

大証金融商品取引法研究会

オリンパス・大王製紙事件について

平成 24 年 5 月 25 日（金）14:59～17:03 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

飯田 秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
石田 眞得 関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史 同志社大学法学部教授
川口 恭弘 同志社大学法学部教授
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
松尾 健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
森田 章 同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○森田 時間が参りましたので、ただいまから大証金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、飯田先生から「オリンパス・大王製紙事件について」、ご報告いただきます。よろしく申し上げます。

~~~~~

【報 告】

## オリンパス・大王製紙事件について

神戸大学大学院法学研究科

准教授 飯 田 秀 総

### 1. 本報告の目的

この事件について何を報告すれよいかということが非常に難問なのですが、私の報告では次の2点を取り上げたいと思います。

第1が、コーポレート・ガバナンスのどこに問題あるいは限界があったかということです。解釈論とか、あるいは立法論において対応すべき問題があるのかどうかということを考えたいということです。もちろん、この事件は特殊な会社における特殊な事例であるというふうに考えると、制度論等への影響を否定すべきだという考え方もあるとは思いますが。確かに、不祥事においては、事件ごとにそれぞれ特殊性があって、それぞれ個別の事件だというふうに割り切ることは可能ですけれども、本件には普遍的な面もありますし、学ぶべき点はあると思います。

もっとも、逆に、日本のコーポレート・ガバナンスというのは一般に全く機能していないというような反対の極論をするべきでもないと思います。大切なことは、どういう条件がそろっていたから生じたのかということをはっきりしながら議論することだと思います。そのために、普遍的なものと特殊なものを切り分けるという作業を行いながら検討していきたいと思います。

犯罪を行うような人間は特殊であるというふうに言うと、本件はすべてのことが特殊だったということになってしまいますけれども、本件の不祥事が行われた際の環境ですとか、

あるいは事後的な発覚が非常に遅くなったという事情には、かなり普遍性のある問題があるように思われます。

報告の2点目としては、オリンパス事件において不実開示により損害を被った投資者による損害賠償について、金商法21条の2における「公表日」が本件においていつなのかという問題について検討してみたいと思います。

以下では、オリンパス事件に関してこの2点についての検討を行った後で、大王製紙事件のガバナンス上の問題について検討することにしたいと思います。

## 2. オリンパス事件について

### 2.1 事実の概要

第三者委員会等の報告書及び新聞報道に基づく事実のまとめということで、後にもしかしたら裁判等では別の事実が認定される可能性もあり、暫定的な事実ということになりますけれども、本報告としては、大枠の事実で対応できる範囲で紹介したいと思います。

#### <含み損>

まず、含み損の発生というところからですけれども、オリンパス社は、1985年ごろから、円高の影響もあり、本業では営業利益の改善が困難になって、財テク重視の方針を採用することになりました。しかしながら、1990年ごろのバブル崩壊の影響で、オリンパス社は、財テクでの損失が膨らみ、ハイリスク・ハイリターンでの挽回を試みましたが、かえって損失を拡大させるに至って、98年ごろには、含み損は約950億円となっていたそうです。この数字は、当時の営業利益の約3倍、総資産の約20%に相当する規模の含み損です。

#### <飛ばしの一部発覚>

また、2000年4月1日から時価評価主義を導入するという動きがありましたので、それに対応するために、オリンパス社は、損失を分離するスキームをつくる、飛ばしのスキームをつくるというように動いていきました。ところが、1999年の9月30日に、朝日監査法人（現あずさ監査法人）から「飛ばし」の指摘を受けて、168億円の特別損失を計上するに至ります。もっとも、この168億円というのは、飛ばしの全体から見ると、この時点で発覚したのは一部にすぎません。当時の朝日監査法人は、この飛ばしのスキーム前後の取引を各件精査したようですけれども、この発覚した分以外は時価で取引されていると判断したようです。この背景には、オリンパス社が時価の情報を歪曲して監査

法人に伝えていた可能性が指摘されています。

#### <損失分離の方法>

損失を分離するという方法は、連結の対象とならないファンドに飛ばすというものです。すなわち、受け皿ファンドを組成して、受け皿ファンドがその含み損のある金融商品をオリンパスから簿価で購入するというものです。購入資金は、オリンパスから受け皿ファンドへ流すということになっていますが、その方法の一つとして、オリンパスが銀行に担保を提供し、その銀行はファンドへと貸し付けを行うというものでした。

この際に、その担保設定が書類上明らかにならないような手続になることを事前に確認してしまして、銀行もそのことを忠実に守ってしまったということです。なお、このときの監査法人は、当時この銀行に対して残高確認を行ってはいりますが、銀行からの回答には担保に関する記載がなかったため、監査法人は担保設定には気がつかなかったということのようです。

このように、この損失分離スキームでは、銀行から融資を受けていますので、これを最終的には受け皿ファンドに返済させて、ひいてはオリンパスの提供した担保を解放することが必要であったわけです。その方法として、一つが、ファンドが安価に購入したベンチャー企業をオリンパスが高額で買い取るという手法と、もう一つが、大型のM&A案件に絡んでファンドに手数料等を支払うということが行われたこととなります。

#### <本件国内3社の株式取得>

オリンパスがこの損失処理スキームに利用する目的で事業ファンドとして設立したファンドが、2005年までに、本報告では「本件国内3社」と呼ぶ3つの会社を発掘しまして、2006年3月には、受け皿ファンドが持っていた当該本件国内3社の株式を取得しています。この際の購入価格は、2005年に受け皿ファンドが取得したときの価格と比べて、それぞれ2.2倍、1.15倍、2.87倍という価格で買ったということです。

その後、2007年には、GCNVVという事業投資ファンドとしてつくられたファンドの解約が行われました。その解約の結果、当該ファンドが保有していた本件国内3社の株式をファンドが取得した簿価でオリンパスが引き取ることになりました。さらに、オリンパスは、本件国内3社の子会社化のために株式を買い増ししています。

2008年3月期において、本件国内3社の買収に関するのれんを計上して、それが約720億円分だったということです。

その後、2008年12月に、あずさ監査法人は、本件国内3社の買収価格が著しく高

額であるということ、また、本件国内3社の実績がないこと——赤字会社だったということ—と、投資ファンドへの支払いであるといったことから、この買収には合理性に疑問があるということを指摘しました。その結果、2009年3月期決算においては、557億円の減損処理がなされるに至りました。

これが1つ目のルートということになります。

<ジャイラス（当時LSE上場会社）買収のFA報酬等>

もう一つのルートですけれども、オリンパス社は、この事件では今後出てこないのですけれども、アメリカのB社という会社の買収を検討していて、2006年6月5日、アクシーズというところとファイナンシャルアドバイザー契約を締結しています。基本報酬として契約締結時に300万米ドル、1年後に200万米ドル支払うことになっていました。そして、成功報酬として買収価格の1%と決めていて、その支払い方法としては、20%が現金、80%が買収ビークルの4.9%分に該当する株式オプションであるとされていました。

このアメリカのB社の買収に関する交渉が進展していないという状況において、ジャイラス社から事業提携の提案がありまして、オリンパス社はジャイラス社との交渉を本格化させました。そこで、2007年6月21日、FA契約の成功報酬の内容を修正しています。その理由は、ジャイラスの買収価格が2,000億円程度でしかないということから、当初、B社を買収することを予定していたときの金額よりも相当低くなってしまふことから、この成功報酬の内容を修正するというに至っています。そのために、株式オプションを発行することに加えて、ワラントも発行することになりました。

そして、11月19日に、ジャイラスを約2,150億円で買収することを取締役会決議で決定し、買収が行われました。

その後、2008年3月1日、オリンパスはアクシーズと株式オプションを約177億円の現金で精算するという合意をしています。

2008年3月期の決算において、会計監査人は、最終的には無限定適正意見を表明しました。

その後、9月26日のオリンパス社の取締役会決議で、この株式オプションをジャイラスが発行する優先株式約177億円相当のもので支払うことが決定されました。

9月30日の取締役会決議で、ワラント購入権については約50億円で買い取ることを決め、さらにオリンパスとジャイラスとアクシーズの3社でジャイラス発行の優先株の付

与に関する株式引受契約の締結に至りました。

その後、10月3日には、このジャイラスが発行する優先株には、拒否権条項を付すことを3社で合意しました。

11月28日のオリンパスの取締役会では、この優先株を5億3,000万ドルから5億9,000万ドルで買い戻すことを決めました。同年の12月、会計監査人から問題の指摘を受けたのですが、この点の経緯については後に詳しく検討します。

その後、2009年6月5日に、オリンパスの取締役会は、11月28日の5億3,000万ドルから9,000万ドルで買い取るという決議を取り消す決議をしました。

6月11日に、会計監査人の交代がありまして、あずさ監査法人から新日本監査法人に引き継ぎが行われたということです。

最終的には、2010年3月19日に、オリンパスの取締役会は、この優先株を6億2,000万ドルで買い戻し、帳簿価格との差額をのれんに計上することによって、本件のスキームとしたということであります。

以上が事実の概要ということで、以上の事実を前提に、ガバナンスの問題点を検討していきたいと思います。

## 2.2 ガバナンスの問題点

### 2.2.1 はじめに

本報告では、以下の3点を意識しながら検討していきたいと思います。1点目は、不祥事に対しては、そのような不祥事をいかに禁止するか、行動そのものを正面から規制するという制度設計を考えるのが直接的な対応でありまして、民事責任とか刑事責任といった制裁によってその禁止の実効性を担保するということになるのが通常です。禁止の実効性を確保するためには、例えば制裁を重くすることが直ちに考えられるわけです。しかしながら、どこまで重くすればよいのかということに答えはありませんし、制裁を重くすることには、その他のまじめな会社に対するコストになってしまいますし、現実的には、違反を続けようという人と規制の強化というイタチごっこを続けることになりかねないわけで、限界があるのだろうということでもあります。

2点目としては、ガバナンスの機関、すなわち取締役や監査役、会計監査人といった者たちによる監視が本件ではすり抜けられてしまっているということで、本件を教訓に、これをどうやって強化するかということが課題となると思います。

伝統的には、この者たちの監視をどうやってモチベートするかというと、事後に義務違反があると責任追及があるという恐怖によって監視を行うように動機付けられるという方法になってきていると思います。あるいは、監査役や会計監査人の権限をどこまで強化するかということも論点になってくるかと思えます。

前者の民事責任による動機付けという仕組みについては、本件ではこれが現状ではうまく機能しなかったということだと思います。

それでは、この責任をより重くしていけばよいのかというと、必ずしもそうではないだろうと思われるのは、第1に述べたように、直接的な不祥事を禁止するというときの制裁強化の話と同様の限界があると思われまます。監視義務違反の責任が大きくなればなるほど、監視を行う機関の地位に就任すること自体をためらうことになりかねませんし、あるいはそれを乗り越えて就任したとしても、リスク回避的な対応をとるインセンティブを与えてしまうことになりかねないわけです。つまり、現在の制度よりもより厳格な制度にするということが、日本の会社法全体として最適な解になるかどうかは明らかではないわけです。

また、後者の監査役等の権限の強化についても、本件で考えますと、その権限がもう少し大きければ防げたのかというと、疑わしいように思われます。会計監査人に関しては、権限を強化することも重要かもしれませんが、それ以上に、経営陣に対する交渉力をいかに高めるかということが本件ではポイントになると思われまます。

3点目に、第2の点と密接に関連しますが、本件では、いわば傍観者的な対応をとってしまった人たちが少なからず存在していたという事実です。すなわち、疑問は持たけれども、反対まではしなかったという者たちです。このような傍観者たちの背中をどのように押してやればよいのか。つまり、責任追及の恐怖で動かすという方法以外の制度で何か後押しをすることができないだろうかということが課題になると思われまます。この方向での検討は、従来あまりなされてこなかったように思われまますので、改善の余地は残されているように思われます。

