

会社法とコーポレート・ガバナンス

—アメリカの議論を参考にして—

川 村 正 幸

一 問題の所在と本論文の目的

(1) 近時、わが国の企業をめぐって頻発する不祥事に対して、企業の社会的責任が指摘され、企業の違法・不当な行動をチェックするシステムが必要と言われる。また、長引く不況の中、企業経営者の経営責任を問えるシステムの必要性も感じられる。他方に於いて、以前から企業経営の効率化のために株主利益が不当に無視されていると指摘されている。本論文は、わが国株式会社のコーポレート・ガバナンス(会社の統治)システムの進むべき方向について考察する。

(2) 会社法上、株式会社のコーポレート・ガバナ

システムは、主に、業務執行についての意思決定機関である取締役会、および、監査機関である監査役と、企業の最高の意思決定機関である株主総会の三つの機関から成り立っている。取締役会は、業務執行の意思決定と共に、代表取締役等の業務執行に関して監督するとされているが、現実には、代表取締役と業務担当取締役によって構成される常務会が業務執行の意思決定をし、単に取締役会の形式的承認を受ける事例が多いなど、取締役会による業務監査は十分に機能してはいない。監査役制度に関しては、監査役の取締役会に対する独立性が実質的に確保されているとは言えず、その実効性について疑問がある。平成五年の商法改正

は監査役の独立性の強化を図って、監査役の任期を伸長すると共に、大会社に監査役会制度と社外監査役制度を導入した。しかし、監査役制度は会社業務についてはその違法性・不当性をチェックできる位がせいぜいで、企業経営を望ましい方向に持って行ったり、企業経営に株主の意思を反映させることは殆ど期待できない。

更に、株主総会は、経営のコントロール機関として全く機能してはいないと言われる。株主総会へ出席する株主はわずかであり、株主による発言、質問も極端に少なく、株主提案権が行使されるのは極めて例外的であり、法人株主によって提出された白紙委任状により、予定された議題が原案通りに承認されて、総会は通常三〇分以内で終了する。会社法上は、株主は会社の所有者とされ、株主総会は、取締役・監査役の選任・解任、計算書類の承認、利益処分などの重要な意思決定の権限を持ち、法と定款に定められた事項に關してだけとはいえ、企業の最高意思決定機関である。しかし、現実には株主、株主総会は軽視され、株主も

会社の経営に關心を持たず、いわば企業の中で株主不在の状況が出来上がっている。このような状況の根底には、法人による株式の持合い、相互保有の現象がある。これには単に企業グループのような横の結合関係に基づく株式の相互保有だけでなく、大企業とその子会社・関連会社との間の縦の系列関係に基づいた株式保有も含まれる。法人による株式保有率は約七〇％であるが、そのうち信託銀行・生命保険会社を含めた金融機関による株式保有は約四五％である。このなかで、投資信託・年金信託等の割合は小さく、生命保険会社所有の株式もほとんどが安定株主としての長期保有のものである。結局、法人による株式保有の多くは、持合い、相互保有の意味を持ち、安定株主として相互的に保有し合っているとよく、経営者はお互いにもたれあい、お互いに内政不干渉の立場をとり、強度の経営者支配が確立されている。これにさらに最近まで直接金融よりも銀行融資による間接金融が中心であったこと、および、経営者が従業員重視の経営姿勢を取ってきたことが加わって、株主軽視の傾向が続いて

きた。強度の経営者支配は、一般株主を株主総会から遠ざけ、株主総会制度自体を形骸化させている。株主軽視はたとえば低い配当性向として現れ、そのため税制上の有利さもあって、個人投資家をキャピタル・ゲイン目的の投資に向かわせている。

(3) コーポレート・ガバナンスのシステムは、資本主義的存在として収益性を追及する企業のコントロールと経営のチェックの面から、および、社会的存在としての企業がその関係者、社会全体に対して必然的に負うべき社会的責任の面から考察される必要があるが、この二つの問題は切り離して考えられるべきではない。

企業の社会的責任と言われる場合、その意味は多様である。第一に、企業が社会的存在であることを忘れて過度に収益を追及して引き起こす企業不祥事の排除との係わりで言われるが、ここでは企業の違法・不当な行動のチェックシステムが問題になる。第二に、株主、従業員、債権者、取引企業、消費者、企業所在地近隣の住民など企業の利害関係者を総称してステークホルダーと呼ぶことがあるが、株主以外のステークホ

ルダーの利益に配慮すべきという意味で言われることがある。わが国では、従業員、関係企業などの利益が株主の利益に優先すると考えられる傾向が強く、しばしば株主の利益が無視されていると指摘される。ここでは、企業は誰のものかという会社法の基本原理が問題になる。第三に、企業の社会的貢献(フィランソピー)という面からも言われる。経営者がこのような行為をなすことが適当か否かの評価は、企業も健全な市民であるべきという面からなされるべきだろう。本論文での考察は、主に第一、第二の社会的責任の問題にかかわる。

(4) アメリカでは、伝統的に企業の支配・統治は会社法上の重要な問題であったが、現在コーポレート・ガバナンス論が再び新たな展開を示しつつある。本論文は、このアメリカ会社法上の議論を参考にして考察を進める。日本とアメリカとは同じ極めて発展した資本主義の国であって、両国の会社法システムは外形上は基本的に同一性を持つとも言える。しかし、最近アメリカの個人主義的資本主義と日本の共同体的資本

主義とを対比して、いずれが本源的な資本主義形態とは決せられないとする立場が提起されており、⁽¹⁾外形的同一性の基礎に存する本質的相違を見据えた比較を行う必要がある。

