

〔講演・対談〕

会社法制の見直しとコーポレート・ガバナンス¹⁾

上 村 達 男²⁾
清 原 健³⁾

- I 上場会社法制見直しの重要論点 実務家からの問題提起（講演：清原健）
 - 1 近時のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論の状況
 - 2 コーポレート・ガバナンスの質的向上への取り組みの背景
 - 3 コーポレート・ガバナンスの意義（経営のモニタリング）
 - 4 監督機構をめぐる実務上の問題
 - 5 まとめ
- II 会社法制見直しの現状（講演：上村達男）
 - 1 法制審における審議の状況
 - 2 企業統治関係
 - 3 企業結合法制
- III 対談「会社法制の見直しとコーポレート・ガバナンス」
 - 1 モニタリング・モデルと委員会設置会社の評価
 - 2 社外監査役制度の評価
 - 3 株主総会を通じた規律
 - 4 取引所規則とガバナンス・ルール
 - 5 差止めについて
 - 6 社外取締役の意義
- IV 質疑応答
 - 1 モニタリング・モデルについて
 - 2 監査と監督について

司会：本日は今年（2010年）2月に法務大臣より諮問のありました会社法制の見直しについて、コーポレート・ガバナンスという観点からお二人の先生にご講演，対談頂きます。

¹⁾（編集委員注）本稿は、当編集委員会主催の対談・講演会「会社法制の見直しとコーポレート・ガバナンス」（2010年12月16日）の速記録の内容を加筆修正したものである。本対談・講演会の開催に当っては、早稲田大学グローバルCOEプログラム<<企業法制と法創造>>総合研究所より多大なご協力を賜った。ここに記して御礼申し上げる。

²⁾ 早稲田大学法学学術院教授・早稲田大学グローバルCOE<<企業法制と法創造>>総合研究所長。

³⁾ ジョーンズ・デイ法律事務所パートナー・弁護士。

I 上場会社法制見直しの重要論点 実務家からの問題提起

司会：早速，第一部，弁護士 清原健先生による講演に移らせて頂きたいと思えます。「上場会社法制見直しの重要論点 実務家の視点からの問題提起」という題でご講演頂きます。

清原先生の経歴を簡単にご紹介申し上げます。東京大学を1989年にご卒業になり，1992年弁護士登録，その後，ミシガン大学ロースクールを1997年に卒業され，現在はジョーンズ・デイ法律事務所においてパートナー弁護士として活躍していらっしゃいます。主な業務分野としてはM&Aや企業取引を中心にご活躍ですが，コーポレート・ガバナンスについても積極的な発言をされています。2010年4月より，金融庁コーポレート・ガバナンス連絡会議にも参加され，この分野に造詣の深い弁護士の一人です。

それでは清原先生，よろしくお願ひします。

清原：ただいまご紹介頂きましたジョーンズ・デイの弁護士，清原と申します。今日は冒頭で30分ほど私からお話をさせて頂き，それから上村先生にご講演頂き，その後二人の対談という形で進行させて頂きます。

今回のセミナーは早稲田大学のLaw & Practice主催ということで，学生さんが多いと想定して今日は来たのですが，重鎮の方がかなり会場にお越しになっておられるので少し緊張していますが，よろしくお願ひします。



今回の講演会のタイトルが「会社法制の見直しとコーポレート・ガバナンス」という中で，私の方は「上場会社法制見直しの重要論点」ということで，会社法制のみならず取引所の規則まで少し広めに考えてみたいと思っています。また，実務家の視点からの問題提起ということで，理論的な面はやはり学者の方々に私どもはかないませんので，実務法曹の問題意識といいますか，視点，そういった観点からのお話をさせて頂ければと考えてい

ます。

今日のパワー・ポイントは学生向けにお話しする前提でつくったものですが、関係者が現場で実際に抱えている問題意識から簡単に見ておきたいと思います。

まず投資家側、国内外の投資家・株主の観点から見て、現在の日本の上場会社のガバナンスは本当に信頼が置けるのかどうか、疑問が呈されているのではないか、ということをもまず出発点として指摘しておきたいところです。経済界の方からは、現在の日本のガバナンスで全然問題はないという意見も表明されているところですが、投資家の側からは問題点の指摘がなされており、それに対して正面からきちんと応えていかなければいけないと思います。

ディスクロージャーの点では財務報告等への信頼について、現在の日本の株式会社の制度として、果たして問題はないのだろうか、見直すべきことはないだろうかという点があります。取締役会を通じた監督というのは、ガバナンスのキーです。この点について既に議論がたくさんされているところですが、問題点はどこにあるのだろうか、考えてみたいと思います。

取締役会のことを考えると、執行と監督の分離、まずこの論点に行き当たるわけですが、現在の監査役（会）設置会社の取締役会について、どう評価すべきでしょうか。次に、委員会設置会社であったら、それは問題のない完璧なものと言えるのでしょうか。上村先生のお考えなども伺いながら、後ほど対談でも言及させて頂こうと思いますが、今日は皆さんと一緒に考えていきたいと思っています。

なお、冒頭で、常にお断りさせて頂いていますが、本日の講演中、意見にわたる部分については私個人の意見で、所属している法律事務所の意見、見解を表わすものではありません。

1 近時のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論の状況

最初に、まず議論の状況を概観しておきたいのですが、コーポレート・ガバナンスをめぐる議論については、いろいろな関係団体から多数の報告書や提言がここ数年公表されています。特に2009年、2010年、少しさかのぼって2007、2008年のころから数多く出されております。ざっとですが、列記させて頂きましたのでご参照ください（(図表1)及び(図表2)「近時のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論」参照）。

まず、会社法だということになぜ金融庁が出てくるのでしょうか。上場会社法制ということで考えると、金融庁の側には、もちろんコーポレート・ガバナンスへの関心はあるのですが、企業の実務担当者と話をしていると、なぜ金融庁が出てくるのかという疑問がしばしば示されるようです。

そういった疑問に対して、「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」は非常によくまとまっていますので、後ほど、金融庁のスタンスを見ておこうと思います。以前、金融庁の担当課長（当時）が講演会で話をされていたことなのですが、かつては若手の課長補佐（当時）などと話をしていた、なぜ金融庁がガバナンスの問題をやるのかという疑問が出たことがあったようです。このように、ガバナンスが金融行政の中でなぜ重要か、ということについて、日本では必ずしも十分に広く認識されていなかった状況が、以前のことですが、そんなに古くはない時期にあったようですので、こういう疑問があるのは仕方ないことかもしれません。

(図表 1) 近時のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論

- ① 金融庁「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」(2009年6月17日)
- ② 経済産業省・企業統治研究会「企業統治研究会報告書」(2009年6月17日)
- ③ 経済産業省「今後の企業法制の在り方について」(2010年6月23日)
- ④ 東証・上場制度整備懇談会「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」(2009年4月23日)
- ⑤ 東証「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」(2009年12月22日)
- ⑥ 東証・上場制度整備懇談会「上場制度整備懇談会中間報告」(2007年3月27日)
- ⑦ 経団連「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして【主要論点の中間整理】」(2009年4月14日)
- ⑧ 経団連「企業の競争力強化に資する会社法制の実現を求める～会社法制の見直しに対する基本的考え方～」(2010年7月20日)
- ⑨ 日本公認会計士協会
「上場会社のコーポレート・ガバナンスとディスクロージャー制度のあり方に関する提言」(2009年5月21日)
- ⑩ 日本監査役協会・コーポレート・ガバナンスに関する有識者懇談会
「上場会社に関するコーポレート・ガバナンス上の諸課題について」(2009年3月26日)
- ⑪ 日本監査役協会「有識者懇談会の答申に対する最終報告書」(2010年4月8日)

経産省は、2009年6月17日に金融庁の国際化スタディグループの報告の公表と同日、企業統治研究会の報告を公表しています。企業統治研究会では、独立取締役の義務化の是非について議論があり、その提言まで行くかどうか、注目

されていたのですが、最終的には独立役員という形で決着がついた⁴⁾ことは、本日参加されている皆さんもご存じのとおりです。

2010年6月23日、法制審議会の会社法制部会の第3回の会合で産業組織課の奈須野課長が報告をされましたが、これと併せて同日「今後の企業法制の在り方について」という提言が経産省から公表されているところです。経産省がどのようなスタンスであるか、金融庁とそのスタンスはどう違うのか、ということについて、若干ですが後で触れてみたいと思います。

その他、東証では2009年4月23日公表の上場制度整備懇談会の報告があり、また2009年12月にはコーポレート・ガバナンス原則を改訂するなどの動きがあります。少しさかのぼると2007年3月27日には上場制度整備懇談会から中間報告⁵⁾が出されています。これは法制面も含め非常によく検討されたものです。中間報告となっていますが、むしろこの中間報告の方が法制面では重要なポイントの指摘があるのではないかと思われるので、もしまだ読まれていない方がおられたらご一読をお勧めします。

経団連からは、2009年4月に「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして【主要論点の中間整理】」、2010年7月には「企業の競争力強化に資する会社法制の実現を求める～会社法制の見直しに対する基本的考え方～」などの提言が出されているところです。他に日本公認会計士協会、日本監査役協会などからも（図表1）に記載のように、報告・提言がなされています。

次に（図表2）ですが、経済界からの提言として、経済同友会と日本取締役協会、それぞれが公表しているものをあげておきましたが、これまでにご紹介したものを含めて、別冊商事法務347号の「会社法制に対する関係各界の要望事項」に主要なものが掲載されています。

2010年3月24日の経済同友会の提言「日本的コーポレート・ガバナンスのさらなる深化」は、企業経営委員会という委員会で議論をして取りまとめたもので、私も委員の一人として参加していましたが、経営者の中には進歩的な考えをお持ちの方がおり、オピニオンリーダー的に提言をまとめようという方も多くおられます。経団連の見解はもちろん尊重すべきですが、財界の中にもいろ

⁴⁾ 経済産業省・企業統治研究会「企業統治研究会報告書」（図表1-②）5-6頁。

⁵⁾ <<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/b7gie60000005zc9-att/houkoku.pdf>>（2011年4月15日最終アクセス）。

いろな意見があり、意見も一つだけではない、ということはきちっと認識した上で、そういったことを踏まえた上で改正の議論が進むとよりよい議論になるのではないかと思われま

(図表 2) 近時のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論

- ① 経済同友会「第 16 回企業経営白書 ～新・日本流経営の創造～」(2009 年 7 月 3 日)
- ② 経済同友会「日本的コーポレート・ガバナンスのさらなる深化」(2010 年 3 月 24 日)
- ③ 日本取締役協会「独立取締役(社外取締役)制度に関する中間提言」(2009 年 6 月 18 日)
- ④ 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム
『より良いコーポレート・ガバナンスをめざして』に対する当フォーラムの意見(2009 年 6 月) *
- ⑤ 日米規制改革および競争政策イニシアティブに基づく日本国政府への米国政府要望書(2008 年 10 月 15 日)
- ⑥ 日本の規制改革に関する EU 提案(2008 年 11 月)
- ⑦ 在日米国商工会議所(ACCJ)意見書「上場会社へ独立社外取締役の選任を義務付ける企業統治の改革」(2008 年 4 月) ⁶⁾
- ⑧ 在日米国商工会議所(ACCJ)意見書
「コーポレートガバナンスを強化し、日本の公開市場の信頼性を高めるために、株主による議決権行使へのアクセスと情報開示の改善を提言」(2010 年 7 月) ⁷⁾
- ⑨ ACGA「日本のコーポレート・ガバナンス白書」(2008 年 5 月) ⁸⁾
- ⑩ ACGA「日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書」(2009 年 12 月) ⁹⁾

* 経団連の【主要論点の中間整理】(図表 1-⑦)への反論

他に 2008 年 10 月、11 月にはアメリカ政府の要望書や EU の提案などもありました。これらはあまり関心を集めていないかもしれませんが、独立取締役の導入に関して、意見と申しますか、要望と申しますか、それが表明されています。

その他、日本では投資家側からの提言がなかなか出てこないのですが、(図表 2) の⑨、⑩の、ACGA (Asian Corporate Governance Association の略称)、原文自体は英語で出ていますが、日本語に訳した ACGA の提言が 2008 年、2009 年に出されています。これらは、海外の投資家の団体、ACGA の意見ですが、機関投資家、

⁶⁾ <http://www.accj.or.jp/doclib/vp/VP_IndDir.pdf> (2011 年 4 月 15 日最終アクセス)。

⁷⁾ <http://www.accj.or.jp/doclib/vp/VP_SVAProx.pdf> (2011 年 4 月 15 日最終アクセス)。

⁸⁾ <[http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_\(Japanese2\).pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_(Japanese2).pdf)> (2011 年 4 月 15 日最終アクセス)。

⁹⁾ <http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_Statement_2009_Dec15_Japanese.pdf> (2011 年 4 月 15 日最終アクセス)。

プロフェッショナルの投資家から見たときに、日本のガバナンスに対して、ここはおかしいのではないかという問題意識が非常に色濃く出ているところです。こういったものを踏まえた議論が、まさに会社法制部会での議論で検討されることが求められているので、紹介させて頂いた次第です。

2 コーポレート・ガバナンスの質的向上への取り組みの背景

(1) 監督官庁等の立ち位置

次に、関係官庁等は、それぞれどういう立場からコーポレート・ガバナンスの問題を見ているのでしょうか。政策的な観点も含め、それぞれの立ち位置について、次に見ておきたいと思います（(図表3) 参照）。

(図表3) コーポレート・ガバナンス質的向上への取り組みの背景

- 金融庁などの市場監督者
 - ✓ 証券市場への投資家の信頼 ⇒ 市場機能の十全な発揮・投資者の保護
 - * 銀行中心の間接金融から市場型金融に軸足を映した金融システムへ
 - * 市場機能を通じた経済の活性化・効率化
- 東京証券取引所などの市場開設者
 - ✓ 市場運営の適正性の確保
 - ✓ 市場開設者として証券市場で取引される上場銘柄の一定の質の確保
 - ⇒ 株式等の売買取引の活性化
- 経済産業省
 - ✓ 成長戦略としての企業法制の見直し
 - ✓ 国際競争力の強化（選択と集中、「変化対応力」の強化）、資本市場の活性化
- 法務省
 - ✓ 会社をめぐるステークホルダーの権利義務関係を規律する基本法
 - ✓ 株主・債権者の保護

金融庁などの市場監督者（なお、証券取引等監視委員会はこの提言はしていない）は、市場への投資家の信頼を確保すること、また市場機能の十全な発揮、投資者の保護を図るという観点から取り組んでいます¹⁰⁾。特に、これまで言われてきていますが、銀行中心の間接金融から市場型金融に軸足を動かした形での金融

¹⁰⁾ 金融庁「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」（図表1-①）1-2頁。

システムを構築しようとする中で、どうしても日本は市場の部分が現実には弱い。弱いというのは、お金が集まってこないということも含めてですが、どうしたら日本の証券市場というものを活気あるものにしていくことができるのか。取引の厚みも増え参加者も増えていけば、市場機能が発揮されることにつながるわけですが、どのようにしてそういう市場環境にしていくことができるだろうか。どこに国内外の投資家から見た問題点があるだろうか、という観点で、金融庁などは非常にシリアスな問題意識を持っている、といえます。

東京証券取引所についてですが、経産省・企業統治研究会の2009年の報告にもあるように、法律で対応する部分以外に取引所の規則、よくソフト・ローと言ったりしますが、そういったもので対応する部分があります。では、なぜ取引所が規則で対応しようとするのでしょうか。2005年のいわゆる黄金株（拒否権付株式）のとき¹¹⁾には、会社法で禁止していないことを、どうして取引所の規則で規制しようとするのか、という反対意見や批判が一部で出されたりしましたが¹²⁾、取引所はどういう観点から問題を見ているのかと言えば、取引所は自分たちが開設している市場、そこで売買取引がされる銘柄について、クオリティ・コントロール、一定の質を確保するということがあり¹³⁾、それにより、投資家の利益を守る、取引が円滑になる、投資家が不測の損害を被るようなことがない、そういう観点から、取引所としても上場会社のコーポレート・ガバナンスについて一定の水準を確保していくニーズがある¹⁴⁾、ということが、取引所がこうい

¹¹⁾ 東京証券取引所は、2005年11月22日、「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について（要綱試案）」を発表<http://www.tse.or.jp/old_news/200511/051122_a.pdf>（2011年4月15日最終アクセス）。上場廃止基準として、「上場株式が備えるべき基本的かつ重要な権利が著しく損なわれる状態」を挙げ、デッド・ハンド型のライツプランの導入とともに拒否権付株式（旧商法222条9項）の発行（政策的理由により国が保有するような場合を除く）を例示していた（同8頁）。その後、2006年1月24日に改めて「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について」を公表し、パブリック・コメント手続を経た後、同年3月7日、株券上場審査基準の改正を公表（「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等に伴う株券上場審査基準等の一部改正について」<http://www.tse.or.jp/rules/regulations/060307_a1.pdf>（2011年4月15日最終アクセス））。なお、黄金株をめぐる論点につき、清原健「買収防衛策としての黄金株をめぐる国際的動向」ビジネス法務6巻3号63頁以下（2006年）も参照。

¹²⁾ 与謝野馨・経済財政・金融担当大臣（当時）2005年11月22日記者会見<<http://www.fsa.go.jp/gaiyou/gaiyouj/daijin2005b/20051122-1.html>>（2011年4月15日最終アクセス）。

¹³⁾ 前掲注4）7頁。

¹⁴⁾ 東京証券取引所・上場制度整備懇談会「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」（図表1-④）3頁参照。

