

## 機関投資家とコーポレート・ガバナンス

### I. コーポレート・ガバナンスについて

#### \*いわゆる「コーポレート・ガバナンス論」の隆盛

- 特にバブル崩壊後の我が国における議論の盛り上がり：先進国に共通の現象
- 法律学的には、関連法規制（証券取引所の規則等によるソフト・ローや慣行を含む）の在り方の工夫・見直しを通じ、①効率的な経営の確保と②経営上の違法行為の抑止の同時達成を図る、ことを目的とする議論と言える。
- 端的に言えば、「企業の繁栄と不祥事の抑止」の同時達成が目的と言える（神田秀樹）。
- もっとも、この議論を投資家サイドから見ると、不祥事の発生は必ず、企業収益の低下ひいては、株価の下落、剰余金の減少（株主配当の減少）に直結するため、結局のところ、「企業の繁栄」＝株主・投資家の利益の向上に一元化して理解することも可能。
- ただし、実際のコーポレート・ガバナンスに関する規律（機関の総合的設計）を考える時には、二元的な思考法を採用することも有用。
  - ：業務に関する意思決定機関・執行機関が効率性を担当し、監査機関が違法行為抑止を担当する。
- 要は、経営者の資質が問題であって、抽象的な経営機構論（特に法的なそれ）は、無意味とする論調もあるが、そこまでは割り切れない（限界はあるにせよ）。

#### \*近年の我が国における会社法改正の中で、象徴的なものは、

- 公開大企業（基本的に上場企業）における選択的（複線的）経営管理機構の採用＝委員会等設置会社（当時、現在は委員会設置会社）の導入（平成14年商法改正）
- 監査役会設置会社 v s 委員会設置会社：制度間競争関係として理解
  - ：上場企業で委員会設置会社を採用するものの比率は5%程度に止まる。
- 委員会設置会社を採用する様々な動機
  - ：海外市場（NY等）で上場するための戦略（アメリカ型に近い制度を採用）
  - ：グループ経営戦略の一環として、親会社による子会社（上場子会社を含む）の支配を人的に貫徹する。
  - ：不祥事等の結果、委員会設置会社の選択に半ば強制的に追い込まれる。
- 興味深い、監査役会設置会社と、委員会設置会社のパフォーマンス比較
  - ：もっとも、母数の水準が全く異なるので、比較にはバイアスが存在。

→新会社法は、機関設計を多様化したと言われるが、こと公開・大会社に関しては、従前と同じ（二者択一）。

→では、両者の特色は何か。

：監査役会設置会社→監査のみを職務とする役員が存在（うち1名以上は常勤）

→取締役会の機能は多面的。経営意思決定と執行は未分化。

：委員会設置会社→監査役（会）は置けない。3委員会（指名・報酬・監査）はその過半数が社外取締役。執行役・代表執行役が業務執行。これらの定食メニュー（いいとこ取りは出来ない）

→経営意思決定と執行は相対的には分離しているが、不徹底。

→監査のみに徹する役員は場合によっては不在。

→そもそも社外取締役がそれ程、機能し得るのかの問題も。

→皆さんは、どちらの経営管理組織が「優れている」と思いますか？

→機関投資家の観点：それ程、機関設計のタイプにより評価が異なる訳ではない。

（一部には、委員会設置会社というよりも、社外取締役の存在を積極評価する機関投資家も存在）

むしろ、委員会設置会社では、役員報酬の決定が株主総会の権限ではない（報酬委員会が個人別に決定する）ことをネガティブに評価する機関投資家も多い。

#### \*国際的に収斂しないコーポレート・ガバナンス論

ーこれ程、企業活動や企業の競争が国際化し、また、どの先進国でもコーポレート・ガバナンスを巡る議論が活発化していたにも拘らず、一向に、各国の関連法制は一つに収斂を見せない。何故、収斂化しないのだろうか？（そもそも収斂させる必要はないのではないか？）

ー米国型・ドイツ型・日本型の3タイプにつき、比較してみる。

- ① 米国型：監査役（会）制度は存在しない。取締役（会）が経営の意思決定と、経営執行の監視・監督の両機能を担う。取締役中の、社外（独立）取締役の機能が重視される。（会計監査人は別途、もちろん存在）、株主総会が取締役を選任することは、当然として、株主総会の権限は、比較的限定されている（例えば取締役の報酬の決定）。会社法が州法であり、レース・ツー・ザ・ボトム現象が生じるため、連邦証券取引法や各証券取引所の規律がコーポレート・ガバナンスの面で果たす役割が相対的に大きい。
- ② ドイツ型：株主総会が監査役（会）を選任し、さらに、監査役（会）が、取締役（会）を選任する（二層型経営管理機構）。大会社では、共同決定制度が広汎に義務づけられている（労働組合の代表が半数の監査役会メンバーを占め、逆に言えば株主の監査役選任権限が大きく縮減している）。
- ③ 日本型（大多数を占める監査役会設置会社がモデル）：取締役と監査役は並列（とも

