

## グループガバナンスの最重要課題

～支配的株主の少数株主保護義務を直ちに CG コードへ～

平成 31 年 3 月 5 日

株式会社経営共創基盤

代表取締役 CEO 富山和彦

我が国の成長戦略との関わりにおいて、現在、グループガバナンスにおける最重要かつ緊急の課題は、上場企業において、親会社に代表される「支配的株主」と被支配会社である上場企業（その典型が上場子会社）側の一般株主、特に少数株主との間に利益相反リスク（≒上場子会社の成長を妨げるリスク）があること、そしてそのことが株価のディスカウントにつながる問題である。

1. 上場企業の経済的使命及び支配的株主（典型的には親会社）とのあるべき関係

上場企業の経済的使命は自らの企業価値の最大化（≒収益の持続的向上）であって、親会社を含む一部の特定大株主固有の利益に貢献することではない。支配的株主が存在する上場企業のガバナンス上の構造的リスク要因は、例えば支配的株主が主導した被支配上場企業との業務連携行為や取引行為が支配的株主の利益にはなるが、必ずしも被支配会社の企業価値の向上につながらない可能性にある。例えばある日本の上場自動車メーカーが、同じく自動車メーカーである海外の支配的株主の本国に位置する生産性の低い工場での生産を強いられ、それが日本の自動車メーカーにとって経済合理性が無いような場合である。

上場株とは、どんな素人でも株式を購入でき、持ち株の多寡に関係なく株主共通の利益が守られることが大前提となる。その株主共通の利益の本質もやはり当該上場企業の企業価値の長期持続的な向上である。だから資本市場が成熟、洗練されている国々では、支配的株主は少数株主一般の利益を守る忠実義務を負うという法理、準則が確立されている。しかも「支配的」のスレッシュホールドは過半数よりもはるかに低いところに設定されている場合が少なくない。ところがわが国ではいまだこの法準則が明示的に確立されていないことにこの問題が度々浮上する根っこがある。

現在、あるスキャンダルを機会に親子上場問題、子会社上場問題がクローズアップされているわけだが、そこで上記のような利益相反リスクの最小化を形式

的な細かい規制や会社の意思決定手続き論だけで解決しようと、ビジネスの実務上は実行可能性の低い煩雑なプロトコルを関係する企業や株主に課すことになる。こうした過剰規制は、結局、関係する企業の企業価値の向上を妨げる懸念がある。

本来、支配的な株主が被支配企業を上場している正当な理由は、その方が当該被支配企業の長期持続的な企業価値向上に資することにあるはずで、それを通じて保有株の価値が長期的に向上し、連結ベースでの支配株主の企業価値も向上するからである。これ以外の不純な動機が無く、かかる動機づけに忠実に支配株主も被支配企業も行動しているならば、支配的株主が少数株主一般の利益の保護義務、Fiduciary Dutyを負うという法準則があつて何ら不都合はないし、逆に細々とした利益相反回避規制を作る必要もなくなる。逆にかかる法準則が我が国に無いから親子上場や子会社上場という形態そのものに目が行くわけだが、実はその形式自体が問題なのではなく、実際、ある種のインキュベーションモデルとして、上場子会社としてスピアウトし、そこから出藍の誉れで親会社、祖父会社よりもはるかに成功していた事例は我が国にもたくさんあるのだ。

## 2. 今や必要性がなくなった「本音」の子会社上場理由の消滅

その一方で、本音ベースで言えば、がちがちの終身年功型だった時代の日本の大企業グループにおいて、本体の社長レースで勝ち残れなかった優秀かつ長年の功労者の「上がりポスト」として上場している子会社トップで処遇する慣行が多くあり、それが当時は組織の動機付けやモラル維持のために必要だったこともおそらく事実だった。しかし、今や日本企業のかたち、日本的経営のあり方も激変する中、そのような慣行は激減しているし、経営上の合理性、必要性もなくなっている。グローバル革命とデジタルトランスフォーメーションの破壊的なイノベーションの波の中を日本企業が果敢に生き残り、成長していくためにはそのような慣行は百害あつて一利ない。

結局、現在のまともな企業や株主にとって上場企業の支配的株主であり続ける理由は、もっぱら当該上場企業自体の長期持続的な企業価値の向上への期待と貢献にしか見いだせないことになる。