った問題に取り組む一つのポイントとみるべきだと思います¹⁵⁾。

経産省の立場は、2010年6月に公表された報告書に示されていますが、どのような企業法制であれば日本の経済成長、成長戦略につながっていくのか、という観点が、経済官庁としての経産省の基本的なスタンスです¹⁶⁾。特に国際競争力の強化、「変化対応力」強化の観点から、企業法制の見直しの必要性があるとの発想が経産省にあると思います¹⁷⁾。もしかしたら、ガバナンスよりも、M&Aを活性化するところにもっとその重点があるかもしれないですが¹⁸⁾、いずれにしても経済産業省としては経済政策・成長戦略の一環として取り組んでいこうというスタンスだと思います。

法務省について、会社法という基本法についての問題ですから当然法務省が所管ですが、法務省のスタンスは投資家保護や経済政策がどうかということよりも、むしろ基本法としての会社法における株主・債権者の保護というものが、制度としてきちんと確保できること、そして株式会社制度への信頼が確保されることがポイントになる、と思われま

(2) 民主党の考え方

ガバナンスの中で議論されるテーマは、その多くがこれまでもずっと議論されてきたものですが、今回の会社法制の見直しの議論は、民主党から公開会社法の提言が出されたことが契機であったと言えます。先ほどから申し上げておりますように、民主党政権が誕生する前から、上場会社法制、ガバナンスについての提言などは各方面から示されていましたが、政権与党である民主党がこの問題についてどのような考えをもっているか、2009年に公表されている民主党の公開会社法の提言¹⁹⁾の中でどのような考えが示されているか、についても、少し見ておきたいと思います。

民主党の考え方がいい、悪い、ということをここで議論するつもりはありま

¹⁵⁾ なお、証券取引所が上場企業・投資家に提供するサービスの一つとして、Reputation Capitalの提供を挙げ、上場基準によって上場証券を選別することで一定程度の質が確保されていることを保証することを紹介するものとして、加藤貴仁「証券取引所と上場企業の管理」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論 下巻』687頁（商事法務、2007年）がある。

¹⁶⁾ 経済産業省「今後の企業法制の在り方について」（図表1-③）3-4頁。

¹⁷⁾ 経済産業省・前掲注16）6頁，32頁以下。

¹⁸⁾ 経済産業省・前掲注16）7-8頁。

¹⁹⁾ 民主党・公開会社法プロジェクトチーム「公開会社法制（仮称）に向けて」1頁<http://www.nikkei.co.jp/hensei/comp09/pdf/comp09_2.pdf>（2011年4月15日最終アクセス）。

せん。むしろ、民主党のペーパーに示されている問題意識、この問題意識に対して、今回、会社法制部会としては、議論の上で、一定の回答を出すことが求められているのではないかと、そういう観点から、検討しておこうと思う次第です。

民主党の考え方は、2009年のペーパーでは、民主党は「企業の活動については自己責任と自由意志（ママ）を基本とし、透明で公正なルールの下で正しい競争が行われるべき」という原則を示しています。そして「企業にも一定の社会的責任が当然ながら存在しており、野放図な行動は許されていない」けれども「しかし、現在における日本の企業の行動が、適切なルールの下で行われているとは言い難い。続発する企業の不祥事を検討すると、個別企業の事情を超えて、適切な情報開示や企業統治を担保する仕組みが、法的に不十分なことに行き着く。これには改正会社法下の政府の政策が、企業経営者の自由化（ママ）のみを一方向的に推し進め、それに伴うべき責任と規制のあり方が不十分なところに根本的な原因がある」としています。

そのような問題意識から、「民主党は、企業の活動に関して、現状に見合った適切なルールの制定と執行を早急に行うべきとの結論にいたった」とまとめています。「これに対して、『経済活動への規制の強化であり、時代に逆行している』という批判が一部に存在するが、『事前規制から事後監視へ』との流れに沿ったルールづくりであることを申し添えておく」というのが民主党のペーパーで示された問題意識、方向性です。

(3) 法務大臣の諮問

2010年2月の法務大臣の諮問（第91号）は、「会社法制について、会社が社会的、経済的に重要な役割を果たしていることに照らして会社を取り巻く幅広い利害関係者からの一層の信頼を確保する観点から、企業統治の在り方や親子会社に関する規律等を見直す必要があると思われるので、その要綱を示されたい。」というものです。ここで示されている主なポイントは、企業統治のあり方（すなわち、ガバナンス）の話と親子会社に関する規律の話の2点です。しかし、ここでは上場会社もしくは公開会社ということに限定せず、会社というように広くとらえているところが、この諮問の一つのポイントではないかと思われます。

(4) ガバナンスをめぐる問題

上場会社をめぐるいろいろな問題を考えると、いろいろな場面で究極的には

ガバナンスの問題に行きつく、といわれることがあります。具体的にどのような場面でガバナンス上の問題が現れているか、簡単に見ておきます（(図表 4) 参照）。

（図表 4）どのような問題が起きているか

- ・ 親子上場／支配株主の問題・・・子会社の少数株主の利益毀損。
- ・ 第三者割当・・・株主権の希釈化，経営陣による支配株主の選択の問題も。
- ・ 粉飾決算・・・投資者の損害，開示・監査に対する信頼低下，倒産に至れば債権者に損害。場合によっては公的資金の投入の問題も。
- ・ 会計監査人の独立性の侵害・・・財務報告・監査制度への信頼毀損。
* 会計方針等をめぐる経営陣との意見対立から会計監査人の辞任も。
- ・ 企業不祥事・・・事故，偽装，談合その他，隠蔽や証拠改ざん等。
- ・ マネージメント・バイアウト（MBO）・・・経営陣と株主との間の利益相反。
- ・ 買収防衛策・・・経営陣（取締役）の保身のおそれ。
* 第三者委員会の活用にも法的な限界あり。
- ・ 役員報酬・・・業績と見合わない過大な報酬の問題。
- ・ 取締役会と経営陣の一体化・・・取締役会の監督機能の不全。

2007 年ごろには，親子上場についての議論がメディアをにぎわせることがあったことを覚えておられる方も多いと思います。支配株主の問題と言っているかもしれませんが。そこでは，子会社の少数株主の利益が毀損されているような実態が日本にはあるのではないかと，そのような問題に対し，どのような法的手当てがあるのか，という問題が浮上したと思います。経済界の中では，親子会社法制に関して問題はないという意見²⁰⁾もありますが，投資家などからは問題の指摘が具体的にあります²¹⁾。ここは，ある，ないということが問題なのではなく，そのような問題が仮にあった場合に，どのような法的な対応，手当てができるのか，法的制度は整っているのかという問題を，そこは冷静に客観的な議論をしていく必要があるのではないのでしょうか²²⁾。問題はないから何もしなくていい，

²⁰⁾ 日本経済団体連合会「企業の競争力強化に資する会社法制の実現を求める～会社法制の見直しに対する基本的考え方～」(図表 1-⑧)。

²¹⁾ 例えば，東京証券取引所「東証上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する投資家向け意見募集に対して寄せられた意見の概要について」(2008 年)。

²²⁾ 金融庁・前掲注 10) 7-8 頁，経済産業省・前掲注 16) 21 頁等。なお，IOSCO Technical Committee,

という主張もあるようですが、そうではなく、会社法制部会では会社法制のあり方を議論としていますので、やはり、そういった問題が起きたときの制度基盤は十分かを検討することが必要というべきでしょう。もし法的な手当てが不十分であったり、またその予防の仕組みがないならば、法制度を整備すべきです。そうでなければ、日本は安心して上場会社に投資できる投資環境にはない、ということになってしまい、海外からだけでなく国内からも投資できない市場ということになってしまいます。

第三者割当については、大幅な希釈化の問題があります。極端な事例では、たった一回の第三者割当増資で新たに親会社が出現するというようなものがこれまでもありました。件数が多いわけではないですが。第三者割当について、最近、証券取引所の規則²³⁾や金商法の開示ルール²⁴⁾等の手当てがなされてもいますが、こういったこともガバナンスの問題の一つとして問題視する見方が投資家側にあります²⁵⁾。

粉飾決算は、改めて述べるまでもないのですが、この他に、監査をめぐる問題として、インセンティブのねじれなどがあります。決算・監査に関して、適正な決算・適正な監査のための法制のあり方ということが、今回は改めて議論されなければいけないだろうと思います。会計監査人の独立性の問題ということもできますが、例えば会計方針をめぐる経営陣と対立して監査人が辞任する、または解任されるという事例があるようです。表に出てくるのは氷山の一角ではないか、という不信感が払拭されないとすると、財務報告・監査制度への信頼が揺らぎかねないという問題につながります。

企業不祥事の問題もありますが、他に MBO などについて、経営陣の利益と株主の利益との間での利益相反の問題などが指摘されます²⁶⁾。これは開示のあり方だけで解決できるものではなく、ガバナンス上の問題として考える必要があります。

“Protection of Minority Shareholders in Listed Companies” (2009) も参照。

²³⁾ 東京証券取引所『「2008年度上場制度整備の対応について」に基づく上場制度の整備等について」(2009年)。

²⁴⁾ 「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令」(平成21年内閣府令第73号)による「企業内容等の開示に関する内閣府令」(昭和48年大蔵省令第5号)の改正。

²⁵⁾ Asian Corporate Governance Association「日本のコーポレート・ガバナンス改革に関する意見書」(図表2-⑩)15-19頁。

²⁶⁾ 経済産業省・企業価値研究会「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する報告書」(2007年)。

す。日本の場合はガバナンスが十分ではないから、利益相反の問題の解決が十分に図れないのではないかと、という問題意識です。

買収防衛策の議論は、最近ちょっと下火になっていますが、経営陣の保身の問題として、ガバナンスの問題と言えます。事前警告型買収防衛策において、第三者委員会の活用が一般的ですが、(社外取締役などが各社とも非常に少ないために)経営陣から独立した取締役などで構成する委員会を使おうと思っても使えない、しかし、経営陣が選んだ第三者委員会で本当にきちんと判断ができるだろうか、というところに、買収防衛策をめぐる投資家からの不信感や不満があると言えます²⁷⁾。

経営者の報酬の問題や取締役会の監督機能の不全といった問題などは、これから日本の中で見直しをしていかなければいけないところだと思います。

3 コーポレート・ガバナンスの意義（経営のモニタリング）

(1) ガバナンスの意義

ガバナンスの目的は、すでに論じられたところでもありますが、企業経営の効率性と健全性にあり、それは両方とも重要なもので、どちらか一方に偏ってはいけないものです。やはり、それらのバランスのよい達成が必要です。そのためシステムを組んでいくことが、コーポレート・ガバナンスのいちばん重要なポイントではないでしょうか。

経営が効率的に行われ、企業が持続的な成長を図っていけるようにすること。これはガバナンスの一つの大きなポイントですが、注意すべき点があります。時折、業績がいいのなら経営の監督、ガバナンスなどはあまり問わない、という意見などを主張される方が一部にいます。しかしこれはおかしいです。きちんと考えなければいけないのは、たまたま今もうかっている、いま経営の業績がいいといっても、暴走する恐れ、リーマン・ショックではありませんが、過大なリスク・テークをするようなおそれがあります。ガバナンスが効いていることにより、そこに一定のブレーキがかかり、やりすぎにならないようになる。そういった意味で、業績が良くても経営の監督は必要です。

当然、業績が悪い会社であれば、不正をしたり粉飾したりするおそれがある

²⁷⁾ 東京証券取引所「M&A をとりまく現状に関する投資家意見の概要——買収防衛策を中心に——」13-14 頁（2008 年）参照。

ので、そういったときにこそ、ガバナンスがうまく効いて、これらを事前に防止したり、早期に発見されるような仕組みを持つこと、最悪の事態にまで行かない段階で企業が自律的に問題解決を図ることが期待できるような仕組みを入れていく必要がありますので、その点でガバナンスが重要なのです。

企業経営の健全性、経営の適正化の点からは、違法行為・不正行為というものがあれば、それは早い段階で見つかる、またその拡大を防止することが必要です。上場会社としては、自律的な問題の予防・解決の仕組み（自浄能力・自己改革能力）を具備することが求められる、というように考えることができます。システムとしてチェック機能が働き自律的に問題に対応できる仕組み、企業経営が健全であるためには企業の内部に自律的に問題を解決できるような仕組みの、機関構造になっていることが、まさにガバナンスのポイントとして重要ではないでしょうか²⁸⁾。

(2) 監督の仕組み

経営の監督のルートとしては、まず取締役会を通じて経営陣に対する監督を図る仕組み、また監査役を通じた業務監査または会計監査の仕組みがありますが、それぞれのルートが本当にきちっと機能しているかどうか。法制面での問題はないだろうか、そういうところがまさにいま会社法制部会の中で議論されている、またされるべきところだと思います。

次に、株主総会を通じた経営の規律。株主総会の権限というのは日本の場合は非常に強いのですが、そこは取締役会を通じた監督に比べると若干劣るといえるか、内在的な問題があるのではないかと、後ほどもう少しコメントを述べさせていただきますが、そのように、株主総会を通じたチェックにはやはり限界があるため、基本的には取締役会を通じた規律がきちんと機能することがまず大事であり、それが機能することを前提として、いわば補完的に株主総会を通じた規律が働く、そういう組み合わせが制度としていいのではないかと、という考え方を後ほど紹介させていただきます。

他に上場会社で言えば市場を通じた規律または支配権市場（M&A）を通じた規律というものがあります。

これらのものについて、もしかしたら、日本では、実はいずれもあまりうま

²⁸⁾ 経済同友会「日本的コーポレート・ガバナンスのさらなる深化」（図表2-②）4頁。

く機能していないのではないかと、そういう現状認識を持つ方もあるのではないのでしょうか。ガバナンスの議論では、そういう観点をも踏まえて、会社法制への信頼を確保するためには何が必要か、が議論されているところなのだろうと思います。

4 監督機構をめぐる実務上の問題

(1) 取締役会をめぐる問題

取締役会をめぐる監督機構上の問題を考えると、社長を頂点とした業務執行者は、社長、副社長、専務、常務といった職階制上の上下関係にあるため、そのような職階制度上のピラミッドがそのまま取締役会に反映されているというような場合に、例えば「下位」の者が、「上位」の社長に対して取締役会で物申すことを期待できるのでしょうか。また、業務執行者の間で、お互いに遠慮しあってしまうことはないのでしょうか、また問題があったときに初期の段階でそれを指摘できるような制度環境になっていると言えるのでしょうか、こういった問題が指摘できると思います。この部分は、人を分離すること、業務執行者と取締役会の構成員とを分けることにより、監督を効かせることができるのではないかと、ということが、モニタリング・モデルの考え方です。

監査役設置会社、委員会設置会社という二つのガバナンス・モデルがありますが、人事や報酬について、委員会設置会社では指名委員会、報酬委員会という形で委員会が設置されますが、監査役設置会社ではこの面についての監督、規律は、どのようなものがあるのでしょうか。もちろん監査役設置会社でも任意に諮問委員会などを設置してやっているところがありますが、中には外見を整えるにとどまっている事例もあり、現在のように、任意に任せるだけで、本当に実効的な監督制度は実現できるのでしょうか、そのことを考えておく必要があるはずです。

他方、いま申し上げた点について補足すれば、日本では任意の委員会を使おうと思っても法的にはなかなかうまく機能しないこと、法的な位置付けが必ずしもクリアでないというか、より正確に言えば、そのようなものは正式な機関として位置付けてくれないため、真面目にやろうと思っても、なかなかうまくいかないという問題もあります。会社が任意に設置した委員会を通じて、意思決定の透明性、客観性、公正性を図ろうとしても、それを真面目に会社がやる

うとしても、それが法的には中途半端な位置付けしかない点は問題と言えます。会社法制部会では、こういった問題を解決するための方策なども議論されるべきではないでしょうか。取締役会に対する懐疑的な見方も一部に強いですが、他方、自発的に取締役会の方で、このように委員会を設置してやろうとしたときにも、それがうまく機能しない制度環境があるのであれば、法律の方に問題があるということになるはずです。そこは、法制上の問題をきちんと議論して解決していかなければならないのではないのでしょうか。

(図表 5) 監督機構をめぐる問題

■ 取締役会をめぐる問題

- ✓ 業務執行取締役ばかりの取締役会による監督は「自己監督」では？
- ✓ 社長を頂点とした社内の役職上のピラミッドがそのまま取締役会に反映されていると実効性のある監督は困難では？
- ✓ 監査役設置会社で、取締役らの人事・報酬面での監督機能は？
- ✓ 意思決定の透明性・客観性・公正性を図るための委員会の自発的な活用に法的障害はないか？
- ✓ 取締役会の決議事項は詳細で経営会議等での審議と重複して非効率では？

■ 監査役をめぐる問題

- ✓ 監査役の人選は実質的に経営トップが決定しているのでは？
- ✓ 監査役を支える人材・体制は十分か？
- ✓ 会計監査について、いわゆるインセンティブのねじれ（後述4(5)）
- ✓ 監査役監査と内部監査との重複 ⇒ 監査役と内部監査の連携の問題

■ 株主総会をめぐる問題

- ✓ 株主総会の形骸化（株式の持ち合い、株主総会の集中など）

取締役会の決議事項については、昭和56年の商法改正で明記して、かなり厳しくしたという経緯があるのですが、実態を見てみると、取締役会の決議事項と経営会議その他の社内の会議体での決議事項の間には、かなり重複があり、重複によって意思決定が遅くなることや、非効率だというデメリットが生じています。ここは、もっと重要な事項に取締役会の決議事項を絞り込んで、取締役会の役割を監督と会社の重要な方針の決定などに集中するのがよいのではないのでしょうか。業務執行面の細かい事項、具体的な事項は経営会議などにもっともっと権限委譲できるようにすることで、企業経営の効率化が一層推進され、

