ガバナンスの状況について国別に評価しているのですが、ソフトローも含めた状況について、日本のガバナンスがよくなっているという評価で、ポイントが上がっている状況なんですね。それは何が原因になっているかということ、実効性が向上していると彼らは見ている。そこをもう少し向上させるということがやっぱり必要で、そのために当業界も動いていくということが必要だと思うんです。ですから、柳川先生のご指摘というのは、非常に高い立場でいろいろおっしゃって頂いたんですけれども、我々は下のほうから眺めていて、そこがうまく

かみ合うようになっていくといいかなと思っています。そういうことでアドバイスをいろいろいただきたいと思う次第です。

(池尾教授)

コーポレート・ガバナンスというのは、決して魔法のつえじゃないというのはそのとおりで、あたかも魔法のつえであるかのような議論の仕方は回避すべきだというのは、柳川さんがおっしゃったとおりだと思うんです。そうしたときに、役割が限定的であって、限定的な役割の本質はどこかということ考えたときに、先ほどから、例えば上村先生もブレーキという例え方をされましたけれども、私としてはブレーキというふうに例えるのが適切かどうかはかなり疑問があります。私はブレーキというよりはエアバッグのような、安全装置的なものであって、だから、エアバッグをつけたからといって、車のスピードが上がるわけではない。つまりコーポレート・ガバナンスを整備したからといって、経営の効率が上がるとか、経営がよくなるとかという話ではないと思うんです。かえって安全装置をつけると車が重くなったりなんかして、多少経団連のいうところの経営の機動性は少しは損なわれるかもしれない。

よく経済学的な観点からのコーポレート・ガバナンスの研究で、社外取締役がいると経営のパフォーマンスが上がったかどうかを実証的にチェックして、分析しているのを見ますが、同業者を批判するようで気が引けますが、ああいうのは、私は意味があると全く思わないですね。本質的には経営者が立派だったら何の問題もない訳です。けれども、立派な人が必ず経営者になるとは限らなくて、変な人が経営者になったりすることもあり得て、そのときでも会社が決定的にひどい状態にならないような形の安全装置として働くようなものがあればいい。それぐらいがコーポレート・ガバナンスの守備範囲かなと個人的には思っていて、だから、企業の経営効率を上げるとか、そういうのはマネジメントの問題であって、マネジメントの問題として頑張ってもらわなければいけない。だから、グッドマネジメントの背景としてグッドガバナンスということはある程度言えるかも

しれないけれども、基本的には、本来それはマネジメントの問題だと私は思っております。

(上村教授)

立派な車体と立派な高速道路があるからといって、運転手が悪ければだめですよ。でも、立派な車体と立派な高速道路があれば、立派な人が運転手になったときはいい成果が上がるだろうという話だと思います。ですから、そういう意味では素晴らしい車であったほうが思い切ったリスクな判断もできる。アメリカの場合は、ある意味では裁判官を説得するという、そういう面が非常に強いのですが、コーポレート・ガバナンスを充実させることによって訴訟リスクは減る。代表訴訟になる可能性が少ない。営々と努力して稼いだら何十億、でも、訴訟で100億奪われうるということを考えると、やはりちゃんとしたガバナンスであるほうが最終的には、長い目で見ると経営にも貢献しているはずじゃないかと思います。会社法制は基本法ですから、その車体に関する法制なのですね。ここをしっかりとさせておくと、余計な介入的規制を安心して減らすことができます。そういう意味で経営にも貢献できるようなガバナンスというのはどういうものかということが大事だと思います。

(柳川教授)

コーポレート・ガバナンスについてどういうふうなルールをつくっていくかという話と、それから株主がガバナンスの主体として何を言って経営を改善していくかという話とは多分別の問題だと思うんですよ。先ほど、池尾先生とか僕がイメージしてたのはルールの部分で、例えば社外取締役を3人にしたら株の価値が上がるとか、経営が改善するかというふうに多分考えるのは、余り現実的じゃないです。だけれども、社外取締役は何を言ったら経営が改善するか、あるいは株主が何か提言をしたり、議決権行使をするときにどういうふうなことを議論したり、言ってもらったりすれば、その会社の株式の価値

が上がるだろうかということはもちろんあると思うので、そこはガバナンスを主体として何を考えてやるかというポイントとして、ルールとしてのガバナンスとは分けて考えた方が良い。

(上村教授)

