

社団法人 日本証券投資顧問業協会

## 第3回 コーポレート・ガバナンス研究会議事録

平成24年4月3日

基調スピーチ

P 1 ～ P 1 3

参加者による討議

P 1 3 ～ P 4 0

(柳川教授)

コーポレート・ガバナンスについては、日本においても既に10年以上いろいろ議論があるんですけども、大きなボタンのかけ違いがずっと起きているように思えて、僕としてはなかなかフラストレーションを感じているところです。ここにいらっしゃる皆様にとっては当たり前のことで、刺激的な話にはならないかもしれないんですけども、そもそも素朴にコーポレート・ガバナンスの問題を考えたときに、あるいは経済学者から見たときにどういうポイントが見えてくるのかということを中心にお話をさせていただくと、今起こっている議論のボタンのかけ違いみたいなことが見えてくるかなというふうに思っております。

資料2ページをご覧くださいながらお聞きいただきたいと思います。コーポレート・ガバナンスというのは一体どういうものかという定義には人によってかなりの幅があるように思いますが、まずは誰のためにコーポレート・ガバナンスが必要かという話からお話をさせていただこうと思います。

通常、コーポレート・ガバナンスは株主のためのものと言われています。イメージとしては株主が上にいて、会社の下にいて、これをガバナンスするんだという話ですね。通常なされている議論というのは、経済学でいうところのエージェンシー問題を軽減するために、株主の不利益になるようなことを経営者あるいは企業がしないようにするような監視システムが必要だというものです。その証拠に、いわゆる外国人投資家や機関投資家の方々が改善を求めてくるんだというロジックになっています。

けれども、あえて誤解を恐れずに言うと、実はコーポレート・ガバナンスというのは投資家にとっては、本当は余り重要な話ではないんだろうと思うんですね。ある意味で投資家にとっては他にオルタナティブはあるわけです。コーポレート・ガバナンスがよくないと考える企業には投資をしなければよくて、他にも世界中に投資対象は沢山あるわけです。日本企業あるいは日本企業のコーポレート・ガバナンスが株主の側から見てよくなければそこに投資をしなければよいただけの話です。

そうすると、資料4ページに記しましたように、本当に株主のために必要かという点、実はそうではないだろう。もう少し狭い見方からすると、日本の投資家であれば日本企業に投資をしなければいけないから、日本企業のガバナンスがよくなってもらわなければいけないんだという議論もあるわけですが、既にそんな時代ではなくて、日本以外の企業で魅力的なものがあればそこに投資すればよい。では、日本の運用資産を全て海外に投資しちゃっていいのかというような議論も最近は出てきていますが、資産運用の本質という観点からは、別に日本企業の収益性が悪ければ、ほかに投資をすればいいだけの話です。

そう考えていきますと、世界中の投資家のために日本のコーポレート・ガバナンスの改善が必要なわけではないし、コーポレート・ガバナンスというのは、実は株主にとって本質的な問題ではない。ただし、もう少し丁寧な話をすると、資料5ページになりますが、今の話は新たに投資する先としてどこを選ぶかということで、ガバナンスがよくなればほかに投資すればいいではないかという話ですが、既にある企業の株式を購入した株主という立場の人からすれば、その株式のリターンをできるだけ高めてほしいという欲求がありますから、そのためにコーポレート・ガバナンスの改善を求めるというインセンティブは当然あるわけです。

それから、投資した後にコーポレート・ガバナンスが悪い、思った以上にガバナンスがうまくいっていないということが発覚すれば、それが巡り巡って予期せぬリターンの悪化につながりかねない。そういう不透明性が高い企業には投資はしにくくなりますので、株主としてはある意味でガバナンスをよくしてくれというふうにプレッシャーをかけるモチベーションなりインセンティブはあるんだろうというふうには思います。

ただ、これとでも、そういうふうに事後的に不利益をこうむる人が出てくれば、結果的にそこには投資をしなくなるだけのことでありまして、6ページにも記しましたように、コーポレート・ガバナンスの悪い企業以外の投資先が潤沢にあれば、そういうところに投資をすることによって、投資家は中長期的には不利益をこうむらないということになりま

す。実はこう考えてくると、コーポレート・ガバナンスをよくしなければいけないのは、投資家のためではなくて、実は会社、企業の側のためですね。

投資家が別の投資先を選んでしまったときに不利益をこうむるのは、逃げられてしまった企業のほうですね。困るのは資金調達が出来なくなる企業のほうであり、よりよいコーポレート・ガバナンスが必要なのは本質的には企業の側です。企業はそういう意味では自分自身が資金調達をうまくやるために、あるいはその前のステップとして株価を高水準に維持するためにコーポレート・ガバナンスをよりよいものにしていく必要があって、そのよりよいコーポレート・ガバナンスを見てその企業に投資しようという気になった人が投資をするというのが、ガバナンスをめぐる基本的なスタンスである筈なんだろうと思うんですね。つまり実は投資家のほうがオルタナティブな選択肢があるから。

ここまでこういうふうにお話ししていくと、普通はそうだよねというふうに思ってくれるんですけども、ただ、8ページに記したように、現実はこちらとは違う形で議論が随分進んでおります。ここが大きな誤解で、括弧してクエスチョンと書いてありますけれども、誤解なのか、誤解しているのではなく、わかっているという議論になっているのかはちょっとよくわからないんですけども、現実は今のようなロジックとは違うロジックでコーポレート・ガバナンスの議論がずっとされてきています。特に社外取締役だとか独立取締役の議論では、どうもこの点が十分認識されていないというのか、そういう視点では十分議論がされていない。どちらかというと株主の側、あるいは株主を代表する人たちがプレッシャーをかけて、企業の側はそれを外側から強制される形になって嫌々導入する、あるいは導入に反対する。株主のほうが進んで、会社のほうを守るというか、ディフェンシブになっているという形になっているわけです。

こういう構造だと、どれだけ制度をつくっても実効性の確保というのはなかなか難しいのではないだろうかというふうに思います。これは最近よく使う例えで、あまり適切でないかもしれませんが、勉強させたい親と勉強しない子供という、こういう関係に例えられるように思います。この例えだと、勉強しない子供のほうは会社なので、これを大企業の

経営者の方々にやるとすごく響きを買うんですけども、株主の側が親ということですね。そうすると、本来、一番望ましいのは自発的に勉強してもらうことなわけです。自発的に勉強してもらって、成績が上がってくれば親としては非常にハッピーで、何も言うことはない。

ところが子供が勉強しないと、成績を上げてもらいたいので親はいろいろなプレッシャーをかける。このプレッシャーもやはり強制をすることになるので非常に形式的な制約になる。そうすると、例えば1時間机に座って勉強することとか、必ずご飯の前に宿題をやることとか、こういう形でプレッシャーをかけるということになるわけですね。そうすると、何が起きるかということ、子供のほうは嫌々やっていますので、強制されたことはやる。1時間は机に座っているかもしれないけれども、実質的にはほとんど勉強は進まない。宿題をやらされるかもしれないけれども、おざなりに済ませる。結局きちんと勉強はしないというふうになるわけですね。

そうすると、子供のほうからすると、そんな強制はできるだけ受けたくないとか、強制されるからやる気を失うんだとかということになるんですね。そういうふう子供がディフェンシブになればなるほど、親のほうはとにかく一生懸命勉強させなきゃというのでますます厳しいプレッシャーを形式的にかけていくという悪循環に陥ってしまう。日本のコーポレート・ガバナンスの議論の現状というのは、残念ながら少しこういう状況になりつつあって、頑張ってくれないものだから形式的なプレッシャーをかけることになる。プレッシャーをかけられた方は、そんな形式的なプレッシャーをかけられても実質的な効力はありませんよとか、それでは本質的には成績が上がりにませんよとか、そんなプレッシャーだときつ過ぎますよと、ますますディフェンシブになっていく。

これは本質的には攻めるほうと守るほうが逆転しないと本当の意味での実効性はなくて、先ほどの親と子供の例で言えば、本当に勉強するのであれば自分はこういうプランで勉強したいというふう子供側から自主的にプランを策定する。まあ、なかなかそういう子供がいるかどうかわからないんですけども、そのプランを親に認めてもらってこそ

初めてやる気を持って勉強に取り組むということになるだろうと思います。

9 ページ「本来あるべき姿」をご覧いただきたいのですが、コーポレート・ガバナンスに話を戻しますと、本来あるべきコーポレート・ガバナンスの姿というのは、これは企業の側から自分のコーポレート・ガバナンス構造がいかによろしいか、あるいはよろしいコーポレート・ガバナンス構造にするのかということを経済家に積極的にアピールして、そのアピール度合いに応じて信頼を持って資金を集めるというものであるべきで、そういう意味では、嫌々形式だけ整えても実は余り成果が上がらないという構造になっているんだと思います。

そういう訳で、実は企業の側から積極的にコーポレート・ガバナンスの構造をつかって投資家に見せ、納得をしてもらうというSelf Disciplineの機能というのが本来のコーポレート・ガバナンスの在り方であって、残念ながらそれが強制的に、株主の側から突きつけられるという構造になっているのは、非常に残念な構造なんだろうというふうに思います。