迅速な意思決定と執行が可能になるのではないのでしょうか。

(2) 監査役・会計監査人をめぐる問題

監査・会計をめぐる問題のところでは、監査役候補者の人選なども、実質的には監査役自身というよりも、むしろ経営のトップなどが次の監査役候補者を決定している実情があり、その意味で、監査役に本当に独立性があるのかという問題意識は指摘しておいていいでしょう。また、監査役を支える体制は人材面でも十分とはいえません²⁹⁾。ここは法律というよりは実務的な対応の問題として残っている問題です。

また、インセンティブのねじれについて、今回の法改正の議論の中で十分に検討しなければいけない問題だろうと思います（後述します）。

日本の監査役の実務は、歴史的な経緯でこうなっていますが、内部統制、内部監査というものがなく培われてきた監査役の実務・慣行ですから、内部監査とどうも重複が生じているという問題もあるようです。それぞれの担当範囲、すみ分けを考え、監査役が本来やるべきものと内部監査がやるべき問題というものを、もう少し整理しておく必要があるはずですし、それと同時に、両者の連携の問題を検討する必要があると思います。

株主総会をめぐる問題としては、形骸化、持ち合い、株主総会の集中日という問題がありますが、こちらについての問題点も、ガバナンスの中では考えていかなければいけないものです。

(3) 株主総会を通じた規律と取締役会の監督機能

（図表6）では、取締役会を通じた監督と株主総会を通じた監督・規律について比較してみました。例えば、ブルドック・ソース事件³⁰⁾は、株主総会を通じて買収防衛策の発動を承認した事例ですが、果たしてああいう形が本当にいいのかという問題とも言えます。

取締役会の構成員は、当然、善管注意義務・忠実義務を負っていて、守秘義務があります。しかし、株主総会について考えれば、株主にはこのような法的

²⁹⁾ 日本監査役協会「2007年における監査役及び監査委員会制度の運用実態調査」（2007年）によれば、監査役設置会社における補助使用人の設置率は53.2%にとどまるとともに、補助使用人の人数については、平均2.2人（うち専属者1.1人、兼務者1.0人）である。日本監査役協会編『監査役会・監査委員会の実態——日本企業の企業統治の現状——』別冊商事法務322号44頁（2008年）。

³⁰⁾ 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁。

義務はありませんし、会社の競争事業者ですら株主になれるわけですから、(会社の利益を害しないために)株主に対して提供できる情報には質的にも量的にも自ずと制約があります。センシティブな情報は株主総会において開示できません。そのような限られた情報だけをベースにして、どうやって株主は十分な検討を行うことができるというのでしょうか。株主総会で十分な審議を尽くすことができるかと期待するのは、現実的な考え方ではありません。

構成員の人数の面でも、取締役会では特定された少人数であり、また手続的な意味でも招集は容易です。そして、実質的な審議に長時間充てることができます。これに対し、株主総会はほぼその逆になっていますので、取締役会を通じたチェック機能もしくは審議や意思決定と比べて、株主総会を通じたチェック機能や審議・意思決定には限界があるがあることが明らかです。やはり、取締役会が機能することが望ましいと言え、その補完として株主総会によるチェックがあるという組み合わせが合理的と言えます。株主総会は、取締役会における決定やその監督を承認することや、それに信認・支持を与える、そういう組み合わせが権限分配としては本来妥当であり、本来あるべき姿というべきではないのでしょうか。

(図表 6) 取締役と株主総会の対比

	取締役会	(上場会社の)株主総会
構成員・法的義務	取締役は善管注意義務・忠実義務を負う。	株主には特段法的義務はない。株式は市場で売買され、競争業者も株主に。
人数	特定少人数。	不特定多数(基準日により株主を特定)。
招集	招集手続は簡略化が容易。	招集手続は厳格・簡略化が困難。
審議	実質的な審議が可能。	議案の説明・質疑と採決。
審議時間	長時間の審議可能。	長時間の質疑には適しない。
守秘性	取締役には守秘義務あり。	株主には守秘義務なく、守秘性の維持は不可能。

日本の株主総会は、比較法的に、権限が強すぎるのかもしれませんが、そういったことは会社法制の議論の中できちんと認識した上で、検討が進められる必要があると思う次第です。

(4) 取締役会の監督機能の強化

そのような観点から言えば、取締役会の監督機能の強化が重要になってくるわけですが、どのようにしたら実効的な監督機能の強化を実現できるでしょう

か。

国際的にも、取締役会の独立性の強化が一つの流れであり³¹⁾、最大のポイントは、執行と監督の分離ですので、人的な構成の面を見直していく必要があるというべきです。業務執行者自身と、監督者である取締役会のメンバーとがほぼ完璧に重なっているのが現在の日本の状況ですが、執行と監督の分離のためには、取締役の社外性、独立性の問題、業務執行者以外のメンバーが取締役会に入ってくるのが重要になってくると思います。

ただし、ここで追加コメントとして申し上げたいのは、この分野の議論は、個々のメンバーの独立性や社外性の定義などの形式的な議論にばかり偏っているきらいがあり、議論の方向がちょっと違うのではないかと、という疑問があります。本来は、取締役会がその機能を実効的に果たしていく上でどういうメンバー構成がいいのか、そういう観点から、もう少し実質的に考えていくことがいいはずで、仮に一人、二人、少し独立性に疑問があったとしても、ある程度まとまった人数の、独立性のある社外者がそのメンバーである取締役会という会議体があり、それを全体として見た場合に、そのような構成員であれば実質的に独立性も認められ十分に機能すると期待できる、という場合もあるはずで、ところが、一人、一人のメンバーの属性ばかりをことさらに強調し、特にその形式面ばかりを議論するのは、典型的な「木を見て森を見ず」という議論に陥っている、ともいうことができます。もっと実質を考えるべきではないか、という問題提起させて頂きたいところです。

経営トップと取締役会の議長の分離についてどのようなルールがいいのかなど、海外では議論が盛んになされていますが、こういう問題点も今後検討が必要でしょう。ただ、それは法律でやるよりは、むしろガバナンス・コードや取引所の規則などを通じてやる方がいいのではないかと、思います。

取締役会の役割の見直しのところについては、既にお話をさせて頂いたところですが、最後に、取締役会のメンバーから代表取締役を選ぶという今の法制が本当に必要なのかについて問題提起したいと思います。

取締役会は経営の監督機能に重点があり、業務の執行は取締役会が選んだ人が執行するというように権限分配をすることが本当はいいのではないかと、考

³¹⁾ IOSCO Technical Committee Report, “Board Independence of Listed Companies” (2007) などを参照。

えておりますが、そうだとすれば、次に、委員会設置会社において代表執行役や執行役は取締役会のメンバーである必要はなく、単に取締役会によって選任される、とされているのと同様に、監査役設置会社においても取締役会によって選任されるとだけ定めればよく、取締役でなければ代表者になれないとする必要は本来ないはず（代表取締役という地位ではなく、代表執行役員でよい）。法制的な理由から現行制度がこのようになっているとしても、ここの部分を見直すことにより、取締役会をめぐる制度は大きく変貌し、機関設計がしやすくなるのではないのでしょうか。

実態面を考えてみても、日本のように終身雇用の下では、会社員としてはまず取締役となることを目指し、取締役になってからでない社長にはなれない、という発想があります。取締役会のメンバー、その定員が近年減少し、その定員数が限られてくれば一層のこと、そこに社外の間人が入ってくるのは何事だ、という反発、心理的なものかもしれませんが、そういう強い抵抗意識があると思います。取締役会のメンバーと業務執行を行う経営陣との二つは別だと考えれば、出世という意味でトップを目指す上で、必ずしも取締役会のメンバーになる必要はなくなります。そうすると、取締役会のメンバーに社外の人が入って来ても、出世という観点からは、それは然程の重大事ではないことになると思われま。そういう方向に進めば、業務執行の中の職階制上の上位を目指す上での障害という認識はなくなり、社内での抵抗感というものはかなり減少するはず。このあたりをもう少し考慮しないと、いつまでたってもこの議論が解決を見ないのではないかと、思われます。

もう一つは、社外取締役について、会社のことを分からない人間などがどうして取締役会のメンバーになり、重要な意思決定に加わるのか、という話が繰り返されますが、権限分配の問題と関連させて考えることができます。業務執行上のオペレーショナルな細かいことについては、確かに実際に業務を担当している者の決定に委ねるのが合理的ですが、ここで取締役会の法定決議事項を見直していき、経営の基本に関わる重要な事項に決議事項が絞られるとすればどうなるのでしょうか。本来、取締役会は会社の事業計画・経営計画などの根本的な方向性、また全社的な観点からの経営方針の決定などに専念する機関というように見直されるならば、戦略的な決定のしやすいメンバー構成や機関構造になっていく、というように、取締役会が変わっていく余地があり、社内の者

である必要は大きく減少するのではないのでしょうか。ガバナンスの議論は、機関の権限分配の視点が重要ですので、社外取締役の議論も、その視点とともに議論していくべきではないか、ということをお願いしたいところです。

(5) 監査（業務監査・会計監査）の質的向上・信頼性向上

時間が押しているので急ぎます。監査についてですが、監査役による業務監査、それからインセンティブのねじれのうち、後者のインセンティブのねじれの方についてだけ簡単にコメントしたいと思います³²⁾。

ご案内のとおり、現行制度上、（監査役設置会社について）会計監査人の選任議案や報酬について、取締役会が決定し、監査役会・監査役には同意権があるのですが、監査される側が監査する側の会計監査人の選任や報酬を決定する制度でいいのか、という問題意識から、現行の監査役側の権限を同意権から決定権に変更すべきではないかという問題がインセンティブのねじれの問題です。

実質的には同意権だけでも機能する、などという議論もありますが、決定権への変更に対抗するための理由として、決定権に変更することは業務執行に関する意思決定の二元化につながるため妥当ではない³³⁾、というものがあります。考えてみると、この反対理由は、本当にそうなのか、どこかおかしいのではないかと、思うところがあります。

反対論は、むしろ会計監査に関する決定自体を、まさに監査される側の経営者もしくは取締役会の方に集約するのが妥当だという考え方になりますが、このような一元化の考え方でいいのでしょうか。監査の独立性の確保という考え方に逆行するのではないのでしょうか。本来であれば、会計監査のプロセス全般を監査役がきちんとオーバーシー（oversee）するのが妥当である、と考えるならば、（そこに経営陣の方から意見を言うことができるプロセスがあってもいいのですが）監査される側の経営陣が報酬等を決めるのが当然だ、経営陣が会計監査人の候補者を決定するのが当然だ、と言えるのでしょうか。そのところはよく考えておく必要があると思います。

このような二元化につながるという批判については、ここはむしろ二元化し

³²⁾ 業務監査についての問題意識として、監査役の権限、監査役の地位の独立性確保のための法制度があるが、実情はどうか、という点と、経営陣の選任・解任権がないため、監査の実効性が乏しいとみられているのではないかと、という点を指摘予定であったが時間の関係上省略した。

³³⁾ 例えば、日本経済団体連合会「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして【主要論点の中間整理】」（図表1-⑦）11頁。

ている方が合目的的であり，監査役側が主体的に決定権を持って監査プロセスをオーバーシーできる方が適切，合理的であり，むしろここを（経営陣側に）一元化しろという方が，監査の独立性を害する点でその本質に反するのではないか，そのような問題意識をも持って，この問題をよく検討する必要がある，と問題提起をさせて頂きたいと思っています³⁴⁾。

最近よく挙げられるように，監査費用について監査役が権限を持っていることの延長として，会計監査人の報酬についての監査役の決定権が基礎づけられる，という考え方³⁵⁾もありますし，これも説明の補強になるのだろうと思うのですが，二元化がむしろ合理的ではないか，という面から問題を考えていくべきではないか，と問題提起させて頂きたいと考えている次第です。

5 まとめ

時間が過ぎてしまいましたが，コーポレート・ガバナンスについて簡単に最後にまとめておきたいと思います。

ガバナンスの目的として，会社の内部に，自律的に健全性を図るような体制，業務の効率性を図るための自律的な体制，そういう健全性や効率性・業績向上につながるような体制，システムを会社の機関構造の中に組み込むこと，と考えるべきではないでしょうか。取締役会のメンバーは業務を知っていなければできないのではないかと，とか，社外取締役は会社のことを知らないから業績向上につながらない，というようなところで議論が止まってしまうのは残念です。そうではなく，会社の機関構造はどのようになっているのが望ましいか，妥当なのか，そういうあるべき姿の議論を踏まえて，機関構造についての問題を考えていくのがいいのではないかと，という趣旨です。

次に，上場している以上，資本市場，証券市場との関係はきちっとしなければいけないはずで。経営は株主・投資家の信任の上に成り立っているということ，そういうことからすれば，市場から評価されるような，上場会社制度に

³⁴⁾ 清原健「会社法制のあり方をめぐる議論と上場会社のコーポレート・ガバナンス」会計情報413号6頁（2011年）。

³⁵⁾ 例えば，日本監査役協会・コーポレート・ガバナンスに関する有識者懇談会「上場会社に関するコーポレート・ガバナンス上の諸課題について」（図表1-⑩）56頁（大川委員意見），友永道子（日本公認会計士協会副会長）「監査人の選任議案・報酬の決定権に関する論点等について」（法制審議会会社法制部会第2回会議・参考資料8）1-2頁（2010年）。

なっていかなければそもそもおかしいはずです。

実際の事業運営上、その事業の顧客、関係するコミュニティや社会から、会社の事業自体が評価されているかどうかは、いわばオペレーショナル、業務執行の分野での話です。ガバナンスは、そのようなオペレーション、業務執行のための資金を投資家が提供をして、その経営を委ねているので、そのような資本提供者の側から見た会社の機関相互の関係についての問題ですが、そういう根本の部分、まさに資本主義の根幹の部分についての理解や視点が、もしかしたら日本では少し足りないのではないのでしょうか。日本のコーポレート・ガバナンスの議論の中で、私が疑問を抱いているところです。

今後、ガバナンス原則、ベスト・プラクティスの策定などに向けた議論がなされると予想されますが、市場・投資家との関係というものを十分に考え、これを重視した上で議論が進んでいけばいいと思っています。

資金は、国内外を自由に動き回りますから、そういった意味で国内外両方の投資家、双方の支持をしっかりと集められるような、そういった法制度の整備につながる議論が必要です。どうしても日本では国内だけの問題に目が行ってしまいます。もちろん法制度ですから、これまでの歴史的な背景というものを十分考える必要がありますし、各国法制に違いがあることは当然なのですが、国際的に共有されている理念、考え方というものに対して、どうして日本が背を向けていられるのでしょうか。ここの部分をまさに正面からとらえて制度を組み立てていかなければいけないはずで、内向き志向の克服も今回の議論のポイントの一つだと思います。

グローバル経営を追求するのであれば、日本企業が内にこもっているのではなく、海外とも共通する考え方を持った上で、経営の中にも多様な考え方が反映される仕組みを取り入れることが必要なはずです。今日は触れませんが、取締役会のメンバーについても多様性という問題を、言語の問題、出身国の問題、それから女性の取締役も含めて、考えていく必要があります。残念ながら、我が国の状況は、まだそういう議論ができるところまで来ていません。日本人の男性、しかも業務執行者だけで構成されている現状の取締役会、そういう内部のメンバーばかりという状況がこのまま続くことでいいのか、国際競争力という面からも考えるべきではないか、問題提起だけですが、述べさせて頂きました。

最後に、少し付言させて頂くと、ガバナンスの問題については、法律の強制で本当にうまくいくかと言えば、そうではないのではないかと。法的な強制は、(最低限のルールを一律に守らせる上で必要でもありますが) 形式的なルールを守るだけで実質を伴わないことになる場合もあり、そうなったのでは、法規制は有害な結果にもなりかねません。どのようにしたら日本の上場会社のコーポレート・ガバナンスが機能している、うまくワークしていると言えるようになるのか、そういった観点から、法による規制とそれ以外のルール化という手段の問題をもあわせて、議論していくことが望ましいと考えている次第です。

時間がオーバーしてしまいましたが、第一部の私の方の報告を終わりたいと思います。

(拍手)

司会：清原先生、どうもありがとうございました。コーポレート・ガバナンスの議論の状況から具体的な改正の方向性についてまで、広範に論じて頂きました。

Ⅱ 会社法制見直しの現状

司会：引続き早稲田大学教授 上村達男先生より、先生ご自身が法制審議会の会社法制部会のメンバーとして参加されているということで、実際の法制審議会での議論がどのような形になっているのかについて、お話し頂きたいと思いません。よろしくお願いします。

上村：ただいまご紹介頂きました上村です。今日の企画は「Law & Practice」というロースクールの学生たちが企画してつくっている雑誌の企画です。ロースクールは皆さんご存じのように、試験のことしか考えていない、あるいは考えざるを得ないという状況になっていますが、その中で雑誌をつくり、こういう企画をし、こういうことのために時間を使っている学生たちがいる。私としてはそういう心意気に反応しなければいけないと思い、喜んで今日の役を引き受けさせて頂きました。

