

日本企業と株主エンパワメント

(shareholder empowerment)

陳 楠^{*}

- I はじめに
- II 歴史から見た日本の企業統治システム
- III 日本企業の課題につき株主エンパワメントの有用性
- IV 結論に代えて——日本において行われている株主エンパワメントと将来の展望

I はじめに

21 世紀に入り、グローバリゼーションの一層の進展により、日本の資本市場において、海外機関投資家の持株比率は著しく増加した¹⁾。しかし、ここで問題となったのは、日本企業の収益力や株価が低く、海外投資家の日本企業に対する評価が低いということである²⁾。この問題を解決するために、日本では、2013 年以降、「日本再興戦略」の一環として、年金基金、投資会社などのような機関投

『一橋法学』（一橋大学大学院法学研究科）第 21 巻第 2 号 2022 年 7 月 ISSN 1347-0388

※ 一橋大学法学研究科博士後期課程修了

- 1) 海外投資家保有比率は、1992 年の 6.6% から 2008 年の 28% まで飛躍的に増加しており、2013 年にアベノミクスが開始されたことにより、2014 年 3 月に 30.3% に達した。宮島英昭「ポスト持合いにおける 2 つの課題——新たな長期株主とブロック株主」宍戸善一＝後藤元編『コーポレートガバナンス改革の提言——価値向上・経済活性化への道筋』（商事法務、2016 年）21 頁参照。
- 2) ある実証研究は、27 か国における 2012 年度の売上高が 30 億円以上である 1548 社を対象として、それらの企業の 2006 年から 2012 年度の 7 年間のパネルデータに基づき、国別の企業数、ROA、売上利益率、トービンの Q、ROE、リスクテイク状況に関する指標を明らかにした。それによれば、ROA、売上利益率、ROE のいずれの収益指標でも、日本は 27 か国の最下位に位置している。蟻川靖浩ほか「日本企業の低いパフォーマンスの要因——国際比較による検証」宮島英昭編『企業統治と成長戦略』（東洋経済新報社、2016 年）402 頁-403 頁参照。

資家株主の上場企業に対する関与活動（非公式的な対話や議決権行使）を促進する日本版スチュワードシップ・コードが金融庁によって策定された。なお、近時の日本では、ヘッジファンド・アクティビズムがコーポレートガバナンスに対してどのような役割を果たすことができるのか、ヘッジファンド・アクティビズムに制度上または企業実務上どう向き合うべきなのかをめぐって、学界と実務界の議論が活発に行われている³⁾。

以上のことから、一般に株主価値をあまり重視しないと認識されていた日本において、会社に対する株主の積極的な関与を強化していく趨勢が見られる。このような趨勢は、日本だけでなく、英国、米国、EUにおいても見られる現象である。米国では、連邦法の強行規定のレベルで、株主の提案権や、取締役の報酬に対する意見表明権などが強化されてきた。他方、英国においては、ソフトローの形で機関投資家株主による投資先企業に対するガバナンス上の関与が提唱されている。筆者は、上述のような上場企業のガバナンスにおける株主の役割の強化という、世界金融危機後に英米日で行われてきた法規制改革の趨勢を株主エンパワーメント（shareholder empowerment）と称している⁴⁾。

筆者は、2021年の論文「株主エンパワーメントの発生、展開、そして内在的制約——英米における経験から」において、英米における株主エンパワーメントの発生原因を分析した⁵⁾。企業規模が拡大すれば、所有と支配の分離および株主の無関心の発生が不可避であり、このような会社を効率的に動かす方法は、権威のある機関に意思決定の権限を集中するほかにない。1970年代から、一部の英米の学者は、有能な経営者に権限を集中することこそ、英米企業の効率的な運営や

3) 2016年に開催された日本証券取引所グループ金融商品取引法研究会において、加藤貴仁教授と松井秀征教授は、英米に進展しているヘッジファンド・アクティビズムおよびそれによってもたらされる短期主義の懸念について報告した。加藤貴仁「株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗（1）—アメリカ—」日本取引所金融商品取引法研究第7号（2016年）107頁-128頁（https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000001zq9j-att/20160624_1.pdfにより入手可）；松井秀征「株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗（2）——ヨーロッパ、特にイギリスを中心に——」日本証券取引所グループ金融商品取引法研究第7号（2016年）138頁-162頁（https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000001zzhl-att/20160722_1.pdfにより入手可）。