に株主総会で選任)。取締役会は、重要な業務執行の決定と、取締役の職務執行の監督を併せ行う（会社法362条）。監査役会のメンバー中、半数以上は社外監査役であり、かつ1名以上の常勤監査役が必要。全体的に監査機関たる監査役の独立性につき、会社法は十分な配慮を行っている（実態は？）。

→少なくとも、法的規律としては、「日本型」は（効率性確保と違法行為の抑止の）バランスが最も図られているものと評価可能か（やや消去法的ではあるが）。

：ドイツ型では、効率的な経営遂行（迅速かつダイナミックな経営）の面で難点が生じ易い（もっとも、ドイツの上場会社数は少ない）。特にリストラの場面を想定してみよ。

：米国型では、社外（独立）取締役の機能をどう評価するかにもよるが、やや監査機能の独立性が制度的に確立されていない感がある（エンロンやワールドコムでも多くの有力独立取締役が存在したが、不祥事に歯止めはかからなかった）。

## II. コーポレート・ガバナンスと株主の法的地位（位置づけ）

### \*ステークホルダー論と株主

—経営者（取締役）が経営にあたり、多様なステークホルダーの利益を必ず考慮し、その間の利益調整を図ることを義務付けられているのか否かとの問い。

：ステークホルダーとは

→株主、債権者（金融機関の貸付、社債権者他）、従業員（労働債権者）、販売先（消費者）仕入先他の取引先、地域社会、その他

（この中で、会社法が直接的に規律しているのは、株主と債権者）

—会社法は、端的に言えば、株主と債権者の利益調整の法律

—取締役（経営者）は、法人としての会社と委任関係にある（直接的に株主に対してではない）。（会社法330条）

—しかし、株主は株主総会決議（資本多数決）によって（その議決権の行使により）取締役（経営者）を選任する。

→なぜ、そうした仕組みを法は採用したのか？誰かが取締役（経営者）を選ぶ必要がある（行政が任命、裁判所が任命、自分で後任者を選ぶ、従業員の選挙で選ぶ、債権者が債権額比例の多数決で選ぶ、といったように可能性としては様々な方法があり得る）。

→そうした方法の中で、会社法は何故、株主が経営者を選ぶことが合理的と考えたのか。

→株主は、企業の業績等でその価値が変動する（株価、剰余金の配当）という意味で、また、企業業績や資産状況が悪化すれば、まず影響を受けるという意味で、一番真面目に誰が経営者に相応しいかを考えるはず、という前提（フィクション）に立つ。

（社債権者との対比。しかし、株式の自由譲渡性との関係をどう整理するかの問題）

—しかし、経営者は自分を選解任するのは株主なのだから、(株主に対し直接に信認義務を負わないとしても)株主利益の最大化を目指して経営・行動するはず。:株主利益最大化原則。

→もちろん、従業員や消費者、引先等の利益を考慮しなければ、企業収益は低迷するはずだから、「必要に応じ」株主以外のステークホルダーの利益を考慮した経営を遂行しなければ、結局、株主利益最大化原則は達成されない。:一つの予定調和論

→しかし、局面によっては、明らかに株主(機関投資家)利益が、他のステークホルダー利益と相反することは当然ある。(典型的には、企業収益向上のための、不採算部門従業員のリストラ局面。また、そのための、会社分割の株主総会決議の場面)

—そもそも株主とは、会社に対し権利のみを有し、(出資の履行以外の)義務を負わない存在。(なお、支配株主の少数株主に対する信認義務を認めるべきとの議論あり。この点については、支配株主の権利濫用論で解決する方が妥当)

c f.株主の義務(誠実義務)を法定したナチ独逸会社法における弊害の発生

—では、株主利益最大化原則を放棄し、「法的に」経営者(取締役)が他のステークホルダーの利益を考慮すべきとした場合、どのような弊害が発生し得るか。

① 各ステークホルダー間(株主と債権者間を除く)につき、具体的かつ妥当な調整原理を見出すことは、法技術的に極めて困難。

② 結局、株主による経営者への牽制が弱まり、経営者の専権を招く(不祥事の発生にも繋がる)危険性が高まる。(すべての関係者の利益を考慮・調整するということは、結局、経営者にフリーハンドが付与されたに等しい)

c f.ドイツにおけるウンターネーメン・アン・ジッヒの議論

—取締役には、法令順守義務があり(会社法355条)、そこで言う法令には、労働法、経済法(独占禁止法)、金融証券取引法、税法、各業法、環境法等の法令も含まれるのだから、そうした会社法以外の法令遵守を通じて、株主・債権者以外のステークホルダーに関する利益は守られるとの考え方。(役割分担論と株主利益最大化原則の堅持)