今日は清原先生と一緒にこのような場に出られることをたいへん光栄に思っ

ています。清原先生はガバナンスが趣味だという方です（笑）。

1 法制審における審議の状況

私は法制審会社法制部会の委員になっていますが、私自身が独立役員のような存在で、法務省から歓迎されて委員になったわけではありません。そういうのは割と珍しいのです。その代わりに自由に発言していきまして、また実名入りの議事録が出ていますので、かなり話がしやすいというか、居心地が良いという感じなのです。私は気が弱いので、事前の説明とか相談とかを受けますと、ついシンパシーを持ってしまいますが、そういうこともないのでかなりスッキリしています。法制審のガバナンスという観点からは、自分で言うのもおかしいのですが、興味深い現象なのではないでしょうか。



法制審のガバナンスという観点からは、自分で言うのもおかしいのですが、興味深い現象なのではないでしょうか。

会社法改正がなぜこの時期に必要なのかということについては、少し大げさな言い方ですが、60年遅れの戦後改革ということを前から言っています³⁶⁾。60年前に何があったかということ、財閥を解体し、持ち株を放出し、そして独禁法を制定し、証券取引法を制定し、そして商法を大改正した³⁷⁾。この時の理念は証券民主化、経済の民主化。それはどういうことかということ、企業社会と市民社会を結び付けるのが証券市場であり、それを担うのが証券業者であるという理念でした。

もちろんその時点では証券市場はもう壊滅していて、なかったわけですから、理念倒れに終わったわけです。しかし、証券市場というものを使う仕組みであるはずの株式会社が、証券市場の規律という発想を持たないままにこれを使いまくって、案の定、巨大なバブルを産み挫折し、そしていま再び個人や消費者、市民、労働者、株主とか、そういう概念とともに、そして資本市場とともに株

³⁶⁾ 上村達男「経済教室 会社法制の行方改革の焦点（上）証券法制との一体化急げ」2010年4月13日日本経済新聞朝刊27面。

³⁷⁾ 戦後の経済改革につき、上村・前掲注36)参照。更に、戦後占領期における商法大改正（昭和25年改正）につき、上村達男「占領と会社法改正——今日的意義」ジュリ1155号21頁（1999年）参照。

式会社制度を見直すべき、そういう時期にあります。そういう意味で今行われるべき会社法制改革とは、こうした60年遅れの戦後改革というほどの大きな位置付けの下になされるべきであると思っております、そういうことを公開会社法の話という形でいろいろと申し上げてきたわけです。

それがひょんなことから平成22年1月の日経新聞に公開会社法をやるという話が出て³⁸⁾、皆さんびっくりされたわけです。その後ですが、公開会社法にとっては金商法と会社法の調整、つまり金融庁と法務省の縦割りの打破がもっとも重要なのですが、法務大臣の諮問はガバナンスや企業統治等でして、この「等」の中に入る可能性はあったと思いますが、現状はそうなっていません。会社法の見直しではなく、会社法制の見直しと言っているのも、必ずしも会社法だけではないということですが、金商法と会社法の調整に関する問題は、正面から論じないことになっています。

ただ、現行法の見直しとして、その他、見直さなければならない事項があれば何でも議論の対象にすることにはなっていますので、そこで議論になる可能性はありえたわけです。法務大臣も追加諮問があり得るとおっしゃっていました。しかし、参議院選挙で民主党が負けたこともあって、最初は2、3年あるいは3、4年かかると言われていたものが1年でやるということになっています。基本的には、ガバナンスと企業結合を中心にやろうということになっています。

ただ、公開会社法が一つのきっかけになり、ガバナンスや企業結合の話が、いま現に行われているということは、それなりの意味はあるかと思っています。公開会社法の話がなかったら、今、会社法制の議論を法制審でしていなかったでしょうから。二つとも大事な問題ですから、少しでも進展すれば、それはよかったですのではないかと思います。

今月(2010年12月)の22日が年内最終の会議で、そこで企業結合に関する問題の残りとその他事項を検討することになっています。私は公開会社法について、大上段から振りかぶるような話はしませんが、金商法と会社法の現状をめぐる問題点を浮き彫りにしたペーパーを提出するつもりです。昨日、岩原(紳作)部会長に送ったところという、微妙なタイミングです³⁹⁾。

³⁸⁾ 2010年1月5日日本経済新聞朝刊1面。

³⁹⁾ 上村達男「会社法と金融商品取引法——その現状と課題——」(法制審議会会社法制部会第8回会議・参考資料18)(2010年)。

この話は始めると切りがないのですが、現行法がどうなっているかということだけ少し申し上げておきたいと思います。公開会社法の話は実定法解釈論としても、どうにもならないところに来ていることを明らかにしようというわけです。例えば現行法は、有価証券報告書提出会社に決算公告の適用がありません。これは会社法の明文規定があります（会社法 440 条 4 項）。ただ、決算公告は、貸借対照表、損益計算書の公告ですが、そうすると有価証券報告書のうちの貸借対照表、損益計算書の部分だけが会社法の代わり、つまり会社法的位置付けで、同じ有報を EDINET で見ている、その部分は違う。つまり、一つの有価証券報告書の中に、会社法でもある部分と金商法だけの部分がある、ということになるのでしょうか。もう有価証券報告書を丸ごと情報開示文書だと思えるのが当たり前ですね。

電子公告については、公告内容は貸借対照表、損益計算書ではなく、「その内容である情報」となっていて（会社法 440 条 3 項）、現実にはこれは中小企業向けのホームページによる継続開示手段になっています。従って、その内容は既にかなり広範なものになっています。有価証券報告書はこれに代わる意味も持っているのですから、公開会社の場合には、そういうものが会社法と無関係ということになるとは思えません。

有価証券報告書の株主総会前開示も、すでに制度的には実現を見えています。現実にはやっているのは僅かですが。ここでは有価証券報告書が株主総会のための情報開示であることを金商法が正面から肯定しているのです。一般には期ずれ問題という問題意識ともかかわっていますが。

情報開示の内容面についても、最近、有価証券報告書でコーポレート・ガバナンスの状況や役員報酬の開示とか、こういったものがずっと入ってきていて、議決権行使結果も臨時報告書に開示することになっています。

そういうこともあり、有価証券報告書に書いてあることを総会で質問するというのは当たり前のことで、それに対して答えるのも当たり前のことですが、会社法的には決算公告に代わるということなので、有価証券報告書の貸借対照表と損益計算書に関する部分だけが説明義務の対象で、それ以外は対象でない、というようなことになるかということ、そんなはずはないのです。

同じく EDINET でアクセス可能な半期報告書、四半期報告書、臨時報告書あるいは TDnet 上の適時開示、これらは会社法と関係ないのでしょうか。実は有

価証券報告書というのは、こういう1年間やってきた情報開示を1年に一度、集約する年報・年鑑なのですから、そういったものと完全に切り離れた有価証券報告書というのは観念できないのです。

時間がないので端折りますが、例えば決算公告の不履行は、会社法(976条)違反だと過料100万円です。ところが、有価証券報告書虚偽記載罪は10年以下の懲役または1000万円以下の罰金(金商法197条1項1号)ということになっていて、同じ情報でありながら、この二つの間に、とても看過できないような違いが出てきています。要するに会社法は金商法に埋没しているのです。

有報は会社法の決算公告に代替するけれども、有価証券報告書の訂正報告書は代替しないということもあり得ません。金融庁によるこうした行政措置(金商法24条の2第1項)や、課徴金(金商法172条の4)とか、民事責任に関する金商法の特別規定(金商法24条の4, 21条の2)、これは有報に適用があるわけですが、こういうものもまとめて会社法上のものとして認知されたとしか言いようがないのではないのでしょうか。そうでないとしても、会社法上の制度は現実には完全に金商法上の制度の下に埋没しているわけです。

公開会社における募集株式の募集事項の通知・公告。これは払込期日の2週間前までに金商法上の募集の届出をすれば会社法の規定の適用はないことになっています(会社法201条5項)。これを受けて法務省令では有価証券届出書や、発行登録書とか、四半期報告書といったものが提出されていれば、会社法の募集事項の通知は要らないとなっていて、新株予約権についても同様の規定があります。

この場合、有価証券届出書について、有価証券報告書でもそうですが、会社情報と募集情報は一体のものであり、会社情報と切り離された募集情報だけが会社法であるというようなことはあり得ないのです。目論見書と有価証券届出書・報告書との間の情報開示がずれていたらどうなるのか。目論見書も有価証券届出書と同視しなければならないでしょう。あるいは社債の引き受けの申し込みをしようとする者に募集事項を公告せよというようなこともありますが(会社法676条)、この場合は目論見書が交付されていれば不要だということになっています。

実はその他にいろいろあります。有価証券報告書の損益計算書、貸借対照表に会社法的意義があるとしても、その書き方は何が決めているかという、金

商法の財務諸表等規則が定めているわけです。つくり方も一緒に会社法に導入しているに違いないわけですし、監査も一緒のはずです。

平成15年旧商法規則の197条では、有価証券報告書提出大会社の貸借対照表、損益計算書または連結計算書類の用語・様式の全部または一部について、商法規則の規定にかかわらず財務諸表規則または連結財務諸表規則の定めるところによればよいとされていました。実は、もうこれは当たり前だと思っている企業が過去においてたくさんあるわけです。これを復活しなくて済むのだろうか、といった問題もありますね。

その他、実は監査についてもそうですし、ガバナンスについても、先ほど清原先生がおっしゃっていますので、後で対談の時に話題になるかと思いますが、例えば東証による独立役員とか、第三者割当とか、さまざまな東証のルールがありますが、これは完全な金融庁のルールです。どうも審議会で話をしていると、若い先生方は、これは中立的な自主規制機関のルールであり、ソフト・ローだというようなことを言うのですが、これはどこから見ても完璧な金融庁のルールです。

つまり、東証のルールの変更は金融庁の認可事項であり（金商法149条）、東証は金融庁の変更命令に従う義務があり、東証の役員がこれに違反すれば、役員を解任することもでき（金商法150条）、その他包括的な監督権限（金商法152、153条等）もたいへん大きなものがあるわけです。先ほど申しました開示、会計、監査、内部統制といった問題を越え、ガバナンスの中核の独立役員のような問題も既に金融庁ルールになっていることをどう受け止めるのか、非常に大きな問題です。

とりわけ、上場規則による独立役員制度は「一般株主保護のため」とわざわざ書いてあります。これは私は東証の立場として妥当ではないと思っています。東証、金融庁のミッションは、金商法第1条に定められていますが、公正な価格形成とか、資本市場の機能とか、投資家による投資物件の真実価値の把握といった理念のためには、つまり開示、会計監査、内部統制をちゃんとやるためには、こんなガバナンスではできないでしょうと言ってガバナンスを要求するのであれば、これは可能です。内部統制の統制環境のような話として金融庁が要求するのは可能ですが、何となくガバナンスが金融庁、東証の所管事項であるというように私は思いません。

そういう意味では一般株主保護のための制度という言い方がおかしくて、資本市場を守る、投資家を守る、そのためにはそれを実行するガバナンスはこうあらねばならないという論理の立て方が必要だと思います。せめて「一般投資家保護のため」なら許せますが。何となくガバナンス、OECDのガバナンスはこうだとか、そういう話は私は金融庁、東証が担当すべきことではないと思っています。

これは先ほど少し話題になりましたが、そもそも東証のルールは証券取引法の補完だという考え方が強いのです。それから、東証が発行会社に対しいろいろとディスクロージャーの要求などをしますが、なぜできるかというところ、上場契約が根拠だというのがいまだに東証の立場のようで、そんなことはあり得ないことだと私は思います。

2 企業統治関係

(1) 労働者の監査役会参加

こういう話をしていると終わってしまうので、後で清原先生と対談でお話しできればと思っています。まず最初に、企業統治関係では労働者の監査役会参加⁴⁰⁾が大きく取り上げられ、民主党の提案は要するに労働者主権、つまり株主主権に代わって労働者主権を言うけしからんものだというようなことが言われ、あれをやらせたのは上村らしいという話になり、たいへん迷惑した経緯があります(笑)。

私は最終的な民主党の案には一切タッチしていません。そういっても法制審で何か皆さん、疑っているような顔をされていましたが、本当に全くタッチしていません。ただ、参議院選挙の結果から、この問題は自民党、公明党が賛成しなければもう通りませんので、この話は遠のいたという感じです。これを盛んに主張していた大久保(勉)参議院議員も最近はあまり熱心でないような感じがしないでもない。分かりませんが。

(2) 社外取締役の強制

社外取締役の問題と監査役の問題、取締役会の位置付けの問題は、皆、一体の問題で、後でまたお話しすることになるかと思っています。私は法制審の場でも

⁴⁰⁾ 民主党・前掲注19) 3頁。

申しましたが、そこで出てきた議論として、社外取締役の機能は助言機能、監督機能、あるいは利益相反を判断する機能と言われてきているわけです。私は社外取締役をやっていますが、助言などはできません。1カ月1回出て行って、監督もできません。これをするためにはその会社に精通していなければいけないということです。法制審の資料に精通と書いてありました。

しかし、会社の事情に精通していなければならないというような制度として社外取締役を論ずるのはどうなのか。アメリカでの議論でも、これは独立取締役の議論として論じられているわけです。そこで、おまえは社外取締役として何をしているのかということになります。ある程度のリテラシーがなければいけないとは思いますが、会社のことを知らない、そういう独立したものとして経営者の説明を聞く。そして、それを理解しようと努める。そしてそれを評価する。そして信任を与える。これが社外取締役の役割であり、その信任が与えられることにより、経営権の権威を高める。

従って、ある程度リスクな、あるいは大胆な経営判断をしたとしても、後で訴訟にでもなったときには、それがプラスになる。しかし、訴訟のことばかりを考えているわけではなく、平和時には彼は経営者のパートナーとしての役割も果たしますが、あくまでも基本的にはそういった機能は、独立性を要求する機能だと思います。私も現にそういうつもりでやっています。

日本は法制審議会や金融審議会において、社外取締役はかくあるべきだとか、それによって経営効率が高まるとか、株価が上がるとか、そういう話をしています。しかし、アメリカには法制審も金融審もないわけで、しかもアメリカの議会は、予算と税の話しかしていないと言われていたところで、会社法はそもそも連邦の権限外ですから、そこでやれることも少ないわけです。

では、いったいアメリカでなぜこんなに社外取締役が普及したかと言えば、訴訟の積み重ねです。社外取締役とは裁判官を説得する概念であり、チェーンウォールやファイアーウォールでも私は同じだと思っています。実際には大して機能していないかもしれないのですが、それをやろうとしている、努力しているという、少なくとも現場で不正を行った人間ではない管理者の責任がそれによって軽減される、あるいはなくなるという効果があるのです。

そういう意味では経営者の経営権の権威を高めることが、社外取締役の役割、機能であります。それによってリスクな判断ができる。自分を取り巻くガバ

ナンスは、比較的、厳しいものであるけれども、彼らがいま自分を一致して信任してくれているという状態、それをつくるのが独立取締役の役割ではないかと思えます。そこを抜きにした助言機能というような話は問題の本質を突いていないと思えます。

(3) 監査役制度の根本改正

それと監査役との関係です。監査役について最近の議論では、例えば経産省もそうですが、取締役会監査役合同委員会構想とか、監査役兼取締役といった話⁴¹⁾が平気で論じられております。昔は監査役が取締役を兼任するなどでもないということだったのです。それはなぜかという、そこで言う取締役というのは経営者だと思っていたからです。しかし、ここで兼任も構わないと言っているときの取締役とは、実は平取締役、つまり業務執行を担当しない裸の取締役を意味しているわけです。そうだとすると、その裸の取締役は業務執行していないのですから、監査役として大して違わないということで、そうなら一緒にいだろうという話になっているのです。

戦前は取締役と言えば業務執行者を意味していましたが、戦後は必ずしもはっきりしないままに、何となく業務執行者だと思い込んできたように思います。平取締役とは一体何なのかよく分からないのです。三越事件⁴²⁾の時の三井銀行元頭取の小山さんなどは平取締役だったのですが、本当はこれが社外取締役ですね。しかし、その後やはり取締役とは経営者だという発想から抜けきれずに、これとは別個に社外取締役という概念ができ、その関係で業務執行をする取締役、しない取締役という概念もできたわけです。そこでは平取締役とは監視・監督者でしかなく、これを強調していくと、話は従来の通念とまったく違ってきます。例えば常務取締役というのは何かと言うと、取締役という経営者が常務という経営をやっていますというのが従来の理解だったと思いますし、代表取締役は取締役という経営者の代表が代表取締役ですというのが従来の理解だったと思いますが、現実にはどうかというと、取締役の報酬や取締役の責任といっても、実は裸の平取締役が問題になっていることは普通はないわけです。業務執行の部分が常に問題になっているわけです。委員会設置会社で言えば執

⁴¹⁾ 経済産業省・前掲注16) 36-37頁。

⁴²⁾ 1982年に発生した株式会社三越における社長解任事件。当時代表取締役社長の職にあった岡田茂は、自らのスキャンダル発覚により、社外取締役の三井銀行・小山五郎らと対立し、結局、取締役会で代表取締役を解任され、その後、特別背任の罪に問われた。

行役の部分だけが問題になってきたのです。

私は、執行役員部分は執行役と紛らわしいので執行担当者と呼んでいますが、要は、常務取締役とは常務執行担当者兼務取締役のことを常務取締役と言っているのだ。総務部長取締役のような従業員兼務取締役は、総務部長兼務取締役である。これはまさにすっきりしている。

では、代表取締役は何かというと、私は代表執行担当者兼務取締役である。そして従来は、常務取締役も専務取締役も代表取締役もその業務担当者の部分についての責任や報酬を、取締役の規定を使って論じてきていたにすぎないと思います。そうすると、実は監査役設置会社でも取締役と執行者あるいは執行担当者が、実は概念上は分けられているのだということになります。結局、委員会設置会社の取締役会と執行役の関係と、監査役設置会社の取締役会と執行担当者の関係の間に、ほとんど違いはない、ということになるのです。