二 アメリカ会社法上のコーポレート・ガバナンス

(1) バリーとミーンズの共著『近代株式会社と私有財産』(一九三二年)は、資本投資の拡大と共に、現代の大企業に於いては株式保有が広範に分散して、その結果、企業を所有しない経営者の企業支配が生じ、企業の支配は企業(株式)所有から切り離されていると指摘したが、この認識はアメリカのコーポレート・ガバナンスの議論の出発点をなしている。ここに於いては、株式の分散の結果、株主が企業の経営に参加するコストをいかにして削減するのかという問題と、経営者の権限濫用に対するモニタリング・コントロールシステムの必要性の問題が出てくる。アメリカでは近年は年金基金・投資信託といった機関投資家が株主

化してきているが、最近に至るまで企業の所有者である株主自身によるモニタリングは実現しては来なかった。⁽²⁾これらの大株主は企業経営に文句があれば黙って株式市場で持ち株を売却するというウォール・ストリート・ルールに従っているだけであった。アメリカの企業の構造は日本とは少し異なり、企業の日常的な経営活動は執行役員に委ねられ、この経営者の経営活動をモニタリングする役割は取締役会が担っている。

しかし、実質的に経営者に従属する企業内部出身または関係企業出身の取締役がこのような役割を十分に果たすことは期待できない。そこで、ロッキード事件などを契機に、一九七〇年代以降、コーポレート・ガバナンスシステムとして、経営者に対して独立性を有する社外取締役の制度が、株主の立場からの経営のモニタリングの役割を果たすべく期待された。けれども、この社外取締役にも抜き差しがたい経営者への従属性が認められる。即ち、社外取締役の選任・報酬決定に企業のCEO (Chief Executive Officer、最高業務執行役員) が大きく係わり、社外取締役はその職務にた

ずさわる時間が限られ、当該事業には必ずしも通じてはおらず、判断情報に不足し、しかも情報は取締役会会長を兼ねることの多いCEOの提出するものに限定されているなどのためである。今日社外取締役は取締役会の中で大きな役割を担っている。そして、時としてCEOの解任の形を取る経営のチェックなどにより実際に大きな役割を果たして、良く機能していると評価できる取締役会の存在も認められるが、しかし、大方の取締役会には問題があると言われており、そのコーポレート・ガバナンスシステムの上での意義は限定されたものと言わざるを得ない。そこで、一九八〇年代に入ってから、企業買収・合併、敵対的企業買収を手段とした市場の力によるモニタリング、コントロールの有効性が強調されるようになってきた。

わが国に於いては、いささか状況は異なる。前述のように日本の会社法上では取締役会自体が経営をモニタリングするとされているが、それは殆ど機能してはいない。しかし、メインバンク、株式の持合い、企業グループなどを通じた経営のモニタリング、コントロール

がある程度働いてきたことが認められる。もっとも、このような株主である銀行、企業にとっては、当該企業の危機の場合でもない限りは、その経営に積極的に口を差し挟む必要はないと言ってよいだろう。また、このようなモニタリングが存在する結果、日本の大企業の経営者はアメリカの経営者ほど強力な地位にはないと言うべきだろう。これらの点ではアメリカに於けると同様のコーポレート・ガバナンスの問題状況は欠けていると見ることもできよう。しかし、企業とこのような関係に立たない一般株主というレベルで見れば、持合いにより株主の所有者意識が希薄化されており、モニタリング、コントロールの問題は共通な問題として存在する。日本に於けるコーポレート・ガバナンスの中核的問題は株式の持合いに還元される。

(2) アメリカに於いては、企業の出資者である株主の利益の極大化こそが企業の目標であると解され、株主はあたかも自己の利益追及のために企業を組織するのと同様な関係にあり、企業経営を委ねられた経営者・取締役と会社・株主との関係はいわば信託の関係

にある。株主に対して直接的に受託者として結びついている取締役は、株主に対して信任義務を負い、株主の代理人として経営者をモニタリングすべき地位にある。これに対して、日本に於いては、実質的に見て取締役は会社のみと結びついているという認識を持ち、企業は株主の利益を第一に考えて行動してはいない。会社法の上では日本でもアメリカと変わらず、株主は会社の所有者として位置づけられているが、従業員の利益、顧客の利益の後で株主の利益が顧慮されるとさえ言われる。

(3) 企業経営の内部的モニタリングは本来は最終的には会社の所有者である株主、とりわけ大株主が行うべきものとしても、モニタリングを行うインセンティブを持った大株主の不在の故に、社外取締役制度が導入されたが、取締役会によるモニタリングの限界は、一九八〇年代に至り、市場（会社支配権市場・資本市場）によるコントロールという考え方を生み出すに至った。代替策として、このような外部的装置が完成されることにより、株主はウォール・ストリート・ルー

ルに依っていけば良いことになる。アメリカに於いては、この時代、巨大企業も買収・合併（M&A）の、特に敵対的買収の標的となり、それはアメリカ経済にも大きな影響を及ぼしたが、M&Aの波は八〇年代の終わりには全く終息してしまつた。この時代に於けるM&Aは六〇年代から七〇年代初期にかけて展開された多様な企業分野の買収・合併により行われる企業のコンゴロマリッド化がもたらした経営上の非効率性を、買収者が非買収企業を部門別にバラバラに解体して是正するリストラクチャリングのために必要なものであったと評価する見解もあるが、⁽³⁾ 実際には企業がマネーゲームの対象とされたという側面は否定できない。このM&Aの時代に、そのような動きを高く評価して、理論的に強力にバックアップしたのが、会社法上の「法と経済学」(Law and Economics)の立場である。