成功の主たる原因であると確信している⁶⁾。当時、頻発した企業不祥事を解決するために採用された対策は、経営者に動機付けを行うことおよび経営者に対するモニタリングを強化することであったが、これらの対策は経営者支配を前提にした上で、そこに伏在する欠陥を緩和しようとするものであるから、結局、21世紀初期の企業不祥事の頻発および2008年の世界金融危機という非効率的な結果の発生を抑えることができなかった。このことは、株主利益最大化ひいては「効率」という究極的な目的の実現につき、経営者支配およびこれを補助する上述の対策が不十分であったことを証明するものである。株主の関与権を復帰させることの支持者が言う通り、「支配権と所有権を連結させない限り、コーポレートガバナンスに存在する問題を解決できない」⁷⁾のである。ちなみに、英米のいずれ

-
- 4) この用語は米国会社法学界と経営学界を発祥とする。会社法学者である Stephan M. Bainbridge 教授は、CORPORATE GOVERNANCE AFTER THE FINANCIAL CRISIS (2012) の第7章において、この20年間（とりわけ2008年金融危機後）、もともと制限されていた株主の諸権利の拡大・強化を目指す会社法規制改革を、Shareholder Empowerment と表記している。Stephen M. Bainbridge, CORPORATE GOVERNANCE AFTER THE FINANCIAL CRISIS 203 (Oxford University Press, 2012). 米国の著名経営学者の共著書である SHAREHOLDER EMPOWERMENT: A NEW ERA IN CORPORATE GOVERNANCE (2015) において、株主エンパワメントは、「権限配分（の中心）が執行役や取締役から株主へシフトしている」ことであると定義し、このようなシフトは、①会社の意思決定における株主の関与や議決権の行使を強化するという直接的な方法と、②執行役や取締役に株主に対するアカウントビリティを負わせるという間接的な方法によって生じるものとされる。Maria Goranova and Lori Versteegen Ryan, *Shareholder Empowerment: An Introduction*, in SHAREHOLDER EMPOWERMENT: A NEW ERA IN CORPORATE GOVERNANCE 3 (Palgrave Macmillan, 2015).

確かに、エンパワメントの本意は、もともと与えられていなかった権利を付与することであり、これは米国の場合に当てはまるが、英国と日本において、株主の権利が会社法において制限されておらず、一見すると当該用語は適切ではないかもしれない。しかし、英米日で行われている近時の法規制改革は、過去に相対的に消極的であった株主に対して積極的かつ適切な関与活動を行うよう求めるという点で本質が一致すると考えられる。ゆえに、本論文は、「株主エンパワメント」をこのような本質を備えた概念であるにとらえる。

- 5) 陳楠「株主エンパワメントの発生、展開、そして内在的制約——英米における経験から」一橋法学 20 卷 1 号（2021 年）473 頁以下参照。
- 6) 例えば、Alfred Chandler は、高い素養を備えた経営層が整備された企業が生産、流通、マーケティングを効率的に統合できるから、これらの企業が競争に勝ちやすいと主張する。Alfred D. Chandler, THE VISIBLE HAND: THE MANAGERIAL REVOLUTION IN AMERICAN BUSINESS 6-7 (Harvard University Press, 1977).