委員会設置会社の場合には取締役会と執行役の関係はモニター、つまり監督と執行というように一般によく言われますが、条文を見ればそうになっていなくて、業務執行の決定と執行という分け方にすぎません。業務執行の決定はすべて取締役会でそれを執行役に委譲するのだという構成になっていますから、もともとはモニターではないわけです。業務執行の決定機関です。

このように、監査役設置会社と委員会設置会社は、基本的な取締役会と執行担当者との関係において、実は相違はないのです。違いはどこにあるかということ、監査役がいるかと、三つの委員会が強制されるかだけ、ということになります。

そうすると、例えば監査監督委員会一つだけを強制して、他は導入すれば法定の意味を持たせる、あるいは任意とするというようなことが、いま話題になっております。しかし、委員会設置会社の監査委員会というのは、先ほど申しましたように監査役とないし監査委員、平取締役はほとんど同じというような話になると、私の個人的な意見ですが、合同委員会や兼務とかいうのではなく、監査委員という名前を監査役という名前に変えてしまい、今の監査役会をそのまま監査委員会に移行させてしまう、というようなことも考えられることになります。私はこれが一番すっきりすると思っております。

監査役協会などがいろいろと言っている代表取締役の解任の訴えの提起権を監査役に認めよとか、会計監査人の選任権を認めよとか、M&Aについての判断

を委ねよといったこと、これらは結局すべて取締役になりたいと言っているのに等しい主張ですので、それならそうさせたらいいのではないかと私は考えています。

結局、監査委員という名前と監査役という名前はほとんど似ていますし、監査委員会を監査役会と呼べば、これはボードの中のメンバーですから、日本の社外取締役の比率は飛躍的に高まります。国際的なガバナンスの点数も飛躍的によい点になるのではないかという感じもします。

ただ、その際に監査役に公認会計士の監査の結果の相当性というような専門性の高い評価は、もうやらせないのが前提だろうと思います。それはもう公認会計士に任せるようにすべきだと思います。そうなった場合の監査役あるいは監査役会の役割は、会計・監査に傾斜した業務監査であり、それは内部統制や内部監査とか、あるいは公認会計士の業務の評価とか選解任とか、もっぱらそういうものを担当する。その業務のための報告書は作らせる、こうなりますと、委員会設置会社と監査役設置会社の違いはなくなるのですから、実はガバナンスは一気に一本化し、非常に分かりやすいものになる。

いま議論されている合同委員会とか監査役兼取締役とか、あるいは監査監督委員会設置会社を認めようという話は、今のままの議論ですと、委員会設置会社と監査役設置会社と合同委員会設置会社と、三つ選択肢がありますということになりますが、三つと言っても実は基本的には同じですから、それを選択制にする必要は全くないと思います。機関の選択制は公開会社に関する限り、一本に収斂していくべき話ではないかと思っております。

(4) 資金調達面の企業統治のあり方

今日はガバナンスの話を中心にとということですが、その他資金調達面での企業統治のあり方として第三者割当増資について、場合によっては総会決議が必要な場合があるのではないか。あるいは株式併合によるキャッシュアウト、それから全部取得条項付種類株によるキャッシュアウト、現金対価の合併等によるキャッシュアウト。キャッシュアウトをワンセットでどう見るかということが一つ議論になっているところです。

その代わり 90%以上持っていたら、売渡請求権を会社側に認めて、キャッシュアウトのための正統的な制度を肯定した上で併合は併合の本来の機能、あるいは全部取得条項付種類株であれば 100%減資の手段等の本来の機能にその利

用を限定し、明確化していくという方向があるのではないかというような議論がされているところです。

それから、新株予約権無償割当の手続きを明確化すべきだという話も出ております。ライツ・イシューと書いてありますが、これは議論し始めると非常に大きな問題です。ライツ・イシューというのは株主割当増資です。つまり、公開会社で株主割当増資という話です。第三者割当増資は、アメリカでもイギリスでも極めて例外的な場合しか認められないわけで、これを割当自由の原則だといってどんどんやっていいという観念が前提になっている日本は、あまりに問題意識がなさすぎると思います。アメリカ、イギリスのいろいろな方とのシンポなどをやりましても、それは考えられないということです。

例えばイギリスですと、まず最初がライツ・イシューです。株主割当増資です。その次は完全公募です。しかも相手は個人です。個人を対象にした、あるいは個人の裏付けのある機関投資家を対象にした完全な公募です。それでもダメな場合、それができない場合に初めて救済とか、そういう場合のための第三者割当増資があるという順番です。日本はライツ・イシューを先にしていますが、私は公募原則が先だと思っています。これだけ法人株主比率の高い日本では、英国と同じ順番ではダメだと思います。

金商法違反の私法上の効力は何か、これに関する問題提起が金融庁から出されております。あるいは払込の仮装と担保責任の関係ですが、払込仮装に関与した取締役に一種の法定責任を課してはという話もあります。

それから貸株とか、いわゆるエクイティ・デリバティブといいたいまいしょうか、誰が株主なのか、誰が議決権を行使できるべきものかということをめぐる議論もあろうかと思えます。その他、いくつかのおもしろい重要な問題が議論の対象になっております。

3 企業結合法制

企業結合法制は大きな問題です。時間の関係で全体に触れることはできませんが、事前型の規制、例えば子会社が新株を発行する場合に親会社の株主総会の承認が要るかどうか、そういう事前型の規制についてはあまり評判がよくないようですが、そういう提言もなされているところです。

それから、関連当事者取引の開示です。これは金商法のたいへん重要なもの

で、会社計算規則にもありますが、ヨーロッパでたいへん厳しいものです。国際会計基準にも入っています。関連当事者取引の開示がかなり徹底的に行われると、これはいわゆる通例的でない取引とか、そういうものは非常にやりにくくなるわけです。ですから、こういう開示を活用した企業結合法制という発想は非常に重要になっているように思います。

あとは子会社少数株主の保護です。親会社による不当な影響力の行使との関係。それから、新たに支配株主が出現する場合に、少数株主に支配株主に対する買取請求権を認めるべきではないかとか、子会社債権者の保護は、いわゆる法人格否認の法理でよいのかとか。それを適用する場合の例えば親会社による搾取の要件をどのように認定するのかとか、その辺が議論になっております。他に近時特に問題になっている株式買取請求権自体についても一般的に制度改革・改正の必要があるのではないかと、といった問題提起がなされております。

たいへん雑駁で早口で分かりにくかったかと思いますが、一応30分ということで、以上で私の話を終わらせて頂きます。ありがとうございました。

(拍手)

司会：会社法と金商法の一体的な法整備、そういった意識から会社機関の簡素化というご提言まで頂き、どうもありがとうございました。

Ⅲ 対談「会社法制の見直しとコーポレート・ガバナンス」

司会：第三部は、清原先生と上村先生の対談ということで、今の第一部、第二部で先生方が論じ切れなかった部分も含め、議論頂ければと思います。

上村：フロアからもいろいろと話があるかと思いますが、後ほど。それでは、最初に清原先生の方から。

1 モニタリング・モデルと委員会設置会社の評価

清原：では、私の方から話を進めてみたいと思います。事前に問題点を少し準備しておりますが、あまりこれにとらわれず議論させて頂ければと思います。

私は現在金融庁のコーポレート・ガバナンス連絡会議の議論に参加している

のですが、金融庁は、おそらく報告書などの策定を予定していないからだと思
います、参加者の意見の集約を図るといことはほとんどなされていません。
そのためだと思います、参加者の一部から、金融庁はどのように議論を進めよ
うとしているのか分からない、などの不満が出たりもしているような状況があ
りました。

これまで6回開催され、2010年10月18日の第6回会議の際、私の方からち
よっとコメント、発言をさせて頂きましたが、出席しているメンバーは市場関
係者もしくは有識者ということで集まっています、やはりそのようなメンバーの
発言を見ていて、モニタリング・モデルを支持する参加者が多いという印象で
す⁴³⁾。

日本の制度で言えば、委員会設置会社がモニタリング・モデルの一つの型と
してあるわけですが、モニタリング・モデルとして委員会設置会社というのは、
ある意味、理想形的なものなのか、それとも今回は改正の議論なので、現在の
制度で終わりというよりは、むしろ立法論としてこれをもう少し見直していく
べきということになるのか。このところについては、法制審議会の議論の中
でどのようにとらえられているのでしょうか。

上村：第一読会が今月12月22日で終わるということで、来年（2011年）1月か
ら第二読会ですから、一応問題点がざっと出てきたという段階です。法制審の
方向性というものを私が申し上げることはできませんが、先ほど申しましたよ
うにモニタリング・モデルと言っても、私は委員会設置会社と監査役設置会社
を分けている理由が存在しないので一本化してしまえという話ですから、話の
角度が違うかもしれません。

ただ、今の日本の委員会設置会社の評価ですが、これは昔のアメリカ型です。
アメリカでは、ボード（取締役会）はずっと経営体だったわけです。そして、そ
の中に監視・監督の委員会が生成してきました。判例の蓄積で委員会制度が徐々
に確立してまいります。この段階で各委員会は、経営体としての取締役会の中
の異物でした。指名委員会や報酬委員会ですね。ここで決めたことは上の取締
役会で覆せないのですから。

ところが今のアメリカは、上のボードの8割、9割が独立取締役で、しかも

⁴³⁾ 金融庁・コーポレート・ガバナンス連絡会議「第6回議事要旨」<<http://www.fsa.go.jp/news/22/sonota/20110209-2.html>>（2011年4月15日最終アクセス）。

COO や CEO が取締役を兼任しているぐらいで、他は役員が取締役を兼任していません。そうなってくると今度はボード自体がモニタリングの機関になっているので、委員会はもう異物ではなくその下部機関だ、という性格に落ちていきます。むしろ監査委員会の専門性、監査委員の専門性の方が強調される。そういう状況かと思います。

こういう流れで見ますと、今の日本の委員会設置会社は、社外取締役が 2 人いさえすればよくて（会社法 400 条 1 項, 3 項）、その 2 人が指名委員会などでかなり強力な、あるいは過剰な力を持っている。今の日本の委員会設置会社はアメリカ型だとよく言われますが⁴⁴⁾、それでは今のアメリカに対してたいへん失礼にあたると思います。敢えて言うなら、昔の初期のアメリカ型にすぎません。そうだとすると、日本では経験豊富な監査役設置会社とだめな委員会設置会社なら、いい方がいいに決まっているということになってしまう。

ただ、先ほど申しましたような方向性で改革していくことになると、監査役任期 4 年（会社法 336 条 1 項）は長すぎることになりまますから、そこで収斂してくるのだろうと思います。そういう意味では、日本での議論とアメリカでの議論には、相当ずれがある。社外取締役の切実性もそうですね。アメリカの議論はそれをしておかないと誰かが責任を追及されるというような、訴訟との関係で認められてきました。しかし、日本の場合はなぜか経営学的な観点から、委員会設置会社と比べてどちらの方が株価が高いかという話になっている。議論のポイントがかなりずれているような気がしています。

答えになっていないかもしれませんが。清原先生はどのようにお考えですか。

清原：先生もおっしゃっていたところだと思いますが、指名、報酬、監査という、そういった重要な機能について、委員会を通じた独立性のある監督というか、チェックが働いているという意味ではいいと思います。しかし、ボード全体として見たときに、社外者が過半数にも達していない状況で、これでモニタリングとして十分か、というところは一方であるので、ここはまだ不徹底というか、そういうところはあるだろうと思います。

委員会設置会社の中でいう、いま先生がおっしゃっている監査役設置会社と

⁴⁴⁾ 例えば、神田秀樹『会社法入門』84 頁（岩波書店、2006 年）、鈴木宏昌ほか「日米比較：コーポレート・ガバナンス改革と雇用・労働関係」<http://www.jil.go.jp/foreign/labor_system/2007_3/america_04.htm>（2011 年 4 月 15 日最終アクセス）〔荒木尚志発言〕（2007 年）など。

統一的に図っていくというところを見たときに、一つこれは何とかならないかと思っているのは、委員会設置会社における監査という言葉もしくは概念の使われ方と、監査役設置会社における監査の言葉の使われ方が非常に違っている点に違和感を持っています。監査役の場合には少しでも業務執行にかかわると何か汚らわしいものに触ったような形で批判もされ、監査役にもすごく自己抑制が求められる。ところが委員会設置会社の監査委員は取締役ですから当然、業務執行の意思決定に関与している。ここの部分のところについて、考え方をもう少し整理しておかないといけないのではないかと感じています。

なぜこういうことを考えているかというところ、例えば買収防衛策にしても何にしても、独立委員会をつくらうとしたときに、監査役設置会社において委員会をつくらうとして、社外の監査役がいるからこの方々をメンバーに入れたりすることも検討されるのですが、社外監査役が入るとどうしてもいろいろなところで制約がでてくるのです。

その意味で、もう一度よく考えて見ると、もともとあった日本の監査役制度というものが、使い勝手が悪い面があるのではないか。そういう観点から考えていくと、委員会設置会社の方が制度としては優れているし、使い勝手がよくなっていくのではないかと。

ただ、おそらくそれで困るだろうと思うのは、三つの委員会だけをガチッと決めていて、それ以外についてのルールがはっきりしていないということを含め、また三つの委員会についてもルールが、法が厳しくなりすぎている部分があること、その意味で、柔軟性や現実への適合性を考えたときに、もう一度制度の見直しをしないといけないのではないかと。導入の際には何もない中で社外取締役という概念とともに制度化し、それでこういった形で法制度上組み込んでいった点で、ある意味で仕方なかったところがあると思います。

しかし、いま平成14年の改正から時間が経過する中で、使い勝手の悪いところは見直しをして、見直しをしたことによって機能が弱まるのではもちろん困るので、どうやったらこれを高められるか、また実務のニーズに合うのか。ここの議論をあまりしないからこそ、経済界の方からも批判的な意見、もしくはいま変えなくてもいい、という議論ばかりになってしまうのではないのでしょうか。より使いやすくする議論をきちっと出した方が経営者としてもありがたいはずですし、投資家の方からの評判もよくなる。そういう発想がもう少し必要

ではないかと思います。

上村：監査役は、戦後、昭和 25 年改正の時は、会計監査権限だけがあったのです。それは変ではないかと思うわけですが、なぜそうになっていたかという、公認会計士制度がまだ確立していなかったからです。

当時の文書⁴⁵⁾でもはっきり書かれていますが、公認会計士法ができたのが昭和 23 年です。証取法ができた時です。公認会計士監査という証取法の監査が昭和 30 年代半ば少し前ぐらいにようやくできるようになり、その頃から、ついに「正規の監査」ができるようになったとされました。そしてそうなったら監査役制度は廃止すると言われておりました。その意味では、会計監査だけの監査役とは公認会計士監査制度の成熟までの過渡期の制度だと考えられていたように思います。

しかし、その後、不祥事が起きるたびに監査役の権限を一貫して強化してきたのが、日本の会社法改正の歴史です⁴⁶⁾。ところが、そうした監査役をたくさんため込んできたことが、先ほどの私のような提案からすると、人材源として活用できる。これをまとめて監査委員、名前は監査役会ですが、そこにどっと移行することで、飛躍的に社外取締役の比率が高まることになる。つまり、今までいろいろと文句を言ってきましたが、この際これを思い切って活用しようではないかという、そういう時期に来ているように思います。

そして、監査報告書の記載事項自体が定型化し、監査報告書に公認会計士の監査の結果の相当性意見を書けというのは⁴⁷⁾、確か昭和 49 年だったかと思いますが、これは会計に傾斜した業務監査の一翼だということに戻せば、さらに監査役は活用しやすいことになると思います。

また先ほどと同じようなことを申しまして、すみません。あとは清原先生からはどのような。

⁴⁵⁾ 例えば、鈴木竹雄「株式会社法の再改正」ジュリ 100 号 215 頁（1956 年）。

⁴⁶⁾ 山陽特殊鋼事件（昭和 40 年）後の昭和 49 年改正、日本熱学事件（昭和 49 年）後の昭和 56 年改正、金融・証券不祥事（平成 3 年）後の改正として平成 5 年改正。戦後の監査役制度の変遷につき、大武泰南「監査役制度の改革」手形研究 468 号 20 頁（1992 年）、戸塚登「業務監査制度の整備」判タ 839 号 50 頁（1994 年）等参照。

⁴⁷⁾ 会社計算規則 126 条。

2 社外監査役制度の評価

清原：いま監査役の話が出たものですから、その延長で少しお話を続けさせてください。平成5年改正で、社外監査役が入ってきて、社外監査役とその他の監査役とで実際に果たす機能や役割は、現実には違っているというように思われるのです。

社外監査役は、どのように位置付け、評価していいのか。もし取締役会の方の独立性が高まる、そこを通じた監督機能が高まるとすると、社外監査役をわざわざ強制する（会社法335条3項後段）という意味は、ある程度相対的に下がるであろうし、かつ監査役会という形で人数を三人以上にしている制度（会社法335条3項前段）も変わってくるのではないのでしょうか。そういった面で、監査役制度というのも見直しの必要が一部出てくるのではないかとということが一点あります。

また、実際に私自身も社外監査役をやりながら考えてみると、社外監査役は、監査委員会のメンバーと恐らく変わらないことだと思うのですが、通常は常勤ではないですから、日常的にはチェックできません。せいぜいリスクアプローチとしてのチェックぐらいしかできないです。社外監査役は、取締役会や監査役会に月に一度とか、そういったある程度、限られた回数しか参加していない。その人間がどれだけできるかという、本当に重要なポイントしかチェックできないのです。そうやって考えると、次に社内に監査役の方がいらっしゃるのはいいのですが、今度は監査役がやっている業務はリスクアプローチ的な発想からすると、ちょっと細かいところまで見すぎてしまっている面があるのではないかと、という印象があります。監査役とはそもそもどのような職務をすることが求められているのか、というところを、いま実務をやりながら、考えているところです。

