

パネル・ディスカッション Ⅱ ～ 内部ガバナンスの革新 ～

大杉 謙一（中央大学法科大学院教授）

RIETI シンポジウム

『日本の企業システムの進化：
危機後の企業統治の再設計に向けて』

共催：早稲田大学G-COE

2011年3月7日（月）

はじめに

- 日本企業に関する実証研究の増加。
- 法律学(者)への示唆。
 - 会社法等の法の解釈・立法に直接示唆のあるもの。
 - 法律論に直結しないまでも、法律家の社会・経済に対する認識を新たにしてくれるもの。
- 第4章と第7章を中心にコメント。

第4章 齋藤卓爾「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」

- 各社における社外取締役の導入・人数
 - 株主利益を最大化するように設定されているという仮説
 - 経営者にとって望ましいように設定されているという仮説
- アメリカの実証研究の結果は前者と整合的であり、日本の実証研究の結果は後者と整合的。

- 事業の複雑性を示す指標と社外取締役の導入時期・人数に相関なし！
- 外部者の情報入手コストが低い → 社外取締役の導入が遅い・人数が少ない！
- フリーキャッシュフローが大きい → 社外取締役の導入が遅い・人数が少ない！！

- 社外取締役の有無・人数と会社の業績の相関性： 導入前後の利益率の変化 導入企業は非導入企業よりも利益率が上昇している。ただし、10%水準。

法律論への示唆

- 田中亘(2009)「総論」商事法務1874号5頁、7頁。強制設置には、
- ①上場会社では、社外取締役を選任することが、経営監視機能を強化する点で、有益なことが多い。
 - ②それにもかかわらず、上場会社では諸々の事情により、それが望ましいときでも自発的に社外取締役を選任していない場合がある。
 - ③その結果、現在、社外取締役を選任していない上場会社の中には、(a)それが当該会社にとって有益でないから選任しない会社よりは、むしろ(b)本当は有益であるにもかかわらず、諸々の事情から選任していない会社が相当であると予想される。
 - ④そのため、法が上場会社に社外取締役の選任を強制した場合、その効果として、(a)の会社に社外取締役を選任させることで生じる費用の総和よりも、(b)の会社に社外取締役を選任させることで生じる便益の総和のほうが大きい可能性が高い。
 - ⑤したがって、上場会社に対しては社外取締役の設置を強制すべきである。

私見

- 単に法律で社外(独立)取締役の設置・人数・比率を義務付けても、従順な人を連れてきて、情報を与えないで済ませる可能性が高い。
- 株主の利益にかなうボード構成を実現するためには、①経営者の利益と株主の利益を一致させる、②社外(独立)取締役の導入をしやすくする法改正、③経営者に株主マインドを持つように誘導する(+ソフトロー)。

②「監査・監督委員会」と「取締役の立証責任の軽減」

- 監査・監督委員会 = 現行の監査役会タイプと委員会タイプの中間形を作り、社外取締役を導入しやすくする。
- 取締役の立証責任の軽減 = 経営者が社外(独立)取締役に重要情報を開示し、その意見を聞いて意思決定をした場合には、適法と推定する。

第7章 宮島英昭・新田敬祐・穴戸善一 「親子上場の経済分析

ー 利益相反問題は本当に深刻なのか ー」

背景

- 親子会社上場の禁止論。
- 商法学界においては、親子会社関係についてドイツのコンツェルン法のような詳細で体系的な定めを置くべきだという意見。

- 親子上場という実務についての概観(ヨーロッパ大陸諸国やアジアのストック・ピラミッドとの違い、アメリカのカーブ・アウトとの違い、97年以降の新興企業による子会社上場等)
- 子会社上場の公表により親会社の株価は有意に上昇している。
- 子会社のIPO時の発行・売出し価格が、子会社の上場後の株価に照らしてどれだけディスカウントされているか:親会社が成熟企業の場合には独立企業のIPOよりもディスカウント率が小さい(品質保証効果)。他方、親会社が新興企業の場合には独立企業よりもディスカウント率が高い(搾取の危険による割引)。

- 上場後の3年間の子会社の業績：成熟親会社の場合、独立企業よりも高パフォーマンス。新興親会社の場合、独立企業とほぼ同じ。→ 親会社による搾取・子会社のパフォーマンスの劣化は観察されない。
- 上場後、相当期間経過後の子会社のパフォーマンス：独立企業よりも有意に高い。
- スtock・ピラミッドとは異なり、コントロール権とキャッシュフロー権の乖離は小さい。
- 劣悪な子会社を上場させて投資家から搾取することや、低価格で子会社から親会社に第三者割当増資を行わせて子会社少数派株主から搾取することは、断定できないが、システムティックには存在しない模様。

法律論

- IPOの価格は、親会社と投資家との間の独立当事者間取引により決まっており、ディスカウントの存在・大小は法規制の必要性を意味しない。
- 仮に、子会社上場により親会社の株価が下がるとか、劣悪な子会社の上場により投資家が搾取されているのであれば、上場自体を規制する必要があるが、そのような事実はなさそうである。
- 仮に、子会社の上場後に親会社の子会社を搾取するという事実があれば、上場を規制するか、上場後の搾取行為を規制するかのいずれかが必要であるが、そのような事実はなさそうである。
- 親子上場の禁止は不当。他方、搾取は個別には存在するので、現状の法ルールがどのような機能を果たしているのかの検証をはじめとして、法規制を検討する余地がある。

考察

- 日本の親子上場では、ストック・ピラミッドと異なり、コントロール権とキャッシュフロー権の乖離は小さいこと、また日本の上場会社の多くは、株式所有関係をたどっても特定の個人にさかのぼることができないという意味で株式所有が分散している。この場合には、子会社が上場していて少数派株主が存在しても、親会社は子会社を搾取するインセンティブをあまり持たない。
- ただ、会社法のルールとして、支配株主が(究極的に)個人か法人か、コントロール権とキャッシュフロー権の乖離の大小によって、ルールを区別することは難しい。

今後の関心

- 新興親会社による子会社上場に関するデータの蓄積・分析。
- 現在の会社法のルール(次頁)の運用状況の調査、実証研究との突合せ。
- 親子会社でない(個人にさかのぼれる)大株主が存在する企業での搾取の有無の研究。
- 第三者割当てによる支配関係の形成や、親会社による子会社株式のTOBの場面で、投資家の期待利益の搾取(強圧性など)が生じているのではないか。

会社法のルール

- 親子会社間で役員の内任があるような場合は、利益相反取引・競争取引の規制（取締役会の承認の義務付け、役員の内償責任において推定規定）が及ぶ（会社法356条、365条）。ただし、どこまで及ぶかが不明確であり、また、実務でどの程度の審査が行われているか不明。
- 関連当事者との取引は、個別注記表（会社法435条1項、会社計算規則59条1項、98条1項11号、112条）の記載事項 → 監査の対象になり（法436条）、株主に開示される（同437条、規則133条）。ただ、監査において、個々の取引について独立当事者間取引基準を厳格に適用するか、複数の取引を全体として観察して不公正でなければよいとするか。