今お話ししたことが理想論でして、この理想論でいくと、では何のために企業はコーポレート・ガバナンスをアピールしなければいけないかという、投資家に振り向いてもらうといいですか、投資家にお金を出してもらうためだということになります。では、資金調達の必要がない企業というのはどんなコーポレート・ガバナンスでもいいのか、社外取締役を置かなくてもいいのかという話になる。実は論理的にはこの答はイエスでありまして、だから、今とりあえずは株主におけるコーポレート・ガバナンスを考えていますけれども、債権者のコーポレート・ガバナンスも考えていくとすると、借入れも含めて全く資金調達の必要のない企業というのは、後で考えるような外部性の問題を除けば、ある意味でコーポレート・ガバナンスはどんなものであっても構わないということになります。

残念ながら日本の大企業というのは少しこれに近い状況になっていて、一部上場企業でもみんな資金余剰なので資金調達ニーズがないわけです。つまり、株主に対して積極的に、コーポレート・ガバナンスに関してこういうことをやっていますからとアピールする

インセンティブ、モチベーションに欠けるんですね。そうすると、先ほど申し上げた理想的なメカニズムというか、良循環の攻める、守るにならない。なぜなら、ならなくても別に困らないからですね。日本の多くの大企業にとって、コーポレート・ガバナンスに関する取組みは必要なのかというと、今の時点においては必要がないということになる。

しかし、本当に何でも構わないのかというと、11ページに記しておりますが、そこには幾つかの議論すべきポイントがあって、一つには過去の資金調達に対する責任が挙げられます。例えば公開企業の場合、過去には外部から資本を調達した訳で、その資金調達時には、相応の期待をさせた訳です。その資金調達の投資を引き継いだ者、つまり今の株主ですね、その今の株主が期待するガバナンス構造を実現していないとすれば、それは投資家の期待だとか信頼を裏切っていることになるので、こういった意味での必要性はあるということなのです。

そういう期待を裏切り続けていて何が困るかということ、これから資金調達が必要な企業の資金調達を困難にするということです。実はガバナンスと資金調達の関連というのはある種の外部性があるって、もうお金が必要なくなった会社がガバナンス構造をうまく組まないと、日本株には、これから投資したってやっぱり後でガバナンスに取り組んでくれないんじゃないかというふうな、これから調達しようとするほかの企業に悪影響が及ぶという、こういう問題がある。

ですから、日本株という範囲を1つのくくりとして考えると、既に資金調達の必要なくなった会社がガバナンスをどうしようとする意味で勝手なんですけれども、それをそのままにしておくと日本株全体に対する信頼性が落ちて投資家にとって魅力がなくなるといふか、余り安心できなくなるという構造になるとすると、これから資金調達する会社にデメリットが及ぶということになります。

12ページをご覧ください。取引所だとか法律だとかがガバナンスに関する規制を設ける論理的な理由の1つはこれでありまして、ある種の外部効果みたいなことがあって、マーケット全体を育てていくためには資金調達が必要なくなった会社に対してもきちっとした

ガバナンスを要求しないと、他の会社に波及効果がある。投資家にそっぽを向かれたり、信頼を失ったりするのは、ある意味でその会社の自由ですけれども、その結果、他の企業の資金調達が難しくなるという外部性があるとすれば、それをある種のルールで解決を図るということになってくるのだろう。

現状の日本の問題点の1つは、これから出てくる企業が余りにも少なく、その声が小さくて、資金調達が余りニーズがなくなった会社の声が大きいのところにあって、そうすると、どうしても会社の側から積極的にガバナンスをよくしていかなければならないという声になっていないという問題なんだと思います。そうすると、この負の外部性の発生を防ぐために、投資家の信頼を獲得すべく一定のコーポレート・ガバナンスを強制する必要性が出てくる。

社外取締役の問題というのも、基本的には論理的に考えるとこの点にかかわるという話になる。ただ、この点からすると、本来はそれぞれのマーケットが、つまり取引所がということになるのかもしれませんが、取引所がルールを決めて、どういうルールで我々は上場させているのか、取引所というところに陳列されている銘柄のクオリティはどのようなものかというのは、基本的には取引所で決めればいい話ではあると思います。

14ページをご覧ください。では、一律的な規制がどこまで必要かということに関して、ここは意見が分かれるところであろうと思います。さっき申し上げたように、それぞれの企業が積極的にアピールするという話であれば、自分はこういうガバナンスでやっています、私はこういうガバナンスでやっていますとそれぞれが特色を持たせてアピールをすることが本来望ましい話で、逆に独自性を持たせるということのほうが積極的にガバナンス構造をアピールする上ではプラスになるかもしれない。

15ページに移りますが、そうするとルールとして必要なのは、提示されたガバナンス構造が情報として正確かどうか。嘘をついてはいけないのはもちろん、明確性だとか正確性の確保ということになってくるので、それぞれの会社が自分としてのありたいガバナンス構造をアピールして、それに対して法律だとか取引所のルールがその正確性だとか明確性



を担保する。これが本来、私なりにイメージしたときの一番理想的な姿です。ところが、残念ながら現状はそうなっていませんね。先ほどお話ししたように、株主から攻められて、企業側はとりあえず守るという状況にあって、企業側から積極的なアピールが見られないのであれば、形式的な一律規制もやむなしという、つまり次善の策ということで、そういう声が出てくる。今起こっているある種の強制の側面というのはこういうところから来ているということになるかと思います。

今お話しした理想的な姿というのは、それぞれの企業が自分たちでベストな仕組み、方法を選び出すという考え方ですけれども、もう1つのロジックとして挙げられるのは、16ページに記したように、伝統的な法律の枠組みの中の考え方で、ある種のPaternalisticな考え方ですね。上、つまり国から、うまくやっていない人たちに対して、それはうまくいかないからもうちょっとベターなことをやってくださいというふうに強制をする。最適な決定ができるように上から法的に強制をするという話です。ただ、この理屈はあり得るんですけれども、恐らく現実的な妥当性をきちんと検討する必要があるだろうということです。

17ページ、（参考）と記しましたが、経済学的には重要な話として本筋からはちょっとずれるガバナンスとパフォーマンスの関係とか、合理性の関係を少しお話をさせていただこうと思います。社外取締役の人数とか強制などに関して、実証分析はないのかということ、コーポレート・ガバナンス構造と企業のパフォーマンスに関する実証分析というのは結構たくさんあります。

社外取締役の数とパフォーマンスを見ているという文献が結構多いんですね。そういう文献を引っ張ってきて、そこから社外取締役の人数をどのくらい例えば強制したらいいか。3人ぐらいだとパフォーマンスがいいみたいだから、じゃ、3人を強制しましょうかという議論が行われることがしばしばあります。

ただ、こういう議論は、企業が合理的な行動をしていない、その会社にとって最適なガバナンス構造なり、社外取締役構造を選んでいないという前提に立ってしまして、合理的

な決定ができていないから、さっきのような家父長的な判断で最適な人数まで法的に強制的に持っていきましようという議論なんですね。そういう意味では、普通の経済学のロジックとは実は違うロジックがここに入り込んでいまして、かなりおかしいことをやっている会社が多いので、明らかにおかしいことをやっている会社に対しては強制的におかしくないようにしないといけないという強制的なロジックが入っています。ところが、通常の実証分析はそういうロジックで組み立てられていないものが多くて、特にアメリカの実証研究ではそういうロジックに基づいて実際に企業が行動している訳でもないのに、その実証研究を持ってくるときには注意が必要です。

アメリカの実証研究を丹念に見ていくと、パフォーマンスと社外取締役構造とには明快な相関関係は認められないということになるんですね。これはペーパーによって違うんですけども、ペーパーをたくさん集めてくると明確な相関関係が認められなくなります。これをもって実際には社外取締役は機能していないとか、パフォーマンスに関係ないという議論をする人が時々います。ただ、それは正しくなくて、アメリカの場合は社外取締役について個々の会社が最適と考える行動をとって選んでいて、当然ながら個々の会社にとって最適な社外取締役の人数が違う。

そうすると、例えばそれぞれの会社がベストなパフォーマンスを出したときには、同じようなパフォーマンスを示すとすると、A会社は社外取締役を2人入れて、B会社は5人入れて、C会社は10人入れているんだけど、みんなベストなパフォーマンスを示すように社外取締役を選んでいるのでパフォーマンスは一緒というふうな形になるわけですね。そうすると、人数とパフォーマンスの関係には相関が認められないように見えてしまうということがありまして、実はそれぞれの企業が実情に合わせた最適な人数を選んでいると、結果的にはパフォーマンスと相関が見られなくなるということになります。

ですから、実は先月、東大の法科大学院でこういうシンポジウムをやったんですけども、実証研究を使って日本の法制度のあり方を検討する上では、今お話したように個々の企業がどれだけベストな社外取締役の数を選べる環境にあるのかということと、それか

ら、パフォーマンスの成果の見方みたいなことをかなり注意して見ないといけないということ。このあたりが合理性の判断に関する実証分析の使い方の難しさですね。

その際に出ていた話としては、韓国が強制的に社外取締役の設置を義務付ける政策取っているらしいのですが、恐らくアメリカのようにラショナルに選んでいるとはまだ言えない状況において強制をしたと思われるので、その結果どういうパフォーマンスが示されるのかを実証分析してみると、日本が同様の政策を取ることを検討する上で参考になるだろうというものがありました。ただ、それはまだ結果はよくわかりません。

20ページをご覧ください。理想的な姿からすると、独立取締役とか社外取締役の議論も強制という形ではなくて、それぞれの企業が積極的に導入していくのが本来の姿、つまり、企業の側が先ほど申し上げたようにSelf Disciplineが働くということを明確にするガバナンスというのが本来望ましいという形ではある訳です。

