

2009年2月17日 全4頁

企業ガバナンス改正の方向①—検討機関

経営戦略研究部
鈴木裕

コーポレート・ガバナンスに関する様々な検討が始まっている

[要約]

- 経済産業省、金融庁、東京証券取引所で、上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する検討委員会を設けて審議が重ねられている。
- 第三者割当や社外取締役の独立性などが、共通の議題となっているようである。
- 本稿では、3つの検討委員会の概略を記した。

様々な検討委員会の設置

企業金融における 様々な問題の発生

上場会社のファイナンスや買収防衛策などが、株主・債権者など投資家の利益を損なっているとも思える事例が時おり見られる。例えば、大規模な新株や新株予約権の発行によって、既存株主の持分比率が低下したり、買収防衛策が存在することが理由となって株主にとって有利と見える株式公開買付が実施されなかったりするケースなどだ。

一方で、会社の株式を大量取得した投資家の関係者が投資先の会社の取締役として就任する例も現れている。大株主としていかに投資収益を上げるかに関心を有する者が経営全般の判断に関わるようになるわけだ。監査役がこうした取締役の行為に対して、差し止め請求を申し立てるケースも生じている。改めて取締役の機能とは何か、どのような属性であることが望ましいか、問題を提起している。

旧商法下でも、第三者割当を巡る訴訟は少なからずあったし、株主には取締役を選任する権限があった。今も昔も監査役の権限も強いものであり、会社法に移行したからといって急に強化されたわけでもない。このような問題が生じうることは、法制度的には周知であった。しかし、これまでにはなかなか生じることの無かった事態が、近年頻繁に見られるようになったという印象は否定できない。株式会社制度は本質的に変わっていないのだが、実際に制度を動かす会社経営者や投資家の行動が変わること、これまでとは異なる会社経営の姿が現れてきているのである。

変化する株主構成

上場会社の株主構成は、20年前、10年前と大きく変わり、外国人投資家や年金基金などが大株主として登場するようになってきた。これまでの持ち合い株主とは異なるように見える行動をとるこれらの新たな株主からの様々な要求に答えていくことが会社経営に欠かせなくなってきた。

また、世界的な株価の下落によって、国内外の会社の買収が容易になっている一方で、会社の価値を毀損するような買収に対する防衛策の必要性はむしろ高まっている

コーポレート・ガバナンスを考える様々な検討会が発足

こともあるが、買収防衛策の問題も指摘されている。

こうした中で、会社のガバナンスはいかにあるべきか、どのような見直しが必要であるのか、様々な検討が始まっている。会社法が施行されて未だ3年に満たないが、新たな法改正も視野に入れた検討がスタートしている。会社経営者はもちろん、株主や債権者などの投資家も関心を持つだろうし、証券市場を介して多くの利害関係者に関わる大きな課題だ。

経済産業省は、2008年12月に、コーポレート・ガバナンス向上に向けたルールの在り方全体について検討を行うべく「企業統治研究会」（以下、「経産省企業統治研」）を設置した。

金融庁は、2007年1月に、金融・資本市場の国際金融センターとしての魅力を更に向上させていく観点幅広い検討を行うため、金融審議会金融分科会の下に「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」（以下、「金融庁SG」）を設置している。金融庁SGは、2008年10月にほぼ1年ぶりに再開し、「上場企業等のコーポレート・ガバナンスを巡る論点について、幅広い観点から検討を進める」こととなった。

東京証券取引所は、2006年9月に上場制度の整備にあたっての検討の場として、「上場制度整備懇談会」（以下、「東証懇談会」）を設置している。東証懇談会は、2007年3月に中間報告を出した後、およそ7ヵ月半を経て新たな市場整備のための検討をスタートしている。

以上のように、設置母体や経緯は様々だが、上場会社のファイナンスやガバナンスについて重要な変更をもたらすかもしれない制度的インフラの検討が多く始まっているのである。

検討会の構成メンバー

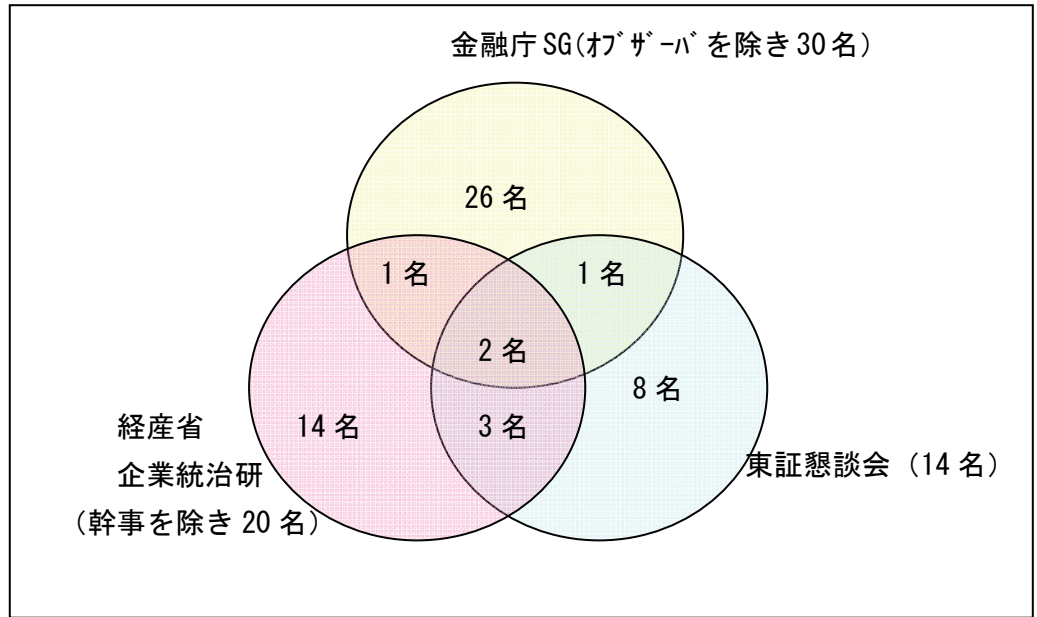
そのような検討を行なうには、通常、学識経験者や実務家、利害関係者が構成員となる委員会が設置される。

