

一般社団法人 日本投資顧問業協会

第5回 コーポレート・ガバナンス研究会議事録

平成24年11月7日

(池尾座長)

前回の議論の確認みたいなことを最初にちょっとしておきたいと思います。第4回コーポレート・ガバナンス研究会の概要と「第5回コーポレート・ガバナンス研究会のポイント整理」という資料がありまして、最初のところで、AIJ問題によって運用会社への信頼が低下しているという面があるのではないかと。そうしたときに、その回復のために何が必要かということで2つ挙げられておりまして、1つは受託者責任の全うということで、フィデューシャリー・デューティに加えて、スチュワードシップというところまで言われるような話がある。それからもう1つは、何と云ってもパフォーマンスの改善が必要であるという2つですね。

私のような雑ばくな経済学者は、パフォーマンスさえよければいいじゃないか、パフォーマンスがよければだれも文句は言わないよと思うのですが、それは効率性の観点で、でもそれだけではいけない、それでは正義が貫徹されたことにはならないという高尚な法学者の議論があり、やはり受託者責任が全うされていなければいけない。パフォーマンスがいか悪いかということとそれは関連しますけれども、次元の違う問題として、正義の問題と効率の問題があるだろうということですね。

まずは受託者責任の全うということに関しては、運用会社の経営がしっかりしていること、内部統制、内部コントロールの体制等がしっかりしていて、顧客との利害が一致している仕組みということですね。利益相反を起こさないような形の内部コントロール体制をしっかりと構築しているということが重要であるという当然のことです。もちろん箱だけつくっても、という話があるので、マネジメントがしっかりしていなければいけない。何を置いても経営者の資質等が問われるわけですが、きっちりした体制をつくって、利益相反を顕在化させないような工夫が必要だということが議論のポイントだと思います。

それからもう1つは効率ということで、パフォーマンスをとにかく上げないことには文句を言う人は尽きないわけで、その場合に、我が国のある種特色とも言えると思いますが、金融グループの子会社という形の運用会社がかなりのシェアを占めているという問題

がある。そういう金融グループの中の子会社としての立場を持つ運用会社と、独立系の運用会社というのではちょっと事情が違うところがあって、それぞれに関して考える必要があるということ。独立系の場合は、顧客と運用会社とのエージェンシー問題だけと言う言い過ぎですけれども、金融グループの中の子会社の場合は、親会社との関係でエージェンシー関係が重層化するような構造になるので、そういうところは別の観点からの議論が必要だと思います。

先ほど既に申しましたが、仕組みづくりということがもちろん大切なのですが、仕組みづくりということを超えて、やはり根幹はマネジメントで、それを担う人の問題だということの方が大きいと思います。独立系の場合はどういう人がやるかということですが、金融グループの中の子会社の場合は内部での人事異動の問題等々があって、運用会社の経営者として一番いい人を持ってくるというふうにならずともなかつたような面があるのではないかと、ということが前回少し議論になったと思います。

それから、報酬の決め方は当然インセンティブ・システムの問題として基本的ですが、あとは取締役会がポイントになるということで、きょうは上村先生からご講話がいただけるということになっております。

あとは少し性質の違う問題になるかもしれませんが、他社の運用エンジンを利用する箱貸しと言われているような場合に、エージェンシー関係がさらに重層化するわけですね。そのときに、重層化した中でどういう配慮が必要かということ、それから一番最後のポチに書かれていることは、個別の会社の話というよりは、業界構造というか、資産運用業界全体のあり方として、業界内でのある種の分業体制みたいなものがもう少し形成されることが重要ではないか。

そうすると、ある種今以上に専門化、特化が図られるということで、それぞれの会社がバックオフィス業務からフロントまで全部のことを自前でやる体制ではなく、特にバックオフィス業務は規模の経済性等が働きやすいところですから、一手に引き受けてくれるような信頼できる先があればフロントの業務に専念できるということで、一層の効率化が図

られるのではないかと当然想定されるわけでありまして、これは業界内の産業構造という
か、そのあり方について提示されているということです。

以上、整理していただいたようなポイントに関して本日議論を深められればというふう
に考えておりますので、よろしくお願いたします。

そういうことで、早速自由討論に移らせていただきたいと思います。まずは上村先生
からご講話をいただくということで。

(上村氏)

最小限この点が大事じゃないかということ、ポイントを挙げておこうと思います。今
度の要綱にあります監査・監督委員会というのは、これは1つの仕組みに収れんするプロ
セスでしかないと思っています。2つの選択肢が3つになって広がったからよかったとい
う人もいますが、そうは思っておりません。大差のない選択肢が拡大するとしたら迷惑な
ことのはずですので。そこで、その根底にあるもうちょっと本質的な話をする必要がある
のではないかと思ひまして、法制審でもそう申し上げました。それから論文でも昔から書
いている問題でもありますので、ちょっと一言述べさせていただきます。

まず確認しなければならないのは、今あります監査役設置会社と委員会設置会社はど
こが違うのかということです。これは委員会設置会社には執行役というのがいて、そして取
締役と分かれています。監査役設置会社は執行役というのはいなくて、取締役と監査役がい
るとなっておりますが、私は実は両方同じじゃないかと思っているんです。と申しますの
は、委員会設置会社で取締役の責任とか取締役の報酬といったときに、それは何を意味し
てきたかという、判例もそうですけれども、純然たる平取締役としての取締役のことだ
ったのかですね。

昔、三越事件のときの元三井銀行頭取の小山さんが活躍しましたが、あれは平取締役で
す。今考えれば、あれは社外取締役なんです。ところが、当時平取締役とは社外取締役
だという認識はなかったのです。取締役は経営者だという観念が強かったものですか
ら。小山さんとは何者か、をきちんと詰めないまま、平取締役とは別に社外取締役という

概念を後から足してきたために、要するに平取締役とは何かがよく分からなくなりました。その後の判例理論などでも、取締役の責任というのは平取締役の責任、つまり純然たる取締役部分のみの責任かといったら違うんです。つまり、委員会設置会社であれば、取締役の責任と執行役の責任と分かれるわけですがけれども、監査役設置会社の場合には、取締役の責任と言いながら、実は代表取締役であれば代表執行担当者、あるいは専務であれば専務の部分、常務であれば常務の部分の実は責任なんですね。それを取締役の責任と呼んできたわけです。要は取締役の責任とか取締役の報酬といった場合はほとんど執行責任が論じられてきたのです。ですから、何億とか何十億とかという話になるわけです。平取締役部分だけの責任を意識的に論じてはきませんでした。

しかし他方で、使用人兼務取締役というのがありますけれども、支店長取締役とかですね。あの場合の取締役だけは平取締役なんですね。支店長というのは、これはアメリカでいえばいわゆるシニアオフィサーというか、執行なんですね。ですから、使用人兼務のときだけ兼務で、それ以外の代表取締役、専務、常務というのは兼務という言葉は使わないで、執行部分も取締役なんですね。ここでは取締役が常務をやっている、取締役が専務をしている、取締役が代表しているというのです。その前提にあるのは、取締役というのは経営者なんだという戦前からの考えですね。それが抜きがたく存在している。使用人兼務の時だけは執行をしない取締役が執行を兼務しているというのです。

私が昔、会社法を習ったときは、25年改正で、代表取締役と取締役会が法定されたことによって、ただの取締役というのはもう執行、経営と関係ない名称で、ただの取締役会の一構成員にすぎないと習ったわけです。ところが、実は会社法の条文の書き方、学説の多くもそうはなっておりませんで、取締役は経営者だという25年改正前の観念をずっと引きずってきております。したがって、執行との兼務という発想はなかったんですね。

ただ、判例はいっぱいありますけれども、取締役の報酬に関する判例も責任に関するものもみんな執行に関するものがほとんどです。例えば代表取締役、専務、常務の中で、専務、常務という部分は会社の単なる内部職階制の名称にすぎないから、法律上の名称では

ない。したがって、その中の平取締役の部分だけを取締役の責任と呼んできたかということ
そうではないんですね。執行だけだと取締役とは呼べないので、使用人兼務取締役などと
言わざるを得ないのですが、たまたま取締役だと執行も昔の執行だけの時の責任も合わせ
て取締役としての責任だと言ってきたわけです。ですから、実は監査役設置会社の場合に
も執行責任と取締役責任というのがちゃんとあるし、現にそういう判例が山ほどあるとい
うことをまず確認しておきたいと思います。