ただ、現実はその形になっていないとすると、強制せざるを得ないということになる。そうすると、企業の側が後ろ向きのスタンスになって実効性が上がらないということになりますので、強制するにしてももう少し企業の側が積極的になるような構造をつくった上で強制していくという形にしないと、実効性がなかなか上がらないのではないかなという気がしています。

その点に関して、これはどちらかというと、皆さんにお話しする話というよりは企業のサイドの方々に対して伝えたいメッセージではあるんですけども、なぜ後ろ向きなのか、積極的なアピールとならないのかということに関して言うと、1つは、先ほど申し上げたように多くの企業が余り資金調達の実必要性を感じていなくて、そういう意味では、実質上場の意義がない会社が大多数だということが1つと、もう1つは、それでも資金が集まる、あるいは集まってきたという楽観的な期待があるんだろうと思います。ただ、ご承知のとおり日本企業がそう安穩としていられる状態ではなくて、場合によると中国企業のほうが投資対象としてはずっと魅力的であって、いろんなリスクは抱えていますけれども、ハイリターンが見込める場合も多い。もちろん中国企業のほうがガバナンスがすぐれ

ているというわけではないんですけれども、成長の可能性が大きいというのは投資対象としては非常に魅力的です。そう考えると、日本にこれからも資金が集まってくるという保証はないので、その点の危機感がもっと企業側には必要なのではないかということです。

ですから、社外取締役の強制という形でプレッシャーをかけることも重要なんですけれども、企業側に資金調達の危機感が出てくると大分状況が変わってくると思うんです。その危機感がないとなかなか、さっきの攻めるほうと守るほうの奇妙なねじれというのが直らないのかなというふうに思います。

24ページから、社外取締役にに関する私見を書いておりますけれども、これは多分ここでも何回か議論しているので、皆さんも同じような考えを持っていらっしゃるようにお見受けします。今の強制あるいは今回の会社法の中間試案の議論なんかを見ていると、何を社外取締役に期待するのか、どういう役割のために入れるのかという議論が当初はあったんでしょうけれども、だんだん入れること自体とか、何人入れるかみたいな話がメインになってくると当初議論されていたはずの目的が薄れてしまう、あるいはいろんな目的をいろんな人が呉越同舟でイメージするということになってくるので、少しそういうあたりを明確にしたほうがいいんだろうなというふうに思っています。私自身は、本来社外取締役に期待される役割というのは経営者のトップの退任を迫る、首を切る役割ということだと思っています。日本のガバナンスの構造の基本的な問題というのは、経営のトップをやめさせるメカニズムが十分機能していないということでありまして、これはそもそもの法的な問題というよりは、日本のトップの選ばれ方であるとか、会社共同体としてのトップのイメージによるところが大きいのだと思いますが。

トップに適切なきに退任を迫る役割というのは社外取締役に期待されている訳ですが、その社外取締役は経営者が自分で呼んできたわけで、そんな人が本当に経営者の首を切れるのかという議論はあるんだと思います。しかし、これは経済学でいうところの動学的非整合性、dynamic inconsistencyの話だと私は思っておりまして、要するに、社外取締役を呼んできたときと、それから実際自分が在任期間が長くなって居座ろうとしたときと

ではモチベーションが違ってくる。

ですから1つの理想的なパターンというのは、自分がトップにつくときに社外取締役を連れてきて、自分がもしも正常な判断ができなくなってトップに居座るという判断をするようになったら、自分の首を切ってくれというふうに社外取締役が引導を渡せるような状況をつくっておく。これは就任した段階ではそういうことをやっておくことに経営者本人も納得しているし、合理性があるという判断ができていということですので、その段階でその任にふさわしい人を社外取締役として呼んでおく。もちろんそれから自分が在任期間が長くなればなるほど、私利私欲で居座るというよりは、日本の社長の場合は自分が本当にその会社にいなきゃ会社が困るんじゃないかと本人が思い込んでいくというパターンが多いんだと思います。あくまでも一般論ではありますが。

そこに逆に難しさがあって、その段階に来ると、何で自分の首を切る権限を社外取締役に与えてしまったんだろうと思うわけですが、これがdynamic inconsistencyなんです。そういうメカニズムを当初用意しておくというモチベーションが私はあると思っていますので、客観的な立場で適切な時機に自分の首を切ってくれるよう頼んでおくという形の社外取締役の使い方というのは今の日本では一番必要だし、果たすことが可能な役割なんだろうと思っています。

そういう意味では、先日のソニーのトップ交代の件は、あの交代が適切だったかどうかというのはこれから結果を見てみないとわからないのかもしれませんが、日本では少し珍しい例で、社外取締役が主導してトップをかえた事例です。少なくとも新聞報道で見ると限りはそういうことになっているようですので、私が今話したような、社外取締役が役割を果たした1つの先例なのかなと思います。

今の法制度改革の議論においては、どういう法律を入れるかということに議論の焦点が当たっていますが、その裏側としてやっぱり具体的に何をさせるのか。それをどういう仕組みで実現させていくのか、これは法律論だけではなくて、いろいろな社内の環境だとか、コーポレート・カルチャーのあり方であるとか、あるいは取締役や監査役の役割であ

るとか、そういうもののあり方も含めた仕組みを考えていかなければいけない。そういうある種のインプリメンテーションの議論というのをもう少し裏側でやっていかないと、恐らく期待していた改革ができないのではないかなと思います。

この種の議論においては、ステップを踏んで日本のコーポレート・ガバナンス構造を変えていくんだというふうに考えていらっしゃる方も多くて、つまり、社外取締役をまずは1人、2人から入れていって、それから過半数入るようにするんだとか、あるいはとりあえずは社外取締役にはアドバイザリー機能ぐらいしか期待できないんだけど、もう少しそれがこなれてくることによって、先ほどお話ししたようなトップを替えたりとかというところまで持っていきたいというような考え方ですね。こういうステップ論で法改正を考えていらっしゃる方もいるんですけども、このあたりも、ステップ論で考えるのであれば、どういうステップを踏んでいくのかということのもう少し丁寧な議論も必要なのではないかなと思います。これもなかなか法律改正のところだけではできないのかもしれませんが。

そういう観点からすると、どうしても法律論が前に出てくるんですけども、法律ですべてのガバナンスを変えることは難しいというか、できないことであるので、法律がドライビングフォースにはなるにしても、それ以外のところを変えていかなければいけない。現状は法律論だけが走っているという印象を受けますので、そういうことをどうやって変えていくのかという検討をまだまだしていけないといけないのではないかなと思っているところでございます。

ちょっと時間をオーバーしましたが、またディスカッションの中で補足をさせていただきます。

(池尾教授)

どうもありがとうございました。

それでは、ディスカッションに入る前に、本日は湖島さんから、日本取締役協会の資料

をお持ちいただいておりますので、その資料についてご説明をいただきたいと思っております。

(湖島氏)

まず、2012年1月30日付「社外取締役の複数導入・柔軟設計型委員会設置会社制度等を提言」と表題を記した資料ですが、法務省の法制審議会において昨年末に会社法改正の中間試案が公表されまして、パブリックコメントに付されたわけでございますけれども、これに対応して、日本取締役協会として取締役会のあり方というものを中心に会社法制委員会でもとめた意見書を提出したものでございます。これは昨年11月30日に意見書を出しましたものの続きで、その第二弾という位置づけでございます。

今回の意見書につきましては、NEWS RELEASEの3つ目のパラグラフにおいて、「そもそも、リーマン・ショック等の影響もあり長期に亘って継続しているわが国の経済停滞を打破し、経済の活性化を図るためには、わが国資本市場に内外の資金を呼ぶ込むことが不可欠であるところ、近時、わが国においてもコーポレート・ガバナンスに関する深刻な問題が発生したこともあり、誠に遺憾ながら、わが国の資本市場自体が内外の投資家からの信頼を失いつつあります。このような状況下で、企業統治制度に関する会社法制の見直しが行われることは、わが国の株式会社制度が抱えるコーポレート・ガバナンスに関する問題を解消することにより、内外の投資家からの懸念を払拭し、ひいては資本市場の活性化を図るために極めて重要な意義を有しています」という基本認識を記し、「企業統治制度の改善に向けた会社法制の見直しの方向性には全面的に賛成するものです」ということで態度を明確化しております。

次のパラグラフでございますけれども、「もっとも、中間試案の内容には、コーポレート・ガバナンスの向上という目標達成のためには必ずしも十分ではないと考えられる部分も見受けられます。特に、海外投資家からの信頼を確保しわが国の資本市場に対する海外からの資金流入を促進するという観点からは、米国を初めとする諸外国においてはモニタリング・モデルによる企業統治制度が定着していることに鑑み、わが国上場企業の間でも

広くモニタリング・モデルに基づく企業統治が採用されることが極めて重要であると考  
え」る、ということで、かかる観点で、当委員会としましてはモニタリング・モデルとい  
うものを目標と考えております。現行の委員会設置会社制度、これは過渡的な制度という  
面もございますけれども、現行制度、またはさらなる発展形として、11月30日に意見書  
を出しました「取締役の過半が独立取締役」という米国型のより進んだ柔軟設計型委員会制  
度が究極的な理想であるという位置づけを書きました。次のパラグラフでございますけれ  
ども、「しかしながら、わが国におけるコーポレート・ガバナンスの現状に鑑みるに、ま  
ずは現状を少しでも前進させるべく、わが国上場企業の間でモニタリング・モデルに基づ  
く企業統治が普及することを後押しするような各種施策が講じられることが、差し当たっ  
ての重要課題である」という現実的な認識を書いております。