—株主の会社の機関としての特質(他の機関との相違点)

→株主には取締役等のような善管注意義務・忠実義務が課されていないため、株主はその株主総会での議決権等の共益権についても、基本的に(会社のためではなく)その個人利益の追求のために行使する。;株主の会社機関としての特性。

→もっとも、共益件の中でも、いわゆる監督是正権については(特に単独権につき)その濫用が強く戒められる。

→いずれにせよ、株主の機関としての性格は、最初から自分の利益でなく会社の利益のために行動することが求められる取締役等の機関とは、制約のあり方が異なる。

(神田秀樹「会社法 第十版」156頁参照。)

\*そもそも、株主の行使出来る権利にはどのようなものがあるか。

自益権：剰余金分配請求権（会社法105条1項1号）、残余財産分配請求権（105条1項2号）、株式買取請求権他。

（すべて単独権、ただし、単元株制度のもと定款でも剥奪出来ない権利につき、「固有権性」が強い。これらは、自益権の中でも財産権的な権利）

共益権：議決権（105条1項3号）、株主総会決議取消訴権、取締役等の違法行為差止請求権、代表訴権（これらは単独権、ただし単元未満株につき剥奪可能）

株主総会に関する議題・議案提案権等（少数株主権）

（株主総会における株主の「質問権」については、取締役等の説明義務として裏側から規定）

他に、会社法は、株式を譲渡あるいは換価する権利（投下資本を回収する権利）を強く保障する。

\*これらの中で、機関投資家が行使する権利は、

1. まずは、売買（自由譲渡）する権利：売買により、経営内容を評価・牽制する行為。（ウォールストリート・ルール）

→コストをかけず、実効性ある牽制手段

→しかし、その限界は、同一国（市場）で大量銘柄につき分散投資する必要のある機関投資では、行動に制約要因が強い。

2. いわゆる議決権行使による牽制（後述）：議決権行使とは何か。

→当該銘柄を売却せずに、株主利益を向上させ得る可能性がある。その意味で、売却による牽制を補うことが可能。

→議決権行使（の予告）と売却の併用による経営評価も可能。

3. アクティブな機関投資家の中には、株主の議題・議案提案権を行使する例も少数ながら見られる。（委任状合戦 proxy fight まで行う場合は、支配権争奪事例として整理）

4. 他の法的手段（権利）の活用は、機関投資家の場合、極めて限定的。：費用対効果の観点から。

（近時の例外的訴訟例として、金融商品取引法上の虚偽の継続開示につき、損害賠償請求を求めた事案：日本生命他 v s ライブドア）

\*株主総会の無機能化現象とその克服

- －株式所有の高度の分散化（上場会社）と委任状制度の利用：経営者支配（経営者の自己永続化）の確立
- －株主による経営者のコントロールというメカニズムの無機能化現象。
- －コーポレート・ガバナンス論の主流は、むしろ、取締役会の活性化論や、社外取締役の活用論、（会計）監査の機能充実論に軸足をシフトさせる傾向が顕著に。
- －しかし、機関投資家が、（実質的に）同一方向の議決権行使を行うと、無機能化現象が打破される可能性。（機関投資家への「投資権力」の発生）
  - 「所有者」（株主）によるガバナンス論への回帰現象の発生。（議決権行使の有効性に関する信頼の回復）

### Ⅲ. 機関投資家の役割と議決権行使

\* 米国における、コーポレート・ガバナンス論展開の三段階（神田秀樹）

1. 株主（会社）民主主義（corporate democracy, shareholder democracy）
  - ラルフ・ネーダー：キャンペーンGM
2. 敵対的買収活動（hostilemerger）による経営者の規律づけ（株主利益の重視の促進）
  - 1980年代半ば。
3. 機関投資家による議決権行使等を通じたガバナンス（ポスト敵対的買収）