このような視点を意識しながら、以下、具体的に検討していきたいと思われます。

## 2.2.2 財テクの失敗を隠す動機は何か

結局、本件担当者がなぜこれを隠したのかという動機の真相はよくわかりませんが、論理的に考えていくと、幾つかのストーリーが考えられます。例えば、①雇用を守りたかったとか、②本業と関係のない原因で株価を下落させて株主に迷惑をかけるよりは、

むしろ隠蔽してしまっただけで、隠蔽している間に挽回できれば結果オーライだという可能性にかけてしまった。しかも、結果的に損失の傷口を広げたわけですが、傷口を広げた後は、もう今さらやめられないということになってしまったのではないかということが一つのストーリーとして考えられます。

あるいは、③本件が発覚すると、経理担当者として責任を問われる、例えば左遷されるといったことを恐れていたとか、④担当者たちが保有していた株式の価値が下落してしまうことを恐れていたことも考えられます。さらには、当時の状況として、取得原価主義から時価主義へという移行期であったことを考えると、規範意識として、含み損というものは隠したままでもいいのではないかという意識が働いたのかもしれない。

もう少し法律的に議論しますと、抑止という観点から考えますと、担当者たちは、⑤自分たちが行っている飛ばし等の行為が違法行為であるというふうに認識していたのだとすれば、損害賠償請求とか刑事罰というその後のサンクションがかかることを過小評価していた可能性があるわけです。逆に言うと、⑥もしこれらの自分たちがやっていることが違法行為に当たる、あるいは将来サンクションがかかるようなことであるということを知っていたとすれば、責任追及の恐怖というような形で抑止のメカニズムを機能させようにも、機能しようがなかったことになります。

結局、この不実開示を行おうとする動機は、本件については必ずしも明らかではないわけですが、いかなる制度をつくらうとも、そのような動機を100%防止することは不可能だろうと思います。また、どんなに制裁を厳しくしても、前述の⑥のような状況であったとすれば、制裁を厳しくすることにはあまり意味がないのかもしれない。逆に、⑤のような状況であったとすれば、制裁を強化する、サンクションを重くすることが事態の改善につながり得るわけですが、③の隠蔽してしまおう、隠して逃げ切ってしまうという動機をかえって強めてしまうという問題もあるのだろうと思います。

### 2.2.3 本件国内3社の買収

本件のいわば首謀者たちは、本件国内3社の買収ですとか、FA報酬を使ったのれんの計上と償却で本件の含み損を処理するという行動に出ていったわけですが、その後も、これらの行動を抑止するというメカニズムはいずれも機能しませんでした。ウッドフォード氏の行動がなければ、もしかしたら隠蔽に成功して、最終的には、客観的には高過ぎる企業買収による多額の損失の発生という経営判断上の結果的な失敗であるというような形で



事態がうやむやにされていた可能性すらある事件だと思われま

す。企業買収に関しては、取締役の善管注意義務とか忠実事務といった規律がもちろんありますし、その他の機関からの監督や監視を受けることももちろんあったわけですが、これらがやはり機能しなかったということになるわけです。

繰り返しになりますが、不祥事を防止するには、これを正面から禁止し、いかにそれを担保するかが直接的な対応ということになりますけれども、本件のように隠し切ってしまうおうとする者たちに対して、しかも隠蔽にほぼ成功していたような状況において、この行動を正面から禁止するというルールを用意してそれを強化したとしても、その禁止の実効性を担保することは極めて困難だったのだらうと思われま

す。このように、直接的な規律が難しいとなりますと、会社法によって用意されているほかのガバナンスのメカニズムによる対応を検討するべきだろうということになりますので、以下では、本件の首謀者たち以外の機関の対応に関して検討していきたいと思いま

す。順序としては、まず、本件国内3社の買収に関して、その他の取締役の対応を見た後に、監査役の対応を検討したいと思います。その後に、ジャイラス買収に関するF A報酬に関する取締役及び監査役の対応を検討することにします。その後に、まとめて会計監査人の対応に関して検討したいと思います。

なお、この飛ばしのスキームに関する監視義務あるいは内部統制の構築といったものに関しては、第三者委員会によって、内部統制に従った履行がなされていた、監視義務は尽くされていたという認定がなされていまして、本報告では、それ以上立ち入ることはできません。なぜなら、本件の飛ばしの一部が発覚した時期にどういう事実があったのかということは、必ずしもよくわかりませんので、第三者委員長の報告書に付け加えるような材料が特にないからです。

#### 2.2.3.1 その他の取締役の対応

まず、少し繰り返しになるかもしれませんが、時系列的に事実を確認しておきますと、2008年2月8日に、経営執行会議において審議されて、その2週間後である2月22日に、本件国内3社の株式を買い増しすることが取締役会の決議で決定され、その1週間後に、ある公認会計士事務所から「株主価値算定報告書」が提出されたという流れになっています。

実は、この取締役会の審議の際に、本件国内3社を買収するということに対して疑問も

提起されていまして。すなわち、News Chef という会社とヒューマンラボという会社は、オリンパスとの事業の関連性が認めがたいという議論がありました。しかしながら、森氏の説明によれば、上場をねらうとのことであったので、うまくやればできるのかもしれないと考えたという言葉が出てきます。また、森氏の説明では、本件の買収はかなり急いでいる話であって、コーポレートへの信頼があり、仲間としてやっている森がそこまで言うなら仕方がないかなと思ったという理由で、反対までには至らなかったということです。要するに、問題性を感じている取締役もいたようではすけれども、疑問点を掘り下げることには、仲間意識からか、しなかったということになります。

これをもう少し法律的に、取締役の義務という観点から見ると、本件の買収に関しては、情報収集が不十分なままに意思決定が行われたという側面があります。すなわち、まず買収提案それ自体の買収価格には幅があるものであり、最大で613億円というような内容であったようです。この金額は、実は直前の2000年3月期のオリンパスの当期純利益の額を超えるようなかなり巨額な金額であり、しかもその買収に関する外部株価算定を依頼中であるという段階で買収することを決めたわけです。また、売り主の属性についての情報共有も行われず、また、本件国内3社のいわゆるビジネスデューデリもなく、2006年3月の取得時の事業計画と比べて実績は下振れしていたにもかかわらず、むしろ1.5倍から2倍の価格で買うという提案内容であったということです。

もっとも、時間的な制約があるという状況が設定されての意思決定でありましたので、スピードよりも情報確認をまずは重視するべきだったという非難は後知恵のようにも思われなくもありません。しかしながら、金額の重大さですとか、1年前にも本件国内3社の株式を取得していたという取締役会における経緯からすれば、やはり本件では情報収集が不十分な意思決定がなされたと評価するべきであり、経営判断原則が適用されない取締役には義務違反があったと言ってもいいように思われるわけです。

このように義務違反があったとしても、取締役会でストップをかけられる可能性のあった者、前述のような疑問を述べた取締役は、結局、反対という形での行動をとることはなかったわけです。義務違反を原因とする民事責任を負う可能性があるから、本件国内3社の買収は慎重に判断しようというような考え方はここには出てこないわけですし、むしろ仲間を信じるとか、場の空気を読むといった対応をしていたというふうに言えると思います。

その背景には、本件の首謀者たちが会社の権力を握っていたために、これに対して反対

するというのはよほどのことだという意識が働いたかもしれませんし、あるいは反対の根拠となる何か具体的な材料がないのに反対したりすると、かえって自分が報復されてしまう、例えば自分が取締役として担当している職務において何か報復的に反対を受けるとか、あるいは悪ければ左遷されてしまうといったことを恐れたのかもしれません。さらには、心理学的に言えば、見たくないものを見ない、悪いことが行われているということは信じたくないという心理が働いたのかもしれません。この辺のことはよくわからないわけですが、少なくとも民事責任の恐怖によって慎重に判断しようという心理にはつながらなかったということです。

### 2.2.3.2 監査役会の対応

2008年2月22日の取締役会後の監査役会では、実は監査役たちは問題意識を共有しています。すなわち、これまでも幾つか案件があったけれども、分析がなかったのではないかと、取締役は業界が違い過ぎてよし悪しが判断できていないのではないかと、リスクを開示していないように見える、リスクを含め議論するべきであるというような形で、問題意識を共有していたようです。しかしながら、このような監査役たちは、取締役会場で異議を述べることもありませんでしたし、その後、差止め請求を検討することもなかったということです。

これはなぜなのかということですが、簡単にいうとシャイな監査役たちだったという監査役のパーソナリティーに帰属すべき問題も、もしかしたらあるかもしれません。他方で、やはりここにも、本当は問題があるというふうに思いながらも、傍観者的に振る舞ってしまったという問題性が共通して登場してくるわけです。

監査役には、差止め請求権という強力な権限が与えられているわけですが、経営陣との関係では、そういう権限を背景に持ってしても、なお交渉力が十分ではなかったということになるのかもしれません。この辺も、本当は何だったのかということはわからないので、推測にすぎませんが、このように言えるのではないかと思います。

### 2.2.4 ジャイラス買収のFA報酬をめぐる取締役・監査役の対応

優先株の買い戻しに限って検討したいと思います。

ファイナンシャルアドバイザーに、前述のように拒否権を与える内容にしていたので、ジャイラスの企業価値の50%分の価値があるというようにオリンパス社は独自に買

い取り価格を算定して、それを原案として提案していました。実はこの50%プレミアムという形の計算方法は、当時、オリンパス社が取得していた新光証券による評価額の算定式には出てこない独自の計算式でした。この意味で、合理的な理由もなく専門家からの意見を無視しているという点で、本件の取締役会における意思決定の不合理さが一つあらわれているわけです。

ほかにも、一連の経緯から見ても不合理性があるように思われます。すなわち、レジューメの3ページにありますように、2008年9月26日に発行価額1億7,700万ドルで発行したものを、2カ月後の11月には5億3,000万ドルで買い戻すという提案が承認され、さらにその半年後には、1億7,700万ドルで買い戻すように交渉するので、決議を取り消しますということをやっているながら、その翌年の2010年3月19日には、結局それをも上回る6億2,000万ドルで買い戻すという決議をしているわけです。この一連の取締役会決議の流れを前提としますと、なぜこのような決議が通ってしまったのかということは理解しにくいわけです。

善解すれば、市場価格のないFA報酬の妥当性は、経営判断に当たることであり、担当外の取締役にとっては、その妥当性を判断する材料がなかったということが一つの可能性としては考えられます。もっとも、2010年2月26日の取締役会においては、役員の中には、一連の取締役会決議の経緯からして6億2,000万ドルはおかしいのではないかという問題意識を示した役員もいたようです。それでも結局、第三者の算定式を無視した価格を承認してしまっているわけです。そうだとしますと、経営判断であるから、材料がないから妥当性の判断ができなかったということは少し考えにくくて、むしろ、ひょっとしたら問題があるかもしれないけれども、反対するまでの材料や動機がなかったということではないかと推測できるわけです。要するに、ここでも、いわば傍観者的な対応をとってしまった人がいるのではないかということです。

## 2.2.5 本件国内3社の買収及びジャイラス買収のFA報酬をめぐる会計監査人の対応

### 2.2.5.1 事実関係

まず、本件国内3社の買収のほうからお話ししたいと思います。2006年11月6日に、あずさ監査法人は、監査役に対して、ファンドによる本件国内3社の株式の取得は、株式の取得価額が夢のような事業計画に基づいている上、投資についても詳細な検討がな

されていないという問題点を指摘していたようです。また、2008年3月期の決算においては、監査法人は、本件国内3社の株式取得について調査をして、基本的には経営判断に委ねられるという理解を示して、取締役会議事録等を確認して意思決定手続の過程に不合理的点はないということを確認し、ただし、事業計画と実績との乖離を注意深く観察して、適切な時期にのれんの減損処理を行わせることとしました。

つまり、当初からあずさ監査法人は、本件国内3社の事業計画と買収価格については疑問を持っていたと思われるわけですが、それ以上に踏み込むことはなかったというわけです。

実際、2009年の3月期には減損処理が行われました。あずさ監査法人は、本件国内3社の実績と事業計画との大きな乖離を問題視し、オリンパスの社長らと複数回面談をして、さらには減損評価のための第三者による事業評価を依頼したり、本件国内3社への往査を行ったりしたようです。

その後、あずさ監査法人は、監査役会に対して、取締役の善管注意義務違反のおそれがあるということまで伝えるに至っていますが、これはFA報酬とセットで問題になっていますので、ここでFA報酬に関する会計監査人の対応のほうも見ておきたいと思います。