学識経験者といっても、畑違いの分野から選任されることはあまり無く、多くは法学・経営学・経済学の大学教授である。法学と経済学・経営学にまたがる「法と経済学」の研究も盛んになっており、この分野の研究者が委員に就任することも少なくない。実務家は、ファイナンスの仲介を業とする会社や、証券市場の利用者である上場会社の従業員や役員から選任されることが多いが、そればかりではなく、実際に投資判断を行なう機関投資家の関係者に委嘱されることもある。銀行や証券会社、証券取引所、上場会社、投資顧問会社・投資信託会社などだ。金融・証券系のシンクタンクからの委員就任もしばしば見られるところだ。弁護士もファイナンスの実務家として参加している。様々な公的団体からも委員は出ている。証券業界協会や経団連、監査役協会などである。

多数の委員会が設置されれば、多数の委員が委嘱される。多様な意見を反映させるには多くの委員を選任しなければならないが、多過ぎれば委員会運営に支障を来すし、また、委員としての見識を有する者の人数も限りがある。そこで、委員の中には前記の経産省企業統治研・金融庁SG・東証懇談会の3委員会の複数に名を連ねている者もいる。図表1には、兼任の状況を示した。省庁公務員のオブザーバーや幹事は含めていない。

委員の間では重複も
少なくない

図表 1 企業ガバナンスに関する 3 委員会の委員兼任状況



出所：各委員会の名簿から大和総研作成

3 委員会の全てに参画しているのは、神田秀樹東京大学教授と池尾和人慶応義塾大学教授の 2 名である。神田教授は、経産省企業統治研座長と東証懇談会座長も兼ねている。池尾教授は金融庁 SG 座長である。

検討事項の概要

次にそれぞれの設置趣旨などから、主たる検討の課題として掲げられているものを図表 2 に示した。

図表 2 各検討委員会の審議課題

経産省企業統治研	金融庁 SG	東証懇談会
1. 我が国における企業統治の現状と課題 2. 解決しなければならない課題 ① 日本企業一般、特に上場企業に対する社外役員の導入の適否とその在り方 ② 親子上場における社外役員の独立性とその在り方 ③ その他コーポレート・ガバナンスに関する事項 3. 将来的に解決しなければならない課題 4. 規制の在り方として、ソフトローとハードローのいずれを選択するかの検討	1. コーポレート・ガバナンスの充実のに向けた取組み 2. コーポレート・ガバナンスをめぐる論点 3. エクイティ・ファイナンス等をめぐる論点 ① 新株式の発行 ② MSCB 等の発行 ③ キャッシュアウト 4. グループ化等をめぐる論点 ① 企業集団におけるガバナンス ② 親子上場 5. その他の論点 ① 株式の持合い ② 買収防衛策	懇談会議事録に記されている事項は数多く、例えば次のような論点があがっている。 ・ 株式併合後に大量に新株等の発行を行うという行為について ・ 大量の第三者割当による新株等の発行について ・ いわゆる反社会的勢力に対する整備について ・ 第三者割当増資について ・ 親会社などの出身者でない社外役員の選任について ・ 議決権行使結果の開示について ・ 買収防衛策導入と社外取締役 ・ 社外役員の独立性要件について ・ 株式持合いについて ・ MBO について

出所：各委員会の設立趣意書や議事録から大和総研作成

課題は多様性に富む コーポレート・ガバナンスに関わる様々な問題をテーマとして取り上げていることがわかる。新しい問題もあれば、言い尽くされた問題もある。立法論的解決を視野に入れなければならない問題もある反面、業界関係者の意識の持ちように還元される問題もあり、最終的にどのような提言が出されるか、興味深い。

次稿からは、幾つかの具体的な論点について、現行の制度がどうなっているか、また、改正にあたりどのような議論が行なわれているかを概観していく。

- 第三者割当の問題
- 社外役員の独立性
- 買収防衛策と社外役員
- 株主総会の結果公表

などを取り上げていく。