社外監査役を義務化するというよりも、むしろ監査役そのものとしては少しリスクアプローチの観点から、内部監査とかそういったものが機能することを前提に、それとは別の角度からものを見た方がいいのではないかと、それは取締役会を通じた監督とは違う点もあるだろうし、そういう意味で監査役の役割というものをもう一度見直してみる。その中で、もしかしたら社外監査役的なものが、むしろ主流になるのかなというような感覚を持っています。

上村：いま先生がおっしゃったような社外監査役というのは、私に言わせれば

社外取締役と一本化していい存在だと思います。常勤監査役でも私は公認会計士の監査意見の相当性意見というのは、監査手法の点からいって無理だと思います。旧証取法の監査、金商法の監査は、1年間を通じた投資判断の比較可能性を確保するという意味から、内部統制を前提とした期中の監査、試査などを駆使した監査をして、その中で積み重ねられた監査意見を適正意見として集約してくるわけです。

しかし、商法の監査役の監査には、そういう公認会計士の監査表明を評価する基礎を、そもそも監査手法として持っていないはずですが、それにもかかわらず公認会計士の監査の結果の相当性について意見を述べることになっていますが、そんなことを要求している国はどこにもないのではないかと思います。無理なことをさせられている監査役制度を、その地位と役割に相応しいものに衣替えする時だと思います。

結局、私から言わせると本来、無理な仕事をするために調査権限、それから発言権、質問権といろいろな権限だけはたくさんあるのですが、それを会計や監査に傾斜した社外取締役として再構成することで監査役を生かす知恵が必要だと思います。確かに社外取締役だとすればやれるというのはおっしゃるとおりだと思いますので、むしろ監査役をそうした者にしていくことが必要ではないでしょうか。

取締役会の権限が多すぎるという議論も法制審で出ていましたが、これは業務執行の決定権が全部取締役会にあり、権限を委譲した分だけが委員会設置会社の場合は執行役に行き、残りは全部、取締役会が留保するという発想だから多すぎるのではないのでしょうか。最初からモニターと業務執行だという位置付けをすれば、モニターとして必要なものはこれだけでいい、という議論になるはずだろうと思いますが、そういう議論になっていないようです。

3 株主総会を通じた規律

上村：先生のご報告で、株主総会を通じた規律と取締役会というお話がありました。確かにこれもおっしゃるとおりで、今の例えば企業買収の議論などを見ても、株主総会を通ったからいいとか、特別決議ならもっといいとか、対価を与えればもっと素晴らしいとか、そういう話が横行しています。私の印象では、例えば買収をする側の論理は、公開買付けという金商法のルールにのっ

とって公開買付けをする。防衛する側は何かというと、防衛する側は有限会社法理です。つまり、定款自治、そして株主総会万能。そして法規は任意法規ばかり。両者が釣り合っていない。

株式会社とは有限会社であるという会社法に今なってしまうわけですが。一部、取締役会設置会社の場合はこうだとかいうのはもちろんあるのですが、基本的な概念として株式会社とはこういうものだ。株主総会は万能なのだ。さまざまなルールは任意法規なのだ。契約自由なのだ。そういう観念が大前提になってしまっております。ですから契約自由の発想でどんどん防衛策をつくっていくわけです。ですから、攻める方の論理が資本市場の論理で、守る方は有限会社法の任意法規の世界ですから何でもありで、弁護士さんが考え付けば考え付くだけ、もしかしたらそのまま通用してしまう可能性がある。

そういう意味では現行会社法上、本来の公開会社にとっての攻める論理と守る論理が対応しておらず、本来の公開会社にとっての攻防の論理になっていない。ドイツのように株式会社と言えばほんのわずかしなくて大規模公開会社に決まっているという世界なら、そこで攻める論理と守る論理はまた全く別の論理になります。これは渡辺宏之さん（早稲田大学法学学術院，GCOE プログラム<<企業法制と法創造>>総合研究所教授）が詳しいのですが。そういう意味では株主総会の無機能化とか所有と経営の分離とか、我々が若いころに習った話とは全然違い、大規模公開会社を議論の対象にしているにもかかわらず、総会万能とか任意法規の世界が過剰に言われていて、それが強調されたときの歯止めの論理を我々は持ち合わせていないのではないかと。従来、原則禁止がたくさんあったので、例外が多すぎて困るという話でした。今は原則自由になりましたから、これは欧米のように原則自由に対しどこが限界かということを示す論理を学者が持っていなければいけないのですが、必ずしもそうっていないという感じがします。そういう意味では株主総会ならよいとか、そういうことに対する違和感を清原先生はおっしゃっていたと思いますが、それは非常に大事な視点だと思いました。

清原：特にブルドック・ソースのときには地裁⁴⁸⁾から始まり、最高裁判所⁴⁹⁾の判断でも、買収をめぐる紛争で会社側はどのように進めていくべきか、という行

⁴⁸⁾ 東京地決平成19年6月28日民集61巻5号2215頁。

⁴⁹⁾ 前掲注30) 参照。

為規範が全然出なかったところに大きな問題があったというべきです。会社側がどういうプロセスで対応していけば、裁判所はその判断を尊重するか、そこが示されなかったのです。株主総会の特別決議があった、決議で多数の賛成が示されたというだけの議論になってしまい、どのようにやっていけば経営陣もしくは取締役会としては自分たちの義務を尽くしたと言えるか、取締役らが本来やるべきことについてのフォーカスがほとんど当たらないような形で進んだのが、かなり不幸な話だったと思います。

株主総会にすべてかけてしまえ、ということで、それまでは買収提案者と経営陣が1回も口もきかないに等しいぐらいの状況で進んでいるならば、本来であったら必要な情報を聞き出す、あとは交渉して価格を変えるとか、そういったことがあっていいはずのところは全然機能しなかった。では株主総会が実際に自分たちでそのようなことができるかという、そもそもそれはできない。

そういう意味で株主総会が判断する前の段階で何が行われたかという問題、どれだけ公正さを確保した手続があったかというところ、ここに焦点が当たらない形で事態が進展せざるを得ない我が国の実務はどうしてなのか、と考えると、どうしても取締役会が経営陣と一体化しているという問題に帰着してくるのです。仮にそこで第三者委員会、外部の人を持ってきて判断すると言え、外部の人間であると株主からも選ばれていない（実際には経営陣の選任であって経営陣から独立しているか疑問が残る）し、誰に対してどういう義務を負っているのか明らかではないという議論もあります。この問題は議論がこれ以上前に進まずに止まってしまっており、M&Aの分野で未解決の問題としてまだ残っているのです⁵⁰⁾。

日本だと委員会の方が相手方と交渉するという発想や動きが、まだはっきりしていない⁵¹⁾中で、極端な話、(第三者)委員会自体が買収提案に関して意見さ

⁵⁰⁾ なお、経済産業省・企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」(2008年)参照。

⁵¹⁾ なお、価格交渉義務について、レックス・ホールディングスのMBOに反対する同社の元株主が取締役らを相手に提起した損害賠償請求事件で、東京地判平成23年2月18日(判例集未掲載)は、公開買付けに関して、「公開買付けにおける買付価格は、対象会社の企業価値の評価はもとより、買付側の資金調達の方法等の諸事情を踏まえて決定されるものであるから、対象会社の取締役に原告らが主張するような価格交渉義務があるといえるのかどうかは疑問がある」としている。価格交渉義務について裁判所が初めて言及したものと思われる事例で、裁判所は少なくとも積極的な姿勢はとっていない。

え言えばいい、その諮問を尊重すればいいというようになってきているのが、問題の根源ではないか、と実務家として考えている次第です。

4 取引所規則とガバナンス・ルール

上村：会社法がいいと言っているのに、なぜ取引所はだめと言えるのだという話をされてきました（I 2 (1)）。そんなことはないのだと清原先生はおっしゃっていましたが、これは当然です。アメリカで連邦証券取引所規則が会社法に代わるような機能を持っているのは、いつも私は申し上げているのですが、アメリカは連邦会社法がない、世界でも不思議な国だからです。会計のコンバージェンス（国際的収斂）と言いますが、国内で会社法もコンバージェンスしてはいくせに何だといつも思います（笑）。そういう国ですから結局、仕方ないのです。取引所の規則で書けばその限度で法が統一するわけです。連邦証券法で書けば法が統一するわけです。株主提案権でもそうですし、委任状勧誘もそうですし、開示も会計も監査も監査委員会も、いろいろと他にもあります。仕方ないからアメリカはそうならざるを得ない。

イギリスはどうかというと、むしろ制定法よりも取引所等の自主規制でずっとやってきた国で、そちらの方が権威が高い。憲法典だってない国ですが、マグナカルタ以来の憲法はあります。証券取引所のベスト・プラクティス・ルール、ジェントルマンズ・ルール、公正慣習規則、シティ・コード⁵²⁾でやってきた。これの方が、制定法などよりも上だという感覚がイギリスのあり方です。アメリカでもイギリスでも取引所にいろいろなことが書いてあるではないか。だから日本でも書いていいのだという単純な話にはならないのです。



日本の場合には証券取引所のルールにした瞬間、違反した場合の効果が会社法違反に比べるとガクッと落ちるわけです。どうもその辺がソフト・ローとか

⁵²⁾ 被買収企業の株主の公正な扱い、及び、買収による株主利益の享受を保障した企業の自主規制。なお、英国の企業買収防衛における取締役の行為規制につき、神戸大学企業立法研究会「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討」商事法務 1870 号 39 頁以下（2009 年）参照。

言ってかなり安易に使われているきらいがあるようです。先ほども申しましたように、一方で証券取引所が本来持っているミッションとの関係でやらなければいけないことをきちっと主張せず、他方で何となくガバナンスの話について何かいろいろとものを言っている。そういう意味では証券取引所のスタンスは定まっていないように見えます。

証券取引所は現場でやらなければならないことがありますので、それは当然、必要です。タイムリー・ディスクロージャーとか、上場管理とか売買管理とか、それは現場でやるしかないので。あとは、会社法がだめだから、金商法が仕方ないからやります、というのはいくらでもあります。例えば銀行法の目的を達成するためには、銀行検査マニュアルというものが必要で、取締役会はこうあるべきだとかいうのは、銀行法の立場としてガバナンスに一言言わなければならないからです。それはあり得ると思います。

会社法は本来証券市場を使う法ですので、会社法でやれていれば、証券取引法や金商法や銀行法が口を出す必要はありません。しかし、資本市場規制の目的やミッションを守るのは絶対ですから、そのためにはこんな会社法では困るということになれば口を出すことになります。それも当然だと思います。しかし、日本ではどうもそういう議論になっていないのではないかという感じがしています。

私は東証の新人研修を20年以上やっているのですが、1年生は私の話を聞いて「うん、そうかな」と思ってくれるのですけれども、各部署に配属されると上司から昔風の話が聞かされて途端に変わる(笑)。20年以上やっても、東証の基本的な考え方は決して変えようとしませんね。余計なことを言って、申し訳ありませんが。

清原：いま先生がおっしゃっていたところの中で、取引所の規則に違反したときに、ではその行為の法的効力にどういう影響があるかというところが、裁判所の判断も必ずしもそれほど示されているわけではないし、きちんと議論されているわけではないと思います。金商法違反ですら、法的効果については効力が否定されるとも限らない。まさに夢真の東京地裁の決定⁵³⁾では、金商法の規定

⁵³⁾ 東京地決平成17年7月29日判時1909号87頁「公開買付制度に関する証券取引法の規定は、あくまで株式等の大量買付を行うことに関する取締役法規にすぎず、未だ公開買付制度そのものが民法90条にいう『公の秩序』を構成しているとはいえない」。

は行政取締的な規定であって法律行為の効力に影響を及ぼさないという発想が強く示され、強行法規的な位置づけ、市場を守るという意味での金商法の存在意義を、必ずしも東京地裁商事部（第8部）などは十分理解していないのではないか、と思われま

す。裁判所の判断がそういう状況の中で、ましてや取引所のルール自体に違反したからといって、どこ吹く風というようにされかねない、と言えます。どうやったらそのような規則の実効性、エンフォースメント、すなわち法律以外の部分できちっとルールをつくり、皆がそれを守るということが実現できるのか。逆に言うと取引所のルールでやっている国は、どうしてそこが守れるようになっているのでしょうか。おそらく市場からのプレッシャーがしっかりあり、裁判に行くか行かないかだけではなく、それを守るか守らないかで、市場からのプレッシャーが違う。市場からのプレッシャーが日本の場合は十分でないということで、ある意味、もしかしたら市場の成熟度が高くないということが、こういった議論がどうも前になかなか進まない原因の一つとしてあるのかもしれないと思っています。

上村：そうですね。テークオーバー・パネルのルールにしてもロンドン証券取引所のルールにしても、2006年のイギリス会社法によって、これらの自主規制は全部、法令ということになりました。これはEUの関係でドイツなどが、英国のルールも法令違反という位置づけになっていないと憲法裁判所との関係で困るという問題があつてのことのようです。それでイギリスは自主規制を法令であると宣言したのです。

しかし、「今日から法令になりました」と言っても、「昨日まで法令ではありませんでした」と言っても、違反した場合の効力にしても何にしても、何も変わっていない。それは自主規制に法令並の、あるいはそれ以上の権威があつたからです。ですから、金商法の規定を根拠にして差止めをすとか、損害賠償をすとか、当たり前の話で、法制にしたからといって、何も世の中は変わらないのです。

日本では取引所のルールは法より下だと思っているのです。法律がいちばん偉くて、その次が自主規制。取引所のルールは証券取引法、金商法の補完であるというのが、金融審の見解であり、今でもそれが生きています。

そんなことを言っても、例えばタイムリー・ディスクロージャーと有価証券

報告書とどちらが大事だと言ったら、有価証券報告書がなくてもマーケットは維持できますが、タイムリー・ディスクロージャーがなかったらマーケットは維持できません。もちろん有報はあった方がいいですが。

それから末端の勧誘規制，説明義務と取引所の中での取引参加者同士の不正と，どちらがたいへんかというところ、市場の中核での不正の方が重大に決まっています。金商法に書いてあるか，東証のルールかで，そちらが偉いかが決まるわけではなく，その行為がマーケットにとって持っている意味と機能によって重要性は決まるのです。先生がおっしゃったように日本の今までの司法の考え方はしょせん，証券取引法違反というのは業者の取り締まりルールだ，取締役の任務懈怠のうちの任務にも入らないという感覚なのですね。これでは日本の資本市場は墮落するばかりです。

5 差止めについて

上村：最近，金融庁が事前の緊急停止命令を申し立てました。

清原：192条の。(株)大経という会社の無登録業者の話ですね⁵⁴⁾。

上村：夢真などの株式分割は当然，金融庁が緊急停止命令を出すべきだと思っていたのですが，ようやく出してきたので，少しずつ運用が変わってくるかもしれない。

清原：今ちょうど先生がおっしゃっていた金商法 192条の緊急停止命令のところは，これから重要なポイントで，会社法上の差止めのあり方についても，今後の法制審での議論が期待されるところです。

仮に取引所のルールにおいても，金商法の違反にしても，金融庁や取引所がそれを止められるかという話と，実際に問題だと考えている株主などが止められるかという意味での差止めという意味で考えたときに，どうしても日本の場合には英米法と異なり，エクイティの発想がない大陸法系の国ですから，その意味で言うと法律で決められた差止めの原因になる理由がしっかりと立たないと難しいというべきでしょう。そういった意味で言うと，その範囲がどんどん狭められてしまい，実効性のある解決を図るためにはどうしたらいいか，それは有効なツールと言えるか，という視点で見たときに，日本では，差止めは必

⁵⁴⁾ 東京地判平成22年11月26日金判1357号28頁。金商法29条の登録を受けないで業として株式等の募集をすることを禁止する旨の緊急差止命令を発した。

ずしもまだそれほど有力なツールではないのではないのでしょうか。

損害賠償だとすると、発生した損害は非常に大きな金額になってしまいかねないので、事前に争って迅速に解決して、その中で基準が出るというアメリカの司法実務に対しては、法曹として、私はうらやましいと思うところがあります。そのような争い方がなかなかできないことや司法がまだ踏み込んだ判断を示すところまでなかなかいかないという点で、日本でまだ必ずしもうまく機能していないと思います。裁判を通じた規範がなかなか形成されない点で残念です。

上村：マーケットでやられる行為は、特に公募や流通市場での買い入れとか、公開買付けもそうだと思います。あるいは、自己株の取得でも市場から買い入れた場合は、無効ですと言われても特定できないし、取引を追跡できないし、無効にしようがないのです。取引の単位も変わってしまいます。マーケット絡みの話は、いったん違法行為が行われると、特に流通市場に混入してしまえば、一個一個の取引を追跡できなくなってくるわけです。それだけに事前の差止めは非常に重要です。

そういう意味では今回、緊急停止命令を申し立てましたが、それ以外にもいま組織再編について、例えば対価が不当であるとか、合併比率が極めて不当であるといった場合に差止めを認めるのはどうかということが問題点として挙げられています。いま先生がおっしゃったように差止めは、もっと自由に行われる必要があるのだと思います。