今回、意見書にいろいろ書いていますけれども、大きな特徴としては、法務省の中間試  
案の枠にとらわれることなく、第1点目としては、社外取締役は最低複数の導入というこ  
とを主張し、第2点目としては第1弾の11月30日付意見書の重複でございますけれども、  
重ねて、柔軟設計型委員会設置会社の導入ということを主張しております。これが1月30  
日付意見書のポイントでございます。

きょうはご説明を省略しますけれども、2月と3月に民主党及び自民党のワーキングチ  
ーム或いはプロジェクトチーム、その法務部会との合同会議に、日本取締役協会がヒアリ  
ングに呼ばれまして、会社法制委員会の副委員長が説明した際の資料をお手元に配って  
おります。「日本取締役常会 会社法制委員会 会社法改正中間試案に対する意見・提言の  
概要」と表題に記したものでございます。日本の取締役会制度について、現行制度及び提  
言されているもの、法務省の中間試案にある監査・監督委員会制度あるいは当協会の柔軟  
設計型委員会制度も含めまして、それらの位置づけを、米国、韓国のモデルと対比して  
わかりやすく説明したつもりでございます。ご覧いただければと存じます。

2012年1月30日付「2012年の日本経済と資本市場の活性化案を提案」と表題を記した  
資料ですが、日本取締役協会の投資家との対話委員会における議論に基づきまして、最終



報告ではございませんけれども、発表させて頂きました。これは経営のパフォーマンスの面にかなり力点を置いたものでございます。これもプレスリリースのところにエッセンスが書いてございますけれども、まず第1点、一株当たり利益等、パフォーマンスにかかる経営手法を強く意識したより利益重視型の経営を求める。第2点、コーポレート・ガバナンスの充実、これは独立取締役導入、あるいはダイバーシティーを含めてコーポレート・ガバナンスを充実していくということを当面の主な目標、関心事項としております。

(池尾教授)

どうもありがとうございました。今ご紹介いただいた資料も参照しつつ、柳川さんの問題提起等を踏まえてフリーディスカッションをしたいと思います。

私なりの理解を、解説も含めて言いますと、企業経営者と投資家の間に情報の非対称性が存在したり、経営者が将来の行動に関してコミットメントを十分にできないというふうな状況があると、そうでないとき、つまり情報の非対称性がなかったり、コミットメントがちゃんとできたりするときに比べて何らかの意味での非効率性が発生するというふうに考えられるわけですね。その非効率性のことを経済学ではエージェンシーコストと呼んでいて、エージェンシーコストが存在することは疑いがないわけですが、次の問題としてはエージェンシーコストの負担がだれに帰着するかというのがポイントです。普通、情報をよく持っている側と情報を余り持たない側がいると、情報を余り持たない側が損をするというふうに考えがちです。だから、経営者と投資家でいえば、経営情報はもちろん経営者のほうがたくさん知っているわけで、そうすると、情報を持たない投資家のほうが損をしがちだというふうに考えがちなんだけれども、実はそうではないというのがまず最初のところでの柳川さんの議論の出発点ですね。情報を持たない側というか、情報劣位の側が自分がそういう情報劣位にあるんだということをちゃんと認識して、つまり自分は無知なんだということを知っているという無知の知みたいなやつですけども、自分が弱い立場なんだということを認識した上で、それを織り込んで行動すると、この場合のエージ

エージェンシーコストというのは投資家に帰着するのではなくて、企業側に帰着するという状況が十分考えられるんだということですよね。

だから、エージェンシーコストが企業側に100%帰着する、100%じゃなくても大半は企業側にエージェンシーコストが帰着するという状況があったとしたら、エージェンシー問題を解決するために努力しようというインセンティブは企業側にあるはずだということになるわけです。本来、投資家が自分がある意味で不利な立場にいるんだということをちゃんと認識して行動していれば、エージェンシーコストは企業側に帰着することになるので、企業側が投資家に不利になるようなことはいたしませんということで、ボンディング、つまり自分の手を縛るような行為としてコーポレート・ガバナンスの仕組みをきっちりするとか、そういう行動をとる筈だということなわけですよね。

そうだとすると、現状はエージェンシーコストが経営者というか、企業側に必ずしも帰着しないような状況に日本はなっているということですよね。それはお話の中にあったように、資金調達のニーズがほとんどないので、投資家がウォール・ストリート・ルール的に、ちゃんとやっていないとこれはもうたたき売るとか、金なんか一切貸さないというふうな形のプレッシャーを十分かけられないという状況にあるというのが1つの原因だと思いますけれども、とにかくエージェンシーコストが必ずしも企業側に帰着しないような状況になっているということが日本における問題の前提というか、背景になっているような気がするんですよ。

そうすると、柳川教授も最後のほうで仰ったように、法律で全部できるわけじゃないですよというのは私も経済学者だからそう思うんですが、大もとのところでエージェンシーコストが企業に帰着するような環境をとにかくつくり出すというか、逆に言うと、今、なぜエージェンシーコストが企業に必ずしも帰着しないで済んでいるような状況になっているのかというところをちょっと詰めて、その原因を解消してエージェンシーコストがちゃんと企業側に帰着するようにする。そうすれば、企業が自発的にコーポレート・ガバナンスの仕組みを整えたりする努力をするはずですよ。だから、なぜ企業側が自発的にそう

いう努力をしなくても企業がある意味安泰でやっていけるような状況が今の日本にあるのかというところを詰めて議論すべきではないかというふうに思います。

(柳川教授)

きょうお話ししたときはもうちょっと手前の話で、イメージとしては、こういうふうにガバナンスをしっかりしてくれというふうに株主の側から声が出てくるのは、出てくれるうちが花で、そのうちもう皆が愛想を尽かしてしまいますよ、そのときになると困っちゃいますよという、どっちかというそういうイメージに近いんですね。そういう意味では、これはある意味一時的な現象であって、中長期的に株主の側からずっと声を出し続けるということはないだろうというぐらいのスタンスだったんですけれども、今、池尾先生のお話を伺っていると、確かに一時的という割には長いので、もしかすると、その点構造的な問題を抱えているのかもしれないという気はします。

(池尾教授)

アメリカの場合はウォール・ストリート・ルールで来たんだけど、株を売ってエグジットするという行動をとると、それ自体がマーケット・インパクトがすごく大きくなったりして、投資家がパフォーマンスのないところからはエグジットするという形だけでは対応が難しくなって、声を出す株主みたいな形の動きが出たという流れがアメリカではあったと思うんですね。それに対して我が国においては、そもそも投資家の側がちゃんとウォール・ストリート・ルールを徹底して実行してこなかったという経緯がある訳です。

(岩間)

それは持ち合いとかいろいろありましたからね。

(池尾教授)

繰り返しになりますけれども、売るとマーケット・インパクトがあって自分にもはね返ってくるとか、そういった問題はいろいろあるんですけども、基本的にパフォーマンスの悪い、ちゃんとやらない企業からは資金を引き上げるという対応を投資家の側が徹底してやってこなかったがゆえに、非効率性とそれに伴うコストが発生して、その負担が企業側に帰着しないで投資家のほうの低収益性になっているみたいな形ですよ。だから企業側も自発的にコーポレート・ガバナンスを直そうという意欲が鈍っているということで、投資家に原因がある。

(岩間)

確かに先ほど口を挟んでしまったように持ち合い構造があったり、持ち合いならまだいいけれども、片持ちだったりして、凍土みたいになっていたというところがあったわけですが、今はそれも完全に変わっていますからね。ですから、もうお互い猶予はないわけですよ、投資家にもないし、経営側にもないはずなんです。だけれども、やはり昔懐かしいというか、こういうことを言うと怒られるかもしれないけれども、そういうノスタルジックなものがあって、変革を嫌うというところがあるのではないかなと、これは私の体感です。

資金調達のないところは公開、上場している必要はない、上場会社のガバナンスから外れる、というのは、私も確かにそうだと思うんですけども、では、ベンチャー企業はどうでしょうか。ベンチャー企業というのは資金がたくさん要る。債券はなかなか引き受け手もないし、結局、エクイティーで調達していかなければならない。そういったベンチャー企業に対して金を出すベンチャーキャピタルというのは極めて厳しいガバナンスを求めるのが通例なんですよ。ただ、これが日本ではあまり育たないわけですよ。

アメリカというのは非常に盛衰はあるけれども、トレンドで見るとずっと拡大してきているわけですね。そこに非常に重要なポイントがあるのではないかと僕は思っていて、結局、我が方のキャピタリストというのはそういう観点での仕事をしてこなかったのではな

いかと。要するに、集中投資をして育成して、ハンズオンでやっていって出口まで行かせる。これは別に上場でもいいし、トレード・セールでもいいんだけど、そういう経験の蓄積が不十分で、この分野でも銀行や証券会社、保険会社といった親会社の支配力が相当強いところガメインプレイヤーになっていた実情があるように思われます。結局、資本市場の一番原初的なところですね。ここからやっぱり日本はちょっと違っているのではないかというのが1つありますね。