(4) 法と経済学は現代アメリカの法律学に於いて広範に展開されている。その根底にある経済学として、一応新古典派経済学が認められるが、経済学的立場も反映して多様な展開を見せているようである。会社法

の対象である企業関係には極めて経済的要素が強いことから、法と経済学はとりわけこの領域で大きな成果を上げてきた。この理論を主に会社法領域を念頭に置いて見てみよう。⁽⁴⁾

法と経済学は、具体的法律関係から基本となる関係を仮設的に抽出して、その経済学的分析により、経済的關係、経済的な関連性を明らかにして、経済的・経済学的にみて効率的な関係のあり方(経済合理性を持った関係のあり方)を示し、それを実現するために、望ましいルールのあり方、ベストな法規制の選択を行う。それには単に現行法規制の分析を行う立場(実証的「法と経済学」)だけにとどまらず、あるべき法規制を解明しようという立場(規範的「法と経済学」とがある。そして、法律学の役割は経済的効率性の実現にあるとされ、その指導的な評価基準は経済学的効率性に求められている。

その理論的特色は、第一に、企業の目指すべきものは、株主の所有する株式の価値(市場価値、market value)を極大化することにあるとする点である。株

主の経済的利益は企業から受け取る配当金の額とその保有する株式の市場価値からのリターンとで成り立つが、企業の経営者には株価上昇の実現が要求される。

第二に、企業を契約の中核(nexus of contract)としてとらえる点である。そして、それに代理費用(agency cost)、取引費用(transaction cost)の最小化の理論、および、市場理論が結びつけられた。法と経済学の大きな基盤は経済的自由を標榜する新古典派経済学にあるが、それは個人主義、個人の自己責任を前提とし、契約自由の確保こそが自由な競争とそれによる経済的發展をもたらすのであり、競争の確保即ち市場メカニズムの確保こそが最適の結果を生み出すとして、当事者間の自由な交渉・取引が不可欠であるとす。これはアメリカ社会の基本的な価値観とよく合致する考え方であろう。この点に関しては、法と経済学の中で対立がある。一方は、経済とその必要に基づく自由な契約が会社法を規定して、法はそれを阻害してはならないとする立場であり(Contractualist)、他方は、経済的ファクター以外の要素をも考慮にいれて、

経済的最善を実現する道を見いだしていこうとする立場 (Anticontractualist) であり、会社法の中に強行法的要素を見ようとする。しかし、いずれの立場に依ろうとも、経済学的分析があるべき規制を規定して、法独自の視点というものはそれを阻害する恐れのある要素とされることにかわりはなく、後者は契約で規定しきれない領域、非効率的な領域の存在を認めて、単に法の現実的存在意義を認めるに過ぎず、経済学的分析第一主義に変わりはない。

この法と経済学の立場からは、市場による企業経営のモニタリング、コントロールは次のように説明される。即ち、企業の業績は株式市場での株価に的確に反映し、その企業経営の善し悪しは株価に依って評価され、企業経営の劣悪なため株価が下れば、その企業は企業買収の対象となってしまう、この企業の経営者は、買収の結果、解雇されるといふ危険がある。そこで、経営者は企業の収益を上げ株主へのリターンを大きくするように努めることになり、また、不適当な経営者が事前に交代させられることになる。この

企業買収市場による企業経営のモニタリング・コントロールシステムの成立の結果、株主はもはや企業経営をモニタリングする必要はなくなる。このシステムは株主の利益拡大を最重要な目標としているが、しかし、企業との契約という根拠と相まって、効率的経営が実現されている限りで、結果として会社経営者に過大な報酬と裁量権とを与えることになる。反面、敵対的 M & A によるコントロールというシステムは、企業社会を生産活動の場というよりもマネーゲームの場と化してしまった。

(5) 右のようなシステムの中でキーポイントの役割を果たしているのは効率市場仮説 (Efficient Capital Markets Hypothesis) である。それは、証券市場が十分に発達しており効率的であるならば、⁽⁶⁾ 株価はすべての新たな公表情報を迅速に反映するとする。右の市場によるコントロールシステムの理論との係わりでは、もし、株価がランダムであり、市場に効率性がなければ、経営者の株主の利益を極大化すべき義務はなくならず、市場に対する企業のディスクロージャーの義務も

消滅してしまうという関係にあるとさえ言われる⁽⁷⁾。しかし、この効率市場仮説に対しては、近時、とりわけブラックマンデー以後、株価変動のランダム性が強く指摘されており、その限界性が認められる。確かに、これは投資理論の出発点をなしており、長期的にみればまぎれもなく企業の業績と株価との間には一定の緊密な関係が認められる。しかし、投資決定の基準としては必ずしも当てはまらず、右の市場によるコントロールの理論の限界は認識される必要があるであろう。

(6) 法と経済学⁽⁹⁾に関してはアメリカに於いても異論が示されており、その基礎をなしている経済学的方法論の面から批判的検討を加えることも考えられるが、此処ではわが国の伝統的な法学的見地から、なぜこれによる⁽¹⁰⁾ことが出来ないのかを示してみよう。

第一に、法と経済学は、問題となっている当該の法律関係から抽象化、単純化により非実在的な仮設を引き出して、それを元に経済学的分析を行う。確かにこのような方法は経済学のみならず法律学も含めてすべての科学に於いて程度の差こそあれ取られているのだら