時間が少しさかのぼりますけれども、2008年12月の段階で、あずさ監査法人は、FAへの支払いについても懸念を監査役会に報告していました。翌2009年4月23日には、あずさ監査法人は、オリンパスの監査役会に対して、FA報酬につき、まず報酬が高いことに関する社内の検討が十分だったかどうかということと、支払い先の妥当性に関する社内の検討が十分だったかどうかという懸念事項を通知しています。

このように、本件国内3社の買収とFA報酬の妥当性について疑問を持っていたあずさ監査法人は、2009年5月7日に、監査役会に対して外部専門家の意見を求めることを求めます。これを受けて、5月9日に監査役会は、3名の外部専門家（弁護士、会計士、大学教授）に調査報告を依頼しました。これを以下で2009年委員会といたします。

その結果、5月17日に、2009年委員会報告書が提出され、取締役の善管注意義務違反はないという報告がでてきました。これを受けて、監査役会も同日、違法等はないという監査役会の報告書をあずさ監査法人に提出しています。

翌日の5月18日に、2009年委員会とあずさ監査法人の面談が行われて、あずさ監査法人は、次のような問題点があることを指摘しました。すなわち、オリンパス社は、損失分離スキームの際に担保を差し入れていた銀行との関係に問題があるとか、受け皿ファ

ンドの属性ですとか、あるいは本件国内3社の買収に関する個人会計士事務所が出していた評価書は、実は事業計画を評価していないという問題があるのだということなどを指摘して、これらの問題点を認識していなかった2009年委員会及び監査役会に対して、報告書の変更の必要性の検討を促していました。

もっとも、5月18日になって伝えても遅きに失したようでありまして、5月20日には、あずさ監査法人は結局、無限定適正意見を出すことを決めています。あずさ監査法人においては、監査意見を表明できないという理由を立証できないにもかかわらず、監査意見を表明しないことは正当化されないこと等について、外部の弁護士からオピニオンを得ていたということです。

その翌日の5月21日に、オリンパスの社長があずさ監査法人に契約を更新しないということをお伝えしたという流れになります。

その後の6月1日になって、あずさ監査法人は、監査役に対して、2,000億円の買収に対して600億円の手数料を支払うというのは社会的に通らないなどなどを指摘しまして、200811月28日に行われた取締役会の決議を取り消すことを強く求めて、実際、そのように取り消されたという経緯であります。

#### **2.2.5.2 違法性の確証がなければ、無限定適正意見を出さざるを得ないか？**

以上を前提として、ここでは、違法性の確証がなければ無限定適正意見を出さざるを得ないのかという問題を検討してみたいと思います。

結局、2009年3月期の決算において、あずさ監査法人は、全貌解明の一手手前まで迫りながらも、そして最終的にはオリンパスから会計監査人としての契約が更新されなくなるような程度までの積極的な活動はとっていたわけですが、最終的には無限定適正意見を出したわけです。これはなぜだろうかということです。

監査法人の直面するであろう意思決定の考慮要素を分析すると、網羅的ではありませんけれども、レジюме8ページの表のようにまとめられるように思います。

問題がないのは、真実において適法であるという場合において無限定適正意見を出しているという場合で、その場合には恐らく契約は更新されて報酬が得られるだろうという関係にあります。もう一つ問題がないのは、表の右下のセルで、真実において違法なことが行われていて、監査意見を差し控えるとか、不適正意見を表明するというようなときには、これは例えばゲートキーパーとしての評判は維持されたり向上されたりするというプラス

があるのだらうと思います。

この当時、あずさ監査法人が直面していたのは、その2つの場合というよりは、むしろ違法性の可能性があるけれども、その場合に無限定適正意見を出してよいだらうかということと、適法な可能性はあるけれども、違法かもしれないので、意見を差し控えたいと思うけれども、果たしてそれでいいだらうかということで、それについて弁護士からの意見書をとったように思われます。

あずさ監査法人においては、意見を表明しないということも検討したようではありますけれども、最終的には無限定適正意見を出したわけですから。その背景にあった事情として考えられることとして、一つには、意見不表明になった場合に、上場廃止と直結する可能性を考慮したのではないかと思います。すなわち、過去の意見不表明のケースは、いずれも上場廃止に至っていたという事実があります。したがって、意見不表明をすると、すなわち上場廃止になるという先例がある以上は、監査法人としては、意見不表明をした場合には上場廃止に至る可能性が高いということを念頭に置かざるを得ないのだらうと思います。すると、確証なく意見不表明をすることになって、もしも事後的にその判断が間違いだったことが判明した場合には、会計監査人としての責任が追及されるリスクがあり得るわけですから。そのリスクを負ってまで意見不表明をしても、監査法人として得られる利益がもしかしたら小さかったのかもしれない。

仮にこのストーリーが真実だったとしますと、改善策は幾つか考えられるわけですから。本報告では、次の3点を指摘してみたいと思います。

第一に、会計監査人が意見不表明をしたという場合に、取引所の運用として上場廃止とリンクするような運用を行わないということが考えられます。もちろん、現状でもそういうふうにはしていないのかもしれませんが、先例はそうだったということで、結果論的になっているので、そこを切り分けるような制度設計をできないだらうかということですから。

2点目として、意見不表明が事後的に間違っていたことが判明しても、会計監査人の責任はある程度限定されるという方向での制度設計はできないだらうかということですから。すなわち、会計監査人に例えば故意がある場合とか、あるいは情報収集に関して不足があるとかといった著しく不合理な行動をとっていたような場合でなければ、結果的に間違っていたとしても、会計監査人の責任は問わない。経営判断原則の応用のような形で解釈論を展開していく、あるいは制度を設計していくことも考えられるように思います。本件国内

3社の買収に関して言えば、取締役会等ではいずれも夢のような事業計画に基づく買収が行われていることを根拠に、監査法人が意見拒否をしたということであれば、仮に事後的に本件国内3社の買収に実は問題がなかったことが判明したとしても、善管注意義務違反に基づく損害賠償責任は認められないという方向で解釈するべきではないかということです。

3点目としては、真実が実は粉飾あるいは違法であるというときに、無限定適正意見を出した場合の公認会計士や監査法人に対する制裁を厳格化することが考えられます。レジュームの表では右上のセルのところで、マイナスとして評判の低下と民事責任等が書いてありますが、それに加えて公認会計士法の30条の懲戒も用意されているわけですが、それらをさらに強化することもあり得るのではないかということです。

これらの対応をすることによって何をしたいかという、粉飾あるいは違法があるかどうかという判定に迷った場合に、無限定適正意見を出すというインセンティブを減少させることができるのではないかということです。本件のように確証がなければ無限定適正意見を出してしまうことになるのは必ずしも望ましくないのではないかという観点から、改善策として検討してみたいと思います。

## 2.2.6 本件の教訓

結局、本件においては、損失先送り等の問題行為を直接に禁止するルールはうまく機能しなかったわけです。また、取締役会等による監督等も機能しませんでした。本件を受けでの対応として考えられるのは、責任を厳格化する、あるいは監査役等の権限を拡大することも思いつきますし、それも必要な面があるのかもしれませんが。しかしながら、完璧に監視することは論理上不可能ですし、仮に可能だとしても、膨大なコストが発生するだろうと思われます。その意味では、この方向での対応だけを考えるのでは不十分であると思われますし、日本のガバナンスの改善につながる保証もないように思われます。

そこで、疑問や問題意識を持っていたけれども最終的には傍観者的な行動をしてしまった者たちの背中を押すような制度設計を考える必要があるように私は思います。下手に反対してしまうと、反対をした自分たちの立場が危うくなることを恐れているような人たちにとっては、傍観者的な行動をとることは極めて合理的な行動になってしまっていると思われます。本件で言えば、最終的にウッドフォード氏が内部告発的に行動したわけですが、代表取締役というトップにいながらも、最終的には解職されて事実上会社から追放される



ことに陥ったという事実を考えますと、本件で傍観者的な行動をとっていた人たちがもしも積極的な行動に出ていたら、その人たちも同じように追放されてしまっていた可能性すらあるわけです。

このような場合に、その人たちの背中をどうやって押すかという方法について、例えば、取締役の監視義務に関しては、義務違反をすると損害賠償責任がかかってくるという形で、現状ではムチによる動機付けが主に中心になっているわけですが、その裏返しとして、義務を履行した者に対して、あるいは積極的に真相解明に貢献した者に対して報奨を与えるという、アメを与える形での動機付けも考えられるわけです。

また、社外取締役を増やす、あるいは取締役会の構成員の多様性、ダイバーシティーを増やすことによって、取締役会での重要な議論等、あるいは疑問の追及を行いやすい場の空気をつくり出すということも重要かもしれません。疑問を追及すること自体を理由に報復されたりしないような制度設計をするということです。

もちろん、本件でも社外取締役は15人中3人存在していたわけで、その存在が本件の防止や発覚には機能しなかったわけですが、その意味からすれば、社外取締役をたとえ過半数選任していたとしても、以上述べたような制度設計が必ずしも達成される保証は全くありません。しかしながら、本当は疑問があると思っような傍観者たちにとっては、そのような社外取締役が増えれば増えるほど、沈黙をしてしまうというインセンティブを変える、場の空気を変える効果が出てくる可能性もあるように思われます。

結論としましては、大したことは言えていませんで、ある制度を変えれば何か劇的に事態を改善するというような特効薬的な提案を持ち合わせているわけではありませんけれども、違反に対する制裁強化とか、監督者たちの権限を強化するという従来からのアジェンダに加えて、以上述べたような傍観者たちの背中を押すような制度設計をも検討すべきではないかというのが、本報告でのメインの提案ということになります。

### 2.3 不実開示による損害賠償の論点：「公表日」はいつか？

2つ目の論点は、不実開示による損害賠償の論点ということで、公表日はいつかということです。金商法21条の2第2項にいう公表日に関しては、ライブドアの事件で最高裁が公表の意味について次のように述べています。すなわち、「虚偽記載等のある有価証券報告書等の提出者等を発行者とする有価証券に対する取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実」の公表で足りるとしています。しかしながら、「虚偽記載等が

存在しているという点についてのみ」公表したのでは不十分であるとしていますし、他方で、「有価証券報告書等に記載すべき真実の情報」の公表までは必要ないとしていました。

それでは、これをオリンパス事件に当てはめるとどうだろうかという問題を考えてみたいと思います。レジュメの10ページの下に株価の実際の動きを示してありますので、適宜ご参照いただければと思います。

時系列順に事実を見ていきますと、10月14日にウッドフォード氏が代表取締役を解職され、1週間後の21日にオリンパス社が第三者委員会設立の予定を発表しましたが、この時点では、虚偽記載があったということは認めていません。10月26日には、当時の社長である菊川氏が代表取締役会長兼社長執行役員を辞任しましたが、やはり虚偽表示は認めていなかったということです。

11月8日の段階で、オリンパス社が第三者委員会の調査の過程で、過去に損失先送りをしていたことを公表しました。プレスリリースの内容は、レジュメに記載していますが、ここでは具体的な金額は公表されていませんでした。

11月17日には、オリンパス社は、過去の有価証券報告書等に関してさまざまな報道がなされているけれども、これはオリンパスが発表したものではなく、具体的な内容が確定し次第、速やかに開示しますということを発表しました。

12月6日に、第三者委員会の報告書によって、飛ばした損失は1,177億円であり、かつ本件損失分離スキームの維持費用等に充当された額が1,348億円であるという報告がなされていて、これをオリンパス社は報告するとともに、さらに具体的な財務数値を確定させた上で、訂正報告書を提出する予定であるということを公表するに至ります。

そして、最終的には、12月15日に訂正報告書の提出を行っています。

本件で問題になるのは、11月8日の開示事実で果たして十分なのか、それとも、12月6日の第三者委員会報告書に出てくるような数字を公表した日を公表日と見るべきなのか、さらには、12月15日の具体的な訂正報告書の内容を公表した日とするべきなのかという問題があると思われます。

レジュメの11ページの下のとこりにありますように、11月8日とすると、1カ月前の平均が1,472円、その後が870円、12月6日を基準とすると、827円の1,083円ということになるわけですし、11月8日としないと、損害の推定規定を使えないという関係にもなっています。

この論点に関して、2007年の弥永先生の論文を手がかりに議論したいと思います。

弥永教授は、設例として、第1段階として金額不明の資産の過大計上があったことを公表して、第2段階で具体的な金額を公表したという場合には、後者の第2段階を公表日とするという解釈論を展開されています。その根拠は、過大計上の額が明らかでなければ、証券市場における当該会社の株価が合理的に形成されるとは期待できないからであるとされています。

