

企業報告研究会「コーポレート・ガバナンスの対話の在り方分科会」第1回
2012年10月16日

議論のための素材提供：ガバナ ンスの相対化

江口高顯

ブラックロック・ジャパン株式会社

この報告で表明される見解はすべて発表者個人のものであり、ブラックロック・ジャパン株式会社の見解を代表するものではありません。内容に関しては発表者個人が責任を負います。

0. はじめに

【論点】

- ビッグ・ピクチャーを考えよう。
 - ガバナンスの本質は事業主体と投資主体の間の力関係をどう作るかということ。
 - 独立取締役等の制度 (governance arrangement) は、ガバナンスを行うための道具＝手段。
 - ガバナンスの本質ではない。
- 原理に立ち返ろう。
 - 取締役の本質は信認義務にある。
 - 取締役会の単層制と二層制の間に原理的な優劣関係はない。
 - 社外取締役に求められる要件はtrustworthiness.

1. ビッグ・ピクチャーを考えよう

【ビッグ・ピクチャー】

- 所有と経営の分離が前提。
- ガバナンスの本質は、事業主体と投資主体の力関係。
 - 経営支配の安定性(集権的な意思決定)と株主介入(意思決定への影響力)のバランスがポイント。
- 国によりモデルが異なる。
- 決定要因
 - 取締役と株主の間の法的権限分配(allocation of legal entitlements)。
 - 会社の所有構造。
 - 法的権限の行使を左右する社会制度。
- 4つの基本類型。
 - 米国型(board primacy model)。
 - 大陸欧州型(reference shareholder model)。
 - 英国型(collective engagement model)。
 - 戦後日本型(cross-shareholding model)。

2. 原理に立ち返ろう

【取締役】

- 会社の利益を守るという観点から、経営陣の中でも、より高度の信託義務を課せられる。
- 誰から会社の利益を守るのか。
 - 経営陣から会社の利益を守るという側面。
 - 株主から会社の利益を守るという側面。
- 経営陣から会社の利益を守るという側面から「モニタリング」の視点が生じる。
- モニタリングを実施する上で単層制と二層制という取締役会の2つの制度。
 - 原理的な優劣関係はない。

2. 原理に立ち返ろう

【取締役】

- 取締役は事業主体の一部という観点からすると、単層制の本来の姿は英国型と考えられる。
 - 業務執行取締役と非業務執行取締役が半々。
 - 米国型は特異。
 - 80年代における敵対的買収の嵐の中で、会社防衛の観点から独立性を高めていった。
 - その後、政府の規制強化で独立取締役の割合がさらに上昇。

2. 原理に立ち返ろう

【社外取締役の独立性】

- 取締役要求されるtrustworthinessを強化するための仕組み。
- 「あの人が睨みを効かせているから、この会社には投資しても大丈夫」という信頼感・安心感がポイント。
- 社外者を取締役に加えることは古くから行われてきたガバナンスの工夫。
 - 信頼できる社外者が取締役会に参加して経営陣に睨みを効かせていることが、会社の信用を高める。
 - 20世紀初めの米国でJ.P.モルガン等の大投資銀行が企業に取締役を派遣。
 - 派遣を受けた会社の株式評価は高い。
 - 一方、大投資銀行の誠実な行動は評判のメカニズムにより支えられていた (*)。
- 「独立性の要件」はtrustworthinessと必ずしも重ならない。

* 岡崎哲二(2005)『コア・テキスト経済史』第7章4節、新生社。

Appendix

【米国型 (board primacy model)】

- 法的権限分配により株主介入を制限して取締役の裁量権を確保する。
 - 法により経営支配の安定性を確保。
- 法的権限分配のバイアスが最も顕著に現れるのは3つの項目。
 - 取締役選解任。
 - 株主提案。
 - 定款変更。
- 正当性の根拠。
 - 株主全体の利益。
 - 株主全体に信認義務を負う取締役だけが株主の多様な利益を集約しうる。
 - 信認義務の観点から取締役会は、株主の要求の前でも毅然とした態度をとることが求められる。

Appendix

【大陸欧州型(reference shareholder model)】

- 米国以外では多くの重要な法的権限が株主に付与されている。
 - 経営は株主の支持をとりつける必要がある。
 - 株主の影響力行使により意思決定が混乱する可能性。
 - 法による経営支配の安定性確保が不十分。
- 所有構造は大株主支配。
- 支配の安定性のために経営はスポンサーを求める。
 - 経営を支持するスポンサー株主の下で経営支配が安定。
 - スポンサー株主が経営への影響力を独占。
 - 他の株主の影響は排除される。

Appendix

【英国型(collective engagement model)】

- 米国以外では多くの重要な法的権限が株主に付与されている。
 - 経営は株主の支持をとりつける必要がある。
 - 株主の影響力行使により意思決定が混乱する可能性。
 - 法による経営支配の安定性確保が不十分。
- 所有構造は分散型。80・90年代に国内主要機関投資家の所有割合が拡大。
 - 90年代には英国株式の半分を25程度の主要機関投資家が保有。
 - 3分の1を20程度の主要運用会社が運用。
- 集団による議決権の集積(coalition)を梃子にしたエンゲージメント。
 - 集中した株主構成が株主間の協調を可能にした。
 - 主要機関投資家によるエンゲージメントが株主による影響力行使の経路となる。
 - 他の株主の影響は排除される。
- TOB規制、大量保有報告義務などが、株主の集団的なガバナンス行動を抑制しなかった。

Appendix

【戦後日本型(cross-shareholding model)】

- 米国以外では多くの重要な法的権限が株主に付与されている。
 - 経営は株主の支持をとりつける必要がある。
 - 株主の影響力行使により意思決定が混乱する可能性。
 - 法による経営支配の安定性確保が不十分。
- 持ち合いにより会社が自身の株主となる。
 - 会社「自身」が経営への影響力を独占。
 - 他の株主の影響は排除される。
- 経営が株主の影響力から隔離される。
 - 株主を省みなくともよい経営。