う。しかし、法律学の任務がすべての多様な現実の問題に対して解答を与えようとする点からみると方法論的に疑問である。この点からみれば、不可避的に法と経済学は法解釈学による補完を必要としよう。第二に、それは、非実在的な仮設の主体が経済的合理性に従って行動すること、その結果、市場は合理的なものであることを前提として議論する。現実の人間の行動は経済的合理性と背反しうるし、法的に問題とすべきは現実の人間の行動であって、法は例外的な行動を取る人間に対しても適切な解決を示す必要がある。第三に、法と経済学が判断基準とする経済的効率性は必ずしも法の判断基準である正義と公平の実現とは一致しない。そこで実現されているのは利益の分配面からみた公平にすぎないだろう。法律学は具体的な当事者間の関係に於いても、社会的関係に於いても正義と公平にかなった解答を提示して行かなければならないが、これまで示されてきた法と経済学のままな結論にはこの点で今日我々からみて疑問なものも多いことは否定できない。第四に、法と経済学は、経済

的自由を標榜する新古典派経済学に大きく依拠して、契約自由の確保こそが自由な競争につながり、経済的発展をもたらすとし、競争の確保が最適の結果を生み出すとする一方で、完全な情報、投資家の情報への完全なアクセス、完全な競争を前提とした議論をなすが、不十分・不完全な現状を前提として議論する法律学からみれば非現実的な議論と評価する外はない。第五に、それによれば、企業の経営者は企業利益の極大化、株主利益の極大化を目指して行動すべきものとされており、そこにおいては社会的利益・社会的公平の実現という視点は直接的には欠落しているが、会社自体がまさに社会的存在であることに照らせば、会社の法律関係をより広い社会的視点において見ていく必要がある、会社法学には広い範囲の利害関係者の利益調節を図るべき課題があるのではないだろうか。

(7) 方法論として法と経済学を受け入れることが出来ないとしても、収益性を追及すべき存在である企業は、極めて経済的な存在であるから、企業に係わる諸問題の多様な利害関係者の利益の衡平にかなった解決

にとつて、現代資本主義の中に於ける企業上の法的利害関係の経済学的分析が、有益な方向性を示しうることは認められて良い。企業に係って生じるさまざまな法的関係の経済的意義、経済的本質を理解することなくして、また、法的判断の基礎をなしている諸現象の経済的実体関係の明白な認識を欠いては、会社法上の諸問題にかかわる利害関係者の利益を衡平にかなって整合的に調整することは出来ないだろう。しかし、このような経済学的分析に従った結果はアプリアリに法的意義を有しているとは言えず、このような分析が法的意義を有する場合があるというのは方法論上の仮説に過ぎないから、このような経済学的分析の結果に従って解答を出した場合に、その方法に依らない場合に比して、法律学的にみて当該の関係にとつてより妥当と考えられる解決に導くときに、このような方法の当該ケースに於ける有用性が確認されることになる。

法と経済学があるべき解決を示す方向性を有することから、法政策上の有用性を考えることもできる。しかし、この面に於ける有用性の認識に当たっては次の

点に注意を払う必要がある。即ち、法律学は現行の法規と社会の現状を前提とした上で、当該の問題の社会的にみて正義・公平にかなった解決を提示していく役割を担っているから、現状の分析に基づいた現行法規制の不十分な点に対する批判・改革の方向性の提示は法律学の役割の一部をなすと言える。また、現在の社会が現行法規制の持つ目的・理念を阻害し、それと衝突するときには法律学には現状の改革を主張することが許されよう。けれども、右と係わりなしに社会の現状を改革して現在とは異なる方向に導くべきであるという提言をなすのは、既にして法律学の枠組を超えていよう。

(8) アメリカのコーポレート・ガバナンスに関する議論は八〇年代末に至って大きな転機を迎える。M&A、とりわけ敵対的企業買収が激減してくる。コーポレート・ガバナンス機構としての企業買収市場はもはやアナクロであるとさえ言われる。⁽¹¹⁾ 敵対的企業買収行為とそのための過大な債務による資金調達方法に対する広範な大衆の間に生まれた反感、さらには、敵対的

買収によるマネーゲームこそがアメリカ企業の国際的競争力を弱めてしまったという反感は、バラマウント社の公開買付けに対するタイム社取締役会による企業防衛的対応を容認する Time Warner 判決(一九八九年)⁽¹²⁾、および、会社側の同意なき買収を事実上不可能にする州法の成立を生みだした。このような立法は敵対的買収に対するターゲット企業(経営者)の保護をねらいとするが、その代表的なベンシルバニア事業会社法五一一条の改正法(一九九〇年)(ステークホルダー条項)は、取締役会に株主以外のステークホルダーの利益、会社の長期的利益を考慮し、および、会社のコントロールを得ようとする者の意図を考慮する裁量権を与える。これにより取締役にとって株主利益の極大化はもはやその中心的義務ではなくなっている。⁽¹³⁾ 同種の規定は八〇年代の最後の数年の間に二八州で成立するに至った。今日のアメリカに於いては、レーガノミックスの時代に於ける敵対的企業買収と株主の目先の株価上昇による短期的利益の追及、その極大化の追及とがもたらした企業の過大な債務負担、経営効率化

のための工場閉鎖と従業員の大量解雇などに対して否定的な評価がなされている。今日に於いては、しばしば、企業経営者は株主の利益だけでなくそれ以外のステークホルダーの利益をも重視すべきであり、両者の利益のバランスを取っていく必要があると言われる。

