

日本のコーポレートガバナンス ー過去・現在・未来 (会社法改正)

金融高度化セミナー 2020/12/11

東京大学社会科学研究所教授 田中 亘

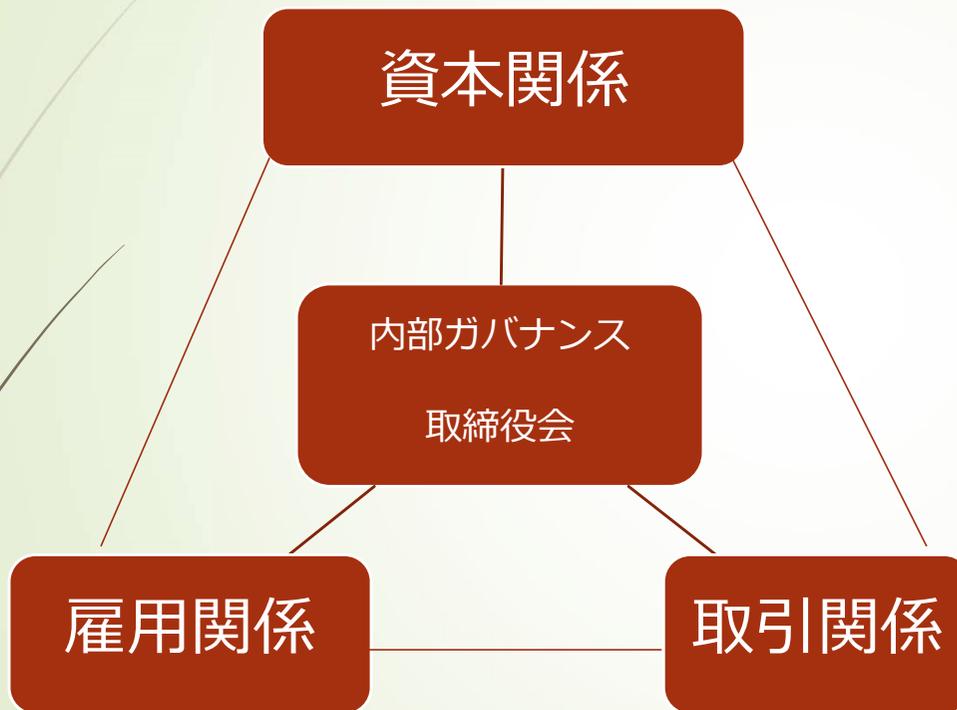
変わるコーポレートガバナンス －象徴的事例（M&A）

- ▶ 敵対的TOBの成立事例
 - ▶ 伊藤忠⇒デサント（2019年1-3月）
 - ▶ コロワイド⇒大戸屋（2020年7-9月、11月臨時株主総会で取締役交替）
- ▶ 競合提案成立事例
 - ▶ ニトリ v. DCM ⇒島忠（2020年10-12月）

変わるコーポレートガバナンス －象徴的事例（M&A）

- ▶ 島忠は監査等委員会設置会社
- ▶ DCMから提案を受けた時点で、取締役9名中4名が独立社外取締役で監査等委員
- ▶ ⇒この4名で独立委員会を組織
- ▶ [Cf. 2010年以前は、利益相反のあるM&Aでも独立委員会設置例は少数派（田中＝森・濱田松本法律事務所編(2016)361頁〔白井正和〕）]
- ▶ 島忠の株主構成は外国人30.8%、金融機関35.0%（有報・2020/8/31時点）
- ▶ シティインデックス 8.38%、オアシスマネジメント6.51%、シルチエスター 5.49%保有（大量保有報告）
- ▶ 「島忠の大株主に「もの言う株主」がいたことも影響した」（日経2020/11/14朝刊7面）