そこで、このパワーポイントで申しますと1ページのところです。取締役は経営者だとい
う考え方、これは25年改正前の発想です。このときは代表取締役も取締役会も法定の制
度として存在していなかったわけです。この図で申しますと、代表取締役というのは何か
というと、経営者である取締役の代表である。専務というのは、経営者である取締役が専
務と呼ばれる業務を分担している。常務もほぼ同じですね、経営者である取締役が業務分
担して、裁量権の範囲がちょっと違うだけだという訳です。支店長取締役のときだけ、支
店長は商業使用人と言わざるを得ないので、この場合の取締役は平取締役ですからここだ
けは兼任という位置づけになるんです。常務を担当する場合と支店長を担当する場合とで
取締役概念が違うのですね。通説は分かっているのにこのことに触れないのです。社長で
取締役でないというのがもしいたとしますと、これはあり得るわけですがけれども、取締
役でないから責任は全くないのかということになります。取締役という取っかかりがないと
責任はないということになるのでしょうか。代表訴訟の対象にはならないのですね。

結局、「実は」と書いてありますが、取締役の責任、報酬の中心は、執行責任である執
行の報酬であったと言えます。委員会設置会社の場合は取締役会と執行役とが分
かれています、監査役設置会社では堂々と執行責任とは言いませんけれども、実は取締
役の責任という名において執行責任、あるいは執行の報酬が常に問題にされていたとい
うことは事実で、その限りにおいては両者の基本的な構造そのものに大差はない。どこが違
うかということ、一方は委員会3つが強制され、他方には監査役がいる、それだけです。で
すから、ここを任意化したり実質一体化がなされれば、委員会設置会社と監査役設置会社

は基本的にはそんなに違わない。

2 ページにありますように、取締役は監視・監督者だ、つまり、取締役会の一メンバーにすぎないという考え方からすると、代表取締役というのとは何かというと代表執行担当者兼務取締役という位置づけになります。専務取締役というのとは専務執行担当者兼務取締役のことであり、常務もそうですね。使用人兼務は上級執行担当の商業使用人が取締役を兼務しているんだとなりますから、このあり方の方が自然ということになります。本当は平取締役というのとは最小限の社外取締役で、平取締役に若干要件を付加したもの、独立性が強化されたものが社外取締役、あるいは独立取締役なのです。最初からそう言えばよかったです。日本の戦後の取締役はほとんど全員が執行をやっていたので、平取締役という観念は、先ほど申しました三越事件の場合の小山元頭取のようなああいう方のときに、あれは非常に異例な存在だったのです。取締役といえは経営者なのに経営をしないのですから。しかし平取締役、裸の取締役とは監視監督のみをするのですから、それは要件の緩い社外取締役なんです。ところが、そういう発想がなかったものですから、アメリカからの輸入という形で平取締役概念を検討することなく社外取締役という概念を別個に入れてくるわけです。これで取締役とは何かますます分からなくなりました。

例えば社外取締役の定義について、業務執行しない取締役というのがあとから入りますが、業務執行しないといっても、使用人兼務取締役は兼務はしているけど取締役の資格だけでは業務執行していないじゃないか、それなら使用人兼務取締役は社外取締役なのかと言われるものですから、使用人兼務取締役は取締役としては業務執行をしていないけど社外取締役ではないと書き足したりしてきました。これは基本を突き詰めてこなかったことから生ずる混乱だと思います。それから、社長というのは、単なる執行のトップですけれども、このときだけは単独で、例えば代表訴訟の対象にならない。取締役というのがかくっついてると、たまたま取締役だからという口実で執行の責任を過去まで遡って大幅に追及してきたのです。ですから、取締役とは経営者ではないそもそも経営の監視監督者だと、始めから考えてしまえばそれは常に執行との兼務という位置づけになります。

さらに、日本の執行と取締役会の関係というのは大変不思議なことになっておりまして、取締役会の権限を決定権限と執行権限に分けてきたのです。そしてあとは、重要なものと日常的なものとを分けるので、業務執行の中に4種の区分が生じます。こんなことをしているのは世界中で多分日本だけだと思います。どこも監督と執行という分け方なのですが日本は違うのです。監督ではなくて業務執行の決定や執行なのです。

そのなかでいくつかの考え方があります。第一は、取締役会には決定も執行も全部権限があるという前提で執行を代表取締役に委譲し、日常的なことは決定も委譲した、という説明ですね。これを派生機関説と言っています。その結果として、要するに取締役会とは重要な事項についての決定機関であるという説明になるわけです。

第二は、執行機関と決定機関を最初から分けまして、取締役会というのはもともと業務執行の決定機関である。代表取締役というのは執行機関であるというふうに最初から並立的に分けるので並立機関説と言われます。その上で、決定のうちの日常的なことだけ代表取締役に委譲したんだということになりますので、結果的には同じように取締役会とは重要な事項についての決定機関であると、ということになります。

第三に山口幸五郎という先生、どちらかというとな英米法な発想の人ですけれども、代表取締役とはそもそも日常的なことについては自ら決し、自ら執行することのできる機関であり、それ以外の権限の一切が取締役会にはあると考えます。これによりますと、会議体である取締役会は執行をできませんので、執行の部分は取締役会が代表取締役に委譲したんだとなりますので、これも取締役会に残ったものは何かというと、やはり重要な事項についての決定機関であるということです。

これは実は委員会設置会社でも監査役設置会社でもそうした構造は全く同じなのです。実は委員会設置会社の取締役会はモニタリングシステムだとよく言われますので、取締役会とは監督機関として位置づけられているのではないかと思ってしまうのですが、条文を見るとそれは真っ赤なうそでして、委員会設置会社でもすべての業務執行の決定権限は取締役会にあると書かれています。それを委譲するか委譲しないかという話でしかないのです。

す。委譲できる範囲が広いのが委員会設置会社だという位置づけになっていますが。

代表取締役というのは法律にはっきり書かれておりますが、裁判上、裁判外の一切の代表権を持つ。これは代表権、執行権を持つと理解されております。つまり、法律で裁判上、裁判外の一切の代表権、執行権があるとされているのだから、基本的にはもともと業務執行の一切の権限は代表取締役、あるいは代表執行役にあると言えると思います。そうになると取締役会というのは監視監督機関として始めから位置づけられることになります。業務執行の重要な事項については取締役会の承認を要しますが、それは監督機関として業務執行に関与しているのです。全執行権限を持っている代表取締役は重要な事項については監督機関の承認を得た上でやりなさいと言っているにすぎない。要は取締役会というのは実はもともとモニタリングの機関であって、監督機関であって、代表取締役、執行役というのはもともと執行機関なんだと。つまり、監督と執行という関係なのだと思えるのですね。

従来の日本の議論は、監督と執行という議論ではなく、今申しましたように、業務執行の中の決定と執行という議論でした。決定なき執行というのは、よく夢遊病みみたいな行為なのかとか、それ自体が訳の分からない概念だと思いますが。

モニタリングシステムの考え方というのは、外国のいわば標準版で、微妙に違いはありますが、アメリカでいえば取締役会はモニタリング機関で、役員・執行者officerというのがいて、そして公認会計士が外部監査をするという極めて単純な仕組みで、ここでは監督対執行という発想が当然視されています。

こう考えますと、実は委員会設置会社と監査役設置会社で取締役会と代表取締役の関係というのは実はほとんど同じで、あとは任意で委譲する範囲に若干わざと差をつけて違いを見出していると言っても良いほどだと思います。また、監査役がいるかないか、それから3つの委員会が強制されるかという点について、監査・監督委員会になりますと、本当に新たな第三の選択肢と言えるのかといえそうは言えないように思います。そもそもこの会社の名称ですが、私は監査役委員会設置会社が良いのではないかと考えておりま

す。笑われそうですが、結構本気です。実態としては監査役(会)がそのまま取締役会内の監査委員会になったようなものですから。監査役は株主総会で選任されますが、監査・監督委員会の監査・監督委員も株主総会で選ばれます。そして権限も監査役のような権限なわけです。そしてそのかわりに監査役はいなくなるのです。結局、監査役がそのまま監査委員会のメンバーになったようなものです。取締役会と代表取締役の関係は、決定と執行というわけ方をしている点で委員会設置会社、監査役設置会社のそれと同じですから(権限委譲の範囲が微妙に違うだけ)、結局のところ委員会設置会社と監査役設置会社のわずかな相違である監査役を取締役会構成員化を実現したようなものですので、第三の選択肢といえるようなものではなく委員会設置会社と監査役設置会社が一つに収れんしていく一過程を表現するものに過ぎないように思われます。要するにこの三つは構造が基本的に変わらないのです。多少の違いはありますが。

あと、委員会設置会社から見ますと、監査・監督委員会設置会社は三委員会の強制を一委員会でよいとするのですから、ここも委員会設置会社と監査役設置会社の収れんの姿ですね。私は本当は、監査役会を取締役会内の委員会に位置づけて、三委員会の強制を選択制にすれば、一つのあり方になってしまうので、それをさっさと実現させてしまったほうが良いと、かねてより思ってきたのですが、どうもとりあえず三つの選択肢を経験しないとだめなようですね。

結局、突き詰めて考えていくと、取締役とは何ぞやということになるのです

私は前に司法試験の委員をやっていたときに、「平取締役の法的地位について述べよ」という問題を出しましょうと言ったら、周りからこんな難しいのはできないと反対されました。でも、平取締役の法的地位を論じるという問題がものすごく難しいというのは一体何を意味しているのかと思ったわけです。実はこれは会社法を相当やっている人でも多分書けないのではないかというくらい難問なのですね。でもそれってどこかがおかしいのですね。