M & Aの時代に於いて、巨大企業の敵対的買収すらも可能にした要素は、買収資金調達手段としてのジャンク・ボンド（格付けの極度に低い社債）の存在とジャンク・ボンド市場の飛躍的拡大である。しかし、このジャンク・ボンド市場は今日崩壊してしまった。ところで、このハイリスク・ハイリターンを特色とするジャンク・ボンドの主要な買い手は年金基金・投資信託といった機関投資家であった。機関投資家は、この時代、強く短期的利益追及を強いられていた。そのため、機関投資家はさらに企業買収の資金の貸し手となり、また、ウォール・ストリート・ルールそのままに買収者の株式買付けの申し出に対して価格が有利でありさえすれば直ちに応じていた。このようにこの時代を特色づけるのは機関投資家の行動であった。

しかし、今日の機関投資家は、ジャンク・ボンド市場の崩壊により大きな損失を蒙り、他方、短期的利益追及の圧力も減り、また、その投資成績の不良からSECの500のようなインデックス運用が拡大し長期保有の傾向が強まっている。このインデックス中に組み込まれた株式に付いては簡単にウォール・ストリート・ルールに依るわけにいかず、また、大きな保有株式を株価の下落で売却するときは多額の手数料を負担する上、市場価格を破壊しがちであり、それはまた一層株価の下落を招くということもあって、一層長期保有の傾向が強まっている。このようなインデックス運用および機関投資家のウォール・ストリート・ルールを放棄した長期保有化は、市場によるモニタリングのシステムを明らかに損なうものであり、市場に対して何等のシグナルを送るものではない。M & A市場の崩壊は会社法領域に於ける法と経済学の最も華やかな成果を消滅させ、市場によるモニタリングという極めてエレガントな方策をもはや妥当しないものにしてしまった。

(9) 近時、アメリカに於いては、企業年金基金、公

的年金基金、投資信託といった機関投資家の大企業に於ける株式保有率が大きく上昇し、一九九〇年現在、株式市場全体では五三%、上位一〇〇社の六〇%を占めるに至っている。個々の機関投資家でみればせいぜい一%から数%なのだが、機関投資家の数が多いため、とりわけ、アモコでは八六%、ゼネラル・モーターズでは八二%を占めている⁽¹⁴⁾。機関投資家の内、とりわけ公的年金基金(Public Pension Fund)、投資信託(Mutual Fund)がこの一〇年ほどの間に大きく増大している。前者の代表的なものに、カリフォルニア州公務員退職年金基金(CalPERS)や全米教職員退職年金基金(TIAA/CREF)などがあげられる。これら機関投資家の株式長期保有化は今日のアメリカに於けるコーポレート・ガバナンスの議論に大きな変化をもたらした。

今日、長期保有者である機関投資家はよりアクティブに会社に対して経営の改善を求めていくべきであり、それこそが基金のマネージャーが投資家に対して負う義務にかなう結果を生むのだとする考え方が強くなっ

ている。このような論者はかつて社外取締役、ついで市場に求めた企業のモニタリングの役割を、今度は機関投資家に割り振ろうというのである。機関投資家にモニタリングのインセンティブが有るのかについては、インデックス運用による過度なポートフォリオの分散化の中でコスト的にモニタリングは引き合わないのではないかなどの点から懐疑的な見方もあるが⁽¹⁵⁾、機関投資家が取締役会に社外取締役に、さらには社外取締役制度の抱える欠陥を考慮してプロフェッショナルな社外取締役を送り込んで積極的にモニタリングを行うべきとする見解が強く主張されている⁽¹⁶⁾。その際に、日本やドイツに於ける銀行、系列企業のモニタリング機能が高く評価されていることは(後述)、我々からみるとまことに皮肉な感がある。しかし、機関投資家による社外取締役の送り込みは、利益相反やインサイダー取引を引き起こす危険を生むし、投資家に対する受託者としての義務と会社に対する忠実義務とが衝突する危険がある。

インセンティブの問題はともかく、現実的に公的年金

基金を中心とした機関投資家は企業の経営に対して積極的な関与をしており、一九九三年に話題を呼んだGMやIBMのCEOの解任に対しても大きな影響力を振るったと言われる。共同行動をとれば大株主である機関投資家には、直接的な支配権争奪よりも、経営のトップと直接話し合いを持って経営を改善・変更させる方が好ましいと考えられているようである。注意すべきはこれら株主である機関投資家のマネージャー連は、投資者の資金を運用する受託者としてより大きなリターンを生み出すことを第一目標とするのだから、根本的に、経営者の良きパートナーとなる可能性がある者というよりも、あくまでも株主利益の極大化を求める存在であるということである。

三 日本会社法上のコーポレート・ガバナンスの課題

(1) 日本に於いては、モニタリングの中核をなすべき株主の存在感が希薄であり、株式の持合い構造の中で十分なモニタリングが欠落していると思われる。他

方、日本にはアメリカ型の機関投資家が欠けている。日本では年金は生命保険会社が運用するが、生命保険会社の株式保有は企業年金の受託のためといったいわば政策投資と呼ばれるものであり、企業側からみれば安定株主としての意味を持つ。さらに、日本では投資信託は未発達である。

日本では、メインバンク、系列企業を中心とした株式の持合いの中で、その他の株主は会社の所有・経営を目的とするのではなく、利益の配分を求める存在、とくにキャピタル・ゲインのみを求める存在として位置づけられている。そして、経営者同士のもたれ合いの中で経営のモニタリングという観念は殆ど意識されなくなっている。また、この持合いの存在はM&A、とくに敵対的企業買収を極めて困難にしており、市場によるモニタリングという考え方の入り込む余地はない。したがって、日本に於けるコーポレート・ガバナンスの議論の出発点としてまず株式の持合い（相互保有）を如何に評価すべきかの問題を検討する必要がある。即ち、株式の持合いは排除されるべきなのだろう