「日本型」コーポレートガバナンス

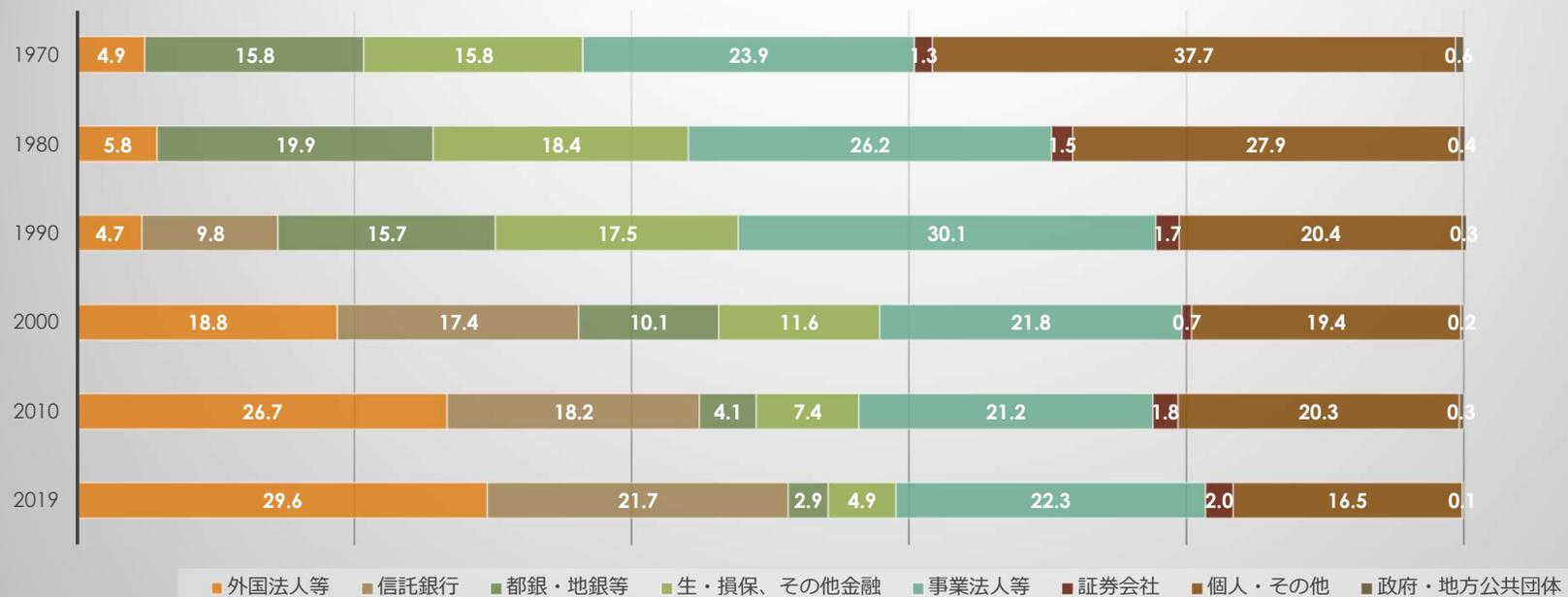


- 相互補完性を有する諸制度から成り立つシステム (Aoki 1988 [1992])
- 雇用関係：内部労働市場、正規雇用従業員利益の重視 (小宮 1988)
- 取引関係：継続的取引関係 (浅沼 1997)
- 資本関係：株式持合い・安定株式保有により外部株主のコントロールは弱体、経営の監視機能は債権者 (メインバンク) が担う (Aoki & Patrick 1994)
- 取締役会：原則、内部昇進者が占める (正規雇用従業員の出世の目標となる) とともに、経営が正規雇用従業員利益のために行われることを確保)