### 3. 少数株主保護義務の CG コードへの盛り込みの決定的重要性

だとすれば、この問題の究極的な答えは、可及的早期に支配的株主の少数株主保護に関する法準則を確立することである。そしてその法準則をどう実現し、少数一般株主からの各種訴訟リスクをどう回避するか具体的な方法論は、原則として個別企業の自治に任せるべきである。言い換えれば、かかる法準則を確立することで個別企業を詳細な規制で拘束する必要はなくなり、経営上の自由度やダイナミズムを妨げる懸念は小さくなる。さらに言えば、かかる法準則と訴訟リスクがあるなかであえて子会社上場を維持するということは、支配的株主の側に子会社上場を維持することが当該企業の企業価値向上への自信と利益相反的な搾取行為を行う気が無いことのシグナルになるから、株価にもプラスに働く（逆に当該被支配企業の価値向上に貢献しない子会社上場はどんどん減少する）。そしてそれが現実化するならば、残っている上場子会社は最も重要なゴールである我が国の成長に大いに貢献することになるのだ。

もちろん法制化には時間がかかることは理解しているので、当面、ソフトローを先行させることは実践的には正しいし、その意味で現在進められている CGS 研究会におけるグループガバナンスに関するガイドラインの策定は今の方向性で進めるべきと考えるが、ソフトローの中でもより拘束力の高い CG コードにおいて、直ちに支配的株主に少数株主保護義務があることを一般準則的に明記することはこの問題を本質的に解決するうえで極めて重要である。逆に、一般準則の CG コードへの盛り込み、さらにはその先の法制化が無いかぎり、この問題は上述のように次第に非生産的な方向に向かうリスクをはらんでいる。したがって明確な年限を決めて直ちに法制化を始動し、かつ法制化と整合する方向で直ちにコーポレートガバナンスコードへの盛り込みを先行させるべきである。

### 4. 法準則整備の副次的メリット…「悪質な」アクティビスト跋扈の予防

米国やドイツと異なり支配的株主による少数株主保護義務に関する法準則が確立されていない我が国は、もっぱら自らの短期的利益だけを追求する（株主共通の長期的利益に必ずしも忠実ではない）タイプのアクティビストが跳梁跋扈しやすい環境を提供している。米国などの判例法理では「支配性」を実質的に解釈し、10%～15%の保有比率でも支配性を認定される場合がある。そうなると、経営陣に対して個別に大きな影響を与えかねない 30%を超えるような保有比率まで個別のアクティビストが保有比率を引き上げることは、自分自身が支配的株主とみなされ一般少数株主から訴訟を受けるリスクを負うこととなり、彼

らは株主共通の長期的利益とりわけ一般少数株主の利益に忠実に行動する厳しいプレッシャーにさらされることになる。すなわち「悪質な」アクティビストではいられなくなるのである。

コーポレートガバナンスの強化がもたらす最大の副作用リスクは「悪質な」アクティビストの跳梁跋扈であり、それを予防し、健全なエンゲージメントの発展を促す（良貨に悪化を駆逐させる）観点からも少数株主保護義務に関する法準則を整備することの意味は大きい。

#### 5. 一部の「法律専門家」たちの懸念は懸念にあらず

尚、最終的にハードロー（会社法）における法制化を目指す場合、一部の法律家の間にかかる法準則自体にエンフォーサビリティー（実質的拘束性や強制執行可能性）が低いから法制化に馴染まないなどという議論があるらしいが、実定法の多く、特に基本準則的なものにはその条文だけではエンフォーサビリティーがないものはいくらでもある（民法一条一項からして「私権は、公共の福祉に適合しなければならない」とあるが、この条文だけで民事紛争において具体的にそれをどうエンフォースするのか不明である）し、今般、法制化される社外取締役の設置義務も法的手続きによるストレートなエンフォースは難しい。大事なことはかかる規定が持つ経済上の効果であり、このような形式論的な法的小理屈に拘泥すべきでないことは付言しておく。

また、かかる法準則は少数株主による濫訴を招くという懸念も提示されているが、訴訟王国である米国においても濫訴状態が生じている状況は一般に認識されておらず、そもそも支配的株主の何らかの保護義務違反行為の存在とそこから損害が発生していることに関する極めて技術的、専門的で困難な立証責任を原告側が負う訴訟において、支配的株主が実質的に負担する訴訟負担リスクがそれほど大きくなるとは思えない。仮にどうしても濫訴リスクが心配なら、支配的株主を代表訴訟の被告適格から外しておけば、大規模な株主訴訟が簡単には起こせなくなり、濫訴リスクはもっと小さくなる。他方、一般準則としての法制化の意味は、より高次的なコーポレートガバナンスの規律付けであるから、訴訟リスクが小さくなっても法政策的な効果が大きく減殺されるとは思えない。

ましてやソフトローである CG コードへの一般準則の盛り込みについては、まったくもってこれらの懸念は関係ないことは当然である。