

# 第3回 コーポレート・ガバナンス研究会 概要

社団法人 日本証券投資顧問業協会

## 開催日時・参加者

- 日時： 平成24年4月3日(火) 14:00－16:00
- 場所： 社団法人日本証券投資顧問業協会  
(日本橋茅場町・東京証券会館7階)会議室
- 参加者：研究会メンバー
  - 池尾和人 慶應義塾大学経済学部 教授(研究会 座長)
  - 上村達男 早稲田大学法学部 教授
  - 柳川範之 東京大学大学院経済学研究科・経済学部 教授
  - 湖島知高 一般社団法人日本取締役協会 事務総長
  - 山田俊浩 明治安田アセットマネジメント株式会社  
コンプライアンス・オフィサー 兼 コンプライアンス・リスク管理部長
  - 岩間陽一郎 社団法人日本証券投資顧問業協会 会長
- オブザーバー
  - 長尾和彦 社団法人日本証券投資顧問業協会 副会長専務理事

# 第3回 研究会の概要 — 1

## 1. 東京大学大学院経済学研究科・経済学部 柳川教授によるスピーチ:「コーポレート・ガバナンスに関する諸問題について:経済学的整理」

### 主な内容

- 誰のためのコーポレート・ガバナンスか
  - ✓ 通常は: 株主の不利益になることを経営者がしないような監視システムが必要であることから、コーポレート・ガバナンスは、「株主のため」と主張されている。
  - ✓ 実際には: コーポレート・ガバナンスは、投資家にとってあまり重要ではない。それは、投資対象企業が世界中に沢山あり、コーポレート・ガバナンスが良くないと考えられる企業には投資しなければ良いからである。(もともと、既存「株主」には、リターンを出来るだけ高めるインセンティブがあり、投資後にコーポレート・ガバナンスの悪さの発覚によって、予期せぬリターンの悪化となるので、コーポレート・ガバナンスにおける不透明性の高さは、投資の阻害要因となる。)
  - ✓ 本来は: 悪いコーポレート・ガバナンスによって困るのは、資金調達ができなくなる企業の方であり、企業側が自らのコーポレート・ガバナンス構造がいかに素晴らしいかを投資家に積極的にアピールし、信頼と資金を集めるものであるべき。現実には、この点が大きく誤解されており、社外・独立取締役制度を外側から強制され、企業がいよいよ導入しても、実効性の確保は難しい。
- 日本企業の現状とコーポレート・ガバナンスに係る規制の根拠
  - ✓ 現状は: 日本の大企業の多くは、資金調達の必要がなく、そうした企業については、どのようなコーポレート・ガバナンスでもよいといえる。(ただし、過去の資金調達、また、これから資金調達が必要な同種企業に対する責任は存在する。)
  - ✓ 規制は: マーケットの信頼性の維持や企業の資金調達を可能にするために、取引所や法律によって設けられている。
  - ✓ 問題は: (資金需要のある)これから出てくる企業があまりにも少ないためにその声が小さく、一方で、資金調達ニーズのない企業の声が大きく、企業の側から積極的にガバナンスをよくしていかないと大変だという声になっていないことである。

## 第3回 研究会の概要 — 2

- コーポレート・ガバナンスに係る規制の在り方
  - ✓ 理想は： 一律規制ではなく、各企業がそれぞれ独自に提示したガバナンス構造に関する情報の正確性・明確性が、ルールによって確保されればよい。ただし、それは、各企業が積極的に自分のガバナンス構造をアピールするという姿の実現が前提となる。
  - ✓ 現状は： ガバナンスに関する各企業の積極的なアピールが見られないため、形式的な一律規制もやむなしという声が出てくる。また、うまくやっていない人たちに対して、それはうまくないから、もう少しベターなことをやってくださいというように法令等で強制することもあり得る。(ただし、この場合には、現実的妥当性を検討する必要がある。)
  
- ガバナンスと企業のパフォーマンスとの関係に係る議論等
  - ✓ 現状は： コーポレート・ガバナンス構造と企業パフォーマンスに関する実証分析、社外取締役の数とパフォーマンスとの関係に関する文献は数多くあり、それらから、社外取締役の人数をどの位(強制)にしたらよいか、という議論も多い。しかし、そうした議論は、各企業が合理的に行動していないという前提のもとに行われており、米国の場合では、各企業が実情に合わせた最適に近い人数を社外取締役として選んでいるため、社外取締役の数と企業パフォーマンスの間に、明確な相関関係が見られない。
  - ✓ 理想は： 日本における社外・独立取締役制度導入に関する議論が強制的にではなく行われることによって、各企業がそれぞれにとって望ましいガバナンスの構造、換言すれば、このようなガバナンスであれば自己規律が働くということを明確に示し、それらを導入していくことである。
  
- 社外取締役に関する私見
  - ✓ 本来は： 社外取締役に期待されている役割は、経営トップに適切な時に退任を迫る、経営トップの首を切ることであり、日本のガバナンス構造の基本的な問題というのは、経営トップを辞めさせるメカニズムが十分機能していないことである。
  - ✓ 現在は： 会社法の間接試案における議論において、社外取締役を何人入れるかという話が中心になっているが、何を社外取締役に期待し、具体的に何をさせるか、また、それをどのような仕組みで実現させるかということについて、丁寧な議論が必要である。

## 第3回 研究会の概要 — 3

2. 一般社団法人日本取締役協会 湖島事務総長による資料説明:「2012年の日本経済と資本市場の活性化案を提案 — 経営者と投資家との対話から—」、「会社法制見直しに関する中間試案」に対する意見、「会社法改正中間試案に対する意見・提言の概要」

### 3. 自由討論: 主な発言内容

- エージェンシーコストについて
  - ✓ エージェンシーコストの大半が企業側に帰着するという状況であれば、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が企業側にあるはずであり、従って、企業側が投資家に不利になるようなことはしませんということで、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とする。
  - ✓ しかしながら、現状は、企業側に資金調達コストがほとんどないので、投資家が企業に十分なプレッシャーをかけられない状況にある。そこで、大元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作り出す、あるいは、今、なぜ、エージェンシーコストが必ずしも企業に帰着しないで済んでいるかを突き詰めて、その原因を解消すべきである。
- 利益相反問題について
  - ✓ 意思決定プロセスと利益相反問題へのフェアな対処は、コーポレート・ガバナンスにおける最重要の核心問題である。
  - ✓ 一般株主対経営陣、親子会社問題、グループガバナンス問題、少数株主対支配株主というように、様々な利益相反問題が存在するが、それらをいきなり訴訟なり、ハードローできちっと固めるのではなく、会社のトータルな意思決定手続の中のデュー・プロセスとして整備していくことが必要である。
- ガバナンスの機能について
  - ✓ 投資家が、ある企業に投資するか否かの判断を下す際には、その企業のディスクロージャーによる情報が必要となる。ディスクロージャー、すなわち、企業の情報開示は、企業のガバナンスによって実行されている。企業における会計、監査、内部統制も同様である。
  - ✓ 投資家向けのがバナンスというのは、誰だかわからない買い手又は既存株主に対して責任を負うという面があり、そうした意味では、資本市場を成立させるためのガバナンスという観念が初めにありきであると考ええる。