においても株式保有の機関化が進展したことに伴い、1980年代以降、機関投資家株主の投資先企業に対する活動が徐々に活発となり、近年、株主、とりわけ機関投資家は、投資先企業への関与を行う意欲および能力を相当程度備えるようになった。このように所有と支配が再び連結する可能性が見いだされる今日において、株主の企業への関与を強化することで、経営者に対する牽制を強化することができるし、株主による責任をもった関与活動であれば、株主至上主義によってもたらされる弊害をも抑制できると想定される。

コーポレートガバナンスにおける株主の役割、経営への関与の程度、関与の方式などは、一国の政策や会社法制度の展開の状況に応じて異なるはずであり、現在一般に見られる株主エンパワメントという潮流、すなわち、株主の役割の強化、投資先企業への関与の強化という潮流は、そのままの形で各国において導入されるものでも、導入されるべきものでもないのであって、むしろ当該国の株主権に関する立法状況、企業内部のガバナンス仕組みなどを含む企業統治システムに照らして、そのような潮流が果たして各国の企業統治システムに適合するかどうかをまず検討した上で導入と普及を進めていくべきであると考えられる。そこで、本論文の第一の目的は、株主エンパワメントというアングロ・アメリカン型の企業統治システムから発生した政策が、日本企業に適合するかどうかという問題を検証することとしたい。この目的を達成するために、1937年日中戦争前から現在に至るまでの各時期の日本の企業統治システムを整理していくこととする。

また、株主エンパワメントとそれにかかる会社法規制がアングロ・アメリカン型の企業統治システムに固有の問題を解決するために打ち出されてきたことに鑑みれば、これが日本企業の抱える問題を解決することができるのかという疑問が残る。近年、日本の大規模上場会社の自己資本収益率（ROE）が顕著に上昇していることからすると⁸⁾、株主エンパワメントに関する方策が、日本の上場

7) George W. Dent, *Toward Unifying Ownership and Control in the Public Corporation*, 1989 WIS. L. REV. 881, 902 (1989).

8) 「日本企業の稼ぐ力、世界水準にROE初の10% 超え」『日本経済新聞（電子版）』
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO28060640T10C18A3SHA000/>（2018年3月13日）。

会社の効率性向上の観点から無用なものであるとまでは言い切れない。この点を考えるため、本論文の第二の目的として、第二次安倍政権が策定した「日本再興戦略（2013）」ないしは「企業成長戦略」の下で、なぜ株主エンパワメントが法政策として採用されることとなったのかを解明していきたい。この目的を達成するために、まず、企業成長戦略、伊藤レポートおよび日本企業の歴史的変遷を分析して、日本企業の真の課題とは何かを明らかにしておく必要がある。その上で、日本企業の真の課題を解決するには株主エンパワメントという施策が必要であることを論証していくこととする。

以上の目的を達成するために、本論文は次のように構成される。Ⅱでは、近代から現代までの各時期における日本の株式会社観、企業統治の仕組みおよび会社法制の性格を整理する。Ⅲでは、株主エンパワメントとそれに関する法規制改革を継続に推進すべきであるとの主張を支える根拠を検討する。Ⅳでは、本論文の結論を明らかにして、将来の日本の企業統治改革の方向を示唆することとしたい。

Ⅱ 歴史から見た日本の企業統治システム

1 戦時統制経済策が実施される前（1937 年前まで）

明治 12（1879）年、日本政府はドイツの法学者ロエスレル（Hermann Roesler）に商法典の起草を委嘱した。西欧先進国（ドイツ、フランス、イギリス等）の最新の制度を取り入れたロエスレル草案は、株式会社（219 条～244 条）について、業務執行機関である Directoren（司法省訳では「頭取」とされているが、複数の取締役から構成される取締役会に相当するもの）および任意の監査機関である Aufsichtsrat（司法省訳では「取締役」とされているが、監査役会に相当するもの）を、共に株主総会で選任するという機関構造を定めた⁹⁾。これは、典型的な日本型の企業統治の仕組み、すなわち、業務執行の機関と監督の機関が階層化されずに分置されている日本のスタイルの源流であると認められる¹⁰⁾。ロエスレル草案には、業務執行機関である Directoren の運営につき規定を欠いていたところ、明治 23（1890）年の旧商法と明治 32（1899）年の新商法におい