それともう1つは、柳川先生がおっしゃるように、やっぱりガバナンスというのは、経営者自身がちゃんと説明をして理解してもらって認めてもらうというのが原点だと思うし、みんな今でも思っていると思うんですよ。

日本はバブルが崩壊して以来、長期にわたって株のパフォーマンスが低調で、世界の株式市場の中でもどんどんウェイトが下がっているわけです。日本の年金なんかはライアビリティが円建てですから、基本的にはかなりの部分を円で運用、要するに円建てのアセットを持たなければいけない。そうすると、ある程度のリターンをキープするには株への投資が絶対必要なんですよね。これが長期的に見ても債券よりパフォーマンスが悪いなんていうことになってしまうともうどうしようもない。株式市場そのものを活性化させるためにも、市場全体として説明力のあるガバナンス体制になっているというのは最低必要だし、さらに先生が指摘されているように、究極的には暴走する経営者をストップさせられるということの安全装置があるかないかというのは、昨今のスキャンダルの問題でもそうですけれども、投資先を選別する上でかなり決定的要因だと思うんですよ。

だから、そこら辺のところを最低限担保されれば、日本に対する海外投資家の目だって変わってくる。日本はやはりまだまだ大きなマーケットだし、コーポレート・ガバナンスについて納得感が得られればもっとお金を入れたいというところはたくさんある。それによって資金が入ってくれば、市場の活性化が期待できる訳で、そういう観点で言うと、我々は投資家サイドのエージェントであるわけですが、経営の方々と密接に意見交換しながら、このガバナンスの問題がお互いの利益になる方向に展開できるようになるといい

なというのが、私の思いです。

(柳川教授)

最初におっしゃったベンチャー企業に対するガバナンス、これからの日本を考える上でこれはやっぱりすごく重要だと思うんですね。そこに関しては、経営をする側も、それから投資家サイドの側も、それに関して本格的なスキルを磨いてこなかったというところがあるんだと思うんですね。どちらかというところ成長性のあるところをどうやって見つけるかというところだけに焦点を絞ってしまって、もしかするとそういうところすら見なくて、とにかくよさそうな会社にお金を投資するというぐらいの割と緩い投資体制なのかもしれません。本質的にベンチャービジネスに対してどういうガバナンスをやっていくのかというところに関してもう少し専門的な知識が必要なのではないかという気は私もします。

それから2つ目の点については非常に重要なことをおっしゃっていて、残念ながらどんどん成長していく、何もしなくても成長している状況ではないとすると、やっぱり余計に説明責任が経営者の側に、企業の側に発生するんだと思うんですね。

そのときにやはり、どういうガバナンスをしているかということを経主に納得してもらわないといけないので、納得性のある、説明力のある客観的なガバナンスの指標なり、構造なりをできるだけ示していかなければいけないので、その1つとしては、先ほどご説明があったようにアメリカ型というか、モニタリング型で過半数の社外取締役を入れてというのが究極的なもので、説明性、客観性の高いやり方だと思うんです。

そうじゃないやり方でやるんだとすると、それがどういう形でガバナンスとして機能するのかという客観性というか、説明力をどうやって高めていくか。とにかくちゃんとやっていますからというだけだと、やはりなかなか理解が得られない。かつ収益もそんなに上がらないとすると、投資家の側からすると納得性が少ないんだと思いますね。もし完全にモニタリング型に行かないんだとすると、納得性のある日本なりのガバナンス構造というのをどうやって出していけるのかというあたりが、1つ工夫のしどころで、そのあたりが

まだまだ十分に表に出てきていないという気がします。

(岩間)

投資家というか、運用会社の立場で見たときに、上場会社の特に大企業、つまりTOP I Xで大きなウェイトを持っていたりとか、日経225に採用されていたりする企業については、パッシブの運用だと必ず保有しますよね。そこでガバナンスがおかしくなると、ファンドのパフォーマンスを悪化させるわけだから、そういう観点で防止しなければいけない。これは当然そういう発想が出てくると思うんですね。一方でアクティブマネジャーの目を見たときにどうかというと、非常にポテンシャルはある企業で、潜在的な企業価値は十分にあるのにそれを発揮できていないというような場合、それは企業戦略の問題もあるかもしれませんが、ガバナンス構造に問題がある場合があって、そこがよくなればかなり業績が向上する可能性が秘められている。こういう企業であればファンドマネジャーがかなりつくと思うんですね。この両方から運用機関はガバナンスを見ている。つまり、パフォーマンスが良くなることにつながらない限りはガバナンスなんかは関係ないということが極論すればあり得るわけですよ。

コーポレート・ガバナンスについて形だけ整えられて、みんながいい子にしていればそれでいいということだと、ちっとも成績が上がらない。そういうのは全く運用会社としては興味がなくて、実益が上がるような形でガバナンスの向上等を迫る。これが基本スタンスだと思うんですね。そこを経営の方々はしっかり見ていただいて、それとかみ合う対話というのができてくればいい回転になる可能性があって、これは対立の構図じゃなくて、共栄の構図だと僕は思うんですね。そのところはやや日本の、欧米でもそうだと思うんですけども、ガバナンスの問題をめぐる対立軸というか、そういうのがちょっと強調され過ぎていて、池尾先生もおっしゃるように、パフォーマンスがよければ、それほど大きな問題ではないじゃないかということなんですよ。それは私も全く同感なんです。ただ、ガバナンスに欠陥があれば将来問題が発生するリスクがあることを忘れてはいけな

いですが。

(池尾教授)

現在状況が急速に変化しつつありますけれども、マクロ的には貯蓄超過でずっと来ていて、海外へ投資すればいいじゃないかという話はもちろんあるんだけど、為替リスクの問題等からどうしてもホームバイアスは避けられないとすると、その貯蓄を国内で投資せざるを得ない。だから、パフォーマンスが悪いとか、コーポレート・ガバナンスが不十分だと思っても、不十分だからもう冷徹にそこから資本を引き上げるということはマクロ的にはしがたい面があって、どうしても余っている貯蓄は投資せざるを得ないということになる。先ほどから話に出ているように、エージェンシーコストが企業にも帰着する部分はもちろんあると思うんだけど、実は投資家のほうに随分帰着しちゃって、だから、エージェンシーコストを削減する改善努力のインセンティブは投資側のほうに強くあるみたいな構造にはなってきたのではないかな。ただ、最初に言いましたように、そういう貯蓄超過の構造は急激に変わる可能性があるんで、その点は状況を変化させる要因になりえるかもしれません。

それとベンチャーキャピタルの話がありましたけど、ベンチャーキャピタルだけでなく、要するにキャピタリストですよ、古典的な意味のキャピタリストが戦後の日本経済にはいなかった。日本でも戦前は平気で労働者から搾取して自分個人の利益を確保するような資本家がいたわけですけど、戦後はそういう意味の個人としてのキャピタリストというのはなくて、運用が組織で行われて、それ自身のガバナンスが問題になるような組織だったということがかなり効いているような気がします。

(山田氏)

先ほどウォール・ストリート・ルールが適用されていないのではないかというお話がありましたけれども、翻って考えてみると、80年代半ばに投資顧問業法ができて、80年代後



半というのはいわゆるもう行け行け投機の時代で、回転売買でとりあえずもうければいいやという感じで、バブル崩壊まではそういうことで来た訳です。90年代というのは過渡期という感じで、年金における運用拡大等々が広まってきて、5・3・3・2規制等々も緩和されてきて、それで多分2001か2002年ですかね、厚生年金基金令等が改正されて、厚労省から運用指針ガイドラインをつくりなさいという話にきて、それから一任業者の本格的な年金の運用が始まりました。そう考えてみると、最初の頃はもう回転売買でどんどんもうければいいやという話で、コーポレート・ガバナンスなんかはともかく、とりあえず儲けなくてはという雰囲気でした。

我々が議決権行使やガバナンスに関心を持つようになったのは、やはり90年代において非常にパフォーマンスが悪化したということと、一番大きかったのは、私の認識ですけれども、当時の厚生年金基金連合会から運用機関に対する受託者責任の43項目というものが出されて、その中で議決権行使についても財産権の1つとして行使することが求められるようになった。それを受けて投資顧問業協会でも上村先生を中心に議決権行使研究会を組織いただいて、その法律的な枠組みについて整理していったというような経緯でした。

ウォール・ストリート・ルールの方に戻りますが、運用ガイドラインが厚生年金基金から出されたる際にはベンチマークというのが必ず指定されているわけで、今でこそベンチマーク運用というよりはむしろ絶対収益志向に、特にリーマン・ショック以降急激に変わっていますけれども、当初、2000年代の前半というのはやはりベンチマーク運用が中心でした、要するに効率的市場仮説に基づいたベンチマークに対していかに勝つかというのがファンドマネージャーということで、そうするとやっぱりウェイトの大きな銘柄というのは外せないんですね。例えば、一時期NTTドコモのTOPIXにおけるウェイトが10%を超えていたのですが、その保有を0%にするのは非常に難しいです。ベンチマークの呪縛というのか、普通はそういう銘柄は外せないというのが現状だと思います。先ほど岩間会長もおっしゃったように、やはり時価総額の大きな銘柄はある程度持たざるを得ないとすると、コーポレート・ガバナンスの改革によってパフォーマンスをあげてほしいと