か。また、持合いによって裏打ちされ維持されている企業系列はどのように評価されるべきなのだろうか。

この点については、最近、日本の相互依存的体制は日本社会固有のものであって、その否定は日本文化の否定につながるという指摘と、⁽¹⁷⁾持合いによって裏打ちされた系列は生産効率性の面で有益であり、この中でメインバンク、グループ企業により一定のモニタリングが行われているという指摘がアメリカに於いてなされていることが注目される。後者の見解は、メインバンクを中核とした系列企業・企業グループ間での株式の持合いは、企業間の継続的関係の円滑な確保維持と生産効率性の極大化の機能を果たしているとする。そして、その中でメインバンクは企業の危機的状況に於けるモニタリング、コントロールを、系列内の関連企業はリアルタイムな生産効率面でのモニタリングを行っており、そして、外部競争市場によるモニタリングが生産効率性をより強化しているとする。この見解は日本における隠れたモニタリングシステムの意義を指摘する点で傾聴すべきものがあるが、しかし、系列・

持合いは生産効率性向上のためのものであって、本来的にモニタリングのためにあるのではなく、ここで行われているモニタリングは株主としてのものではない。持合い株主は基本的に株式価値の極大化を望むわけではなく、かえって企業の長期的利益のために過度に短期的利益を軽視するといった、一般株主とは異なる利益を追及する危険性があり、株主利益と矛盾する恐れがある。持合いとかわりのない一般株主の利益の面からのモニタリング、コントロールの必要性があるだろう。

確かに、今日の企業活動のグローバル化に照らせば、日本的な系列、そして株式の持合いといった相互依存的システムは解消されていくべきなのかもしれない。しかし、アメリカに於ける経験に照らせば、企業の持合い構造を解体して、敵対的なM&Aを活発化させる必要性は現在認めがたいし、このような形での企業のリストラクチャリングが社会的共感を得ると思われない。現時の不況下で持合いは崩れる方向にあるとも言われるが、持合い・系列は日本経済の根幹にかかわ

り、その解消は容易ではないだろうし、その変革は経済の自立的变化に委ねるべきであって、法が強制的に誘導すべきものではないだろう。会社法学は一国の経済活動の方向性を先導するべきではなく、日本社会の特質に適合する部分を守り、他方でその弊害を除去していく、健全な資本主義社会を作り上げて行くことをその任務とすべきであろう。わが国のコーポレート・ガバナンスシステムを考えると、現在に於いては、持合い構造の存在を前提として認めることが必要である。

(2) コーポレート・ガバナンスの議論に於いては、会社は誰のための物か、会社の所有者は誰か、株主の利益実現が唯一の目的なのか、という基本的問題がある。

日本社会においては、株主以外の者（従業員・取引先）の利益、貸主である銀行の利益が重視され、持合い株主以外の株主の利益はしばしば無視されている。企業と株主利益とを同視するアメリカに於いても、近時は、従業員、銀行等の債権者、社債権者といったス

テークホルダーの利益重視が言われるが、これらの者は企業の長期的展望を重視し、利益を株主への配当という形で会社外に流出させることを望まないなど、往々にして株主とは利益が矛盾する。アメリカに於いては、このステークホルダーの利益重視は結果に於いて経営者が株主の拘束から逃れる口実とされてきたきらいがある。この株主とステークホルダーの利益の調和は言うは易いが、実際には困難を伴う。更に、ステークホルダーの代表、例えば従業員の代表を取締役に受け入れることを考えてみても、従業員の利益は社会や株主、他のステークホルダーの利益と合致しない場面が考えられ、適切なモニタリングがなされ得るかは疑問であり、むしろいたずらに企業経営の効率性を損なう恐れがある。株主は企業に対して短期的利益を要求する傾向が強いと言われるが、企業の短期的利益と長期的利益とは本来相当程度つながりがあるはずなのに、アメリカのM&Aの隆盛の中では株主はひたすら株価の上昇に目を向けるべき存在として規定づけられてしまった。企業の収益の極大化は企業のゴールで

はあるが、その経営方針である必要はないと考えるべきだろう。⁽¹⁹⁾

ところで、少なくとも会社経営の中で株主以外のステークホルダーの利益を株主の利益と共に考慮するという立場を取るべきとしても、その中で株主はどのように位置づけられるべきなのか。私は以下のような理由から、株主の利益を関係者の利害調節の中心に置くべきと考える。即ち、第一に、株主は社債権者とは異なり、企業の利益から配分を受ける存在であるから、株主を債権者と同視することには限界がある。株主は企業経営を自ら行うのではなくても、企業経営に関心を持つ権利を有している。このことは投資者がキャピタル・ゲインのみを目指しているとしても否定できない事柄である。第二に、株主は企業の分割された所有権の一部を保有する。この所有権は過半数を超えれば企業の所有権の移転を生じうるのであり、株主には企業の運命との一体性が認められる。とりわけその持ち分としての価値(株価)に利害を有しており、この意味で企業経営への関心は否定できない。株価の上昇へ

の関心と企業経営への関心とは無関係なものではない。確かに、少数の持分権者は所有者としての関心は低いだろうが、キャピタル・ゲインにのみ関心があるといっても、それは企業経営への無関心にはつながらない。第三に、ステークホルダーも株主と同様に企業の運命と一体性をもち、しかもしばしば一時的な株主よりも永続的な関係を持っているが、しかし、法的には主に企業のガバナンス機構以外の面でその利益の実現が図られるべきであって、企業内の利害調整の面では、株主の利益が中心的存在として認められるべきである。