\* 米国における古典的な会社モデル観の相克

- マニングのモデル：経営専門家への高い評価と株主による会社所有命題の放棄（株主の無機能化現象を踏まえ、株主による経営チェックという考え方は幻想と見る）
- アイゼンバーグのモデル：経営者の非経済的な動機に基づく利己的な行為による会社利益と経営者利益の衝突の発生を重視。

\* 「議決権行使」とは何か。

－株主総会における議決権の行使方法：本人出席、代理人の出席（議決権の代理行使 会社法310条）、書面投票（書面による議決権行使 会社法311条）、電磁的方法による議決権行使（会社法312条）

－いわゆる「議決権行使」とは、書面投票や会社による委任状の勧誘に際し、全面的に会社提案議案に賛成し、あるいは白紙委任することなく、一部議案につき反対の意思表示を行うことを指す。

\* 我が国の機関投資家にあつて、こうした意味での議決権行使に先鞭をつけた代表的な機関投資家は、厚生年金基金連合会（現、企業年金基金連合会）

（直接的に保有株式につき議決権行使する場合と、各年金基金の議決権行使を指導する場合がある。）

→「株主議決権行使基準」の公表（2003年）

- : 特徴は、外形的・形式的基準により、議案への賛否を決定する方法の多用。（ただし、原則として、総合的に勘案してとの基準も併用）
- : 欠損・無配等の業績（株主配当）に直結する項目もあれば、社外取締役の充実度といったガバナンスの外形的形態に関する基準もある。また、近時は敵対的買収防衛策に関する基準も多い。
- : 大きな特色は基準の改定時に、それを公表していること。（企業から見れば、議決権行使の透明性・予見可能性は向上するものの、一方で硬直的な行使がなされる危険あり）
- : 生命保険会社等の機関投資家は、行使基準は公表していない。

→川北教授による問題意識（「機関投資家のコーポレート・ガバナンス 議決権行使を巡って」『コーポレート・ガバナンスが日本を変える』（2004年）

- : 議決権行使がもたらす利益と問題点（議決権行使のコストと収益の勘案）
- : 単純な株式売買による投資パフォーマンス最大化の限界性の克服（規模の大きなファンド）
- : インデックス運用と議決権行使の関係
  - インデックス運用でコストのかかる議決権行使を行うことの矛盾性
  - そもそも、インデックス運用の効用と限界は。
  - インデックス運用（コスト節減）と、アクティブな企業選択の二者択一性

→想定され得る批判

- : 多数銘柄に投資する場合、議決権行使基準さえ明瞭に定めておけば、少ない担当者で、短時間・効率的に議決権行使出来、議決権行使にコストがかかるという課題は回避されている。
- : かつ、基準の開示による企業への牽制効果により、議決権行使をする前に、企業が行動（議案内容）を修正するという改善効果が期待できる（これは無コスト）。

→批判への反批判（村田）

- : 確かに、外形的・形式的基準を多用し、かつ基準を公表することを通じ、インデックス運用下での議決権行使コストの圧縮という問題には一定の対処がなされているものの、そうした外形基準（特にガバナンス面）の採用は、企業評価に著しいバイアスを生じさせ、ひいてはマーケットの価格形成（企業価値評価）を歪める原因になり得る。
- : 本来、議決権行使の前提となる企業評価は、ヒアリング等も併用した、総合的かつ個別的な判断がなされる必要があり、かつ企業の個々事情を斟酌した対話の中で形成されるべきもの。こうした丁寧なプロセスを経ないでなされる公表基準による議決権行

使は、マーケットの価格形成を歪める。

→あるべき機関投資家による議決権行使の態様とは。

- ：行使基準の公表は避けるべき。(バイアスを招く)
- ：定款改正等で、形式的に反対する改正事項はあり得る。
- ：グレーゾーンの形式基準を立て、そのスクリーニングにかかった議案については、企業へのヒアリングを含めた精査を行う。
- ：基本的には、総合的判断による議決権行使はあり得るものとしつつも、企業との対話を重視し、議決権行使に至ることなく改善を促すべき。

\*株主総会の集中現象と議決権行使

- －6月末の株主総会集中日への集中率は若干の改善傾向
- －しかし、さらなる分散には、決算日程上、限界も。
- －集中開催の、機関投資家にとってのメリットとデメリット
  - デメリット：議決権行使に関する議案精査時間が制約される。(招集通知は2週間+アルファ前)
  - メリット：同一業種間の比較等の集中作業が可能。作業の効率性。

\*社会的責任投資について

- －20世紀末の英国：社会的責任投資論の流行
- －CSRとSRI
- －多様な社会的責任投資の態様
- －投資パフォーマンス向上策としてのSRIと社会運動としてのSRI。

以上