いう要望が起きてくるのは自然なことだと思います。

あと、先ほど柳川先生のお話に関係する部分ですが、究極的には企業のほうにエージェントコストが転嫁されるような状況にならないとなかなか改善しないのではないかと思います。つまりその会社が立ち行かなくなるというような状況、端的な例で言うと、東京電力なんかがそうだと思うのですが、事故以前の株主も保有株を相当に手放したと思いませんし、社債も発行できない、銀行も融資に慎重になっているというようなことになって、ようやく委員会設置会社をつくりましょうとかいう話になってきている。そういう究極的な状況になって初めて変革が始まる。

上村先生も前におっしゃったかと思うんですが、アメリカの場合は司法の力ですか、下世話な言葉で言うと裁判で負けないために制度整備が進んできた。そこは日本とは状況が異なるので、そちらの方から変革が進むということは期待できないかなと思っているところです。

(岩間)

私も基本的に、日本では最低限このラインまではルールとして確保されているということが、海外の投資家に説明できるようにするということが絶対必要だと思っているんです。それを法律でやるのがいいのか、ソフトローでやるのがいいのか、あるいは個別の経営の主体性に任せるのか。その点についてはいろいろな判断があると思うんですけれども、やはり運用会社に所属して、いろいろな人間と接して意見交換していると、日本の市場がどんどん衰退していることについて、そんなのは関係ないやと言っているところばかりではないわけです。やはり日本の市場にもう一度活性化してもらいたいし、そういうポテンシャルはあるはずだと、まだみんな思ってくれているわけです。そう思ってもらっている間に分かり易い形で世界に提示していかないと、それこそ手遅れになっちゃうというのが正直な思いです。

(湖島氏)

柳川先生のお話を本日聞いていて、冒頭部分でやや「際どい」論理展開に使われかねないとの危惧、と申すのは、「企業経営側に任せてくれ、後は株主も含め、企業の自己責任の問題である」といった論理が我が国では経営側の本音として近年一部見られることを懸念しているのですが、そちらの論理に繋がって使われないかと感じましたが、後半部分聞いて成程と思いました。

先ほど私ども日本取締役協会の取り組みもちょっとご紹介しましたがけれども、いろいろ企業経営側の本音なり、実態なりを押さえた、現実的かつ、しかし世界にもだんだん理解されやすいシステムに持っていこうという進め方を意図していますが柳川先生のお話しのポイントはかなり符号していると勝手ながら思っています、特に資料に沿って説明頂いた結論部分は非常に賛成する部分が多いと考えます。

ただ、1点私が申し上げたいと思ったのは、これは上村先生を前にして恐縮ですが、ややリーガルな面にはなりますが、利益相反問題、この問題が非常に大事で、日本人はわかっているようでセンスが弱いということを感じております。これは会社の経営なり、株主総会も含めてですけれども、意思決定と利益相反問題へのフェアな対処という問題はコーポレート・ガバナンスの核心をなす非常に最重要の問題の1つと思っています。この利益相反問題は基本的にはリーガルな問題であるという意味は、究極的には裁判に持ち込まれる可能性のある分野であるということではありますが、だからといって行き過ぎたハードロー規制とか、株主代表訴訟なりで裁判で決着すれば良いというのは、企業から見ても、関係者から見てもコストなり負担は大と考えております。

経済学的には、エージェンシーコストとかウォール・ストリート・ルールとか、こうなれば合理的結果に帰着するということはあるかもしれませんが、その辺のプロセスとしての訴訟マターになるということの負担の問題については強く認識しております、ちなみに最近では、東大のシンポジウムもあったようですけれども、武井一浩弁護士が商事法務の論稿でも今申したことと同じような論旨の展開をされていて、ここで紹介したい

と思います。

利益相反については、縦の利益相反と横の利益相反ということを武井弁護士も説明されていて、一般株主対経営陣なり、それから親子会社の問題、グループガバナンスの問題、少数株主対支配株主と、こういう利益相反がタテとヨコである。そうした利益相反問題をいきなり訴訟なりハードローできちつきちと固めるのではなくて、訴訟の前の段階で、すなわち会社のトータルな意思決定手続の中のデュー・プロセスとしての整備の必要を日本でもやっていくことが必要ではないかという考えを私自身としても持っています。

そういう流れの中で、ステップを追ってというお話もされていたので私は同感したのですが、すけれども、例えば私ども、会社の機関設計についてもステップアップと思っていますのは、現在大会社で社外監査役の2名以上は、これは会社法の現行制度でもう入っております。次に監査・監督委員会設置会社はそれを取締役化するような形。これも2名以上になるわけです。その次に現行の委員会設置会社制度というのが入っていて、これは社外取締役は最低2名で3つの委員会を兼任すれば回っていく形で、これも最低2名です。私どもは米国型を推奨しており、その次のステップとして今回入れたらどうかと言っているのですが、そこに至るとちょっとハードルが高い面がありますけれども、これらを貫く縦串的な、独立性の高い社外取締役を最低複数入れることを求め、そこでセッションというか、執行側の経営陣だけではない、あるいは支配株主側の利益ではないデュー・プロセスとしての議論の場というのを入れる方が、経営側も訴訟リスクへの「保険」でもあると考えられる。これは良心的な経営者もそうおっしゃっている方がいる。。

ですから、そのような仕組みをビルトインしていくというのがいろいろな意味で生産的であり、日本的風土にも合致し、かつ企業側にとってもまさにメリットを感じられる。日本がそういうふうに訴訟社会になっていないところがまたもう1つの問題だと思うんですが、そういうメリットも非常に感じられるという、そういうことをしていけば説得できていくのではないかと考えられました。ちょっとその辺を補強していただければと感じました。

(上村教授)

今の湖島さんの話の中にもありましたが、要するに訴訟がないから自主規制というか、自主的な取り組みに任せる形になってしまっているのだと思います。バブルが崩壊した後、当時、池尾先生が安普請はだめだと盛んにおっしゃっていましたが、安普請のまま、18年間規律の強化に関する会社法改正を1回もしてこなかったという珍しい国なんですね。そういった状況の中で、未だに、法令による強制なんかは必要がないんだ、ソフトローで行くんだという主張も根強い。ソフトローの意味も、アメリカ、イギリスの自主規制と日本の自主規制の意味は全く違います。以前の研究会の席でも何度も申し上げていますが、アメリカは連邦会社法がない珍しい国です。だから、ソフトローでやらざるを得ないのですが、証券取引所規制はSECですから、ただの自主規制はないのですね。イギリスは制定法よりもむしろ自主規制のほうが上という、そういう国です。日本は自主規制となると制定法よりは明らかに実効性は落ちるわけです。実効性が低い方がいいという理屈がどうして立つのか良く分かりませんが、それはともかくとしてトータルに見ると、要するに経営学の話をしているのか、法律学の話をしているのかということだと思います。

先ほどの経営者が中心にいてエージェンシーコストを最小にして、そして成績を上げるという話について少し触れたいと思います。柳川先生のお話に子供の成績を上げるというお話がありましたけれども、これはつまり株価を上げるということだと思います。ただ、そこでの議論は、この問題は経営学の問題であって、ちょっと極端な言い方かもしれませんが、制度というのはそれを補完するものといいたいまいしょうか、そういう考え方があるのだらうと思います。しかし、これは法律学の話だということになると、先ほど湖島さんがおっしゃったように、まず利益相反というのは法律学の話だし、それから、これも以前の研究会の席でも申し上げましたが、なぜアメリカでこんなに社外取締役が普及したかといえ、これは訴訟のプレッシャーの下、訴訟の蓄積によって制度が変わってき

た。つまり経営者がエージェンシーコストのことを考えて自発的に導入したわけではないのです。したがって、柳川先生がおっしゃったように、このままでは実効性の確保は難しいというのはよくわかるんですけども、逆に言うと、訴訟がその実効性あるシステムを強制してきたと言えるわけで、そういう要因が働かないとすると、これは何か正しいものを導入しておかなければならないということになるのではないかという感じがいたします。

東電もりそなも東証もみんな委員会設置会社。何か問題が起きるとやはり委員会設置会社の方がいいというのが世論の大勢になる訳です。では問題が起きていなければ何もしなくてもいいのかというと、幾ら経営状態がよくてもこれから先起きないという保証は全くない訳です。以前の研究会の席でも申しましたように、経営の状態、パフォーマンスがすばらしくても訴訟になれば負けるというのではまずいのではないかと思います。パフォーマンスは悪いけれども、訴訟には強い、あるいは会社支配の正当性の根拠がそこに存在するというのは大きな取り柄ではないかと思いますね。

それから、ある会社に投資をするかしないかを判断するためには、やはりディスクロージャーがしっかりしていなければならないですよ。ディスクロージャーというのは、開示も会計も監査も内部統制も金商法で要求されているから、会社法の問題ではないと思うかもしれませんが、実行するのはガバナンスなわけです。ですから、開示も会計も監査も内部統制もコンプライアンスもガバナンス次第なんですね。ですから、ガバナンスというのは、まず資本市場に向けてのガバナンスが求められる。会社設立のときもそうですし、新株を発行するときもそうですが、まだ株主になる前の人に向けて買ってくださいという、そういう働きかけをする際には当然ながら開示、会計、監査、内部統制が重要な意味を持つてくる。金商法と会社法で求められているものではあるけれども、実行するのはガバナンスであり、それは株主以前の投資家に対して向けられているのです。

