

2011年8月

「コーポレート・ガバナンスをめぐるルールのコンバージェンス¹⁾」

第3期 客員研究員

東京大学大学院法学政治学研究科 准教授

加藤 貴仁

要約

第2次世界大戦後の高度経済成長期からバブル経済崩壊後の長期不況に至るまで、多くの上場企業において採用されていたコーポレート・ガバナンス（以下、「日本型コーポレート・ガバナンス」という）の特徴を示す用語として、“Community Firm”が用いられることがある。“Community Firm”とは、組織の内部者の利益（the internal needs of the organization）を重視する程度が非常に高いという点で特徴的なコーポレート・ガバナンスの形態のことをいう。具体的な特徴としては、正規従業員に対する終身雇用の保障と経営トップに至るまでの内部昇進のルートが存在すること、経営者の配慮は組織としての企業、従業員、顧客、取引先に対するものが中心であり、株主に対する配慮は株主が同時に顧客や取引先ではない場合を除いて低いことが挙げられている。

バブル崩壊後の不景気が長期化したことを受けて、我が国では、上場企業における日本型コーポレート・ガバナンスを改革する動きが数多く見られるようになった。しかし、現在でも、望ましいコーポレート・ガバナンスの仕組みを追い求める試行錯誤の動きは、終着点を見るには至ってはいないように思われる。このような動きの中で、コーポレート・ガバナンスをめぐるルールはコンバージェンスするか否かというテーマにも焦点が充てられるようになった。世界的に共通した望ましいコーポレート・ガバナンスの仕組みが存在するのであれば、コンバージェンスが生じることは望ましいと評価されるべきであるし、コンバージェンスが生じていないのであればその原因が探求されるべきである。また、この問題は、そもそも世界的に共通した望ましいコーポレート・ガバナンスの仕組みが存在するか否か、望ましいか否かを判断する基準が存在するかという点とも密接に関係する。

このようなコーポレート・ガバナンスをめぐるルールのコンバージェンスというテーマは、今後の我が国の上場企業のコーポレート・ガバナンス改革を議論する上でも、依然として有益な示唆を与えてくれるのではないかと思われる。そこで、本稿では、コーポレート・ガバナンスをめぐるルールのコンバージェンスの問題を再検討する。特に、我が国の

¹⁾ ソフトロー研究 第18号 55-83頁（2011年8月）。

(注) 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用（転用・複製等）及び改変を行うことはできません。

2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。

上場企業のコーポレート・ガバナンス改革において最重要の課題と思われる、取締役会の構成に焦点を絞って検討する。また、コーポレート・ガバナンスをめぐるルールのコンバージェンスの問題には、ルールの実質的な内容に加えて、規制手法の問題も含まれる。特に、我が国では、証券取引所が上場企業のコーポレート・ガバナンス改革に積極的な役割を果たすことを期待されているように思われる。実際に、ここ数年に渡って、東京証券取引所は上場企業のコーポレート・ガバナンスを改善させることについて、重要な役割を果たしている。しかし、証券取引所を取り巻く経済環境が異なれば、これまでと同じ役割を東京証券取引所が果たすことができるとは限らない。そこで、本稿では、証券取引所が上場企業のコーポレート・ガバナンス改革に積極的に介入することの合理性を再検討し、コーポレート・ガバナンス改革の経路としての役割を証券取引所に期待できる限界点も探求する。

結論として、本稿の筆者は、今後の我が国の上場企業のコーポレート・ガバナンス改革には、少なくとも以下に挙げる3つの課題があるのではないかと考えている。

第1に、株式持合いを中心とする、日本型コーポレート・ガバナンスを支えた株式保有構造は、もはや存在しないことが前提とされるべきである。言い方を換えれば、純投資目的の株主（国内・国外を問わず）の発言が増加することが前提とされるべきであるということである。国際的な資本市場における上場企業の競争力向上は、我が国においても、他国と程度の差はあれ重要な課題であることは間違いない。東京証券取引所の上場企業全体に対する外国人機関投資家の持株比率は、市場価格ベースで既に4分の1を超えている。また、東京証券取引所で行われる売買の半数以上は、外国人機関投資家によって行われている。そのため、外国人機関投資家は、我が国の資本市場に対して既に相当の影響力を持っている。また、我が国の機関投資家も受益者に対する義務を履行するために、積極的に株主としての権利を主張する傾向が顕著になりつつある。

第2に、“Community Firm”という形でステイク・ホルダーの利益を保護することに限界が生じていることが認識されるべきである。既に述べたように、“Community Firm”の前提は、純投資を目的とする株主の権利が、株式持合いを中心とする安定株主構造によって制限されていることにある。また、“Community Firm”の特徴である、経営者・株主間の問題と会社・ステイク・ホルダー間の問題が分離されていないこと、“Community Firm”におけるステイク・ホルダーの利益保護の仕組みは明文の規定によって保障されているわけではないことが、経営者・株主間の問題を解決するための障壁になっている。なぜなら、“Community Firm”では、経営者・株主間に関係する制度が変化すれば、必然的に会社・ステイク・ホルダー間の利害調整も重大な影響を受けざるをえないからである。たとえば、“Community Firm”では、内部昇進者である使用人兼務取締役を中心として取締役会が構成されているが、このことは、社外・独立取締役を導入するための障害となっている。

- (注) 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用（転用・複製等）及び改変を行うことはできません。
2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。

筆者は、上場会社のコーポレート・ガバナンス改革を通じて経営者-株主間の問題を解決するためには、会社-ステイク・ホルダー間の利害調整がある程度は安定的な状況にある必要があるのではないかと考えている。経営者-株主間の問題と会社-ステイク・ホルダー間の問題が十分に分離されていないことは、上場会社のコーポレート・ガバナンス改革の障害となっている。Community Firm で各ステイク・ホルダーに与えられていた保護の見直しを含めて、会社-ステイク・ホルダー間の利害調整の現状の再評価が必要である。そして、可能な限り、法律などによって利害調整の内容を明文化することが望ましいと思われる。

第3に、証券取引所を取り巻く経済環境は目まぐるしく変化しているため、上場企業のコーポレート・ガバナンス改革における証券取引所の役割は、絶えず見直されなければならない。たとえば、証券取引所が提供するサービスが多様化する中で、現物株関連の事業が証券取引所の収益に占める割合は減少していく場合、上場企業のコーポレート・ガバナンス改革に対して東京証券取引所がこれまで通りの投資を行うことを期待できるのかが検討される必要がある。上場企業のコーポレート・ガバナンス改革は、現物株関連の事業に属する。したがって、現物株関連の事業が証券取引所の収益に占める割合が減少すれば、上場企業のコーポレート・ガバナンス改革に対する投資も削減せざるを得ないように思われる。

- (注) 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用（転用・複製等）及び改変を行うことはできません。
- 2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。