最後に多重代表訴訟の関係で1つだけ申し上げておきます。多重代表訴訟とか代表訴訟

に対して経済界がいろいろと懸念を持っています。しかし思いますに、多重代表訴訟制度だけを取り出してその適不適を論じただけでは済まないのは、最大のポイントが責任額にあるからだと思います例えば大和銀行事件のように、巨大な銀行のニューヨーク支店長は、2年任期のうちの1年につき、内部統制は構築されていたもののその運用も十分でなかったという理由で、一個人に800億円を超える賠償額が肯定されました。そこで発生した損失の全部の責任がその人一人に行くといふとんでもない構成になっています。要は、責任額については800億とか300億といった金額が乱舞しているのです。

蛇の目の事件を見ますと、結局、一審、二審では責任がないとされました。これは暴力団というか、総会屋みたいなのに取締役が資金を渡していた。しかし取締役に対する脅迫はものすごく、本当に自分や家族の命も危ないというほどでした。裁判官は一切責任がないとしたのですが、最高裁は、重大な危険があればあるほど責任がない、とは最高裁としては言えませんが、責任があるとしました。しかし、責任があると云った瞬間、責任額が300億円になるのです。ですから、では責任がないことにしようと裁判所が考えてしまうことにも理由がないわけではないほどです。

こういう状況があつて、議員立法によって年間報酬の6倍、4倍、2倍まで責任額を減免できるとしたのですが、本当は800億が正しいんだけども余り過酷だから減免してやろうという発想です。現行の制度ですと、重過失だと減免できないことになってます。ですから、重過失だと800億で軽過失だと数千万というその差は一体どうやって説明できるのでしょうか。

例えば水俣病の時のように、今後将来にわたって補償する場合ですと、多くの患者たちの病気等を救済していくために取締役や支店長が支出をし続けていくのかというと、それはあり得ません。このときには企業責任ということが問題になり、企業責任論が活発に展開されました。ところが、過去に既に発生してしまった責任については企業責任ということが論じられていないのです。どうせ個人が払えないし、いまさらこんなことを議論しても何も戻ってこないのだから、ということです。

800億と言われようと、1億と言われようと、2,000万と言われようと払えないです。どうせ払えないから800億のままでもいいじゃないかというのですが、私だったらこれは人権侵害で救済を求めます。本当に私一人の責任額が800億円なんですか、と追求します。大和銀行事件の時に800億と言われた人は、河本一郎先生が仰っていましたが、世をはかなんで僧籍に入りお坊さんになったとのこと。私は河本先生に依頼されて高裁にこれはひどいという意見書を出しまして、その際にお聞きしました。結局和解になったので私の意見書は日の目を見なかったのですが、裁判所はかなり関心を持っていたとのことでした。それはともかくとして、結局、あの被告はそうでもしないと自分の気持ちを整理ができない。家族からはうちのお父さんは800億に相当する悪いことをしたと思われるわけです。けれども、これは学者の責任であって、将来の責任については企業責任を論じながら、過去に負った責任については企業責任を論じない。しかし、どうせ払えないということはどういうことかということ、その部分は企業が負っているわけです。企業が負っている、つまり企業が責任を負っているという現実がありながら、企業責任論という形で過去の責任については一切論じてこなかった。これは商法学者の怠慢だと思っておりますが、それ以上にこうした気の毒な被告に対する加害者でもあると思っております。

一番の問題は何かということ、裁判所が間違えるから、株主総会で直そうという発想でできている点です。つまり、2倍、4倍、6倍まで減免するのは株主総会決議で減免するわけです。これはいわば取締役の責任という法的問題を総会の多数決という権力構造の問題に委ねるに等しいことで、法治国家としてあり得ないことだと思います。株主総会が間違えるから裁判所が正すというのはあります。でも裁判所が間違えるから株主総会が正す、それを実は何と制度化してしまったのです。

取締役会で減免できるという制度もあるのですが、この場合には3%の株主が異議を主張すると減免できないとなっています。でも、3%の株主が異議を述べなければ数千万で、述べただけでいきなり800億、300億なのですが、これは少数株主権行使という株主総会内での株主間のパワーポリティックスに責任論を委ねているのです。これも非常に問題

の発想だと思います。ドイツだったらすぐに憲法裁判になるのではないのでしょうか。もともと有限責任というのは、株主個人の責任を限定することで富の集中を図ろうというものでありますから、それによって蓄積された大規模な富の大きな金額が取締役という一個人の責任になるということは自己矛盾ですね。、株主の責任は有限責任だけれども、取締役の責任は無限責任だと言っているようなもので、これも理論的におかしいと思いますが、真剣に考えようもしないのが通説なのです。恥ずかしいことだと思います。

さらに法人罰金ですと、両罰規定がある場合には法人なら5億円、個人なら500万とか分けて規定しているのですが、個人がそんなことをしなかったら法人は払わないで済んだはずだということで個人が5億円払えとなると、法人と個人を区別した法の趣旨にも反するわけです。それから和解金とかアメリカで課せられた制裁金というのは、大和銀行の場合にはこれも損害額に入れられたのですが、だれが和解を決めたかということ、そのときの経営者が決めているわけです。私が被告だったら最高裁まで争ってくれと言います。ひょっとしたら勝つかも说不定。もしかしたらゼロになるかも说不定。いろんな政策判断から和解しましょうと決めたのは、その被告じゃなくて、そのときの会社の幹部がそれを決めるわけです。そのくせその金額が個人の損害賠償額の中に入るというのはあり得ないと思います。

大規模公開会社の場合には、組織の歯車の1つとしての責任が全体への寄与度との関係できちんと評価される必要もあります。それから、会社が設立されてから100年、200年の会社と、できて1カ月の会社では資本の蓄積量が違います。その場合の責任額というのは、過去の蓄積分も考慮に入れるべきなのではないのでしょうか。とにかくひどい制度になっていると思います。

本来の責任額は800億だ、300億だという観念を前提にして、でも減らしてやるという構成になっているのですが、私は、2倍、4倍、6倍というのが本来の責任額に近い金額なのではないかと思います。ですから、2倍、4倍、6倍という金額が本来の責任額ですよと言えるような構成をきちっとしていくことが必要です。本当は300億なんだけれども、

かわいそうだから2倍、4倍、6倍にしましたという構成になっていますが、そうした発想自体が問題なのではないかと思えます。

結局、この問題が放置されているために、代表訴訟とか多重代表訴訟に対する経済界の恐怖心というか、不信感があるのであって、その点は理解できます。取締役の損害額に関する議論をしないで代表訴訟や多重代表訴訟の話ばかりをするのは無責任ではないかと思っております。なお、戦前の取締役の責任額について、昭和恐慌のときに、普段取締役の第三者責任の規定はほぼ使われていなかったのですが、預金者保護のために第三者責任を使ったということがあります。取締役の私財提供もありました。それでも、今のお金に換算すると最大でも1億か2億だったとのこと。諸外国では、300億、800億なんていったらびっくりして、日本は一体どうなっているんだということになっております。経済界も2、4、6倍の規定をつくった議員立法を推進したという問題はあると思いますが、こういう本質的な問題に関心を持つ必要があると思えます。

こうした問題をきちっと議論した上で代表訴訟や多重代表訴訟の話と一緒にするべきだと思います。裁判官も、この辺が明らかにされていれば、要は金額は2,000万か3,000万の話だなと思えば、責任を負うべきときは負いなさいと正しい判決が出せるようになります。ところが、変だなと思いつつも、300億としが言いようがないとすると、良心に合う判決が出せなくなります。どうせ払えないのは同じだという無責任な発想が、取締役の責任に関する議論を大きくゆがめてしまったという感じがいたします。

今回の要綱案で2つの問題、社外取締役の問題と、企業結合の中でも多重代表訴訟の問題が話題になっていましたので、この2つの問題について、私なりに考えるポイントと思われる点についてコメントさせていただきました。

(池尾座長)

今のお話に関して直接ご意見やご質問があればお願いしたいと思いますが、私から1つよろしいですか。委員会設置会社にしろ、監査役設置会社にしろ、本質的な法的構成としては同一なのだと？

(上村氏)

取締役会と代表取締役との関係についてはですね。

(池尾座長)

だから、取締役会に本来権限があって、それをどの範囲で委譲するかというところの違いであって、本質的には構成は同じなのだというのは、私にとっては目からうろこで、確かに言われたらそうだなというふうに思いました。最後に書かれているモニタリング・モデルで委員会設置会社を理解していたので。

(上村氏)

皆さんそうなんです。ところが、法律の条文を見れば全く基本は同じです。業務執行の決定権限はすべて取締役会にある。

(池尾座長)