ガバナンスの大きな変化①－株主構成の変革 “インサイダー”優位から“アウトサイダー”優位へ（宮島 2013）

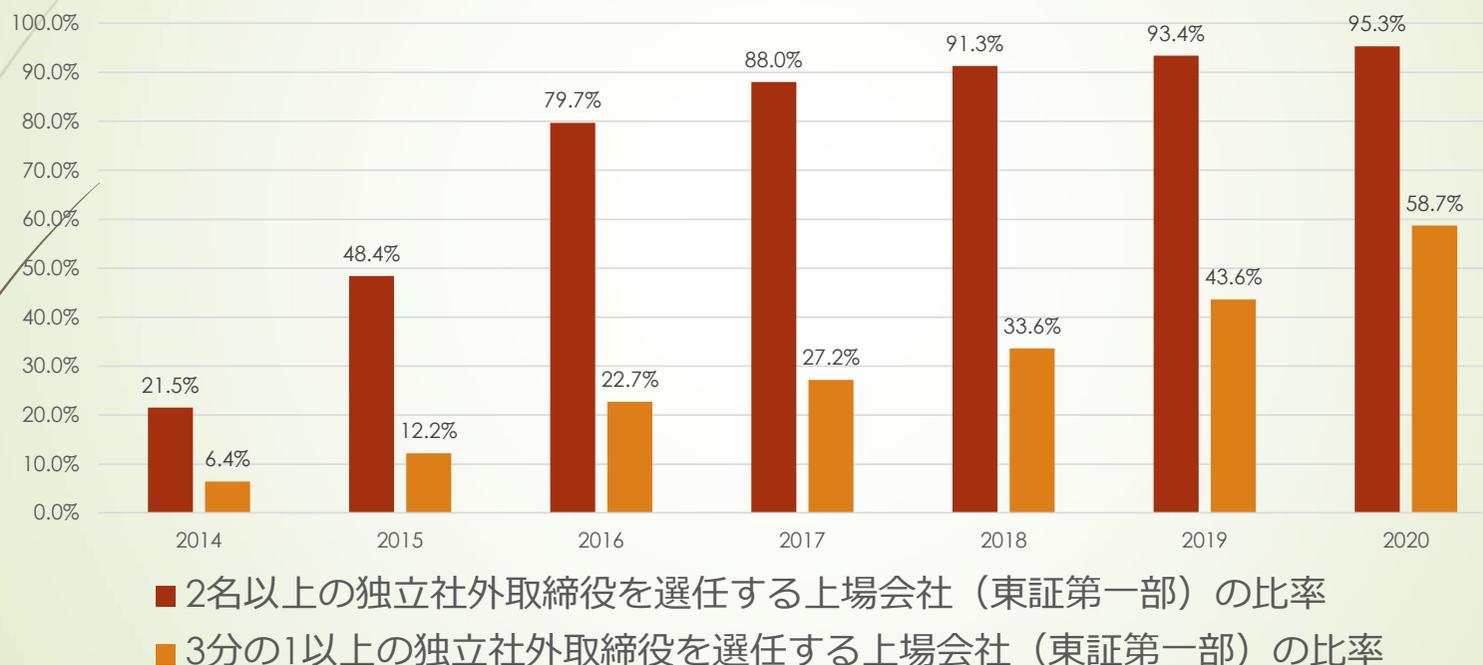
全国上場会社・投資部門別株式保有比率（市場価格ベース）

（出所：全国証券取引所）



ガバナンスの大きな変化② – 取締役会改革 ("managing board" から "monitoring board" へ)

独立社外取締役の選任状況 (東京証券取引所2020)



ガバナンスの変化に会社法はどの程度寄与したのか？

- ▶ ガバナンスの変化には、ハード・ローである会社法よりも、ソフトローであるコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードが果たした役割のほうが大きかったと見られる
- ▶ 2000年代以降の会社法改正の中では、規制を導入・強化する改正よりも、選択肢を拡大する改正のほうが、ガバナンスの変化に貢献した
 - ▶ 平成14年改正：委員会等設置会社（⇒指名委員会等設置会社）
 - ▶ 平成26年改正：監査等委員会設置会社
 - ▶ ←内部者中心の取締役会を主に想定した監査役制度に代わる選択肢を提供