前回申しましたように、コーポレート・ガバナンスとは何ですかと言われたら、私は、経営権の根拠をめぐる議論ないし支配の正当性の根拠をめぐる議論と思っています。やはりある程度適切なガバナンスがないと、なぜこの人は経営者なんだ、経営権があるのかと言われたときに、ずっとさかのぼって行って、自分を選んだのは取締役で、それを選んだのは株主で、株主は所有者だと言ったって、それだからといってその権威が長続きするわけじゃなくて、1週間後には正当の理由が無くても解任されうるわけだし、そういう権威は全然長続きしないですね。ですから、やはり今自分を取り巻くガバナンスの水準というものがそこそこのものであって、経営者を解任できるような機関だが、それが今一致して経営者を信任している、その事実こそ経営権の根拠があると私は思います。ですから、そういう意味では、この問題は本質を巡る論議だと思います。例えば既に、おっしゃったように、ガバナンスがよければ株価が上がるかとか、経営がうまくいくかとか、そういう話ではない。

(岩間)

以前に投資手法についておもしろい事を聞いたことがありまして、あるファンドが、スモールキャップ、ミドルキャップぐらいの公開会社について、そのガバナンスのアドバイスもつけ加えてストックピッキングをして、長い間投資をして、対話をして、いろいろ言うことを聞いてもらって運用していて、アルファが非常に高いと、それを売り物にしているんです。これは投資先の選び方として、収益性の上がる会社なのかどうかというのが先にあるわけです。それがちゃんとうまく回っていくためには、ちゃんとガバナンスの面で

も正当性がないといけない。そういう点で、何か問題があるというのがあるともっといいわけですか。そういった企業はこれからよくなる可能性を秘めている。そのファンドのトラックレコードを見ると、たしかにアルファが出ているんです。そういうものが多分日本でも必要なんじゃないかなと、僕は個人的には思っているんです。それが運用会社のガバナンスに対する取り組みの根本にあるということなんですね。収益性が上がらない企業は、幾らガバナンスがよくたって、投資家は基本的にはそんなものは見向きもしないということなんですよ。

(上村教授)

ただ、これは前回申しましたように、その収益性の悪い企業でも、ガバナンスがよければ訴訟には勝つ。アメリカは裁判官を説得するシステムとして仕方がないからやっているわけで、経営者が自発的に自分でやりましようといっているわけではないし、法制審も金融審もないわけです。ただ、いざというときがないということはないし、何事も起こっていない時でも経営権の正当性の根拠付けになる。やはりガバナンスがちゃんとしていたほうが経営的に見ても安心感がありますね。トップの責任なのか実行した人の責任なのかということになった時に、ガバナンスがちゃんとしていれば実行した人の責任になりますけれども、ないとトップの責任になりますね。

(岩間)

だから業界としても、そういう意味でのきちっとしたガバナンスの枠組み、余り細かくなくて、煩瑣でなくて、非常に有効なものがあるということが望ましいのは間違いない。

(柳川教授)

私もシンプルかつ実効性のあるものをつくって行って、それで経営の改善に役立ててもらおうということが重要だと思うんです。

1つは、そういうのは、先ほどのグローバル・エフェクト・コーポレート・ガバナンスのある種の主体としての行使の仕方、経営としてこういうふうにしてくれと株主として幾らでも要求してもいい。ただ、ルールとしてやるときには、そのことが株主として強く言えるために何をすべきかということであって、そういうふう提案したときに、それを経営者の側が言うことを聞かなければいけない、その根拠は何かというと、それは例えば経営者の、取締役の解任権であったり、株を売却したりとかいろいろなものがあって、多分ルールとして法律で考えなければいけないのは、そういうふうな株主として圧力をかけたときに、それが実効性のあるものにするための根拠というか、セレクトというか、その部分は多分ルールとしてのガバナンスの機能。それをどこまでかけていって、経営者に具体的なことを言ってもらおうかというこの切り分けみたいなのはどうもうまくできてなくて、全部法律にしてしまうか、全部それは株主が勝手にやればいいんだという話になるか、そのあたりの議論が多分もう少しできると、今のような話の実効性を持つてくると思うんです。

(岩間)

ただ、争点はもう絞られてきていて、極論すると、いざというときに暴君をだめだという、それが有効なものがあるかどうかというところに絞られてきているのではないのでしょうか。そうすると、そこはある程度法令が裏付けを与えないといけないのかなというぐあいには思うんですけれども。

(山田氏)

今の柳川先生のお話で思ったんですけれども、今回の法制審のお話とか、いろいろ議事録とかを読んでいると、必ず経営者の方が立法事実がないというところになっていて、立法事実がないというのは、多分柳川先生がおっしゃる株主の意見がというのがまだ全然刺さっていないのかなという感じを今受けました。

たまたまこの間、コーポレート・ガバナンス・フォーラムというところに出た時に、北城さんというIBMの最高顧問がおしゃっていたんですが、日本の取会というのはガラパゴス取締役会だと。先ほど岩間会長のほうからありましたけれども、ACGAの評価は上がっている。その一方、総体的にいうと、やっぱりすごい低い水準にあると。海外投資家というのは、ACGAなんかでもやっぱりそこら辺の取締役会の構造を求めている、これは私自身の希望になりますけれども、立法事実というのについて、多少なりとも運用会社とか株主の意見というのは立法事実にならないものなのかなというのを、今のお話を聞いて思いました。