確かにそのご指摘のとおりで、そこは目からうろこだったのです。それで、本質的に同じような法的構成だから、3つになって、最終的に1つになると。そこまでいいのですが、そうすると、モニタリング・モデルになっちゃうというどんでん返しはどこで起きるわけですか。

(上村氏)

結局、取締役は経営者だという最初の説明が成り立たなくなってくるわけです。平取締役と執行との兼任だという位置づけだと非常に明快です。専務取締役とは専務執行担当者と取締役の兼任の姿という説明になります。委員会設置会社の場合には取締役と執行役と概念が違う。しかし、監査役設置会社の場合も、実はあれは概念が違うものがたまたま兼任しているのだという構成をしますと両者の基本は同じということになりますが、そうなるを取締役とは執行とはことなる監視監督のためだけの概念ですから、取締役会も完全なモニタリングモデルになります。こう考えると、監査役設置会社も委員会設置会社も同じですから両方ともモニタリングモデルになります。

(池尾座長)

でも、構成としては、やっぱり取締役がすべての権限を持っているというところから出発しているんじゃないですか。そこが天動説から地動説に変わるのがよくわからない。

(上村氏)

取締役は業務執行が決めたいこと、やりたいことのうち重要なことについてノーと言えません。ノーと言えるということと、そもそも業務執行のすべての権限がある経営者の集団だからに違いない、ということにはなりません。つまり、取締役会が先頭に旗を持って、おれについてこいという形で執行担当者を従えているのではありません。業務執行を監督するという立場で重要事項の決定に関与しているというのと、取締役会は経営体だから重要な事項の決定権限を持っているのは当たり前だ、と言うのとは違います。

三権分立みたいな仕組みであって、例えば、内閣が決めることについて重要なことは国会の承認が要するというからといって、国会は最高の行政機関であるとは言わない。ガバナンスというのは、お互いに固有の権限を持ったものがお互いに関与することで、これが問題だと思ったら、ものすごく重要なことでもノーと言える。それはモニタリング機関だからだということです。ですから、モニタリング機関だから重要なことをノーと言えるというのと、経営のすべての権限を持った機関だから言えるのは当たり前だというのとはやっぱり違います。

(池尾座長)

おっしゃっているとおりが違うと思うので、最後にどうしてモニタリング・モデルにジャンプできるのかなと。

(上村氏)

できるというか、取締役とは経営者ではないという見地に立たないと兼任という発想になりませんが、兼任という発想はそもそも取締役とは監視監督者だということですからモニタリングですね。実態もそうなっていますが理論がおかしいのだと思います。

(池尾座長)

そうすると、実態を追認するような形で。

(上村氏)

実際現実に取締役の責任についての判例や取締役の報酬についての判例を見れば、ほとんど執行責任であり、執行報酬なのです。執行責任という概念は監査役設置会社にはないじゃないか、委員会設置会社にはあるけれど、といっても実際に監査役設置会社にも執行責任も執行報酬もあるのです。監査役設置会社にあっては取締役という名前で執行責任が問われているが、実はそこでいう取締役というのは、本当は突き詰めていけばモニター機関であり執行との兼任とみれば素直な構成だと思います。だから委員会設置会社も監査役設置会社も基本は同じだと申しております。執行は執行で、アメリカみたいにオフィサーの責任なのですと構成していけば、自然にモニタリング・モデルになるでしょう。これは今やっていないことを新たにしようというのではなくて、現に扱われているのを誤魔化さなideきれいに整理して構成し直して一本化したほうがいいのではないかと思います。

日本ぐらいではないですか。会計監査、業務監査権を有する取締役会があり、それから同じく会計監査・業務監査権のある監査役もいる。専門家監査も金商法の公認会計士、監査法人の監査があるのに、会計監査人という商法監査もありますとか。監査報告書だけでも何通あると思いますか。そんな重複しているシステムを、選択肢がいっぱいあるからいいのだと言っていてはいけないと思います。

(池尾座長)

再構成し直すという話だったらよくわかります。

(上村氏)

再構成することで制度が無駄なく一つに収斂することが大事だと思います。

(岩間会長)

欧米でいうと、エグゼクティブ・オフィサーとノンエグゼクティブ・ダイレクターという具合になりますよね。

(上村氏)

英国方式ですね。

(岩間会長)

エグゼクティブというのは執行で、そうじゃないほうは監視役です。日本だと、例えば執行役員制度というのを取り入れたことがあって、上から例えば代表取締役社長兼執行取締役社長とか重複してタイトルをつけ、中には単に常務取締役だとか、執行役員でない肩書の人もある。そういう具合にごちゃごちゃになっていて、経営会議のメンバーで見ると、要するに給料の差にすぎないというか、役割の重さというか、そういう感じになっているのです。

(上村氏)

責任がとても違いますよね。代表訴訟の対象になる。

(岩間会長)

違いますね。さらに言うと、代表取締役は、昔はたくさんいたわけですが。常務になると代表取締役になるというのが基本的に慣例だった会社が結構多い。だから、過渡期にはめちゃくちゃになって、その後だんだんすっきりはしてきていると思うのです。

(上村氏)

代表執行担当者とわざわざ言っているのは、執行役員と書いちゃうと、今おっしゃったように紛らわしいからです。執行役と言っちゃうと委員会設置会社の話になってしまいますし。実際は取締役の名において執行責任が追求されていますよと言ってもわかりにくいので、わざわざ執行担当者との兼任と申しているのです。

(岩間会長)

要するに、取締役の責任は、執行責任者という観点で形成されてきたということですね。

(上村氏)

もともとはそうですね。

(岩間会長)

監督責任と執行責任ということが分かれているわけではなくて。

(上村氏)

アメリカですと、もともと取締役は経営者で、取締役会は経営者会議でした。それがだんだん取締役会の内部に独立の委員会ができてきて、ついには取締役会の全体がモニタリング機関になった。つまり昔は取締役は経営者だったのが今は監督者になっており変遷してきております。そうなってくると、取締役というのは経営者を選ぶ主体でしかなくて、執行そのものではないということになりますから、アメリカの場合には、経営責任というのはほとんどオフィサーの責任になっていて、取締役の責任というのは、社外取締役の責任とかで論じられることはありますけれども、執行責任として取締役の責任が論じられるということはもうなくなってきているわけです。そこが日本は今大変な過渡期のはずですが、相変わらず取締役会とは業務執行の決定機関だということを変えようとしなさい。今のままちょっとずつ選択肢が広がっていけばいい方向だと考えてはいけないのであって、別に一本にして困ることは何もないです。

問題は監査役ですけれども、監査役の数減らさないで、監査委員会のメンバーにそのまま移動すれば、監査役は8,000人いますから、日本の社外取締役比率は世界でも上位何位というレベルになります。ところが、今の監査・監督委員会だと、これから監査役の数減っていくと思うのです。私はせめて、監査委員会というのを監査役会というふうにすれば、監査役という名前は残るでしょうと言っているのです。そのかわり、公認会計士の監査の結果の相当性意見というのはやめてはと申しています。

(岩間会長)

今のお話というのは、運用会社のガバナンス構成をどうとるかということにも非常に通じるお話なんじゃないかと思うのです。要するに、執行陣と監督するところの仕組みのあり方というか、そこら辺のところをちょっと。

(上村氏)

もしそこが本当の意味でモニタリングシステムになっていれば、運用会社でも、そのまま独立委員会になれるし、メリットは多いのではないかなと思います。それから、運用会社とか金融機関の場合ですと、金商法とか投資顧問業法とかの法律を遵守するためのガバナ

ンスという考えがそこで加味されることが大事だと思います。

(湖島氏)

これまで、議論の素材にもなろうかと、プロセス上の意見書等も配付させていただきまして、若干のご説明をさせていただきましたので少し申し上げます。今回の法制審の結果については、先日の英国のエコノミスト誌が失望感をあらわしていた記事が出ていましたけれども、私どもは数歩なり相当の前進をしたと、一定の評価をしております。これまでの法律上の選択肢なり制度設計というのは、既存の法律の改正なり、現行制度の見直しです。しかも選択肢ですので、基本は既存の制度の延長なり、基本構造は共通だというのは、まさに「目からうろこ」でもありますが、そのとおりだと思います。けれども、制度を活用する側としては、違いが大事でありまた違いを強調することも必要であり、私どももモニタリング的機能を推進する側ですので、そちらの立場になります。

前進と評価しておりますのは、今2点ほど申し上げますと、取引所規則として、上場当局に一定の範囲でルールをゆだねるということで法制審のコンセンサスがとられたということ、それから、監査・監督委員会制度という、ある意味で折衷的な方式を打ち出した中で、その活用に積極的に各方面もなりつつあるように見受けられる、その折衷的な要素も方向性においてモニタリング機能充実の観点から実り多いものにしたいということをしてらんとしていると、潜在的可能性を評価しております、外国から見るとわかりにくい面があるけれども、苦心の策であるということで前向きにとらえるべきと考えております。いずれにせよ、やっぱり制度活用の実績たる結果がついてこないとまた失望感をあおるだけという気がいたします。