ただ、その前提として、差止めに限りませんが、金融庁や東証は訴訟に負けることにもっと慣れてもらわないと困ります（笑）。SEC（U.S. Securities and Exchange Commission）などはしょっちゅう負けています。つまり、我々にとって何が大事かという、ルールが明らかになればいいのです。ところが今のやり方だと、検察が動いて裁判所でとなれば、検察は99%勝たねばならないという組織です。私も東証の委員会で「大体、東証が訴訟の一つも抱えてないのは異常である」と言ったら、すごくいやな顔をされました。後で帰り際に神田秀樹さんが「いや、10個ぐらいなければだめですよ」と言っていました（笑）。

とにかく金融庁は自分が被告になって負けることがあっても当たり前だという感覚に、まずならないと。そして、そのためには際どい問題であっても、裁判所に事前の差止めを持ち込んで聞いてみるという姿勢が必要ではないかと思

います。どうしてもそうなれないのなら、組織のあり方を考え直す必要がある。

6 社外取締役の意義

清原：少し角度を変えますが、社外取締役の話で言うと、独立性と社外性という議論が常に出てきます。では、実際に社外性に加えて独立性の認められる方が取締役会の方に入ってくるようになった場合、取締役会はどのように変わるのででしょうか。本当に機能するようになるのでしょうか。このところは、反対論者からはそこが明らかでないから反対だ、と言われます。

先ほど先生がおっしゃったところでおもしろいと思うとともに、本当にそうおっしゃられると困るなというのが、先生は社外取締役になっておられて、自分は助言も監督もできないというようにおっしゃっているところがあります。そこを正面からおっしゃられてしまうと、実は少し引っかかるところがあります。そうは言っても、意思決定に加わっておられるし、監督は法の規定でもあるし。

社外性がある、もしくは独立した取締役が加わって意思決定するのに適した事項と適していない事項があるとすると、どの程度、ある意味で言うと会社の状況が分かっているなければ決議に参加できないか、ということも含めて、もう少し実態をも見た上で考えていかなければいけないのかと思います。

ここで、理念的なところで考えれば、取締役会で決める以上は、メンバーが全部きちんと知っていて、その上で全員で審議して決定しなければならない、と社外取締役に反対する論者は考えるのだと思います。しかし、実態としては、通常は取締役会には事務局が付いていて、また議案についても、CEO、COOや経営企画その他が計画や案などを策定した上で取締役会で審議をしてイエス、ノーを言うというのが実態で、ある意味でそれは提案されたものへの承認や同意（不同意）のようなものです。

しかし、決定するという言葉にとらわれすぎて、中身が分かっているから、社外の人には決定できないのではないか、もしくはそういう人が決定するのはどういうことか、というように、否定的な見解が主張されるように思います。そのところに、実体論と法律論の中に何か乖離があるように思っています。

少し話を戻しますが、独立した人間を入れるのが望ましい、というようにマーケットの方も言うわけですがけれども、ではそれで本当に何が達成できるのか

という部分についてのコンセンサスというか、明確な図をなかなか示し切れていない。先生がおっしゃっていたように、助言機能がどうだとか、利益相反を監視する機能がどうだとか、何か機能論のようなものが出ているのですが、まだ机上の空論で、実態に近いところに話が入り込んでいないという感があります。法制審では実務家も委員・幹事にいるのですから、経済界も含めて、もう少し実務に近いところの話が出てくるとより議論が深まるのではないかと思います。

上村：社外取締役の機能とは何かということですね。機能とは経営がよりうまくなり、そして社長や毎日、毎日必死になって議論し検討している執行部に対し有益なことを言うのが機能だということであれば、それは無理だと私は思っています。社外取締役とはその会社の事柄に精通していることが必要だという観念だとしたら、それを独立取締役に求めるのは論理矛盾です。ただ、違法な行為があるとか、利益相反があるとか、そういうときに「こっちだ」ということをきちっと言わなければならない。これはできます。

もう一つは、例えばトヨタ自動車の例などを見れば分かります。最近、ホームページは変わったらしいですが、社外取締役ゼロ、ホームページを見ると役員とのみ書いてあり、監査役も書いていないという⁵⁵⁾。最近は、社外取締役を決して否定しているわけではありませんと言い出したという話も聞きますが（笑）。トヨタという自動車会社は世襲的色彩が強いにもかかわらず社外取締役がゼロであり、しかもゼロであることが望ましいと日ごろから言い続けており、そしてそれで経済界をリードして、日本の会社法改革についても社外取締役をゼロであるべきだというようにずっと言ってきた企業である、というようなことが、アメリカの議会でもし話題になったら、「何という傲慢さか」と、たいへんなことになったと思います⁵⁶⁾。ここらで懲りないようだと、次に同様の問題が起きたらトヨタは立ち直れないほどの打撃を受けることでしょう。独立取締役が8~9割というアメリカで、この問題はその企業の驕りの象徴となります。

それは、社外取締役の存在が訴訟のときに効くということと同じようなもので、何か危機的な状況があったときに、これはちゃんと日ごろからこういうプ

⁵⁵⁾ 2010年4月3日日本経済新聞朝刊17面。

⁵⁶⁾ 2009年夏から2011年2月にかけて発生したトヨタ自動車のリコール問題（最終的には欠陥無しとの結論）に関し、豊田章男社長は2010年2月24日、米国下院公聴会に証人として出席し、陳謝した。

プロセスを踏んで意思決定しているということが、彼ら自身を守るのです。

基本的には、社外取締役は裁判官を説得する機能がぎりぎりのところで働くものですが、しかし、しょっちゅう訴訟があるわけでもないし、トヨタ問題が起きるわけではありません。その上で、平和な時代にはその途中ではパートナーとして助言ができればしても良いし、監督できるならしても良いでしょう。しかし、それは私の表現ですと、会社から独立している者が、経営者の説明を受け、それを理解しようとし、評価し信任を与えるというプロセスを言うのであって、助言してやるとか監督してやるといような偉そうな立場ではないと思いますね。助言と監督がすべての社外取締役の任務であるとすれば、会社に精通していなければならなくなりますが、私のような理解ですと、それは独立しているから意義があるのですね。取締役会での議決権を有しているのは確かですが、それは平和時でしたらそれは独立者としての信任の表現としての一票であり、だから社外取締役の一票は経営者の経営判断の権威を高める機能を有しているのだと思います。会社に精通していることが問題ではなく、独立していることに本質があるのだとすれば、こうした役割は社外取締役の法的な機能のほうです。精通しているから助言すると言う場合の助言の法的意義とは何なののでしょうか。助言しないと任務懈怠なののでしょうか。私の理解では、社外取締役が経営者の説明を求め、その説明を理解しようとし、評価し信任を与えることは平和時の職責だと思います。助言というのは無理矢理しないといけないことなののでしょうか。

機能というものが経営者としての判断と同じ立場に立って有益なことを言わないと機能したということにならないのだとすると、精通していなければいけないという話になってしまう。法制審の文書⁵⁷⁾にも精通していなければいけないと書いてある。独立社外取締役の話ではなく、別の話をしているように思います。私はあの説明はおかしいと思います。

⁵⁷⁾ 法制審議会会社法制部会「企業統治の在り方に関する検討事項 (1)」6頁 (2010年)。

IV 質疑応答

司会：残り時間も少なくなってきましたが、ここで会場の皆さまからの質問を受け付けて、先生方からお答え頂くという時間を取りたいと思います。

1 モニタリング・モデルについて

稲葉威雄弁護士（元 早稲田大学大学院法務研究科教授）：弁護士の稲葉です。清原先生は、企業統治について、モニタリング・システムつまり執行と監督の分離がいいのだとおっしゃっておられます（I 4 (1)）。これまでの議論からすると、現状で、モニタリング・システムが成立し得るのかどうか、どうも疑問です。

要するに、会社は事業を健全かつ効率的にやるということがミッション（使命）ですが、それをやるのに何よりも必要なのは人材です。基本的には人材がすべての基本なので、どの会社でも人材が悪ければ、その使命は果たされません。株式会社におけるガバナンスは、一つの制度ですが、あらゆる制度について共通の問題として、システムさらにヒトが制度を支えるということがあります。清原先生のお考えになっているモニタリング・モデルは、日本の企業社会に中で機能し得るものか、またそれを支える人材が存在するかどうか。それが、まず一つの疑問です。



この問題は、ガバナンスつまり企業の効率性と健全性ととの確保の成否についての責任のあり方と絡むと思われます。誰が、どういう責任を負うことになるのだろうかということが問題になり、その責任追及をどういう形で実行できるだろうか。責任追及がないと責任を持った職務遂行は期待できないわけですから、そここのところに大きな問題があるのではないかと考えています。例えば、現行の監査役設置会社では、取締役以外には、業務執行をする者について代表訴訟をすることができません（会社法 847 条 1 項, 3 項, 423 条 1 項）。

上村先生は、監査役が会計監査人の監査について意見を言わない方がいいというようにおっしゃいましたが（III 1）、あれはシステムの言うところ、決算を株

主総会の承認決議ではなく報告事項にしたということ⁵⁸⁾と絡んでいるのです。少なくともその点では、監査役が嘸まないとおかしい⁵⁹⁾。先生も社外取締役についておっしゃったように、少なくとも会計監査人がやった監査について、それなりのリテラシーを持った上で、質問をして、説明を聞いた上で、承認する。そういう手続でないとおかしいと思います。会計監査人がオールマイティになってしまつては困るわけです。つまり、ある企業のある事業年における会計監査人の個々のパフォーマンスについて、金融庁や公認会計士協会が監督するなどできないことは明らかです。そこは当該企業の監査役なり監査委員がやらざるを得ないと、私は思っています。

上村先生がおっしゃったように(Ⅲ1)、「監査役が会計監査の妥当性を云々するのは…」と言って、全然業務執行の妥当性に触れられないという考え方が古いのではないかと私は思います。あれは昭和49年改正の時にああいうシステムを入れた当時、国会答弁や立案担当官、法制審議会商法部会長だった鈴木(竹雄)先生などが監査役監査は違法性監査が原則と強調されていたのですが⁶⁰⁾、妥当性を著しく逸脱すると違法性になるという観点から言えば、それに至らないように監査役が意見を言うというのは当然やるべきであり、そういう意味では監査役が妥当性に触れて発言するのは当然だと私は思っています。

ただ、監査報告書でどこまで言うべきかは別の問題がありますが、少なくとも取締役会における発言等で、それに触れるのは当たり前なので、その意味では私は上村先生の一元論に共鳴を覚えるわけです。それでもいいのではないかと私も思っています。

そういう意味で、清原先生のモニタリングがどういう形で行われるのか。今の独立性の話とも絡んで、いったいどういう構成の取締役会にして、どうい

⁵⁸⁾ 昭和56年改正前商法は、一般に貸借対照表・損益計算書を株主総会の承認事項としていた(旧商法283条1項, 281条1項)のに対し、昭和56年改正商法特例法は、大会社で、会計監査人と監査役双方が貸借対照表・損益計算書等の内容が適正であると認めた場合には、取締役会限りで確定できるものとし、株主総会の報告事項とした(商法特例法16条)。これは、会社法でも継受されている。

⁵⁹⁾ 会社法439条に定める株主総会への報告の前提として、会社計算規則135条2号は、監査報告に「会計監査人の監査の方法又は結果を相当でないと認める意見」が存在しないことを要件としている。

⁶⁰⁾ 立案担当者・政府答弁等の立法趣旨に関し、田辺明ほか「改正商法 会社実務上の疑問点にこたえて」ジュリ560号24頁〔田辺明発言〕(1974年)参照。鈴木教授見解については、鈴木竹雄『新版会社法』198頁(弘文堂、全訂第2版補正版, 1983年)参照。

形で執行と分離してモニターをするのかという点が疑問なのですが、いかがでしょうか。

清原：モニタリングということで言葉遣いの問題もあるかもしれませんが。まず第一に考えているのは、業績向上などは、本来的には経営陣、業務執行部門がやることであり、取締役会が第一次的な責任を負うことではない。経営陣が、社長もしくはそれ以外の副社長でも専務でもいいのですが、事業計画を持って、この目標に向けてやっていくと言って実行しました、そしてある程度時間がたったけれども目標には足りない、そうすると、どうして未達なのか、ということを引きつと質問し、その説明を求めることになる、そしてその担当を変えるのか、それとも計画を変えてもう一度やらせるのかを決めていく。そういった形で、取締役会はスーパーバイズしていくことがポイントになっているはずで、取締役会で決めて、取締役会で業績を上げるという考え方ではないです。取締役会というのは議論する場もしくは報告をさせて、それにイエス、ノーを言う場であって、業務執行の状況をチェックをしていく場である、という発想で考えているので、よく社外取締役が入ったから業績が上がるか、上がらないかと議論がされますが、むしろ本来、業績を上げる責務を負っているのがそもそも業務執行者、経営陣であるはずで。

稲葉：そのモニタリングの担い手は誰でしょうか。

清原：そういうボードのメンバーは、結局、自分が経営を見たことがあるような人間でない限りは、そういったことはなかなかできないだろうと思います。ですから、学者であるとか、会計士だとかというのが取締役会のボードメンバーにたくさん入ってきてても全然、機能しないのではないかと思います。

私が考えるメンバー候補というのは、現在のように同じ会社に最後の最後まで皆さんが経営者として残っているから、実は人材は少ないように見えるのだと思いますが、ある程度、若返りも含めて会社が変わっていけば、OBなどで経験のある人は本当はたくさんいるはずで、その中で、自分の会社だけの経験だけではなく、他の業界も含めた経験、この業界の出身者はどうしても狭い視野で見ているけれども、他では別のことをやっているからこういうことを入れたらいいのではないかと、というようなことで、そこはアドバイズ機能も入ってくる。また自分がトップをやった経験がある人間や、トップをサポートしていた人間がボードに入り、第三者的に、要するに傍目八目ではないですが、実際に

自分でやっている人たちには見えないものも、ボードの方では見えることは結構あるはずですよ。

そういう意味での、ボードは報告をさせてそのような業務執行でいいのか、監督していく。では、今年の事業計画、3年後の事業計画はこうしようとしているけれども、この数字はおかしいではないか、どういう根拠に基づくのか、というように、言葉は悪いですが、ぎりぎりやるぐらいの質問を経営陣にしなから方向を決めていく、監督をしていくというのが念頭にあります。

稲葉：それは取締役が経営者ではないという発想ですが、そうすると、総会には経営者を選任するという権限がない、つまりツー・ティア・ボード (2-tier board ; 二層の仕組み) をつくれという主張だということですか。

清原：実際にそうです。

稲葉：それはドイツ流の考え方でしょうが、例えば、アメリカのシステムがうまく機能しているかどうかは非常に疑問で、今回の経済危機⁶¹⁾を見ても、イギリスもアメリカもドイツを含む EU も軒並み金融機関は、失敗しているわけですよ⁶²⁾。そういう意味では、果たして本当にモニタリング・システムが望ましいと言えるかどうか。そのための人材をどのようにして確保し、それをどのように淘汰していくか。モニタリングによって、企業のパフォーマンスを向上させるということを実際に行うための筋道、それを担う人材確保、特に有能な業務執行(者)の確保がどのようにしてできるかが、問題です。かつての成功体験にこりかたまっている恐れもある元経営者にどれだけ期待できるか、という問題もありそうです。もちろん何もやるなということでは、毛頭ないのですが、制度を変えるべきことなのか。そう簡単に現行の制度を変えればよいと言えるか疑問があります。両先生が言われたようなことは、実は、現在の制度においても、運用としてつまりシステムやヒトの選択によって実現できることも多いのですね。

清原先生は、実務から見てとおっしゃっているのですが、その実務とはいったい何だろうかというのが、私の疑問です。その実務家としての立場がよく分からないところです。私のこの問題に関する実務経験は立法担当をやってきた

⁶¹⁾ 2007年央からの米国のサブプライム・ローン問題に端を発し、2008年9月には米国大手投資銀行リーマン・ブラザーズ (Lehman Brothers Holdings Inc.) の破綻をも惹き起した、世界的な経済・金融の危機。

⁶²⁾ 内閣府「世界経済の潮流 2008年Ⅱ」第1章第1節 (2008年) 参照。

だけですが、どうもそう簡単な議論で片付くものではないだろうと思います。

清原：私も実務家といっても、問題意識には少しイメージも入ってきますが、終身雇用で社長が権限を持っているという組織の中で、引退してからも院政を敷くようなことが日本の場合に一部であり、それは問題だろうと思います。

ところが、仮にモニタリング・モデルになったというように考えていくと、この社長でやったけれども業績が良くないのでトップを変えることが当然考えられるわけです。現在のように、社内の者で社長に気に入られている者が後任になるという話ではなく、こいつは能力があるから次にここに充てよう。そういうことができるのが、モニタリング・モデルのいちばんいいところです。

稲葉：それが見えますか。このヒトが優秀だとかどうかというようなことが、社外者が見えますかね。

清原：問題は、社外者が見えるときがあるということをも前提として考えています。すなわち、見えないときの方が多いかもかもしれません。社長が言っていたり、前の人が言った推薦がいい場合、うまく行っていればそれでいいと思います。

ただ、弊害が生じているときにどうかが問題です。要するにデフォルトルートが全然ないような形で、現在のようなボードだと社長がすべて握っているボードですから、そのボードのメンバーが次を選ぶというのは全然ない。後継者も基本的にはサクセッション・プランニングはボードがやっているわけではなく、社長が自分でつばをつけてやっているということですが、このままの日本でいいか、という問題意識です。