株主の利益を中心として考えるとき、持合い構造の中で多数派である法人株主が経営者と共に、当面の株価上昇にこだわらずに、企業が社会の中で名声を保持して確固たる地位を確保していくことや、企業の継続的存続、安定的な持続的発展を目指すことは、たとえ一般株主の利益と相反するのであっても許されるであろう。他方に於いて、企業は社会的存在として、その利潤追及・株主の利益追及と言っても、そこにはおのずと制約が生まれてきて、企業の社会・公共に対する

責任は当然に認められるべきである。従業員をその中に受け入れる以上その利益に配慮すべきは当然であるし、工場・営業所所在地の近隣の環境に対して配慮すべきことも当然である。社債権者等の債権者に対して社会的にみて相応な配慮をなすべきことも当然である。更に、株主には反社会的な行為によって利益を上げるとは許されず、健全な市民性を有するはずの株主は不当な利益を得るつもりは全くないものと解される。したがって、反社会的な企業行動は必然的に企業の価値を下げ、株主の利益に反すると解すべきである。このように企業の社会的役割・責任はその経営活動の中において株主の利益と調整されながら果たされていくと言ふべきだろう。

(3) 我々は企業の経営活動に関してどのような面をモニタリングする必要があるのだろうか。それは①経営の適法性(違法性)のモニタリング、②妥当性のモニタリングと③適切性のモニタリングの三つに分けて考えることが出来る。

①の経営の違法性、即ち、経営者の職務執行行為が

法令定款に違反しないかのモニタリングは、わが国の重要問題であるが、問題とされるべきは、単に企業の不祥事を排除するための方策ではなく、これをも含めた経営者の行動全般のモニタリング、コントロールの方策である。従って、②の経営者の職務執行行為が妥当なものか、および、これらに加えて更に③の会社によって選択された経営行動が適切なものか、即ち、経営者の経営の評価とそれを是正する方策も確保される必要がある。③のモニタリングは企業のコントロールに係わるものと言ってよい。違法性・妥当性の監査は直接的には取締役・監査役といった内部機関による監査に制度上委ねられているが、今日その実効性および効率化が問われている。適切性、例えば、経営計画、利益処分の方針、配当額の決定といった経営方針の適切性のモニタリングは、取締役の外、株主も含めたステークホルダーによるモニタリングおよび外部的モニタリングシステムに委ねられる。

日本に於いては、日本固有の企業社会構造の中で、株式会社法制度として整備されたモニタリング・コン

トロール機構に加えて、メインバンクが担う監視的機能、グループ企業が担う監視的機能、企業のディスクロージャーと結びついた証券市場が担う監視的機能、さらにはマスコミのモニタリングと結びついた社会的評価が果たす監視的機能によってモニタリングが行われていると言えるだろう。しかし、これらのモニタリングは、それぞれの持つ固有の目的故に株主利益を中心とした企業の利害関係者の利益の衡平になかったコントロールに代わりうるものではなく、むしろそのモニタリング手段、コントロール手段としての不十分さが問題である。

四 コーポレート・ガバナンスの方向

(1) コーポレート・ガバナンスシステムによって企業経営者をコントロールし、その行動をモニタリングしようと考えるとき、経営者の違法・不当な行動や株主の利益無視の行動をチェックし、また、企業経営に關して株主の意見を反映させるといった点がシステム上で問題にされる必要がある。既に見たように日本で

は、これをアメリカに於けるように外部的装置に委ねたり、機関投資家に委ねることは期待出来ず、さりとて持合いをしている法人株主、メインバンクのモニタリングは不十分であると共に株主利益と合致するものではない。以下でわが国のコーポレート・ガバナンスシステムの主に会社法領域での充実化の方向付けを簡単に示しておく。

(2) コーポレート・ガバナンスシステムの中で、取締役会・監査役(監査役会)に求められるものは大きい。社外取締役制度の導入も考えられてよく、複数の社外取締役が取締役会の中で特別な委員会を構成することもよいだろう。しかし、経営者と利益を共通にする者を社外取締役として迎えるのはかえって不適切であり、十分な能力と時間を有し株主の立場から監督のできる適格者を得られるかには疑問がある。他方、改正法により導入された社外監査役制度・監査役会制度は有益ではあるが、適法性監査を中心とする監査役制度は経営の妥当性・適切性の監査には基本的に無力であることに限界が有る。社外取締役・社外監査役制度

を実効あるものにするためには、いずれもその独自のスタッフの充実が不可欠である。また、これらの者による監査のサポートのために一般に対する企業の一層のディスクロージャーの拡充が求められる。

(3) 取締役会の実質的な形骸化、監査役（監査役会・社外監査役も含めて）の無機能性を前にして、日本のコーポレート・ガバナンスシステムにおいては、株主に中心的役割を担わせ、一層の株主権・少数株主権の拡充を求める道が選ばれる必要がある。確かに、いかに十分にディスクロージャーがなされても、株主が現代の高度に専門化した企業経営をモニタリングするのは困難である上に、株主にそのインセンティブがあるかも疑わしい。しかし、私的企業体である株式会社の中では、企業の所有と経営のコントロールとの結合関係は中核とされるべき理念であって、経営の妥当性・適切性に関して、株主総会に経営者の任免権を与え、経営のコントロールの中心としている現行制度の立場が依然として維持されるべきである。