法制審の議論も、議論の変化なり方向性について評価しているところであり、重要なコンセプトについて日本でも理解が深まってきたのではないかと考えています。今ご議論もあった経営に対する監督について認識が浸透してきた。経営者を評価する、それから指名する、これは自分自身でなく、第三者といいますか、取締役会により実体的にもなされるべきであるという認識がようやく少し広がってきたということです。

また、経営の利益相反問題は監査・監督委員会の機能の1つとして付与されるようであり、こうした、監督・評価機能、その派生概念でもある、利益相反チェック機能の2つについては、経営に対する助言機能が社外取締役の第1義的機能である旨、法制審部会の最初では論述されていた頃と比べ、大分議論の軸足、重点が変わってきたのではないかということも評価をしております。

一方、株主より信任を受けた取締役のフィデューシャリーの受託者としての地位のとらえ方、それ以外のステークホルダーからの信任を受けた受託者というレベルにある地位のとらえ方はまだ余り議論が浸透していないと個人的には思っておりまして、まだまだ感がある、但し、一定の前進ということで評価させていただいております。

(上村氏)

私もそれは変わらないです。18年ぶりの規律面の改正ですから、18年間規律を何もしなかった国なんてないので、それに反対することはないです。ですから、3つの選択肢がふえたことも、私のような発想から今直ちにそれをやめろというつもりはなくて、3つ選択肢が広がっても、どうせどこが違うのかということになるに決まっているから、学者が中心になって先に整理してしまった方が良いのではないかという趣旨で申しているだけです。そういう勉強のプロセスが必要というのでしたらそれでも構いません。

監査・監督委員会というのは取締役会を軽くできますので、モニタリングとしてある程度重要なものについてのみ取締役会に監督権限がある。監査・監督委員会というのは、まず監査役というのがなくなって監査・監督委員会に移って、取締役会の権限を軽くできるという点では意外に使われるのではないかなと思います。やってみたら、委員会設置会社と、あるいは監査役設置会社とも一体どこが違うのだということになる。

(池尾座長)

それでは、前半が過ぎまして、後半の1時間ぐらいになりますので、きょうのポイントの話、運用会社に関する議論に、総論から各論のほうにまた戻らせていただきたいと思います。鹿毛さんとか大場さんから、前回言い残したこと、補足、補充、ご意見があればお願

いしたいと思います。

(鹿毛氏)

冒頭に書いてありますように受託者責任の全うというところなのですが、やはり日本においての受託者責任という概念の中身が非常にあいまいだと思うのです。もちろんフィデューシャリー・デューティという言葉の翻訳であって、一部の信託の方とか年金関係の専門家、それを受けて企業年金連合会、厚労省であったり、主として年金基金の受託者責任、あるいはそれとの関連です。従来、財閥系企業の年金が運用機関を選ぶときに同じ財閥系の金融機関というような、いわゆるビジネス上の関係で運用機関を選んではいけないというようなことが受託者責任の議論の実は根幹になっており、企業年金の関係者、常務理事等は、加入者、受給者のことだけを考えてやらなければいけない。

したがって、日本における受託者責任という議論がある場合に、実態的には民法上の注意義務と忠実義務であるという解説はされていますが、私は、日本の法律、条文の中に受託者責任という言葉はどこにも書いてないと思うのです。したがって、実はアメリカで行われているようなフィデューシャリー・デューティという言葉は、エリサ法というのがある、単に年金だけではなく、年金に関連するありとあらゆる当事者、運用機関、コンサル、アクチュアリー、すべての法律に優先して及ぶという極めて強力な法律がある。そのために、あらゆる世界を完璧にコントロールしている面があって、逆に強過ぎて、加入者、受給者の利益が大事で、それ以外のことはすべて劣後するということを言っている。アメリカの企業はそこまで到底つき合い切れないから、やめてしまえという形で、アメリカあるいはイギリスから確定給付年金がもうできなくなった、不可能だという1つの原因ではないかと言われている。したがって、今、エリサ法をやめてしまえという議論すら出てきているぐらい、それぐらい実は定着しているんですけども。

今回のAIJ事件に関連しても、基金の受託者責任ということだけは非常に強く出たんですが、信託と運用機関の受託者責任ということについては、なかなか中身まではなかった。金商法にいわゆる受託者責任と近い言葉は若干出ているが、いわゆるフィデューシャ

リー・デューティというコンセプトは金商法にも余りないという気がして、今回の事件の中に本来の意味の受託者責任、欧米、アメリカ、エリサで言われているような受託者責任が、運用機関あるいは特に信託に十分でなかったのではないかと。なかった理由は、そもそもコンセプトがないし、金融庁に受託者責任というコンセプトがないと思うのです。

そういうことが、今回の事件の処理に当たって、かなり偏った形になっている感じもしますので、むしろ、受託者責任を担う非常に重要な主体の1つである運用機関の受託者責任、特に日本における受託者責任をもう少し掘り下げて協会として明確にされて、それを投資顧問業協会の中でも運用機関全体、特に信託も含めて共有していく。そのことを金融庁も含めて共有していくということが今回の事件の非常に大きな示唆ではなかったか。

厚労省の有識者会議では何回か申し上げて、基金が問題だというのは確かだが、AIJは言うまでもなく投資顧問と信託と基金の三者契約になっていて、基金だけが問題だと、その再発防止策だけをやっているんだけど、いわば加害者側、あるいはそれを管理すべきであった残りの2つ、つまり金融庁所管機関の受託者責任も議論すべきではないかということこそをそこでは主張したのです。けれども、厚労省は金融庁とよく相談しますという格好で終わっているのです、この辺が今後の積極的なイメージも必要ではないかと。

(池尾座長)

この種の問題は、日本の歴史的伝統の中にはないのですか。

(上村氏)

もともと信託法はものすごく古い法律です。大正ですかね。いわゆる投資信託ではないですが、信託を使ったさまざまな問題は古くからあり、フィデューシャリーもかなり昔から問題意識はあったと思います。証券投資顧問業協会でも、注意義務研究会の報告書ではものすごく詳細な検討を行っています。問題はそこでさんざん議論しているわけです。ではその理論に、今から見ると何が欠けていたのか、あるいはそこで十分議論されているが単にやってこなかっただけなのか。そこは検証する必要があるかもしれませんが。ただ、かなり問題を先取りした報告書になっていますから、なかなか実態が追いつかなかっ

たということはあるかもしれません。

受託者責任というのは、フィデューシャリー・リレーションシップ(信認的法律関係)という関係から出てくる義務ですが、このフィデューシャリー・リレーションシップというのは何かというと、生まれたばかりの赤ん坊と親権者とか、医者と患者とか、弁護士と依頼人とか、要するに一方が他方に全面的に頼るような関係です。ところが、相手がプロの場合と赤ん坊の場合では義務の内容も全く違ってきます。

年金のように委託者は基金だが、その背後の加入者に対して義務を負っているという場合は、末端の利益を考えなければならない。エリサは明示しておりますが、それが書いてない場合に理論だけではわかりにくいと思うのです。エリサとか年金から受託者責任が出てくるわけではなくて、もともとフィデューシャリー・リレーションシップという概念があり、会社法の忠実義務もそういうことの一環で議論しています。

(池尾座長)

フィデューシャリー・リレーションシップは圧倒的に普遍的な関係なわけですね。そうすると、それに伴うものに関して、もっと大和言葉で概念はないのでしょうか。

(上村氏)

日本の法律用語も社会科学用語も翻訳語ですので、全部大和言葉ではありませんから、ここだけ大和言葉で言い換えようとしても難しい。しかし社会全体の助け合いの精神はもともと非常に強かったのではないのでしょうか。信認の精神ですね。そもそも大和言葉にない業務をやっているのです。フィデューシャリー・リレーションシップのような概念、考え方というのは、少なくとも日本の通常のビジネス社会ではほとんど不存在です。それは教育してこなかったからです。保険の場合はフィデューシャリーがあるとかないとかという議論もあり長い歴史があるのです。ただ、それがなじまないのが教科書に書いてないですね。それが大事なんだということを投資顧問業協会だけがつくって、みんなに周知しようということは十何年前にもうやっている。ですから、実態が伴わなかったというのはそのとおりかもしれませんが、みんなが知らないといっても、プロの世界で他人の金を全

部預かる時に生ずる義務は何かという話なのでから本当は極めてわかりやすい話なのですね。

(岩間会長)

全くそうだと思うのです。協会の業務運営に当たって遵守しなければいけない基準のところに前文でしっかり書いてあり、注意義務研究会の成果もあり、年金を受託するという役目を負っている会社だという観点でいうと、確かに忠実義務と全管注意義務という言葉で説明されているが、はっきりしているという理解です。年金の受託でいうと、信託があって、運用会社があって、発注者がいて、ちゃんとトライアングルでチェック・アンド・バランスが効くことになっていて、実際にそういうことが起こり得ない構造になっているとの認識でいたわけです。でも、そこに犯罪者があらわれた。