稲葉：そうですが、そのこのところはそういうシステムにしたところで、取締役会の候補者はいったい誰が選ぶのだろうかという問題がある。

清原：取締役会の候補者と経営者の中の後継者もしくは業務担当者を選ぶのと、論点は別です。

稲葉：鶏が先か卵が先かという議論がありますね。現実にツー・ティアの制度である委員会設置会社において、実際には社長のお友達を社外取締役として引っ張ってくるという会社もあって、そういう会社はおよそ制度の趣旨が生かされない状況にあります⁶³⁾。一般に委員会設置会社のパフォーマンスがそれ以外の

⁶³⁾ 日本取締役協会「独立取締役コード」11頁（2005年）では、「経営者の親しい友人」は「独立取締役」の定義から原則として外れる類型に含まれなかったものの、避ける事が賢明とされた。

会社より特に優れている状況ありませんね。

上村：今の話ですが、アメリカは株主総会では経営者を選ぶ人を選んでいるのですね。取締役とは社外ないし独立取締役ですから。もともとは違いますが、現時点ではそういう意味ではドイツとほとんど同じに変わり、変質してきた。

私は社外取締役をやっていますが、先ほどのようなことを申しましたけれども、けっこう機能しているのではないかと思っています。もちろん法律家ですから、法的なことがあれば意見を言ったりします。

例えば今の後継者問題ですが、社長が誰を後継者にするかといったときに、どういう理念に基づいて後継者を選ぼうとしているのか、どういう手続きに基づいて選ぼうとしているのか、その評価の基準は何なのか。これは私も指名委員会の委員であり、報酬委員会の委員です。その場合に指名委員会の委員は、皆、後継者の候補者ですから、今度はその中に独立者と社長からなる特別委員会をまたさらにつくり、そこで後継者の問題をやります。

我々はこの人がいいとか、この人がだめだとか、そんなことは言えるわけではない。委員会設置会社の指名委員会の委員の中には俺が決めるという面接をしたりしている、勘違い社外取締役がいますが、そんなこと出来るはずはないし、うちのCEOは外部者だけで決めたというのでは社員の士気にも悪影響を及ぼすと思います。しかし、社長がどういう理念に基づき、どういう手続きと、どういう視点でやろうとしているのかというプロセスを見る。そういうことにより、社長の後継者指名がスムーズに行く。それは日常的にやっていることで、これは清原先生もおっしゃいましたが（IV 1 清原第1・第2 発言）、実は大学教授でもできると思います（笑）。報酬委員会の場合でも。そこはけっこう大事なことです。これを助言というとしたら、それはプロセスや理念を明らかにせよと言う助言だけです。経営者の助言ではないのです。これは会社に精通していなくてもできる。

ただし、私がいつも考えていることは、これは違法であるとか、不正であるとか、それにもかかわらず何も動かないとか、そうなったときには辞任するつもりでいます。社外取締役が辞めたというのは、けっこう大きなインパクトを与えます。そういう意味ではそういうつもりでやっていたら、それなりに大学教授でも、あるいは大学教授の方が機能するということもあり得るのです。

稲葉先生がおっしゃいましたもう一つの点です。一元論には割りと好意的な

意見をおっしゃって頂いたのですが、監査役が嘯むこと自体に私は賛成しています。先ほど申しましたような意味での一元化した場合の監査役会というか、監査委員会に代わるような機能を持った場合には、公認会計士と同じ次元で相当であると言わなくても、内部統制、内部監査、公認会計士がやっている監査の評価、あるいは公認会計士の選任・解任といった機能を持ちます。こうしたことについて、そのための新しい「監査役年次報告書」か何かで、きちんと意見を述べさせることも必要だと思います。ただ、公認会計士の監査の結果がよいとか、悪いとか、具体的な個々のケースについて、そこまで言わせるのはどうか。監査役は公認会計士監査意見形成のプロセスを共有していませんし、そもそも金商法の監査証明（193条の2第1項）とは法目的も違います。

つまり、報告事項になったということであったとしても、その場合に監査役が語ることとして、公認会計士の監査というものは、このような形でやられていて、自分はこういう形で評価しているということは述べさせようというのが提案です。一応先生のご意見と調和しているのではないかと思います。

稲葉：原則としてはアプルーブ（approve）するということなのですが、ともかく会計監査人の独善性をチェックするためには、監査役によるアプルーブの仕組みをつくっておいても別におかしくはないと私は思っています。

上村：アプルーブの仕方が公認会計士の監査のプロセスや、そういうものを共有しない者によってアプルーブするという形になるよりは、その専門性は共有しないけれども彼なりの専門性を持ち、それを評価して、それなりの意見を報告書の中に述べるということで一種の統制環境としてアプルーブする方が、同じアプルーブでも意味があるのではないかと思います。

清原：あと、私が実務的な経験で言うと、ドイツやフランスの会社の M&A 案件の経験から見ていて、マネージング・ボード（Managing Board）とスーパーバイザリー・ボード（Supervisory Board）があり、スーパーバイザリー・ボードの承認を取りに行かなければならないというときの、担当者の真剣さは、ラバースタンプ（rubber stamp）の取締役会とは全然違うという実態を実際に見ております。そして、実際に承認を得られずに案件が流れてしまったり、取引のスキームを変更することが必要になった案件もあり、そこはチェック機関としてすごく機能しているな、ということが、M&A の実務ですが、強い印象として残ったことがあります。それはその会社で実際に機能していたということもありますが、

制度として、そういうあり方にはたいへん魅力があると感じたのも事実です。

ですから、今の日本で言えば、経営会議自体で十分検討したのだけれども、取締役会に諮ったときに、取締役会で計画の中で詰めが甘い部分を指摘され、もう一回見直してからもう一回アプルーブを取りに行くというようなプロセスを含め、きちっと監督機能が果たされるようになれば、いい経営判断とか、いい経営の意思決定につながるのではないかと考えているところです。

稲葉：ツー・ティアにするかどうかは大議論があるところです。

上村：アメリカはもうツー・ティアになっているのではないですか。

稲葉：アメリカはオフィサー (officer) 制の下で事実上そうなっていますね。ただ、イギリスは違います。

2 監査と監督について

鳥羽至英教授 (早稲田大学商学部)：門外漢ですが、お聞きしたい。監査と監督の違いを発表者の方はどのように理解されていますか。特に監査はどういうものか、説明して頂きたい。

上村：監査論の大先生の鳥羽先生の何か試験のようですね (笑)。

鳥羽：私はコーポレート・ガバナンスについて、少なくとも学内だけでも3回ぐらい聴かせて頂いておりますが、例えば30年後にこの種のシンポジウムがあったとしても、私は同じようなことをまた言っているような気がします。日本の複雑なガバナンスのあり方を議論するのは、そろそろもう詰めに入らなければいけないと思うのですが、監査という言葉に対するイメージがどうも違って



いるように思います。

例えば、先ほど清原先生から、監査委員が扱う監査と監査役が扱う監査は違うように思うという話がありました(Ⅲ1)。私は違うとは思っていません。ただ、監査役に与えられていない法律上の職務(指名や報酬決定)は、監査委員に確かにあると思います。しかし、監査委員が行う「監査」という役割、それから「監査役が行う監査」という役割の間に、私は違いがあるとは思っていません。

それに関連して、監査の本質に関する問題なのですが、「監査役は取締役の職務の執行を監査する。」(会社法 381

条1項）という、いわゆる監査の憲法のような規定があります。監査役会監査報告書、監査役報告書そして監査委員会監査報告書における「監査の結果」には、例えば「取締役の職務執行については法令および定款に…」とか、現在だと「内部統制に関する構築について取締役の職務の執行については…」という記載がなされています。それに加えて、会計監査人の監査についても上記の監査報告書において触れられています。しかし、これは「取締役の職務の執行を監査する」という監査役監査の固有のものとは少し違いますよね。そのような記載が、例えば監査役会監査報告書や監査委員会監査報告書における「監査の結果」において、なぜ入っているのか。つまり「監査」という行為をどのように、例えば法律の先生たちは理解されているのか。これは非常に関心がある部分なので、説明をして頂きたい。

あるいは、先ほど話のありましたモニターというものですが、ガバナンスにおけるモニターはどのように定義されているのか。それも併せてお聞きしたい。

上村：鳥羽先生は監査論の大先生でいらっしゃるわけですが、私は基本的には一般に監査論で言われている監査というのは、金商法の監査が中心だと思っております。もちろん、監査という言葉は広いと思います。会計も広いです。しかし、金商法の会計というのと、何となく会計一般というのは違うわけです。

公認会計士が公認会計士法に基づいて一つの専門性を持ったプロとして監査をしているという場合は、別に学校会計であっても公会計でもいろいろとあると思います。しかし、制度会計に対応する制度監査は、金商法で要求されている監査が中心であり、それは監査論一般ないし会計学一般と言われているもののうちの、かなりの重要部分は金商法会計であり、金商法監査という面が非常に強いというように思っています。監査論や会計学の先生方はできるだけ、監査論一般、会計理論一般の話をされようとする。我々はそうはいつでもそのうちのかなりの、それも重要部分は法の話ではないかと言おうとする。そこで、おそらく先生と綱引きをしているのかもしれない。

金商法、すなわち資本市場法の世界は、マーケットというたいへん公益性の強い世界の問題でして、これがおかしくなると世の中がひっくり返るような場面での監査証明の意義が問題となります。つまり、監査証明のあるものとなないものが一緒くたになっているマーケットでは投資判断は形成できません。マーケットで共通の有資格者が、監査基準という共通の基準にのっとって監査する

ことで、マーケットでの共通の投資尺度が提供されるという重要な意味を、金商法監査は持っています。

そうだとすると、私は法律家として、金商法の監査証明がマーケットに対して持っている意義を強調することになります。金商法の公認会計士・監査法人監査証明は有価証券の期中における変化情報等を適時適切に開示できる会計・監査である必要がありますので、それは期中監査が中心になりますが、監査役は会社法の監査ですから、期中の監査を中心とした固有の手法を持っていないはずですから、会計監査人の監査結果の相当性意見をなぜ書けるのかということになります。いま鳥羽先生がおっしゃったように、これは監査委員でも監査役でも、そういう意味では会社法の監査ですので、金商法の世界とは全く違う次元だろうと思います。監督と言った場合は、ガバナンスと言いましょか、業務監査です。業務監査という言葉が良いのかは分かりませんが。

もう一つは先ほども申しましたように監査役という言葉が、会計監査の担い手として昭和25年改正で位置付けられたということの問題が尾を引いていると、私は思っています。戦前は、業務監査と会計監査を区別するという発想自体がありませんで、会計的事実から業務を監査・監督するのは当たり前でした。それが、会計監督というのも変ですので、会計監査としたことの影響で業務監査という表現になってしまっているように思います。

私は先ほど申し上げましたような一元化論と申しますか、そういう観点からすると、監査役も監査委員も一本化して、それを会計や監査に傾斜した業務監査の担い手にするという位置付けです。それはモニターと言ってもいいわけですが、業務監査と言っても経営監督なのだと思います。ただし、繰り返しますが、公認会計士の資本市場向けの監査・監査証明は、極めて専門性の高いものであり、精緻に理論構築されているものとして、全く別のものだと思います。

ただ、そういう前提を外すと概念が分からなくなってしまうので、一応私はそのように金商法からまずは位置付けているということなのです。

鳥羽：上村先生は、金商法との違いでお話しされましたが、それは監査の対象というのでしょうか。金商法の監査の対象はいわゆる情報、あるいはもっと一般的にいうと言明であると。確かに、監査役監査の場合には、監査の対象は計算書類（会社法436条1項、435条2項）という言明の他に、取締役の行為（不正行

為あるいは法令および定款違反行為）が加えられており、そこに金商法監査と会社法監査の間の大きな違いが制度的にはあります。しかし、監査という概念がもっている本質は同じではないのでしょうか。

上村：私は必ずしもそうは思いません。確かに対象は違います。しかし、それは法目的の違いが反映している。つまり 193 条と 193 条の 2 で金商法が会計と監査を要求しているわけですので、まずはここを確認します。

まず会計から行くと、そこで言う会計というのは何千社の比較可能性というか、投資判断の形成可能性を確保するための会計でなければいけないわけです。それは 1 年間の財務に関する情報の変化情報を常に把握できる情報であり、それは毎日毎日入りと出、損益をちゃんと帳簿に付け、いざとなればいつでもタイムリーなディスクローズができる。そういうことを可能とする会計を金商法は求めております。監査も金商法の監査はマーケットに共通の投資尺度を提供し得るものであることが必要で、かつ当該会社の監査主体である監査役の協力を得ながら、その会社固有の真実性というものにも迫る。

これは私の個人的な意見で先生に通用するかは分かりませんが、それは金商法の立場からすれば、中身がそうでなければ資本市場は維持できない。それを会社から独立性のある、かつ専門性や共通の試験による共通の資格を有する公認会計士が、監査基準等の共通の基準に基づいて検証するから投資判断が形成できる。そういう意味では資本市場にとって要求されている会計・監査は、会計学や監査論という資本市場にとっての周辺のインフラではなく、資本市場を形成すると真ん中のたいへん重要な機能を持ったものだということのように、最も高く位置付けているつもりです。もとより、これは法の目的論や枠組みの話でして、中身は会計学者や先生のような監査論の専門家に頼るしかないので。

稲葉：よろしいですか。要するに会社法をつくっていた立場から言うと、昔の商法の 281 条ノ 3 という規定があり、そこに監査報告書の内容というものが書いてあったわけです（2 項各号）。それを監査報告するためのプロセスが監査だということのように私どもは考えていて、それが商法特例法（株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律）にも全部引っ張ってありました（13 条、14 条）。

今度はその監査報告書の内容が規則で定められることになりました（会社法 436 条・444 条 4 項等、会社計算規則 126 条乃至 128 条）ので、監査の内容が法で定められるという建前は危うくなっています。もっとも、現行規則では会計監査人の

監査は無限定適正などを報告する（会社計算規則 126 条 1 項 2 号）ことになっていますが、これは上村先生のお考えに近くなったということでしょうかね。

上村：いや、そう思われそうなのですが、私はむしろ反対なのです。

稲葉：そうですか。

上村：金商法の適正意見というものを、配当規制（会社法 461 条乃至 465 条）とか会社法独自の理念を持っている会社法に無反省に持ち込むことには反対です。むしろ会社法は従来のように適法意見を中心とした書きの方が正しくて、それを何となく適正だというように会社法の世界に持ち込んだのですが、これは非常に重大な問題なのに、官僚が安易な考えで会社法に押し込んだと思います。金商法の世界は適正でいい。なぜ金商法という法の会計・監査をやっているのに適法ではなくて適正でいいかという、それはヨーロッパのように自主規制のルールの方が法より格上だからだと思います。

適正と言えば適法などという低次元のものが含まれているに決まっている、という世界で適正と言っているのであり、日本のかつての継続性の世界のように、会計の方が怪しいというような世界だと、私はそれであつたら日本は適正というのはやめて、金商法も適法にしたらいのではないかと思うぐらいです。それだけプライドのある会計・監査の世界なら適正でいい。

しかし、商法ではそれが金商法の世界と完全にイコールかという、そういうことはないはず。資本市場での投資判断の共通の尺度という発想を会社法の個別企業の監査に持ち込む理由はないと思います。会社法の監査役は監査報告書の中にみんな一緒くたになって適正、無限定適正と入れたのは問題だと思います。私は会社法には会社法固有の問題があることを重視しておりまして、何でもかんでも金商法と一緒にすればよいとはまったく考えておりません。

清原：先ほどご質問がありましたので、どうして違うと申し上げたか（Ⅲ 1）、簡単に私の考えを述べさせていただきます。ご質問者がおそらくおっしゃっているのは委員会設置会社の監査、会計監査・財務報告に関する監査の部分と、それから監査役設置会社の監査役が行っている会計監査、財務報告に関する監査との間で違いはないではないか、ということだと思います。その点私も同じ考えです。

違う点として何を申し上げたかったかという、監査役の場合には業務執行に少しでも関与すると、あたかも監査ということができないかのように、もし

くは監査の本質に反するかのように言われる。そのような監査という言葉の使われ方が一方であるが、今度は監査委員会の方では監査委員は取締役ですから業務執行の決定に関与しながらも、そこについては何も言われなくて「監査」という言葉が使われていて、この二つの部分を見たときには、どうしてこの違いがあるのでしょうか。これまで監査役の「監査」のところであまりにも監査役を萎縮させるような話が多かったということについて、どういう意味があるのか、もう少し見直してもいいのではないかと、という問題意識が背景にあります。

買収防衛策について監査役の意見というものは、会社法の施行規則（129条1項6号）の中で入ってきたものですが、そもそも監査の本質からしてどうなのかという議論も抜きに、いきなり条文の中に入れてしまったと言えます。条文にあるから認めているというだけのようなので、何かそこには理念がないのではないかと考えています。

他方、これまで監査役が行う監査には、極端な純潔さのようなものが求められ、もしくは義務付けられていたのですが、本当にそれは必要だったのか、今後のあり方として、これからどう考えていくべきか、という問題があります。

今の監査委員会の方のメンバーなどが実際に行っている監査では、そのような厳格さは求められないで、業務の意思決定に接点を持っている取締役が監査委員として監査を行うことができ、その方がむしろ現実的ということができ、そう考えると、これまでの厳格な考え方は見直してもいいのではないかと、そういう意味での問題意識を申し上げました。実はあまり理念的には詰めたものではなかったのですが、ご専門の先生のお考えからするとまだ考え足りないということもあるかもしれませんが、このような問題意識を背景としたコメントでした。

司会：時間もだいぶ過ぎてきましたので、この辺りで質疑応答も終了ということにします。先生方、長時間どうもありがとうございました。

（於 早稲田大学 8号館）