この場合に、企業が社会的存在であって、健全な社

会的市民であるべきことが意識されなければならない。そのことは企業の中でも実現されなければならないと考えれば、企業の中で健全な市民としての株主に民主的に意見を述べる手段が確保され、企業の民主的運営が確保されるシステムが構築される必要がある。実際にそれがどこまで利用されるかに係わりなくそのような制度の整備が重要である。確かに企業の収益性の追及という目的からみれば、経営の効率化、経営上の裁量権確保はそれ自体極めて重要であるが、それは右制度の整備と矛盾するものではなくそれを排除する理由にはならない。このような方向として、少数株主権の要件の緩和、事後的・予防的コントロール手段としての代表訴訟制度の一層の改善充実、株主提案権制度・質問権制度の改善や総会屋排除規制の一層の強化などによる株主総会の活性化、株主のより多くの参加を可能にするための総会運営方法の改善、株主の意見を吸い上げるためのインベスター・リレーションズの充実強化などが考えられよう。

(1) レスター・サロー・土屋尚彦訳『大接戦』、一九九

二年、C・V・プレストウィッツ Jr.・国弘正雄訳『日米逆転』一九八八年、ミシェル・アルベール・小池はるひ訳『資本主義対資本主義』一九九二年などの基本的なモチーフである。

(2) アメリカに於いては、なぜ日本やドイツに於けるように銀行等の金融機関が大株主となって、企業経営のモニタリングの役割を果たすことがなかったのかという問題を設定して、アメリカに於ける株式分散は一九二九年の大恐慌の後のグラス・ステイティガル法制定以降、金融機関によるブロック株式の保有が政治的に禁じられてきたことにその理由があり、それは経済的結果ではなく政治的産物であるとする見解が最近アメリカ会社法学上注目を集めている (Mark J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 Colum. L. Rev. 10 (1991))。

(3) Ronald J. Gilson, *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, 61 Fordh. L. Rev. 161, 165-166 (1992).

(4) Cf. Oliver Hart, *An Economist's Perspective on the Theory of the Firm*, 89 Colum. L. Rev. 1757 (1989). わが国に於いても法と経済学に関する文献は多量だが、最近の注目すべき論文として、川浜昇「法と

経済学」と法解釈の関係について一批判的検討—(一) 國民商法雑誌一〇八巻六号八二〇頁以下、一〇九巻一号一頁以下、二号二〇七頁以下、三号四一三頁以下。

(5) A. Mitchell Polinsky, *An Introduction to Law and Economics*, 2nd Ed., 1-5 (1989).

(6) semi-strong form of 効率市場仮説と言われる主張である。

(7) Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *The Fraud on The Market Theory Revisited*, 77 Va. L. Rev. 1001, 1014 (1991).

(8) Ian Ayres, *Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market*, 77 Va. L. Rev. 945 (1991). この「戻時」市場は不確かな情報「誤った情報」誤った投資判断、非合理的判断に基づいて行動する Noise Trader が多く存在し、その投機的活動は市場価格の形成に大きな影響を及ぼしてゐるとの指摘である (J. Bradford De Long, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers & Robert J. Waldmann, *Noise Trader Risk in Financial Markets*, 98 Journal of Political Economy 703 (1990))。株式市場の本質的な合理性・効率性に及ぶ疑問を感ずるもの。

(9) Lewis D. Solomon, *Humanistic Economics: A New Model for the Corporate Constituency Debate*,

- 59 Cin. L. Rev. 321 (1990) ; Melvin Aron Eisenberg, *Bad Arguments in Corporate Law*, 78 Geo. L. J. 1551 (1990).
- (10) 既に「田中誠二」『会社法についてのシカゴ学派とその批判』一橋論叢一〇〇巻四号一〇頁以下がある。更に「盧盛鑫」『アメリカにおける企業乗取り「シヤンク・ボンズ」とインサイダー取引』『堀口亘先生退官記念 現代会社法・証券取引法の展開』一九九三年三八五頁以下はそのアメリカ社会にめたらした問題点を指摘する。逆に法と経済学が何故にアメリカでかくも広範に受け入れられたかを考えると「自由主義的・個人主義的社会」取引・交渉の社会「ゲームの社会」というアメリカ社会の特色及び「独創性」説得力を重んじ、実学的面を重視するアメリカの学問的特色などが背景として認められよう。
- (11) Michael T. Jacobs, *Break The Wall Street Rule*, 55 (1993).
- (12) Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. 571 A. 2d 1140 (Del. 1989). この判決については、品川知久『米国における敵対的企業買収の防衛策と取締役の責任』〔下〕『商事法務』二二二二部三三三頁以下。
- (13) William T. Allen, *Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation*, Cardozo L.Rev. 261, 277 (1992).
- (14) Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 U.C. L.A. L. Rev. 811, 827 (1992); A.A. Sommer Jr., *Corporate Governance in the Nineties: Managers vs. Institutions*, 59 Cin. L. Rev. 357, 361 (1990).
- (15) John C. Coffee Jr., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 Column. L. Rev. 1277 (1991).
- (16) Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 Stan. L. Rev. 863 (1991).
- (17) プレストウ・マックス・前掲書(注一)四二九頁
- (18) Ronald J. Gilson & Mark J. Roe, *Understanding the Japanese Keiretu: Overlaps Between Corporate Governance and Industrial Organization*, 102 Yale L. J. 876 (1993); Roe, *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States*, 102 Yale L. J. 1927 (1993). この点に関しては、吉田直「経営管理機構と企業集団」系列一アメリカ会社法の新傾向一」『青山法学論集三五巻一』号三三三頁以下。
- (19) Jacobs, *supra* note 11, at 45.