ただし、その犯罪者があらわれて膨大な被害を出したことについて反省すると、我々としても考えなければいけないことがあると思うのです。そこをどうしていくかが今まさに我が協会、業界が突き詰められている話だと思うのです。そういう意味は、法概念をクリアにすれば、例えばフィデューシャリー・デューティとは何ぞやというのを、エリサ法のような形ではっきりさせることが必要なのかという問題提起でいらっしゃいますか。

(鹿毛氏)

実務上はなかなかそういかない制約条件がたくさんあるのです。例えば投資顧問の社長さん方は運用をある程度やってこられて、是非そうしたいという内なる心と、日常的な競争の中での背に腹は変えられないという部分と、そのバイアスが実務上は存在していないとは言えないのです。そのことが逆に投資顧問会社の経営については、少なくとも長期的にはマイナスになっていて、それは単に先走りだったかもしれないし、今の世の中の環境に合っていないとか。

(上村氏)

いや、環境は関係ないですよ、基礎理論中の基礎理論。

(山田氏)

実務担当者に一番近い立場ということで申し上げたいと思います。確かに協会さんのほうでまとめられたあれは非常に高尚な概念で重要だと思うのですが、実務担当者の立場としては、あれを読む前に、まず金商法では何をやらなければいけないか。細かい規定がいろいろありますので、それに追われていると思います。規定の裏側にあるものを解する、要するに金融庁でいうプリンシプルというものを理解しなければいけないと思うのです。けれども、それが我々運用会社の全職員まで浸透しているかというのはなかなか難しいかなというのはございます。

例えば、今、金商法の府令と監督指針等の改正案が出ていますけれども、厚生年金基金に限っていろいろと制限をかけている案になっていまして、例えば分散投資について、運用会社として分散投資に問題があると判断した場合には、投資一任契約の解除を含めて検討しなさいというのが監督指針に出ているのですが、厚生年金基金に限っているのです。当然プリンシプルの立場から言えば、企業年金基金、それから規約型等も考えなければいけないと思うのですが、厚生年金基金等と書いてあればまだいいのですが、厚生年金基金に限ると書いていると、DBにおける規約型とか年金基金型では考慮しなくていいのかという解釈が出てくる。

それを防ぐためにプリンシプル、受託者責任の高尚な概念を浸透させなきゃいけないと思うのですが、なかなか至っていない。私が業務をしている上で、それとバランスをとりながら考えようとはしていますが、すべての運用会社に浸透しているかは難しいところかなと思います。特に今回の場合には分散投資が著しく問題があった場合には、受託について一部遠慮しなさいみたいな概念が載っておりまして、例えば向こうから指定された運用に関しても意見を物申しなさいということが求められています。お客様から言われたことについて、我々は今までは粛々と運用していくのが基本的な概念、それが180度ひっくり返るようなところがあると思っていまして、底辺の意識の底上げが必要なのかなと。

ちょっと視点は変わりますけれども、今、投信のほうで、投信法の改正に向かってワーキンググループというのがことしの4月から始まっている。その中の1つとして商品につ

いてシンプルにすべきだというものが出ています。また、毎月分配型とか通貨選択型のところで非常に問題が多かったということで、それについてディスクロとか説明をふやさない、勧誘の場合には、これは実際には一種業務または登録機関の業務ですが、そのところでは管理者の承諾を得ないと、売っちゃいけませんと出ているのです。けれども、販社さんのほうでは、すき間を縫うように売れるような商品をやっぱりねらってきているというところもございます。その概念を広く浸透させるのが、現実のビジネスの数字が求められる部署、それに対して啓蒙といたしますか、日本社会ではそれが教育としてなかったようで、今までの基本的なところがない中で植えつけるというのが非常に難しいのではないかというのが私の率直な感想です。社内でも言っていますが、それを業界全体でやるというには非常な努力が要るのかなという気がします。

(柳川氏)

確かに今のような受託責任の概念をみんなに浸透させて底上げをしていくことはすごく大事なことなので、それについての取り組みは大事だと思っているのですが、AIJ問題で信頼が低下したのを回復するためという話でいくと、これはかなり特殊な犯罪行為だったわけなので、犯罪をやっている会社なのかそうじゃない会社なのかというのをよくわかるようにしてほしい。一般的に受託責任が全体で低下していったくないか、あちこちで小さな問題が起きることも1つの問題としてあるのだと思うので、そこを底上げしていくことは大事なのです。けれども、今回の件に関してはそういう問題ではない、かなり次元の違うレベルの問題が起きたわけです。

それはしようがないにしても、消費者の側から見て大事なことは、そういう会社がすぐわかるようにしてくれということ。結局、そういう会社なのか、真っ当にやっている会社なのかがよくわからないというところに大きな問題がある。それを、受託責任の全うというみんなの少し努力レベルを上げましょうという話でその問題を解決できるのかというと、ちょっと違う次元なのかなという気がするのです。

何か大きな問題が起きている会社にすぐシグナルが出るにはどうしたらいいかというの

は違う問題のような気がする、という点が1つと、もう1つは、何が必要かということで、1つは受託責任の全う、もう1つは低迷を続けたパフォーマンスの改善と2つが並べられていて、この2つが両立するのかという問題がある。結局、マーケット全体のパフォーマンスが低迷していますので、その中である程度運用会社として信頼を得ようとする、パフォーマンスは改善していると短絡的に見せようとして、結局、最初の受託責任を全うできなかつたり、あるいは今のような詐欺行為が出てくることになるわけです。

こういう問題は本質的な問題なので簡単な解決があるわけではないのですが、真っ当にやってパフォーマンスを改善させたのか、おかしなことをやってパフォーマンスを改善させたのかがぱっと見ただけではわからないという本質的な問題がある。これはなかなか解決ができない話なのですが、基本的に市場環境が悪いという複合要因があるとすると、実はこの2つは両方達成するのは結構難しい話なのではないかと。余りにもパフォーマンスを改善しよう、しようとして一生懸命やると、結果、いろんなところに穴がしみ出してしまうということが起きる気がするという点で、そのあたりが本質的な議論。

(池尾座長)

受託者責任を全うしてやっていくやり方のほうが、長期的に見ると、業界全体にとっても本当はいいことだというわけです。今、柳川さんが言ったことと重複しますが、例えばそういう長期戦略をとる会社が存在したとして、だけれども、短期的に利益を上げようというヒット・アンド・ラン的な戦略をとる会社がどうしても出現してくる。そうすると、そういう短期戦略をとる会社と長期戦略をとる会社が競争するような状況になったときに逆淘汰みたいなことが結果的に起きてしまっている。

運用会社ごとの戦略の違いみたいなことが、消費者というか、利用者の側から見てはつきり識別できるのであれば別の世界の話になるのだけれども、柳川さんがおっしゃったように識別ができない中で、本当はいい長期戦略をとる会社が実は逆淘汰で短期戦略をとる会社に負けてしまうみたいなことが起こった結果、経済学者風に言うと均衡としてよくない均衡で、フィデューシャリー・デューティが定着しないような状態がある。そうする

と、短期戦略をとる会社を絶滅することができるか、絶滅することができなければ、できるだけそこら辺の識別みたいなことが何か可能になるような工夫をしていく。

(鹿毛氏)

最初に私が申し上げたのはそういう趣旨なのです。つまり、短期戦略というのは、どうしても今の競争環境の中で、例えば大金融機関、大証券の子会社というようなものが大部分で、それは株主からの短期利益のプレッシャーは非常に強く働いて、その環境で運用機関の多くは非常に制約条件のあるところでやらざるを得ない。ところが、そのことは長期戦略から見ると必ずしもプラスになっていない。

ですから、最終的に親会社から見ても運用機関から見ても、短期にある程度金を稼いでいかなければ生きられないというのは、それはしようがないとして、少なくとも短期戦略と長期戦略を車の両輪としてやっていく。短期経営のプレッシャーに対する対抗軸として長期をやる、しかもそれが広い意味での受託者責任といいたいまいしょうか、こういうことをやっている会社のほうが長期的には信頼も得られて成長する可能性が高い。例えば協会の中では13年前からやっておられたかもしれないのですが、金融庁を含め、投資家も含め必ずしも十分に伝わってなくて、だから、マーケットから見れば、短期戦略をやっている会社と長期戦略をやっている会社の区別も余りついていない。いかに長期戦略をやって、長期的な成長を維持できるような仕組みができないだろうかと考える材料の1つに、受託者責任というもののもう少し定着、普及ということもあるのではないかとというのが趣旨で申し上げたわけです。

(岩間会長)