コーポレートガバナンスの将来 基本的方向性

- 上場会社におけるコーポレートガバナンス改革は次の二つの要素を強化するもの
 - 外部ガバナンス = 株主資本によるコントロール
 - 内部ガバナンス = 経営陣から独立した取締役会によるモニタリング
- 機能する株式市場と組み合わせたときに強い合理性を発揮するシステムである
- (1) 市場株価が企業価値を適切に反映する場合、株主は、全ステークホルダーのうちで最も会社の長期的利益を考慮できる主体になる (田中 2017 cf. Hansmann and Kraakman 2001)
- (2) 日常的に経営に関わらない株主に代わって経営者を監視できる存在が必要であり、それが独立社外取締役。ただし、独立社外取締役の地位と権限は、究極的なコントロール主体である株主・株式市場の存在を前提にする (Gordon 2007)

コーポレートガバナンスの将来 課題

- ▶ (1) 株式市場の機能およびそれに対する信頼をどこまで高められるか？
- ▶ ※短期志向 (short-termism) について (田中 2020)
- ▶ (2) 取締役会の独立性強化はどこまで進むか、進めるべきか？
- ▶ 東証市場第一部上場会社中、独立社外取締役が取締役の過半数を占める会社は130社 (6.0%)
- ▶ Cf. NYSE上場会社は原則、独立社外取締役を過半数とすることが義務 (Listed Company Manual §303A.01)
- ▶ (3) 「日本型」ガバナンスを支えた他の制度の変化が進むのか？
- ▶ 外部労働市場の十分発達しないまま、株主のコントロール強化および取締役会の独立性強化が進行することは、労働者の地位を極めて弱いものにする可能性がある

引用文献

- ▶ Aoki, Masahiko, 1988. *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy* (Cambridge University Press). [永易浩一訳, 1992. 日本経済の制度分析: 情報・インセンティブ・交渉ゲーム (筑摩書房).]
- ▶ Aoki, Masahiko and Hugh T. Patrick, 1994. *The Japanese Main Bank System : Its Relevance for Developing and Transforming Economies* (Oxford University Press). [白鳥正喜 = 東銀リサーチインターナショナル訳, 1996. 日本のメインバンク・システム (東洋経済新報社)]
- ▶ Gordon, J. N. 2007. The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices. *Stanford Law Review* 59 (6):1465-1568.
- ▶ Hansmann, H., and R. Kraakman. 2001. The End of History for Corporate Law *Georgetown Law Journal* 89 (2):439-468.

引用文献

- 浅沼, 萬里, (菊谷達弥編集), 1997. 日本の企業組織革新的適応のメカニズム: 長期取引関係の構造と機能 (東洋経済新報社).
- 小宮, 隆太郎, 1988, 「日本企業の構造的・行動的特徴(1) ~ (2・完)」, 経済学論集 (東京大学) 54(2), 2-16頁、54(3), 54-66頁
- 田中, 亘. 2017. 「上場会社のパラドックス – 流動性が長期志向を生む仕組み」 『企業法の進路 江頭憲治郎先生古稀記念』 黒沼悦郎 = 藤田友敬編: 有斐閣, 35-60頁.
- 田中, 亘. 2020. 「株主第一主義の意義と合理性: 法学の視点から」 (特集 脱株主第一主義の行方). 証券アナリストジャーナル = *Securities analysts journal* 58 (11):7-17頁.
- 田中, 亘 = 森・濱田松本法律事務所編. 2016. 『日本の公開買付け』: 有斐閣.
- 東京証券取引所, 2020, 「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び 指名委員会・報酬委員会の設置状況」 (2020年9月7日)
- 宮島, 英昭, 2013, 「日本企業の株式保有構造: 歴史的進化と国際的特徴」, 旬刊商事法務 2007号, 17-29頁.