株主になった後はどうかというと、マイナス情報があれば売らざるを得ないわけですね。売るか売らないかを迫られている株主はやっぱり投資家なんですね。株主になった後は、

議決権を行使したり、配当をもらったり、或いは代表訴訟を提起したりという形でガバナンスに直接食い込んでくる面と、売るか売るまいかと考えている面と両方ある。買うか買うまいかと思っている人にその判断をさせるのも、売ろうか売るまいかという人に対してその判断をさせるのも、金商法上の情報開示制度であり、それを実際に実行しているのはガバナンスである。これにプラスして、株式を保有して議決権行使やいろいろとガバナンスに参画していこうという、そういう人たちに向けてのガバナンスもあるし、色々な側面があると思うんです。

ですから、こうして多面的に考えていくと、ガバナンスというのはまずは投資家に向けたものですが、投資家というのはそう簡単に狭い範囲に限定できない訳ですね。国民全部かもしれないわけです。そういう意味では消費者の概念と同じで、だれだかわからない買い手に対して責任を負うというそういう面があって、誰かがそれを買うという行動をした後、株を買った場合は株主になるわけですが、その後でもやはり売るという投資判断のための情報は必要で、会社法固有のガバナンスも必要だというそういう関係だと思っています。ですから、その意味では、マーケットに対して責任のある、資本市場を成り立たせるためのガバナンスという観念がやはり最初に株主以前の存在たる投資家に向けられていたのだと思います。それにプラスして会社法固有の問題も当然にあります。これらがトータルにガバナンスなんじゃないかと私は思います。

それからもう1つは、資金調達が必要がなければ上場の必要がないというお話についてですが、これは一般にそう言われているようですが、では、なぜ欧米ではあれ程に個人株主にこだわっているのでしょうか。この点は経済学とどういふふうに関係してくるのかわかりませんが、私は株式会社制度というのは、市場とデモクラシーの調整原理だと思っています。ですから、これは成熟した市民社会の市民たちが個人として、株主としてそこに参加することにより市場に関与し、コントロールするんだと、そこに非常にこだわっている。日本は多くの株主が事業法人ですよ。それから中国だと、支配株主の多くは国家ですよ。相手が国家だろうと、事業法人だろうと、個人だろうとガバナンスの論理は

同じだということはないと思います。

ですから、その意味では、私はガバナンスというのは市場の論理とデモクラシーの論理を調整するものであり、そこでみんなずっと苦労してきたのだと思っております。最近のリーマン・ショックというのは、ジャック・アタリという言葉を使えば、市場の論理にデモクラシーの論理が全く働かなかった、という事情につけるように思われます。ガバナンスはそういう機能を持っている訳で、そういう点で私のような法律学者と経済学者との間にどういう対話が成り立つのかが興味のあるところです。

最後に、企業の側からどういうふうに変えていくのかというか、経営者が意思決定をする権力の正当性の根拠は何なのでしょう。なぜ彼には経営権があるのでしょうか。彼に経営権があって意思決定を判断できる、それを可能たらしめている根拠はガバナンスではないのでしょうか。ガバナンスシステムが全体として彼を信任しているからではないのでしょうか。そういう意味では、経営者が自分たちでガバナンスを構築するといった場合に、自分たちの経営権の根拠がガバナンスによって権威づけられているとすれば、そこに論理的な矛盾が出てくる。私は、ガバナンス論というのは経営者の経営権、あるいは支配権の根拠をめぐる議論だと思っています。

この点については、所有という概念で説明する考え方もあります。しかし私はガバナンスの正当性が経営権の根拠を示すと考えております。国に株主像はいろいろ違うわけですが、最低限経営権の根拠を示せる程度のガバナンスはやはり制度として会社法なりがきちんと提供しておく必要がある訳です。もちろん、具体的にはいろいろな在り様があり得る訳ですけれども。その基本まで、経営者が選ぶという発想はおかしいと思います。

そういうふうと考えてくると、私から見ると幾つかの議論すべき大きな論点が浮き上がってきます。法人とか有限責任とか株式とか支配株とか、そういう1つ1つの概念について経済学者との本当の意味での対話が必要なのではないかと柳川先生の報告を聞いて思ったところです。



(池尾教授)

私なんかも特に難しい話をしているわけではなくて、上村先生がおっしゃったように、レジテマシーがないまま経営権を行使している人はいるわけですね。それで困らない状態にいる限りはそれが続いてしまうので、やっぱりレジテマシーがない状態だと困るという世界でないといけないわけです。それから、ガバナンスの仕組みを整えなかったら却って高くつく、それは経済的な意味だけじゃなくて、おっしゃったように訴訟等を含めた広い意味で、ちゃんとしなかったらかえって高くつくという状況が確保されていないと、それは安きに流れるという状況が続いてしまうということであって、そのコストというのが当事者に帰着するような世界になっていないと制度整備は自発的には進まないでしょうということなんです。

その高くつくということの内容は、社会から圧力を受けるということも含みますから、それは社会の水準としてそういうレジテマシーのないまま経営をしている人に対して社会が指弾するような、そういう社会的な雰囲気形成されるということも大きな1つの中身として考えられると思いますけれども、とにかくちゃんとやっていなかったらかえって高くつく、あるいはかえってひどい目に遭うという、そういう状況を環境として確保しないとなかなか事が進まないのではないかとということを議論している訳です。

(上村教授)

前にも申しましたけれども、アメリカは、おとり捜査、覆面捜査までやっているし、クラスアクションもあるし、それから訴訟においてはディスカバリー制度もある。犯人を捕まえるための報奨金制度も設けているし、ディスゴージメントで不当利益を吐き出させた上に民事制裁でも得た利益の3倍まで制裁金を課せられるし、その他、司法取引だとか郵便通信詐欺法、それにコンスピラシーもありますね、共謀罪、もう恐ろしい制度がいっぱいあるわけですよ。これらは日本には一切ないんです。だけれども、アメリカの自由だけは入れたんです。だから非常に心配しているわけですね。この後、どっと問題が顕在化す

るに決まっているはずですから。

今、池尾先生がおっしゃったように損をするぞというだけではなくて、今度は海外から、日本の制度が弱いから日本に進出してくるといふ人がいっぱい出てくる。それに法の域外適用の問題もある訳です。現状ではアメリカ法は日本に域外適用されている部分があるのに、日本法がアメリカに域外適用されることはない。それから、まさに企業結合法制なんかはそうですけれども、親会社、子会社の責任問題とかガバナンスの規制は日本にはルールがないですね。そうすると、これも以前の研究会の席上で言ったかもしれませんが、スティール・パートナーズはターゲットとする企業の株を100%買うなんて言っちゃうわけです。100%買ったら当然経営責任がアメリカではあるわけです。でも日本ではないから100%買えると言ってしまふ。

アメリカ人がアメリカで同じことをやろうとしても出来ないのに、アメリカ人が日本に来る全くノーチェックということでは、結局、制度の弱さのゆえに、日本の営々と築き上げた富が奪われていく。せめて諸外国と同じというわけではないですけれども、対抗力を持ち得るような制度は持っていないと、日本の国益を大きく損ねることになってしまう。経済学者は国益なんていう言葉は余り好きじゃないのではないかと思います。私は愛国者ですからそういうことも考えなければならぬと思います。買収されそうになるとむきになって頑張るのに、日ごろのチェックシステムになると急にトーンダウンしてしまうというのはどうなのかなと思いますね。以前にも申したかもしれませんが、海外の一部の買収ファンドなんかはひどいですよ。日本のルールの水準が低いから来るんです。それで成績を上げて出世して、日本は制度が弱いんだから自己責任だろうと言って帰っていつちゃう。そういう状況も踏まえて、やはりもっと多角的な議論があり得るべきじゃないかと思います。

(柳川教授)

確かにコーポレート・ガバナンスの問題については、我々経済学者と法律学者の方々が

対話していくことによって議論を深める余地は、まだまだあると思います。上村先生には今後ともよろしくお願ひします。それから、多少言葉足らずだった点があったかもしれませんが、今日の話は主に会社法の改正の中間試案で出てきているような社外取締役とかそういう点に焦点を当ててお話をしましたので、それに関係した話としてガバナンスが必要だとか必要でないというふうな言い方は少し誤解を与えるものだったかもしれません。

例えば上村先生最後におっしゃっていた意思決定、だれがどういう決定をできるかという点については、会社法で規定されたガバナンスシステムで、そういう話まで全部要らないとか要るとかという話をしてはいるわけではなくて、そこは当然重要なガバナンスの構造であって、それを法律でどう規定するかというのは当然重要だと思います。ただ、今日説明させて頂いた内容はそういったところまで踏み込んだ話ではありませんし、それから、最初におっしゃっていた資本市場のためのガバナンスという話についても、これもやはり重要な話であって、金商法で規定するか会社法で規定するかは別にして、資本市場を有効に機能させるための法律の仕組みがあって、それによって支えられているガバナンスのメカニズムは当然重要ですが、やはり今日の説明はそこまで踏み込んでお話ししたものではありません。もちろん上村先生のおっしゃる論点が重要であることは間違いないと私も思います。

冒頭の私の説明については、資本市場のルール整備だとか、ガバナンス構造をきちんと確立しておかないと、誰が損をするのか、それは必ずしも投資家だけとは限りませんよ、企業の側も損をするかもしれませんよというのが一つの切り口です。それは先ほど池尾先生が強調されたように、どういうプレッシャーが企業にかかるかということによるんですけども、それは投資家のためであることは当然なんです、投資家のためだけとは限らないということになります。資金調達する側にとってもそれは重要なものであり、ガバナンス構造を確立しなければいけませんよというところを今日の説明では強調したかった訳です。そのためにどういうルールが必要かということは、先ほど上村先生のおっしゃったような法律の整備だとかそれを含めたガバナンスの改善をどういうメカニズムをやっている