例えば商品戦略として、短期の運用という観点でこの商品をやります、そういう専門会社があってもいいと。ある意味では短期的です。そうではなくてロングで、例えば5年単位で見てください。こういう戦略をとるところがある。それは自分たちの商品戦略で差がつくと。ただ、いかなる場合であっても受託者から受託するわけですから、そこでアカウンタビリティーがちゃんとあるようにしなきゃいけない。これは共通だと思うのです。

エージェンシー関係の多重構造、そこをどう解決するかという話は別の問題で、それは企業として長期的に最大リターンがとれる戦略をとって成長していってくれと。金融会社の親会社でも子会社に求めるのは一緒だと思うんですが、基本的に公開上場会社が多いので、ボトムラインがクォーターに見られ、その中に子会社も入ってしまう。そこで、子会社にお金がありそうだったら、こっちに戻せという誘引が働くというところがある。

まさにガバナンスの構造で、どういう場合にそういうことをリーズナブルに解決することができるかという観点を持ってもらいたいと思うのです。要するに、運用を委託する側の立場に立って考える。我々はどんな場合であってもそこを原点に考えなければいけないのではないかと思うのです。

(上村氏)

商事信託と言われるような世界でしたら、委託者はプロとか大投資家です。これはただの契約ベースの世界ですね。ですから、この場合の受託者責任というのは極めてわずかなもので、ただの契約上の注意義務でしかない。ところが相手が年金とか、先ほどのように生まれたばかりの子供だとか、そうなってくると全面的な誠実をどう外形的に立証するかというときに、分散投資していましたとか、自己執行しましたとか、そういう外形的な証拠が必要なわけです。誠実というのは証明できないから。

ですから、預かった資産を分別保管していますとか、監査をしていますとか、情報開示をしていますとか、そういう誠実さを証明する外形的な証拠をいっぱい残すということが基本なのですね。実は今度の年金の場合で言えば、金融庁の話よりも厚労省の話が本来は中心なのです。厚生年金保険法には膨大な監督規定があります。金融庁は金融業者一般の1つとして運用業者を監督しているだけです。年金だけどうのこうのと言いつつは、ちょっと出過ぎた態度に見えなくもない。もともと厚生年金保険法の世界は厚労省の話なのに、厚労省は関係ないような顔をしているので金融庁が出て来ざるを得なくなっているのです。

(岩間会長)

それを余り拡大して考えると、むしろ別のリパーカッションがあるのじゃないかと。要するに、厚生年金基金という特殊な状況にああいう問題が起こったので、分散投資を向こう側にも義務づけているわけで、それを受け手として確認できたほうがいいという話。それは例えばプロの投資家が、ある特定のマンドートを運用会社にやってくれといったときに、全部どうなのかを聞けという話は、これは全くナンセンスな話になるわけです。むしろそこは限定的に言っているのだと私は理解してしまっていて、業界としては、できるだけちゃんとやっているのだから、最小限にしてもらったほうがいいという立場ですが、ああいう事件の後なので、我々としてもしっかり対応しなければいけないと思っています。

(柳川氏)

上村先生がおっしゃるような誠実性の証拠を積み重ねていくしかないですが、それで詐欺行為を防げるのかよくわからなくて、結局、今回起こって、ある意味で信頼が失われているとすると、そういうものを積み重ねていっても詐欺行為は防げないわけです。でも、外側から見ると、積み重ねても何も役に立たなかったのではないかという感じに見えてしまうので、詐欺行為とそのほかの行為とが、きれいに外側から見ると分かれていない。

(岩間会長)

協会として何ができるか、あるいは業界として、多分、それぞれのプレーヤーのレピュテーションがどうなのか。世の中のうわさがどれだけちゃんと信憑性のあるものが入ってくるかというルートをつくったらいいというのが1つあって、それは対策としても我々は考えていて、もう既に設置はしているのです。

それからもう1つは、放っておくのではなくて、少しのぞいてみるかということがあって、我々はエンフォースメントの協会ではありませんから、実際どこまでできるかというのは資源的にもものすごく制約がありますが、フォーカスをして少し調べてみる、行って指導する、そういうようなことは今始めているのです。逆に言うと、会員メンバーで良識ある人たちがライバル会社をよくウオッチしていて、あれはちょっとおかしいのではないかと余りにしないで言ってきてくださいと、情報管理はしっかりしますからということ

今やり始めています。ただ、どこまでこれが効果を出すかはわかりませんが。

(上村氏)

今、柳川先生がおっしゃったように何もできないかという、この顔はやると実はわかるんですよ、属人的に。投資ジャーナル事件で活躍しました、増資インサイダーで活躍しました、AIJで活躍しましたという人は、何度も同じ顔が出てくる。これがイギリスだったら資格喪失法があるから、資格喪失であらゆる会社の取締役、役職に就くこと自体が、5年とか7年とか、一切禁止されるわけです。それから、もちろん業界の永久追放というのも非常に厳しいです。もうその種のことは二度とできない。免許制の時代は、ある程度そういうのを排除していたのですが、登録制の時代になると、悪質なものをやるに決まっていると誰もが分かっているような連中が何度も平気で入ってくる。

ですから、それを防げないのはやはり業界団体の規律の問題でもありますが、監督官庁の問題でもあって、イギリスではすごく厳しいです。ディスクオリフィケーション資格喪失法は、年間すごくたくさん運用しているのです。関西でそれを研究している人がいるのですが、やっぱりやれることはまだまだあると思います。それでも限界があることは確かです。

(岩間会長)

そうなのです。そこら辺が非常に悩ましい問題ですね。

(池尾座長)

大場さんはまだ全然発言していただいていないので、どうぞお願いします。

(大場氏)

多岐にわたっているので論点整理がすごく難しい、頭が回らないです。まず基本的なところからいくと、上村先生は、こんなのは基本的な概念だから、しっかり理解していないとおかしいということですね。その意味では、フィデューシャリーについては決定的に教育が不足していると思います。金融機関でフィデューシャリーの概念を理解している人ってどこまでいるか甚だ疑問ですね。基本的な概念なのにそこがちゃんと教育されていない

ということがまず前提としてあると思います。

これは教育の問題だから、いろんな金融機関でも学校でももっとやらなくてははいけない。そういう成熟社会に日本はもう入っているということだと思います。そこがまだ発展途上国型の教育体系になっているので修正が必要です。世の中が成熟してくれば、専門家に何かを頼もうという案件はいろんなところに出ているわけです。弁護士だとかお医者さんはもちろんですが、お金の運用でも同じですね。その重要性が高まってきている中で教育が足りない。投資顧問業協会や信託協会はもともとフィデューシャリーを前提とした協会なのだから期待が大きいと思います。

柳川先生がおっしゃった外形的にどうやって見分けたいのかというのが、実務的には今回の事件では非常に難しい点で、具体的な解決策は難しいのですが、上村先生がおっしゃったように、やれることはまだあるだろうとは思いますが。

(池尾座長)

外形的な証拠を積み重ねるのはやっぱり重要だと思うのです。というか、今回の事件で詐欺に遭った側がちゃんとチェックしていたかということ、チェックしていなかった点が非常にあります。そういう証拠まで捏造されたら詐欺は防ぎ切れないというのは確かにそうで、それで完全に防ぎ切れるものではないけれども、やっぱり積み重ねてそれをチェックする必要があるのだということ。

(大場氏)

最低限として委託をするときに、この会社の社長だとかC I Oというのはどういうキャリアの人かということぐらいは確認することは必要だと思います。報道によれば、A I Jのケースでは責任者に運用の経験はなかったと思われませんが、そういう外形的なことはチェックできるだろうとか。

(岩間会長)

それは要するに委任をする、注文を出すところがということですね。

(大場氏)

そうです。それを求めるということ、やったらどうかと思うのです。去年の今ごろ関連情報誌の顧客アンケート調査を見ると、問題のある運用会社でも評価が高くなっています。さきほどの短期業績主義ではないですが、どうしても目先にとらわれるところがあるので、定性的なところでいかに材料を集めるか、定性評価のポイントみたいなものを整理できないかと思います。

それから、今回の再発防止策の観点でいうと、年金基金の受託者責任、運用会社の受託者責任、管理者である信託の受託者責任というのがそれぞれ課題があると思うのですが、なぜか信託の役割がすごく拡大しているように思います。受託者責任を全うする以前として、信託銀行がしっかり監視する仕組みになっています。一方で、信託銀行というのは、銀行業務もやり、管理業務もやり、運用もやっている所以信託銀行の中でのファイアーウォールも非常に重要になってくると思います。

それから、運用会社のガバナンス強化の観点でいうと2つあって、金融子会社の運用会社のガバナンス強化の問題と独立系運用会社のガバナンスの問題を、観点を分けて考える必要があると思います。金融子会社の運用会社のガバナンスの強化については、やはり親会社との利益相反をどのように防止するかという観点での仕組みが必要でしょう。ここに重点を置いた仕組みづくりがどういうものがあるかどうか。独立取締役の導入というのも1つの考え方だと思いますけれども、そういう考え方で強化策が必要だと思われます。