この見解を本件に当てはめると、11月8日の開示事実では、金額不明であるということですので、これではならず、おおよそ正しい金額が開示された12月6日の時点を公表日ととらえるべきだろうということになりそうです。しかしながら、具体的な金額が不明な段階でも、本件では11月8日ですが、合理的に市場が反応するという仮定をとりますと、次のように考えるべきではないかと思われまます。

すなわち、具体的な金額が不明な段階でも、市場は過去の損失先送りは一体幾らだっただろうかということ予想しながら価格形成をすることになると思います。この時点での反応は不正確な反応にならざるを得ないわけですが、真実はどのくらいの金額だったのかということ予想するわけです。例えば2,000億円の損失隠しだと予想したのだとすれば、11月8日の公表時には過剰に市場価格は下がって、その後の12月6日に正確な数字が出てきた段階で、その過剰に下がった分を修正するような形で株価は上がるのだろうと思われまます。

逆に、11月8日の時点で例えば10億円の損失隠しがあった程度だろうと市場が予想していたのだとすれば、その時点での市場価格の下落は部分的なものにとどまり、12月6日の公表によって正しい価格まで追加的に下がっていくということが想定されます。

このように考えますと、解釈論としては、11月8日を公表日としてよいように思われるわけです。この場合には、金商法21条の2第2項の損害の推定を、11月8日を基準に計算した上で、発行会社において第4項の反証を行わせて、最終的な損害賠償額を算定するというにしてもよいように思われまます。イベントスタディで、イベントが複数あるときのイベントスタディをどうやるかという問題で、それは会社にやらせたほうがいいだろうという判断です。

レジュメではほかに少し書いていますけれども、そこは省略して、以上でオリンパス事件は終わりにして、大王製紙事件のほうに移りたいと思われまます。

### 3. 大王製紙事件について

### 3.1 事実の概要

この事件についても、第三者委員会の報告書と新聞報道に基づいた事実の概要を紹介します。

2010年5月から2011年9月にかけて、井川意高氏は、大王製紙のグループ会社の7社から総額106億円程度を借り入れていました。2011年9月段階で、残りの45億円は回収の見込みがないということでありました。借金の使途は個人的用途であり、具体的にはカジノだったようです。

借り入れの方法は次のとおりです。すなわち、意高氏は、表（レジュメ13ページ）の7社の常勤役員に電話して、「明日までに何億円を自分の口座に振り込むように」、「口外しないように」などと電話で伝えて振り込ませていたということです。電話を受けた役員たちは、意高氏が個人的用途に用いることも理解しており、使途を問いたださずに振り込みをしていたそうです。東京地検は、子会社役員も共謀共同正犯であるというふうに認定したようです。

この貸し付けはすべて無担保であり、また、振り込みをした後に金銭消費貸借契約書を作成し、取締役会の議事録も事後的に作成していたというのが事件のあらましです。

この事件が発覚した経緯は、次のとおりです。まず、2011年の春ごろに、東京地検の特捜部は、関係者の事情聴取などの内偵捜査を既に開始しており、特別背任の疑いの端緒をつかんでいたようです。

同じころ、井川高雄氏（父親）が息子の借り入れを知り、叱責をしたそうです。しかしながら、息子はその後も借り入れを継続しました。

9月1日に、意高氏は、赤平製紙に対して3億円の振り込みをしなさいという電話をして、赤平製紙は、その振り込みをしましたが、その後の9月7日に、大王製紙の関連事業第1部担当者あてにメールで報告をしたということです。同様に、エリエールテクセル社が9月5日に4億円、6日に1.5億円を振り込んだわけですけれども、6日の夜に同じようにメールで報告し、それが社長に報告されて、本件が発覚するに至っています。

それでは、なぜ本件が発覚が遅れたのか。まず第1に、大王製紙における内部通報制度の窓口が法務広報課長になっていたようですが、その内容がすべて意高氏に伝わるようになっており、本件が最終的に発覚するきっかけとなったメールでの報告は、むしろ意高氏へ報告されるのを恐れて、関連事業部に報告したことからであり、この対応がある意味では功を奏したということです。

第2に、関連事業部の担当取締役は意高氏の実弟が務めていたわけですが、彼は2011年4月の段階で意高氏から一連の借り入れの事実を直接聞いていたわけですが、ほかの役員に情報を共有するなどの対応策は講じなかった。身内の不祥事をかばってしまったということだと思います。

第3として、経理担当の取締役は、2010年7月の段階で本件貸し付けを知っていました。意高氏に対して、有価証券報告書でこの取引は開示されるということを告げていました。その後も、コンピューターシステム等を通じて本件貸し付けの状況は把握していたわけですが、この経理担当取締役は、本件貸し付けが違法行為であるという疑いは全く持たずに、漠然と大王製紙のための必要金だろうというふうに推測して、そのまま済ませてしまっていたということです。

第4に、取締役会で本件が発覚する機会となり得たのは、有価証券報告書の提出に関する報告がなされた取締役会です。しかし、その場では、資料が事前に配付されず、また席上に配付された資料には、本件貸し付けが関連する連結子会社と関連当事者との取引のページは配られなかったということです。

有価証券報告書を見ますと、そこには意高に対する貸し付けが23億5,000万円と書いてありまして、市場金利を勘案して利率を合理的に決定していますというふうに書かれていました。結局、この有価証券報告書を見ていれば、もしかしたら本件貸し付けはもう少し早い段階で発覚していた可能性もあるわけですが、取締役は該当箇所を見落としていたか、あるいは気づいていたとしても、それを指摘することはなかったということです。

第5に、会計監査人ですが、経理担当取締役と同様に、システム上知っていたということです。しかしながら、意高と面談もしていたわけですが、返済するという言質をとるにとどまっており、用途については問いたださなかったということです。この対応から見れば、利益相反取引だから慎重に監査しようという発想は感じ取れなません。

### 3.2 法的規律

#### ①意高の義務と責任

そこで、最後に法的規律の検証ということですが、まず第1点として、意高氏の行動を防止するための規律としては、子会社における取締役としての義務と責任というものが直接的な規律となるわけです。もっとも、本件ではそれがうまく機能しなかったということです。その背景には、子会社はそもそも井川家の支配下にあり、しかも大王製紙も事実上

井川家が支配しているわけですので、自分に対する責任追及の訴訟が提起されるというような可能性は極めて低いだろうと考えていたか、あるいはそもそも民事責任を負うなどということは想像すらしなかったのかもしれませんが。

また、本件では、実際に特別背任罪として起訴されていますけれども、そういう刑事罰による抑止力も機能しなかったということです。

もっとも、本件でこれらの抑止が機能しなかったのは、意高氏にとっては、実はカジノでの借金を弁済しないことによって陥ってしまう事態、つまり裏社会における制裁といったものがあるのかもしれませんが、そのほうが表の社会における民事責任や刑事責任を問われる事態よりも、もしかしたらより困る事態になると考えていた可能性もあるわけです。その辺の真相はよくわかりませんが、もしそういうことがあったとすれば、本件は非常に特殊な事情があったということになるのかもしれませんが。

## ②子会社取締役会による利益相反取引の監督

第2点目としては、子会社の取締役として本件の貸し付けを拒絶することが考えられるわけで、実際に利益相反取引規制があるわけですし、手続規制や損害賠償責任がかかってくるわけです。しかしながら、手続規制は無視されて、事後的に単に書類を整えるということだけが行われたわけです。しかも、仮に事前に子会社で取締役会決議を開催していたとしても、井川家の圧倒的な力からすれば、本件の貸し付けは取締役会決議で承認されていた可能性も高いかもしれません。結局、このルールは本件では機能しなかったということになります。

以上の2点を要約しますと、本件は、一つの可能性として、確信犯的に行われたとすれば、制裁が十分ではなかった、だから抑止が機能しなかったというストーリーが一つ考えられます。もう一つの可能性として、確信犯ではなかったとすれば、事後の制裁の可能性を認識していなかった。その意味では、その可能性を過小評価していたということでしょうから、やはり抑止としては機能しなかったということです。

## ③意高をストップしなかった取締役たちの行動

3点目として、貸し付けに気がついてはいたけれども、ストップしなかった取締役たちの行動を検討してみたいと思います。実弟に関しては、実弟だからということで省略しますと、もう1人の経理担当取締役のほうの対応ですけれども、結局、意高から個人的な使途

に使われるかどうかということも全く問いただしたりせずに、意高との「事業のための運転資金ですか」「そうだ」という会話を信じてしまって、それ以上追及をしなかったということですが。

論理的には、利益相反取引なので、問題がある可能性を当然認識しておくべきだったわけですが。その意味では、民事責任・制裁がかかってくる可能性がある類型の話であるわけですが、その恐怖による動機付けというのはやはりここでも機能しなかったということ、傍観者的な対応がとられてしまったわけですが。

#### ④内部統制

4点目として、内部統制の構築に関してですけれども、本件では適切な内部統制が構築されていなかったらと思うわれます。これに関して、会計監査人からの監査が入っているはずだということが一つ問題になります。すなわち、金商法上の制度として、内部統制報告書の開示制度があるわけですが、実際の内部統制報告書では、本件が発覚するまでは有効であると記載されており、会計監査人もそれについて適正意見を出していたわけですが。本件が発覚した後になって初めて内部統制報告書の訂正報告書を提出し、重要な欠陥があるということを開示するに至ったわけですが。

このように、不祥事が発覚した後になって事後的に重要な欠陥があると開示されるにとどまっているというのが日本の現状でありまして、このことは本件に限った話ではありません。その辺の話は、『「企業法」改革の論理－インセンティブ・システムの制度設計』という本の宍戸先生と大崎先生の論文にも出てきます。

このように、内部統制報告書が本件でも事前の抑止効果を十分に発揮できなかったと言えると思われまます。以下の分析はやや宍戸・大崎論文に依拠して述べるわけですが、背景には、会計監査人の内部統制監査が十分に厳しくないということがあると思われまます。制度としては、アメリカのようにダイレクト・レポーティングは採用しなかったことから、会計監査人は経営者に内部統制報告書の作成の段階で助言をしている可能性が高く、このように共同して作成された報告書に対して、後から会計監査人が適正でないという意見を表明するのは躊躇するという心理的なメカニズムが働いていると思われまます。

また、内部統制の監査と財務諸表の監査を一体として行うという、それ自体は合理的だと思いますけれども、そういう制度になっていますので、財務諸表監査への影響を考慮せずに内部統制監査を大胆に行うということも事実上困難であると思われまます。

課題としては、会計監査人の経営者に対する交渉力をいかに強化するかということになるのだと思います。その方策としては、一つは、会計監査人の権限を増やすということも考えられますが、しかしながら、会計監査人の権限を増やせば増やすほど、それに付随してコストも増えるわけですから、あるべき会計監査人の権限はどういうものかということとは、本件から直ちに結論が出てくるわけではありません。

もう一つの方策としては、監査法人に対する監督を強化するという事も考えられると思います。目的とするべきは厳格な監査を行うことであると思っている監査人がいたとすれば、経営者に遠慮したりしないように、十分に公認会計士たちの背中を押してやるような方法を考えるべきだろうと私は思います。

#### ⑤監査役

5点目に、監査役に関しては、連結パッケージというシステムを監査の対象としていなかったようでありまして、本件貸し付けにそもそも気がついていなかったということです。すなわち、経理部との連携が不十分だったということで、これは内部統制の欠陥だったのだらうと思います。監査役の任務懈怠ということになりますけれども、情報が監査役に伝わってこなければ、適切な対応をとることもできないわけですし、情報をそもそも監査役がとらなければどうしようもないということです。

#### ⑥会計監査人に、金銭消費貸借という利益相反取引を厳格に監督させる

6点目として、会計監査人は本件貸し付けを知っていたわけですがけれども、問題性を見抜くことができませんでした。これに対するある意味過剰な改善策としては、利益相反取引のうち、金銭消費貸借契約を一切禁止してしまうということも考えられるわけです。もっとも、これを禁止したとしても、売買契約等を偽装すれば容易に脱法は可能ですし、本件でも実際に迂回融資のような形でファミリー企業への貸し付けという体裁を使ってもいきましたので、禁止ルールを導入していたとしても、完全な防止にはならなかったと思われるます。むしろ、取締役等に現金を貸し付けるというときには、その貸し付けが会社の利益になる何か合理的な理由を開示させるという制度設計のほうがむしろよいのではないだろうかと思われれます。

本件の場合は、意高氏が個人的な事業の運転資金として使っているというふうに説明していたようですがけれども、それを十分に書かせることになれば、もしかしたら真実を確か



めようという動きが会計監査人や監査役の中に出てきたかもしれないということで、そういう方向での対応も一つ考えられるのではないかと思います。

非常にまとまりのない報告で恐縮ですけれども、以上とさせていただきます。