くかということに関係してくると思います。それは上村先生のおっしゃったような立法のプロセスでやっていくという話、訴訟が起きてからこれは大変だとやっていく話、あるいは、個別の会社がだめになってからその会社に関して行われる話と、いろんなメカニズムの改善の仕方があるんだと思います。ただ、1つ言えることは、やっぱりとんでもなくひどい事態になれば変わるんだろうけれども、我々が共通して目指しているのは、そういうひどい事態になってから変わるのではなくて、もう少しその手前のところで変えたいということだと思います。

冒頭の説明で、国内から投資が出ていっちゃうかもしれませんから変えてくださいよという話をしましたけれど、本当に出ていっちゃって、日本株がずたずたになってから変わればいいやと考えている人はいないと思うので、いかに大きなコストを払わない段階で今の悪循環を変えられるか、岩間会長がおっしゃったように共存共栄の構造にいかに早く持っていけるかということが重要だと思うんです。同様に、上村先生が先ほど例示されたように、事が起きて訴訟があって、ごたごたしたあげく何か変わるというよりは、その手前のところで変えたほうがいいのではないかなと思うところです。

それから、先ほど湖島さんにお話しいただいたステップ論なんですけれども、直近の試案で話題になっている話として監査・監督委員会設置会社の件がありまして、この位置づけというか、では何を指すのかという話なんですけど、おっしゃるように、これを委員会設置会社へのステップとして考えるというのは1つのすっきりした形なんですけれども、そうではない見方をしている人もあるようです。つまり、委員会設置会社は行き過ぎた話なので、日本的対応策としてこういうものを作っていこうという話で、場合によると、委員会設置会社が監査・監督委員会設置会社になるという可能性が出てきていて、やはり何を指すためにこういうものを入れるのかをはっきりさせる必要があるように思います。余りそこを詰めてしまうとこの議論が通らないということかもしれませんが、最終的にはステップ論で委員会設置会社に移行してくださいねということなのか、最終的には日本のガバナンス形態は監査・監督会社で行くことを前提に設置するのか、本当はそういう話を

詰める必要があるように思います。本筋としてはさっきおっしゃった、委員会設置会社に移行してもらうためのステップとしてお考えだと思うんですけども、現状は少し呉越同舟的な形で議論されて進んでいるのが気になるところです。

(湖島氏)

監査・監督委員会設置会社制度は、先ほどの意見書にございますように、協会の委員会としては現状を一步でも二歩でも前進させると述べ、あるいは太田副委員長が自民党のPTで申しましたように「一里塚」ということで賛成するという位置づけをしています。協会の中でアンケート調査を実施したのですが、現行の委員会設置会社で、監査・監督委員会設置会社制度に移ることを検討したいという会社は確かにありました。「退行」という言葉は適当でないかも知れませんが、これは東京大学の神田秀樹先生が協会の委員会でご説明した際に、そちらの懸念があるという指摘もありますとおっしゃっていましたが、全体の中では割合としては小さいという結果です。いずれにせよ検証データ数は限られていることを付け加えさせていただきます。別の方々は、現在既に委員会設置会社といった上場企業が監査・監督委員会設置会社制度にあえて戻るとするのは、やっぱり大勢にはならないのではないかという意見もございました。これは委員会での議論でございます。協会の意見書ではやはり両方の見方、批判的な意見もございまして、先ほど説明した資料にございますけれども、「ただし、定款等で指名、報酬委員会を設置することも推奨すべき」ということで、法制上のものではない形で指名、報酬チェック的機能が大事だということも推奨していきたいということも付言しております。

(上村教授)

今のステップ論の前提として、その点をどう考えているか少しお話しさせていただきたいと思います。少なくとも代表取締役と取締役会、あるいは代表執行役と取締役会の関係は3つとも同じなんです。ただ、権限を移譲する範囲がちょっとずつ違うというだけで基

本は同じです。つまり、業務執行の決定権限はすべて取締役会にあるという前提で、それを代表取締役にとりだけ移譲するか。3つどれも同じでは仕様がなかったので、ちょっとずつ差をつけているわけですね。

代表取締役と取締役会、あるいは代表執行役と取締役会の関係が同じだという共通認識が成立するとして、ではそこから先の違いはどこにあるかということ、三委員会の強制と監査役だけですよね。中核はまったく同じで周りの部分がちょっと違うという話でしかない訳です。ですから、ステップと言った場合に、移譲できる権限がわずかに違うやつを1つにするというステップなのか、そうではなくて、周りの附属品といっっては何ですけれども、三委員会設置を強制ではなくして、湖島さんが説明されたように定款で指名委員会を設置するというのもあるでしょうし、いろんな選択肢があると思うんですね。いずれにしましても、委員会設置会社と監査・監督委員会は監査役がなくなるという考え方ですから、そうすると、この3つは一体どこが違うのか、という話になってしまいます。この3つはすぐ違うんだという前提で議論する前に、ここまでは全部同じですというところを確認する必要がありますのではないかと考えております。

それから、委員会設置会社はアメリカ型と言われますけれども、社外取締役が二人でいいというのは40年前のアメリカ型ですから。これをアメリカ型と言ったのではアメリカに申しわけないです。時代遅れになった不出来のアメリカ型と出来のいい監査役型では、それは出来のいい監査役型のほうがいいに決まっているわけです。その辺の評価軸も共有しないと、共通のイメージなしに議論することになる可能性があると思うんです。

(岩間)

あるグローバルに展開しているアパレル会社では、社内からの取締役というのはCEOだけで、あとは全員社外取締役です。そういう会社も結構出てきているんですね。

(上村教授)

最近はそのような会社も増えてきましたね。ただ、社外取締役のほうの意識がやっぱり共有されていないところもあって、例えば指名委員会のたった2人が、自分が何もかも決めるぞと本人が思い込んでいたりする場合があります。社内の人のことなんか全然知らないくせに順番に次期社長候補者を面接して、自分が決めるんだと思い込んでいたりして、これはもう社外取締役の使命を全く理解していないので、こうなると企業の方は多分相当当惑すると思う。

(岩間)

アメリカだってCEOがプロポーズしますよね。そしてプロポーズされた人がアテストされる。

(上村教授)

ボードが、旗を持っておれについてこいということじゃないです。それをそういうふうに行うに実行しちゃっている人がいるものだから。

(岩間)

基本的に多くの場合CEOが推薦した人が次期社長になりますよね、社外であっても社内であっても。だから、そこは本当に先生がおっしゃるようにアテストされるというか、信任されるというプロセスですよ。

(上村教授)

そうですね。訴訟対策としての社外取締役の役割は法令違反とか利益相反とかなんですが、いつも訴訟ばかりやっているわけではないですから、普段は何をしているかといえ、やはり経営に対して信任を、つまりは会社経営権の正当性の根拠を与えているんだと思うんですよ。

(柳川教授)

ステップ論じゃないですが、少しずつ良くなっていくということでそれでもいいのかもしれないけれども、社外取締役がそういう意味で現実的な役割をどう果たしていくのかという点についても議論がないと、色々と誤解してしまったりとか、かなり極端な意見になってしまったりすることがあり得ますよね。

(岩間)

全くおっしゃるとおりだと思います。特にサクセッションプランが、かなりオープンにボードで議論されているというのが海外と決定的に違う点だと思うんですよ。日本ではボードで議論されることはほとんどないですよ。それがいいかどうかは別として。

(上村教授)

確かにそうですね。結局、後継者指名というのはCEOの最大の仕事ですよ。それについて社外取締役は何を見るかという、どういう理念で後継者を選ぼうとしているか、どういうプロセスでやっているか、それを見るだけで、この人よりはこの人のほうがいいのか、そんなことを言えるわけもないし、そんなことを言おうと思っただけではいけない。ところが、経営者は、何人かいる候補者のうちで、あなたはだめでこの人にしましたと言いたくないものだから、指名委員会を選んだと言おうとしたがる場合があったりする。

(岩間)

ただ色々な問題がある中で、着実に前には進んでいるような気がするんですけどもね。

(上村教授)



やはりガバナンスがちゃんとしていると、リスクな判断をしたときに訴訟リスクが最小になりますよね。これってものすごく大きいと思います。やっぱりリスクな判断をするときにワンマン社長が勝手に決めましたというのと、いろいろなガバナンスシステムが働いて決めたんですというのでは、後で訴訟になったときに違いますからね。我々は経営者のために思っているんですけども、残念ながらその割に評判がよくないんですね。

(池尾教授)

最後に柳川先生のおっしゃった外部性について少し聞きたかったのですが、ガバナンスの仕組みをどうするかというのは一企業の問題ではなくて、同等に見られるほかの企業に対しても影響を与えるという外部効果があるというお話をされていましたよね。そうすると、それはある種の公共政策的介入の根拠になりますよね。

(柳川教授)

そうだと思います。それは先程話題に上がっていたように、マーケットをどうつくるかということであって、その為にどういうガバナンスなりルールが必要かということが議論されるべきだとは思いますが。同時にそれをどの範囲までやるのかということは、経済学的には慎重に考えなければいけないとも思いますけれども。

—了—