独立系運用会社のガバナンスの強化というのは、経営者の暴走をどう防ぐかという観点でのガバナンスの強化に力点が置かれるのではないかと思います。金融子会社の場合は、むしろ親会社の監視が行き届き過ぎる傾向も指摘されており、親会社の利益との利益相反が起きるので、ガバナンスのポイントが違うのではないかという感じがします。

(上村氏)

年金運用ですと、厚生年金保険法の目的規定である1条に、労働者の将来の生活のためと堂々と書いてあるわけです。そのための受託者責任は、数ある重複した業務の中で、優先順位としてこれは最優先です。それは親会社がいてもいなくても関係ないので、理

論的な順位づけというのはある程度できると思います。プロからの受託の場合はちょっと違うと思いますけれども。

もう1つは、利益相反というのは、銀行、証券、さまざまな利益相反がありますが、銀行法の目的である信用秩序の維持、金商法だったら市場機能の確保、公正な価格形成の確保とか、保険だったらと、それぞれ目的があります。利益相反と言われているものは、それぞれの業が担っている市場のミッション、市場のインテグリティとインテグリティの衝突と見るべきなのです。ですから、市場と市場の衝突と見るべきです。エージェンシー問題の衝突と同じことかもしれませんが、エージェンシーという言い方だと、主語が決まっているような、取引規則的な言い方に聞こえます。けれども、信用秩序の維持と証券市場における公正な価格形成が衝突した場合にどうするか。そういう観点で業と業の重複問題を考えていく必要があるのではないかと思います。

利益相反というと、単なる取引ルールの問題だと言われ勝ちですが、実は銀行業は厳しい免許制のもとで多くの監督規定があり、金商法は金商法であり、それぞれ業規制がある。それから投資顧問業もあるといった場合に、それぞれが持つ目的やミッションが、こちらを優先するとこちらが損なわれる、こちらを優先するとここの価値が損なわれる、そういう関係です。そうすると、固有の価値が損なわれないためのファイアウォールはどこまでいくのか、となるとその順位づけは簡単ではありませんが、受託者責任の話はそもそも関係者の意思とは何かという次元の話ですので、ミッション以前に最優先される話ではないかと思います。

(岩間会長)

多分大場さんの懸念は、信託会社に全部情報が行く、企業機密に当たるようなところまでもしかすると握られかねない。要するに運用会社は一方的に提供するだけだと。しかもファイアウォール、チャイニーズウォールがちゃんとしかれているかどうかという確証は全く持てない。そういう問題も高覧されているということですよ。

(大場氏)

投資顧問業協会はそこを問題にしないといけないとむしろ思うぐらいです。

(上村氏)

証券会社ですと、親会社規制とかがありますよね。運用業者にはそういうのはない。

(大場氏)

だから、そこを明確に担保するようにはしておかないといけないということだと思いません。

(岩間会長)

これは全くそうですよ。

(鹿毛氏)

監視だけやっている信託会社ならいいわけですよ。つまり、監視役がプレーヤーになる。プレーヤーが監視役になっちゃったということですから、これは利益相反の最たる部分で、公正競争にもものすごく影響がある。

(岩間会長)

極めて大問題なのですね。

(大場氏)

信託銀行が管理を専業としている会社であれば問題ないと思うのですが、多様な業務を併営している中では、利益相反を防止する仕組みが重要だと思われます。

(鹿毛氏)

信託銀行は、基金の資産配分にアドバイスをするわけです。ヘッジファンドを10%入れなさいと、これを決めるわけです。決めた後、この10%に自分の紹介するこのファンドが一番いいからこれを入れなさいと。つまり、アドバイザーの役と供給者の役でそこで入れて、その手数料はそこで入りますと。今現在もそれをやっていたわけです。それに加えて、今のような行司役まで出てきてしまうことに関して金融庁は全く問題意識がない。

(上村氏)

本当は、年金は厚生年金保険法の問題なのですよ。どうも知らんぷりして、基金自体を

廃止しようとか言って、問題の深入りを避けているように見えなくもない。

(鹿毛氏)

実は企業年金連合会の例なのですけれども、新任常務理事研修というのを年に2回か3回やっています、やっぱり当然社会保険庁から天下りで来て、フィデューシャリー・デューティなんて一言も一行も知らない。やっぱり3日間とか何回も、それこそフィデューシャリー・デューティから始まって、ありとあらゆる運用理論の基礎から、トレーニングしているわけです。それはもう常務理事だけではなくて理事長研修もあれば、一般職員研修なり、いろんな階層に渡っています。

ですから、例えば証券会社の営業トップでそれしかやってこない人が突然フィデューシャリーの社長になる場合、3年間ぐらいのフィデューシャリーの実務経験が必要ではないかと金融庁には言っているのですが、ご本人が私はずぶの素人ですと公言しているわけですから、こういう人が業界で仕事をする以上は、イントロダクトリー・トレーニングはやらないと業界としてもまずいのではないかなと。

(上村氏)

大臣も素人だからあれですけれども。

(湖島氏)

受託者責任については、私も取締役の職責の関係で重要だと思っているのですが、一方で、日本の「村社会」的伝統・風土の下では「根のない」観念ではないかと時に絶望することもあるのです。むしろ英米的、衡平法的観念に繋がるものだろうと思っているのですが、一方で、日本でも職業倫理の世界というのがあるわけで、弁護士さんとかお医者さんとか、信認義務を負ったプロフェッショナルの職業倫理の世界では日本でもある程度根づいているとは思っています。取締役についても、会社法の教科書を読むと、忠実義務と善管注意義務の関係という論点があって、これは日本では忠実義務というのは善管注意義務の一環とするのが通説的見解であり、その旨の最高裁判例もあるようです。

(上村氏)

学説はほぼ五分五分です。

(湖島氏)

私はこの両者は異次元のものだと位置づけて考えていまして、日本は身分的忠誠心は強くありますが、そうでない忠実義務の観念が希薄であり、放っておくと無視される傾向はありますが、職業倫理的な世界では、信頼を裏切るようなことをしてはいけないとか、顧客の秘密は守らなければいけないとか、そういう職業倫理的なものはある。その違反に対してはペナルティーが大変厳しい、弁護士業や医師法の世界で、資格停止や追放（資格剥奪）が厳格な処分としてある。一方でパフォーマンスなり善管注意義務の積み重ねというのは、ある意味で難しく時間もかかる話です。長期的に評価されるということかもしれませんが、やはり外形的には、ディスクロの対象とか第三者のチェックを受ける、あるいは同業としてのレピュテーション評価にさらされる。ここは時間がかかると思いますが、基本的には職業倫理的な面から言うと、忠実義務的次元のものは厳しく異次元のもの（イエローカードではなくレッドカード事項）として位置づけるべきだと思っております。

(上村氏)

昭和45年の最高裁判決がありますが、あれは政治献金事件の判決ですから、忠実義務とは何の関係もない事案なのです。あのときは最高裁に商法学者が2人いた時代ですので、妙に張り切って意見を書いています。

平等、対等の注意の世界を前提に、特に利益相反は注意しなさいと政策的に論ずるのではなくて、タテの信認の関係から出発したはなしです。最初は委任者と受託者は一切取引自体をしてはならないという原則でしたので、損害賠償ではなく、得たものを黙って返せ、無過失責任というくらい厳格だったのです。それがだんだんと緩和されてきて、取引自体が必要な場合もあってきて、さらに置かれた状況に応じた義務と責任が論じられるようになってきました。それから、誠実の外形的な証明という観点から、分別保管、それから監査、開示、状況によりますが、分別、自己執行とかいろいろ。これがあるとき

は誠実だと見ようということに変化してきていますが、もとは全部だめという世界なので、ですから、湖島さんがおっしゃるように異次元からスタートして、具体的な妥当性を追求するほうが、両方対等というところからスタートして政策で足していくよりも筋はいいと思うので、私も異次元説なのです。

(大場氏)

今、倫理の重要性と湖島さんからお話があったのですが、取締役であるとか運用会社であるとか年金基金だとかというのは、受託者の立場にあるということを徹底してすり込ませる教育が大事だと思います。倫理というとだれにでも必要なことなので、すごく普遍的なことになるのです。

(池尾座長)

倫理って職業倫理で、プロフェッショナル・ライアビリティー、専門家としての倫理。

(上村氏)

その倫理は、英国のシティーであれば制裁を伴う倫理なのです。ですから、それは法だと言うのに近いのか、あるいはそれ以上の規範としての力がある。

(大場氏)

そういうことが担保されていると認識が変わってくると思います。

(鹿毛氏)

でも社内倫理というのが別にあって、そっちの倫理のほうが優先しちゃうことのほうが多いわけです。だから、倫理も1つじゃないというか。

(池尾座長)

まだまだ議論は尽きないという感じで、2回やってもそうなのですが、そろそろ時間になりましたので、きょうの議論はこれで終了にさせていただきたいと思います。

以上