~~~~~

【討 論】

○森田 ありがとうございます。ただいまの報告につきましてご質問、ご意見をお願いしたいと思います。

1. オリンパス事件の発覚の経緯について

○岸田 オリンパス事件について2つお伺いしたいと思います。一つは、粉飾が明るみに出たのは、『FACTA』という雑誌に2011年8月号と12月号に記事が出たことがきっかけです。この『FACTA』の記事を書いた山口氏は、別に弁護士でも会計士でも、アナリストでもない、単なるジャーナリストです。そのジャーナリストがやってわかったことが、なぜプロにわからなかったのかという疑問です。

もう一つは、8月に『FACTA』に事件の記事が出て、それを社長のウッドフォード氏が知って、10月14日に解任されるまでの間に他の取締役や監査役は何をやったかということです。これだけ大きく騒がれれば何かしなければいけないのですが、何もしなかったのはどうしてかという問題です。そしてウッドフォード氏は、10月14日に解任されたわけですが、その直前にウッドフォード氏の解任についていろいろと取締役や監査役が協議を重ねていたようですが、これらが取締役や監査役のその間の行動が善管注意義務に違反しないのかも問題ではないかと思います。事件が世間に発覚して大きくなったときに、その後、監査役とか会計監査人とか取締役、顧問弁護士はやるべきことをやっていたのか、その辺についてご意見をお伺いしたいと思います。

○飯田 第1点目の、ジャーナリストが気がついたのになぜ専門家は気づかなかったのかということですが、わからなかった理由を推測するのは非常に難しいのですが、逆に言うと、なぜジャーナリストが気がついたかということ、内部告発的に、会社の人から、うちの会社は非常におかしい買収をしているという情報の提供を受けたという観点で取材を進めていったらわかったということです。そうだとすると自分の会社に何か問題が

あるという意識を取締役あるいは監査役等が十分認識していなかったのではないかと直感的には思います。しかし、真実は、もしかしたらわかっていただけれども、黙っていたということであるかもしれません。

2点目の、ウッドフォード氏の行動に対して取締役会が最終的には解任してしまうという対応についてですけれども、結論的に、その対応は非常にまずかったわけです。疑惑がかかっている最中に、そのやり方がけしからんというような形で追及している本丸の人を排除するという自体は、非常にまずい対応をしたのだらうと思いますので、善管注意義務違反があったと言ってもおかしくないとは思いますが。

○岸田　取締役会が10月14日に開かれています、その直前にウッドフォード氏を除いた取締役会のメンバーが集まって解任の準備をしていたそうですが、本来、解任するのだったらウッドフォード氏の意見を聞かないといけません、それを行っていたのか、結果としてウッドフォード氏の意見が正しかったとすると、やはり8月、9月、10月の間に、ほかの取締役や監査役あるいは会計監査人が何らかをすべきじゃなかったのでしょうか、善管注意義務の内容としてそう考えられるのではないかと思います。

○飯田　それはもちろんあったのだと思いますし、解任をする前日に当事者1人を除いて集まって、裏で話を合わせておくというのは非常に問題のある対応をしたと思います。これは真実かどうかよくわかりませんが、『FACTA』という雑誌に記事が載っているけれども、あれはウッドフォードに見せてはいけないという社内のお達しがあったようですので、その意味では、強圧的な人たちが押さえ込んでいたという構造が、もしかしたら背景にはあるのかもしれないわけです。

○岸田　飯田さんは、すべて一般的なことをおっしゃっていますね、取締役とか監査役、会計監査人の責任について。ただし、私の思うのは、発覚した後に何か行動すべきことをしなかったのではないかと、その辺に取締役や監査役、会計監査人の義務違反があるのではないかとということです。

○森田　ただ、第三者委員会は、次から次に、どんなに悪かったかというようなことをみんな書いています。

○岸田　第三者委員会は解任した後にできたんですね。

○森田　ウッドフォード氏を解任した後ですか。。

○岸田　だから、それまでの間に、ほかの人がおかしいじゃないかと新聞やテレビで言っている、おかしいじゃないかということを経理も言っているのだから、ほかの取締役

も聞けばいいですよ。

○森田 それはちょっとおかしいと思うけれども、何もしなかったのではなくて、第三者委員会をやっていますね。

○飯田 解任の理由は、責任追及は責任追及でやろうというふうに話し合っているのに、ウッドフォード氏が勝手に一人で色々なことを調査して、勝手に話を進めているというのがけしからんというような意識がどうも取締役たちにはあったようで、あとは隠したい人たちももちろんいたわけなので……。

○近藤 取締役会における各取締役の裁量判断に関わるので、代表取締役を解職するということが、当然に善管注意義務違反になるのか疑問に思います。はたして、各取締役にとって、そこで解職に反対しないと、善管注意義務違反になるのでしょうか。

○飯田 もしその事実解明をしようということをそこで一切ストップするという象徴的な出来事として、つまり、解職をして、もう一切何もやりませんということで終わっていれば、これは善管注意義務違反に当たるような内容だったと思います。けれども、本件で言えば、解職はするけれども、自分たちは自分たちで第三者委員会をつくって調査しようと思っていたのであれば、それは、解職が当然には善管注意義務違反には当たらないということももしかしたらあるのかもしれないかもしれません。事実としてどういう状況だったのかがはっきりしないので、あまり確たることは言いづらいとは思いますが。

2. 意見不表明について

○前田 オリンパス事件におけるガバナンスの問題点としては、結局、取締役、監査役、会計監査人のいずれについても、それぞれ問題があったように思うのですが、中でも特に会計監査人は、相当早い時期から情報を得ていながら、無限定適正意見を出したというところが重要なポイントの一つになるのではないかと思います。

確かに、意見不表明とすることの影響があまりに大きいために、会計監査人が萎縮して意見不表明を回避しがちになるという問題があると思うのですが、ご報告で指摘がございましたように、意見不表明としたことが事後的に誤りであったことが判明しても、思い切って意見不表明とした会計監査人の責任を問うことには極めて慎重でなければならないと思います。

飯田先生は、レジュメの8ページのところで、改善策として、そういうお考えを述べておられますね、いわば経営判断原則の応用と言われたところです。私は、改善策とい

うよりは、今も既にそう考えられているのかなと思っていたのですが、飯田先生のご報告のご趣旨としては、必ずしも現在はそうは考えられていないということなのでしょう。

○飯田 解釈論として現在そういうふうに解釈できるのであれば、もちろんそれでいいと思います。要するに、本件であらずに監査法人が弁護士の意見書をとって、非常にリーガルリスクを避けようとしたということからすると、学問上あるいは解釈論上は、責任は限定的に解釈しようと考えられているとしても、現場ではそうは受け止められていない可能性があるわけですし、その解釈をより明確にするべきだという意味で、改善策という形で述べたわけです。ですので、現状ではそういうふうに解釈できないというような趣旨では全くありません。