(上村教授)

立法事実が無いので改正は不要という使われ方をしますね。立法事実とは要するに何かというと、こんな失敗してこんなになってしまっていますという事実なんですね。日本はアメリカみたいに失敗したら直せばいいという仕組みじゃなくて、日本の場合は事前に考えてやります。事前にやるということは、ある程度の比較法とか学問のバックボーンがないといけないのですね。ですから、立法事実、立法事実と経済界の人が良く言うのですが、それでは、失敗するのを待っているんですね、という話になります。

アメリカはあれだけ資本市場を最大級に自由に使って、結果、社外取締役が8割、9割とかになってしまったわけですね。それはアメリカがマーケットをかなり自由に使う過程でいっぱい立法事実があって、こうなっているんですね。外国の制度は、外国がその都度直面した条件のもとで立法事実を積み重ねて、こういう制度になっているというときに、外国法を学ばないと言っているのです。日本にこういう立法事実はないじゃないかというのは、外国法を学ばない、外国の歴史に学ばない、つまり、学問的精神は不要だと言っているのに等しいと思います。そういうふうに反論したのですが、日本は世界でも稀な比較法大国で、私は会社法の学問レベルはかなり高いほうだと思うんですが、学びたくないというのには情けない思いをしています。

(池尾教授)

上村先生流の経営権の根拠づけだという話からすると、もう社外取締役の1人も入れるのを嫌がるというのは、社外取締役の1人も説得できないで、経営権を行使する権利があるかという話になりますよね。

(岩間)

いずれ大問題になると思いますね。

(上村教授)

1点だけ柳川先生のお話にコメントさせてください。先ほどのオリンパスの件ですが、中小会社だったら、多分摘発されなかつただろうというお話しでした。ただ、日本ぐらい中小会社法制が何もない国はないので、例えばヨーロッパですと、中小会社でも株の譲渡を公正証書でやりますのでだれが株主であるか公正証書で確認できます。日本は意思だけです。最低資本金も向こうの最低資本金は我々と違って、純資産が資本の2分の1より下がる前に増資しなければ解散ですからね。実際解散まではいかないでしょうけれども、理論上、そうなっています。そういう会社はいらぬという理念の表明ですね。ですから、日本の中小会社法制は、税務申告書類さえ出せばいいということをやってきましたので、ルールが何もないんです。ここはまれに見る判例法だらけなのですね。ようやく最近電子公告、ホームページで情報を開示しようかなとか、会計参与制度を使おうかなというところが若干出てきているというぐらいで、日本の中小会社法制のように、本当に何もないということ为前提にした場合の話ですね。

それから、オリンパスについては、私から見ると、監査役は機能していない、取締役会は機能していない、会計監査人は機能していない、何もかも機能していない、会社法は全部機能しないという話ですね。内部統制も全然働かない。



でも、1つ言えることは、内部統制の理論というのは、結局統制環境の話になって、内部統制が機能するためには、統制環境がよくないといけない。統制環境というのは、要するにガバナンスの話ですね。ですから、内部統制が機能するためには、やはりガバナンスのほうで経営者の独断専行を許さないような体制が必要という話になると思います。それでも違法な行為が起こらないかという、起こりますけれども、そこは一応内部統制が機能しないことの1つの理由として統制環境というものが浮き彫りにされたということと言えるかもしれないと思います。

(柳川教授)

さっきなぜ閉鎖会社なら大丈夫かという議論をしたかという、やっぱりこの話何が問題で、何を变えなければいけないかというのを、真剣に議論する必要があるだろうというポイントで、こういう話を申し上げた訳です。例えば会社共同体的な見方からすると、これは別に社長が私腹を肥やしたわけでもないし、会社全体のためにやったことであって、極端に言えば、あのときに情報開示していれば潰れてしまったかもしれない。潰れなかったのを何とか持ちこたえて、いい技術があったので、今まで生き残れたという議論も、一部ではあるわけなんです。そうすると、やっぱりこの話のポイントというのは、会社が株主に対して一定の情報開示も含めた責任を負って、そのための正しいことをやらなければいけないという、ここの部分のそれこそガバナンスの意識の欠如というのがやっぱり大きなポイントであって、やっぱり株主側としては、こういうことは株主に対してのきちんとした責任を果たしていないということで、問題視されるべきポイントなんだろう。これをどうしても経営の側の話でずっといってしまうと、潰れなかったからいいんじゃないかみたいな話になってしまうので、やっぱり株主に対しての責任だったりとか、株主が要求することというポイントは構造としてあって、その部分は、十分に今回の問題で議論されていない気がするんです。

(池尾教授)

まだまだ議論は尽きないところではありますが、予定の時間となりましたので、このあたりで第2回コーポレート・ガバナンス研究会は終了ということにさせていただきたいと思います。

—了—