○前田 私も、ここは解釈論として、そういう考え方を明確にしておいたほうがいいのだと思います。会計監査人が萎縮して思い切って意見不表明をできないことになりまして、それによって結局は、投資家や株主が害されることになるからです。

○岸田 松尾直彦氏の論文に書いてあったと思うのですが、意見不表明というのは、意見を出さないというわけで、監査省令の4条5項の意見については、適正か不適正か、限定付きしかないのです。だから、意見不表明といたら、事実上の問題ですので、それは別に構わない。つまり、不適正と言っているわけではなくて、不適正の場合は、間違っていたら責任があると思うのですが、意見不表明は、今おっしゃったように意見を出さない、あるいは証拠が集まらないから出せないと、それだけですから。ただ、事実上、上場廃止になってもそれはしょうがないので、これは会計監査人に責任はないのではないですか。意見不表明は、意見を出しませんよ、出せませんよというだけではないかと思うのですが、法律的に言ったら。

○森田 不適正はどうですか。不適正意見を書こうと思ったけれども、証拠が足りないと、そういうときはどうですか。

○飯田 それも同じ判断枠組みになるのではないですか。

○森田 やはりそれは、不適性と言うからには、証拠がないと言えないでしょうね。

○飯田 ええ。それなりの証拠があったけれども、実はそれがうそだったということが事後的に発覚したとすれば、今申し上げたのと同じようなロジックでいいのではないかと思います。

○岸田 会社計算規則の126条とか、監査省令も金商法にも、「不表明」という言葉

はないですね。だから、事実上、意見を出せない、時間が足りないとか、それはもう法律上の責任は私はないと思うのです。事実上、上場廃止になるかもしれませんが。

○森田　そうですね。やはり若い飯田先生は、もう少し背中を押すように、制度改善というようなことを言っておられるわけです。じゃあ、そういうときに、公認会計士と監査委員会か監査役会か、それらが密に共同作業をしてもっとインテンシブに調べましょうとか、今回は第三者委員会の中でいろいろ調べることができたということで、公認会計士も何十人も入れてやったというようなことを漏れ聞いていますけれども、そういう改善策で背中を押すというようなことにはなりませんか。

○飯田　つまり、それは事態が発生した後の対応になりますので……。

○森田　公認会計士の監査日程をもっと増やしてせよ、というようなことでもいけるように思うのですけれどね。

○飯田　それはもちろんあり得る対応だと思います。

○伊藤　さっきの会計監査人の善管注意義務の話ですが、前田先生がおっしゃったように、現状の解釈論でもそうだと思うのですね。別に会計監査人の善管注意義務は結果債務ではないので、会計監査人としては、必要とされる監査手順を踏んで、会計監査人の監査意見の表明についても必要な検討を行っていれば、基本的にそれで義務違反はないと思います。

しかも、それは会社に対する義務違反の問題だけではなく、第三者に対する責任についても同様のはずですね。その前提となる過失の有無のところ、結局同じことが問題になりますから。そうすると、それを超えて何かこれを改善するために付け加えることは、あるのでしょうか。解釈論をはっきりさせることに加えて、制度的に何かプラスすることは、あるのでしょうか。

○森田　怪しいことに気づきました、で、決められた監査日程の中ではもうこれ以上わかりませんという状況で、そうすると正直なところよくわからないなど、そういうときはどうするのですか、伊藤先生のお考えでは。

○伊藤　これ以上わからないけれども、これはちょっと無限定適正意見はつけられないというのであれば、意見不表明をすればよい。それについて、別に事後的に責任追及されるおそれは、現状でもないはずです。

8 ページの図には升が4つあって、飯田先生がここで言われている議論というのは、今言ったような会計監査人の責任のところは、左下のところのマイナスを減らすという

話ですね。これ以外にするべきことというのは、まず、右上のマイナスを増やすという話と、右下のプラスを増やすという話になります。右下のプラスを増やす話は、9ページに書かれている監視義務を履行したことに対する報奨ということなのでしょうけれど、具体的にはどういう報奨が考えられるのでしょうか。『民商法雑誌』に公表されていた論文でも、ここを言われていましたよね。

- 飯田 具体的な制度として提案を持ち合わせているわけではないのですが、発想の転換がそろそろ必要ではないかということです。つまり、義務違反があれば損害賠償責任があるというのを裏返して、義務を履行した人が報われるという方向で制度設計を考えてはどうかということです。

『民商法雑誌』に書いたのは取締役の話で、取締役が何か不祥事を発見して、それを最終的に解明して、むしろそういう人が報奨をもらえるといったスキームを実務的な慣行としてつくってはどうかというようなことを考えています（「取締役の監視義務の損害賠償責任による動機付けの問題点」民商法雑誌 146 巻 1 号 33 頁）。法律で何かこういうときに報酬額倍増とか、そういうのはなじまないわけですが、そういう方向で制度をつくるべきだということで、右下のプラスを増やしていくようなことを何か考えられないだろうかと考えているわけです。

- 伊藤 ただ、会計監査人であれ、社外取締役であれ、そういうふうなゲートキーパーに与えられるインセンティブというのは、基本的には弱いものであることがミソなので、そこは、もっと増やすとしても、限界はあると思うのです。そうなってくると、結局、法制度として考えることは、むしろ右上のマイナスを増やすところになってしまい、それは結局は責任の恐怖を強化することであるということに、まずはなるようにも思うのですけれども。

- 飯田 おっしゃるとおりで、右上のセルには、公認会計士法の30条で懲戒処分が入っていますので、レジューメには書いていませんけれども、それをもっと重くするといったことが現実的には一番効くような気がします。でも、本当にそれで十分なのかは疑問というところもあります。民事責任を追及するといっても、一般的な抑止として果たして有効なのか疑問がありますので、会計監査人が迷ったら無限定適正意見を出してしまうというのは、実際のところ、右上のマイナスがかなり弱く評価されているからだろうと思います。

3. 取締役の監視義務

○松尾 レジュメの4ページから5ページにかけてのところで、本件で損失隠蔽に直接は関与していなかったとされている取締役の責任について触れられていますが、これは監視義務の話になるのだと思います。本件のように、隠した損失を処理するために、正常な投資案件のようなものを装って取締役会に付議したときに、その他の取締役の義務違反の認定基準というのは、投資案件として合理的かどうか、つまり経営判断として合理的かどうかというところを満たせばいいのか、それとも監視義務のところでは信頼の法理、判例の用語を使えば「疑うべき特段の事情がない限り」情報は正確であると信頼してよいというほうでいくのかということを知りたいのです。

ただ、その前提として、今言った2つの基準で実際に何か違いが出てくるのかということも考えないといけないと思うのですけれども、例えば、ご報告の中でおっしゃった時間的制約というのは、投資案件にかかわる決定としてとらえる場合には重要になってくるとは思いますが、こんな不合理な投資をやるということは何かあるんじゃないか、そういう不正行為発見のきっかけとしてとらえたとする、投資案件として始まった後でも、引き続き調査せよ、時間をかけて調査せよということになってくるとは思うのです。そういうことを踏まえて、この場合の他の取締役の義務違反の有無を判断する基準というのはどう考えたらいいのでしょうか。

○飯田 両方あるのではないかと思います。すなわち、投資案件として提案されて、こういう会社ですよという説明を受けて、成長性はこんな感じになっていますというような話が出てきていますので、時間的な制約もある中で、十分な情報を得た上で経営判断したかという観点からの、要するに会社を買収すること自体の合理性という趣旨では、そういう投資判断としての判断基準というのが適用されてしかるべきだと思います。

さらに、それとほぼ重なるような形で、本件では、かなりな赤字会社であって、こんな夢のような事業計画でいいのかということを見たときに、それ自体は投資案件としての合理性にも当然かかってくるわけですが、もしかしたら裏に何かあるのではないかという意味では、監視義務の話がオーバーラップしてくるという関係になってくるのだと思います。その意味では、本件の意思決定、取締役会決議がなされた後も、どうもこの買収は疑わしいのではないかという観点から、監視義務として何か行動をとるべきだったろうというふうには言えるとは思いますが、これももしかしたら後知恵

の議論かもしれません。

4. 法令遵守と人間関係

○森田　ただ、私は思うのですけれども、歴史が書いてありまして、90年ごろに財テク失敗で、損失補てん禁止立法ができましたね。それで損をするということになったわけです。それで、飛ばして闇の中に入ったのですね。

ウッドフォードさんの前の社長は、営業成績で頑張ってるほうにいったら、「ちょっと君、大事なことがある。実は負の遺産があるのだ」と、こういうふうに言われるわけですね。そうすると、負の遺産があるということを知った新しい実力のある社長さんは、どうしたらいいのですかね。すぐに駆け込んだら、上場廃止とか、あるいは下手をしないと、前の社長を虚偽記載か何かで刑事告発するようなことにもなるし、私を選んでくださった先輩に恩を仇で返すということになりますね。そうすると、法令を遵守せよというのは、どういうふうにするのですかという問題ですね。

○河本　この事件では、最初の飛ばしが昭和60年になされた言っているでしょう。私、実はY証券とK証券の飛ばしにからむ代表訴訟で被告である証券会社側の代理人をやっ経験があるのですよ。それで、今日もこういうお話があるので、当時の準備書面を読んだのだけれども、K証券の場合は、飛ばしの総額は567億円ぐらいのものです。これをやったのは法人部長です。法人部は1部、2部とあって、両方ともやったんですね。それを会社のほうが発見した。オリンパスのケースでは、前の取締役が65年にやっておったやつを今になって見つけたと。似てますね。

それが見つかったときにどうしたのかというと、結局、もうどん詰まりに来てますからね。株価は下がってくるわ、飛ばそうと思ったって、どこも引き受けてくれない。ここでどうしようかと。それでも、2回ぐらいまた飛ばしたんですよ、外国で。そこで、打ち切りだということで、全部貸した金を返すことになった。飛ばしというのは、株の売買と言っているけれども、実は、株の時価なんかよりもはるかに大きな金額で契約しているから、結局、消費貸借なんです、その金を返すということで手を挙げてしまったわけですね。

そのときも、公認会計士が訴えられたわけですが、ご承知のように。それで大阪でも裁判があったし、東京でも裁判があったけれども、結局、公認会計士には責任がないということになりました。学者は、あの判決はおかしいと判例評論で言っているけれども、

そのときの公認会計士の伊藤醇氏は、『命燃やして』という本を書いて、その中で、学者はあんなことを言っているけれども、あれは事実誤認であるといって反論してますね

このときも、信託銀行にY証券は国債を信託に出してるわけですね。ところが、それを信託銀行がさらに貸し付けていたんですよ。だから、手元にはないんですね。ところが、監査人が信託銀行から報告をとったら、手元にあるように書いてある。貸し付けたのであれば、手元になくて、ただの債権になってしまうわけでしょう。それが、貸し付けてあるということを書いていないから、手元にあるものだと思って監査法人は監査してきたわけです。それを追及されたのだけれども、結局、裁判所も、信託銀行が持ってきた書類を信用するのは当たり前だということで監査法人の責任を認めなかったのですね。

レジュメにも「回答に担保設定の記載なし」と書いてあるでしょう。だから、似たような話じゃないかなと思ったのですよ。

○森田 有能な方やから、損失を処理しなければならぬが、損失を処理するには、収益があるのだったらそれで処理していこうやないかと、そういう行動に出ますね。そうすると、取引としてはおかしい、贈与的だという取引になってしまいますね。何かもう少し制度的な工夫が要ると思います。それが、あなたのおっしゃる背中を押す制度ですね。

それは、オリンパスもそうですけれども、第三者委員会で、思い切り自社で掃除するわけですね。そういうところは、例えば上場廃止はしないでおこうとか、あるいは刑罰はある程度堪忍してあげるとか、やはり自己申告をして悪いことを是正するということをすれば、それである程度免罪してもらえようかなんかではないか。

SECは、不正の端緒をつかんでやったときに、調査に協力したら刑事訴追しないとか、課徴金を取らないとか、いろいろやるわけですがけれども、日本では上場すら厳しいし、堪忍してあげようというようなことにならない。反省して直しますと言っている場合は、僕は駆け込み寺のような仕組みがあったらいいと思っています。

○河本 この場合は、見つかった後、一体どうしたんですか。

○森田 買収費用として、あるいは仲介費用とかで。

○河本 公認会計士の責任といたって、公認会計士は、違法があったら監査役に報告せよと会社法397条1項に書いてあるだけなのですよ。金額さえ正しく出ていれば、損だろうが、何だろうが、それでいいわけでしょう。

○森田 それはそうです。だけど、あまりにも尋常でないほど高いと言っているのですよ。(笑)

○河本 尋常でないにしても、金の実際の動きがちゃんと書いてあればそれでよいのであって、それが違法だったら監査役に報告すればよいのだから、彼らの責任じゃないじゃないですか。

○森田 そうですね。それでいいんですけどね、ただ、基本的に何か背中を押すというような意味で、何かこう悪いことを是正せないかんというのものもあるし、他方、法を遵守せないかんというのものもあるんですけども、遵守せなあかん、遵守せなあかんとばかり言っていたら、いつまでたっても、悪いことを「すみませんでした」と言うチャンスが出てこないわけです。

それが、アメリカなんかを見ていると、エンフォースメントのときにSECの調査にもものすごく協力的であれば、それはこんな事件が許されるかどうかは知りませんが、何かある程度……。

○龍田 近ごろは日本でも独占禁止法などの関係で、リーニエンシーというようなことを言い出すようになってきていますね。

○森田 そうですね。

○龍田 悪うございました、今後こういうことはいたしませんと謝罪したり、ましてその償いをしますと言っている人に対して、しらばくれている人に対するのと同じように厳しく責任を問うのはいかがかというのは、理解できないわけではありません。そうだとすると、それは謝罪とか償いをやった上での話であり、そこまでいかに、闇のまま……

○森田 やるのはいかんね。それはそうです。だから、駆け込むところが欲しいと思うのです。

○龍田 それだったら、何にも改善策を考える余地はないでしょう。

○森田 そうですね。ですから、制度的に何かないと、経営者のほうも乗れませんから、そういう制度があったほうがいいんじゃないかなと思うのです。

○龍田 それはわかります。(笑) 日本もだんだんその方向に進みつつあるような感じを受けます。

○河本 ウッドフォードは、イギリス人だからぶちまけたのか。

○森田 日本人なら絶対にできないでしょうね。

- 河本 それじゃあ、やっぱり日本人の役員ではあかんということか。(笑)
- 森田 それは先生、例えば河本一郎を牢屋にほうり込めますか、私が。(笑)
- 河本 いやいや、私はその自信がないから、今まで社外役員を頼まれても一切断ってきたんだ。
- 行澤 今、私も、河本先生のおっしゃった1ページ目の、これも非常にジャーナリスティックな関心で恐縮ですが、どことは言いませんけれども、実は銀行が一番大きな役割をしていたのではないかというような話に関心があります。会計監査人は銀行に残高確認をしたということは、受け皿ファンドに対する銀行の貸し付けということ事実を、会計監査人は知っているわけですね。つまり、含み損のある金融商品をファンドに売り、そのファンドは銀行から資金を借り受けているわけですね。そこで会計監査人はファンドの購入資金、原資を調べて、そのときに担保設定の記載がないということに不信感を持たなかったのはなぜなのか。わざわざ会計監査人が含み損のある金融商品の買い主側を調べて、購入原資を調べてということをやっているのに、担保もないというのはおかしいと思わないものですか、実務的には。
- 飯田 この辺の事実が第三者委員会等でもあまりはっきりしなくて、どういう経緯で何を確認したのかもよくわからないのですが、第三者委員会が出てくるのは、むしろオリンパスの貯金が海外の銀行の口座にあるけれども、その口座に残高はありますかという照会をかけたようです。ファンドの資金を調べたのではなく、オリンパスの貯金が帳簿の記載どおりありますかということを確認したようです。オリンパスの貯金は本当は担保にとられて、その銀行はファンドに貸しているわけですがけれども、そこは会計監査人には多分何もわからなかったのだと思います。
- 行澤 なるほど。単なる海外の貯金の残高を確認しただけだと。
- 飯田 はい。
- 行澤 そのときに、実は担保になっていたので、そこが実はツボだったということなのですね。じゃ、この銀行というのは、別にメインバンクではないのですね。
- 飯田 そうですね。海外のヨーロッパとかシンガポールとかですね。
- 行澤 わかりました。

5. 社外取締役の存在について

- 行澤 もう一点、これもジャーナリスティックな関心で恐縮ですが、社外取締役に

いて今の改正試案とかに水を浴びせかけるような事件だと思うのですけれども、社外取締役が3名いましたね。この属性は、私はちょっとろ覚えなのですが、どういう方々だったですかね。

○飯田 本件が発覚した最近の社外取締役についていえば、1人は医師、1人は日経新聞出身の人、もう1人は、野村証券出身者で、子会社でITXというのがあるのですけれども、そこの監査役だったと思います。ITXも、実はオリンパスが本件の飛ばしの解消スキームとして利用しようとして、うまくいなくてやめたというところです。

○行澤 そうすると、従来の議論で社外取締役の社外性はあまり意味がないので、それより独立性を考えていこうとなっている。例えば親会社からの派遣役員もだめ、あるいは大口の取引先からの派遣役員も場合によってはだめだというふうに独立性を強調して社外取締役の独立性を充実させようという話ですけれども、今回のオリンパスの社外取締役の属性の方々、仮に厳格な基準を設けても、全部独立取締役になり得る人たちですよね。

だから、独立取締役の独立性を強化しても、これも結局ガバナンスとしてはあまり意味がないということになりそうです。じゃあ、もっと実効性のある観点からの独立性を考えるのかという議論になるのですけれども、多分それもあまり実りのある議論になりそうにはないですね。

○河本 この間、『金融財政事情』か何かで野村証券の社長が書いているのを読んだけど、社外取締役や社外監査役が職責を果たすためには、とにかく強烈な胆力と、強烈な倫理観、これがなければだめなのだといってました。しかし、そんな人間がそこらにおりますか。とにかくこの事件でも、会社は何かいってるわけです、オリンパスは技術は非常にいいものを持っているのだから。黙って置いておけば、そのうちに損失も消えたかもわかりません。しかも、発端は昭和60年ごろからのものが尾を引いているわけでしょう。今さらここでぶちまけて、会社はおかしくなる、株価は下がって株主は大迷惑を被るわ。それでも、言うべしと言えますか。言えないですよ、普通の人間には。

○行澤 それが多分、森田先生の今のお話で、「悪うございました」と言ったら免責してやろうという逃げ道がないといけないということですね。

○森田 そうそう。何かそんなものをしておかないと、このままの現状ではなかなか言えないことじゃないでしょうか。しかも、社外の人証拠をつかむまで調べるというのは大変なことでしょう。

○行澤 これもうわきですけれども、社外取締役自体が積極的にこのスキームに関与していた可能性があるというふうにも聞いておりますが。

○森田 それはもう論外ですが。

○行澤 論外でしょう。だから、河本先生のおっしゃるとおりで、そもそも全く別の発想をしないとイケないのかもしれないかもしれませんね。でも、方向として、飯田さんのおっしゃるような「物を言いやすい雰囲気をつくる」という意味で、社外取締役を義務付けたり増やすというのであれば、何とか意味を見出すこともできそうです。ただ欲を言えば、やはり河本先生のおっしゃるような問題点、法としての限界はあるかもしれませんが、倫理観や使命感のようなものを社外取締役自身のインセンティブとしてインターナライズしていくといいますか、内面化していくような制度を何とか設けられないかというふうには感じます。

○飯田 行澤先生のご関心からいくと、本件では、社外性の要件とか独立性の要件の厳格化を仮にされていたとしても機能しなかったであろうというのは、まさにおっしゃるとおりだと思います。だから、本件を契機に、社外性の要件を強めるべきだとか、弱めるべきだとかということにも直接には全くつながってこない話だと思います。

それで、本当のことを言わせるのかという話ですけれども、これは言わせなければしようないだらうと思いますので、森田先生もおっしゃったとおりです。本当のことを言ったときに一斉にバッシングを受けるという社会状況が、ある意味では、オリンパス事件の遠因にもなっているとも言えるかもしれません。要するに、日本の会社で例えばリコールを隠していたとか、偽装事件がいろいろあるとか、そういうのはすべて同じような話で、後で気がついたときに本当のことを言うとうとうもなくなるということなので、なかなか真実を開示する機会を得にくいのだらうと思います。ですので、法制度でなのか何かわかりませんが、そこに対応していく方向がいいのではないかと考えていまして、その一端として、きょうの報告のようなこと（背中を押すということ）を申し上げたということです。

6. 会計監査人の責任の強化の問題点

○川口 監査人の責任を強化していくというお話ですが、昨今いろんな不祥事が起きていまして、ただでさえ、監査人はかなり慎重に、過度にとってもいいぐらい監査をやるようになってきているようです。これらの動きに、被監査会社が悲鳴を上げていると

というような状況も聞いたりするわけです。そうすると、コストもいろいろ上がってきますし、監査を受けられない会社も出てくるでしょう。もちろん、そういう会社は上場するに足りないのだと言ってしまうえばそれまでですけども、責任を強化するにあたっては、そういういわゆる副作用的なものについて考慮しなくてもよろいでしょうか。

○飯田 おっしゃるとおりで、まず、私が申し上げたいのは、本件でどうなっていたら防げる可能性があったらどうかということを中心に論じていまして、その先にじゃあそれを一般化することができるかということ、これが普遍性のあることなのかということ、もし仮にそういうふうになんか対応するような制度に変えたとしたら、逆に弊害はないかということ等をトータルに見て、それでバランスを考えて制度をつくるべきだろうということになると思います。

その意味で、私としては、私の言葉で言えば、背中を押すという方向をむしろ強調していて、だから、責任を強化していくという方向での対応というよりは、むしろ違う方向で何かできないだろうかということを探しているわけです。ただ、何か具体的な案があるわけでもないんで、結果的に、もしかしたら責任強化ぐらいしか制度は直ちには思い浮かばないという状況です。

○川口 金商法が最近改正されて、金融庁に通知できる制度ができましたね。言い方は悪いのですが、このような脅かしも、適正な財務書類の作成・公表に一定の役割を果たすのかもしれないですね。

○河本 私は、株主代表訴訟の被告の代理人としていろいろ事件をやってきた経験からして、改正の効果は考えないほうがいいと思うのです。効果は上がらないですよ。しかし、ほうっておけというのではないのであって、やっぱりこういうことをやったらこういう刑罰がかかる、こういう損害賠償がかかるというように、十分制度は整備していくべきだけれども、それをやって効果が上がるということは期待しないほうがよい。人間は、せっぱ詰まってくると、ちょっと飛ばしておこう、そのうち何とかなるだろうと、もうこれを防ぐ方法はないと思うのですよ。

それから、私は小さい会社の事件の経験はあまりないのだけれども、その少ない経験でも、とにかく、このぐらい法律を守らん国民はないですね。上場はしてないけど株式会社でかなりの会社ですよ、それがとにかく株主総会は開いたことはない、取締役会も開いたことがない、全部司法書士が書面だけつくっているわけです。株主同士仲良くやっているときは、それでよいが、喧嘩すると、いままでやってきたことが全部無効だと

言い出すわけです。

しかし、こんな話しはざらなんですよ。上場していないが、かなりの会社でも、株主がだれかということもよくわからんのだからね。だから、裁判所もあんまりさかのぼらんことにしておるでしょう、もうこの辺で固めておこうと。(笑)

だからね、あんまり効果は考えないほうがいい。といって、決して法律はどうでもいいというのではない。それは、びびりやるべきだけれども、効果が上がるということとはとにかく考えないほうがいいと思いますね。

7. 会計監査人と不正発見

○岸田 飯田さんのお書きになった最後のところを見ても、会計監査人とか会計監査を実施する公認会計士や監査法人は、不正発見が目的というふうにお考えになっているのではないかと思うのですけれども、5月末から始まる企業会計審議会監査部会では、監査は何かということで議論が始まると聞いております。今までの会計士協会の考え方とか、山一証券の最高裁の判決は、別に不正発見が公認会計士や監査法人の義務ではないのだと考えてきたと思います。最近の改正によって金商法193条の3ができましたけれども、基本的には、会計監査人や公認会計士・監査法人の義務はその計算書類や財務書類が会計基準や監査基準に合っているかどうかだけを検証するだけではないかと思えます。しかし、飯田さんのお考えでは、公認会計士は不正発見をするのが義務だと、そういう考え方の人はたくさんいますけれども、そういうふうにお考えですか。

○飯田 要するに、期待できる人が会計監査人ぐらいしかいないのではないかという趣旨です。

○岸田 そうだとすると、例えば検察や警察や国税ならば、強制権がありますね。ところが、公認会計士の場合、監査契約上、この資料を見せろと言っても、いや、見せられませんと言われたら終わり、限定付きか、もしくは意見不表明以外にないわけですね。今の法律のもとだと、会計監査人、公認会計士はそんな権限は持っていないわけです。相手が嫌だと言ったらおしまいですから。それにもかかわらず不正行為を発見しろと言われたのでは、公認会計士の立場はないわけで、やっぱり問題があって、その根拠的な規定を設けない限りは難しいのではないかと思います。

○森田 ただ、今の会社法では、監査役会に報告することになっているでしょう。

○飯田 監査役には言ってますね。

- 森田　　しかし、監査役は別に有効な手段を講じられなかったわけですね。
- 飯田　　そうです。
- 森田　　だから、そんなことは一応あるんですよ、会社法で。だからこそ、独立性のある監査役会があって、そこへ言いに行ったら何とかしてもらえるということにはなっておるのですよ。なっているのですが、現実にはなかなか機能しなかったと。
- 岸田　　金融庁は、監査省令とかで、この1年間審議をして、そういうふうにするかどうか議論するのですけれども、不正発見が目的だという人もたくさんいるけれども、現在のところは通説はそうじゃないということで、今だったら、やっぱり法律を変えないと無理だと思うのですね。
- 森田　　でも、先ほど川口先生がおっしゃって、僕はまだちょっと確認はしていないのだけれども、条文上、公認会計士はSECへ駆け込める。守秘義務から解放されるのです。
- 川口　　そうですね、守秘義務の縛りはなくなるようですね。
- 森田　　守秘義務から解放されるから、言いに行ったらいいのですね。言いに行っても、そこで堪忍してあげるというSECの権限がないとあかんね。(笑)
- 松尾　　今の岸田先生のお話との関係で、大王製紙の監査人の方は、不正発見を主とするかどうかでなすべきことはかなり違ってくるようにも思うのです。利益相反だから慎重に監査せよということですが、これは要するに特別背任の可能性があるので慎重にということになるのですかね。報告されていた数字は正確だったのですね。
- 飯田　　数字それ自体は正確です。
- 松尾　　貸付の額が異常な額だから、あるいは担保がないから慎重に見ろということでしょうか。ただ、貸付け条件は一応表面上は適切ということになっていたのですよね。
- 飯田　　表面上はそうなっているというふうに言われているので、疑うためのそれ以上の材料は持ち合わせていなかったということです。
- 松尾　　そういう意味では、財務諸表の虚偽記載ということにはなりにくいということですよ。
- 龍田　　会計士の責任が問題になる訴訟では、必ず会計士協会とか会計の先生方が証言するんですね。で、今岸田さんが言われたように、不正発見が目的ではないと。それで、裁判所もそうだと言うのですけれどもね、それはそれでよろしいわ。それはそれでいいけれども、だからといって、どっちともつかないときに適正意見を出すということに直結

するのかというところ、そこには大分溝があるような気がするのですがね。何もそう直結するものじゃない。

8. 金商法 21 条の 2 の公表日について

○近藤 公表のところですけども、結局、11月8日を公表の日とするか、12月6日を公表の日とするかが問題となりますが、12ページに書かれているように、11月8日を公表日としてもよいということのようですけれども、これは11月8日を公表日だとする意味ですか。そうすると12月6日はもはや公表日としないという意味でしょうか。つまり、この値動きを見ると、確かに11月8日を公表日にしたほうが投資家にとっては有利なのですが、動きによっては、12月6日だとしたほうがいい場合もあり得るのですよね。にもかかわらず、11月8日を公表日としてしまって一般的によいという趣旨でしょうか。

○飯田 11月8日を選択して使用してきたら、それを認めてやっていいだろうという趣旨にとどまりまして、12月6日のほうがいいのだということであれば、それを原告のほうで選択的に使用していいのではないかという趣旨です。

○近藤 どちらでもあり得るという意味ですか。

○飯田 そうです。つまり、このように、イベントに対して五月雨式に情報が開示されてくるというときに、金商法 21 条の 2 第 2 項以下のようなイベントスタディ的な発想を入れた規定を使うのであれば、そのイベントの日をいつにするかというのは非常に重要な問題です。イベントは、条文上は一回ですべてなされるということを前提にすれば非常に合理的なルールになっているように見えるわけですけども、実際に本件のように何度にも分けて色々と情報が出てくるということになると、これは市場がどう反応するかはそれぞれケース・バイ・ケースになってしまいます。ですから、いったんは投資者に公表日の選択を自由に認めさせた上で、イベントスタディの専門家の意見書等は会社にとらせるという方向で、金商法 21 条の 2 の全体を進めていったらいいのではないかということです。

○近藤 そうすると、公表日前の取得者という要件に該当するかどうか動く可能性があるということですね。動くというか、選択できるというか、原告は幅広く考えられるわけですね。

○飯田 そうですね、そういうことになります。

○行澤　そうすると、飯田さんのお考えですと、会社側は、その公表日はおかしいという反論はできるのですか。

○飯田　それは、もちろんあると思います。

○行澤　例えばライブドア事件の基準に基づいて、この日を投資家はイベントとして主張してきたけれども、それはライブドアの基準を満たさない、すなわち評価の誤りを明らかにするための基本的事実がないということを会社が反論して、最終的に裁判所がそれを決めればよいというお考えですね。

○飯田　もう一つ追加すると、本件だと、イベントスタディを自分でやっていないのでわからないのですけれども、12月の段階の開示に対して市場が有意な反応を示していないのであれば、それは重要な事実を開示したことに当たらないのではないかというように解釈をすればいいのではないかと思います。要するに、アメリカの枠組みで言うとマテリアリティの要件に入らない。コレクティブ・ディスクロージャーをいつ行ったかという点については、もう少し厳密に議論する必要があると思いますけれども、当面の入り口としては投資者の主張を差し当たり認めておいてということでもいいのではないかと思います。

○行澤　認めるというのは、主張自体は自由だけれども、反論もあってということですね。

○飯田　反論はもちろんあって、本件では、例えば12月6日の反応は十分な反応をしていないというようなことがあるのだとすれば、それはむしろ11月8日が公表日ですよということで裁判所が判断するというのもあっていいと思います。

○前田　投資者が公表日がいつかを選択できることを認めるのみならず、そもそも公表日概念というのは一つでなければならぬのかという気もするのです。つまり、中途半端な事実の開示しかされなかったために、中途半端な株価の下がり方しかなかったという場合に、その不利益を投資者がかぶるというのは、何かおかしいように思いますので、さらに進んで、公表日も複数個あっていいのではないか。つまり、全部合算していいような気も多分にするのです。

○飯田　実際、アメリカの訴訟を見る限りでは、イベントが複数あるというのは割とよくあることだと思いますので、それで計算して損害賠償等をやっています。いつの時点までに証券を取得した人をクラスとするかというのは、向こうは向こうで独自の事情がありますから、そこで、いつにするかというのを最終的には決めているとは思いますが。

日本法においても、まだまだ理論の発展の余地があると思います。要するに、条文は一日ですべて公表されることを想定したような推定規定しか用意していませんけれども、その先の問題はまだまだあるだろうと思います。

○伊藤 ライブドア事件の最高裁の判決が述べた公表日概念についての規範からして、この場合、まず、11月8日を公表日だとすることはできそうなのですか。

○飯田 そこは、最高裁の解釈から逸脱するようなことを私は述べました。

○伊藤 ですよ。

○飯田 それで、何とかして最高裁の基準でも当てはまるのではないかというのを、レジュメ12ページの一番下のプラスと書いてあるところですが、11月8日以前の段階で、本件国内3社の買収金額は555億円、FA報酬は6億8,700万米ドルだということは公表されていきましたので、トータルで1,000億円程度だということはわかっていたわけです。それで、11月8日の公表の内容では、それが損失隠しに使われたようであるという内容ですので、これはトータルしてみると最大で1,000億円程度の金額に及ぶ可能性のある事案であるということは、11月8日の公表をそれ以前の公表情報と合わせると読み込めるので、これで何とか最高裁の基準に当たらないだろうかということも申し上げたいと思います。

○伊藤 これによって、取引所市場の評価の誤りを明らかにするに足りる基本的事実は公表されたと読むわけなのですね。なかなか難しそうだ。

○森田 規範はそれでいくんですね。規範はそれでいかないとしようがないね。

○飯田 それでいくしかないと思います、現行法では。

○森田 もう時間が来ましたので、どうしてもというご意見がほかにございますか。――それでは、きょうのご報告は終わりということで、どうもありがとうございました。

次回は、6月22日に、私のほうから、「証券詐欺の民事責任、日米を比較して」、若干変更するかもしれませんが、一応こういう方向で報告させていただきますので、よろしくお願いたします。