て各取締役の各自執行・各自代表（旧商法143条、186条、新商法169条、170条）の原則が確立された¹¹⁾。

ロエスレル草案に基づき制定された明治23（1890）年の旧商法は、株式会社につき、業務執行は株主総会で選任される取締役が行い、業務執行に対する監査は同じく株主総会で選任される監査役が行うという機関構造を採用した。このような構造は、西欧先進諸国の政治思想における三権分立の考え方に影響されたものであるとも言われており¹²⁾、明治32（1899）年の新商法にも引き継がれた。しかし、会社は、所有者たる株主が私益のために創設したものである以上、所有者たる株主たちに、最高意思決定の権限が与えられなければならない。その意味では、株式会社の機関構造が三権分立を反映させたという考え方は、3つの機関が併存することのみに基づいた比喩にすぎないのではないかと考えられる¹³⁾。実際、明治32（1899）年の新商法の下で、株主総会は、法律および定款の定める決議事項のみならずいかなる事項についても決定することができるのであって、「最高かつ万能の機関」の地位を持つものとされていた¹⁴⁾。

上述の通り、当時の会社法規制（新商法）は、株主総会に至高の地位を与えた。当時、株主あるいは株主総会に対して法律が強い権限を与えたことの背景として、戦前の株主には、この強い権限を現実に行使しうる条件があったということを指

9) 「頭取 directoren」はイギリス法の実務取締役会 (directors) 制度、イギリス法からの影響を受けた当時のフランス法の実務執行ボード (managing board)、およびドイツ一般商法典の vorstand を意味している。文言から見れば、「取締役 aufsichtsrath」はドイツ法の監査役会 (aufsichtsrath) と全く同じであるが、業務執行に関する監査権限には差止権がないこと、会計検査の権限と株主総会の招集権限があることから見れば、むしろこれは会計監査人と類似するものであると指摘される。高田晴仁「明治期日本の商法典編纂」企業と法創造9巻4号（2013年）64頁参照。

10) 高田晴仁「日本商法の源流・ロエスレル草案——『ロエスレル型』株式会社を例にして」早稲田大学比較法研究所編『日本法の中の外国法』（成文堂、2014年）175頁-176頁参照。

11) 高田・前掲注10) 180頁参照。

12) 北沢正啓「株式会社の所有・経営・支配」矢沢惇編『岩波講座現代法・現代と企業9』（岩波書店、1966年）59頁、西原寛一『会社法（第二版）』（岩波書店、1969年）188頁参照。

13) 前田重行『株主総会制度研究』（有斐閣、1997年）28頁参照。

14) 北沢・前掲注12) 77頁、西原・前掲注12) 221頁、前田重行「会社の運営機構」芦部信喜ほか編『岩波講座基本法学7—企業』（岩波書店、1983年）103頁参照。

摘することができる。経済史学者の岡崎哲二の1993年の実証研究は、戦前までの間に大株主に株式保有が集中していたことを示している。同研究は、1935年の鉱工業総資産額上位の財閥企業（三井、三菱、住友）10社と非財閥企業10社を対象として、それらの企業の株式保有状況を集計した。その結果、財閥企業において、大株主（上位10株主）が合計65.9%の株式を所有しており、非財閥企業においてもこの数値は32.1%に達したとされる¹⁵⁾。このような株式所有構造の下で、非財閥系においては、大株主が経営陣に直接的に参加することで経営陣の業務執行を監視していたのであり¹⁶⁾、これは法律上も是認されていた（1899年の商法164条は、取締役は株主の中から選任されるものとしていた）。他方、財閥企業において大株主が経営を監督する方法は、役員になることではなく、財閥機構が備えている「制度的なモニタリング」によっていた。三井財閥を例に挙げれば、本社が傘下企業に役員を派遣し、派遣先企業の状況を日常的に本社社長に報告し、重要な事項については事前に報告して本社社長の指示を受けることとされていた。それに加えて、傘下企業の取締役会で審議される議案は、本社理事会の審議を通過した後に傘下企業の取締役会に提出されるものとされていた¹⁷⁾。いずれにしても、戦前の日本企業においては、株主によるガバナンスがよく機能していたと言えるだろう。

この時期に株主によるガバナンスが実効的に稼働することができたことのもう一つの背景として、当時、資金調達が資本市場にかなり依存していたという事実がある。明治末期以降、外部の株主から大量の資金が拠出されており¹⁸⁾、産業に対する資金供給において、株式市場が主導的地位を占めていたことが観察される¹⁹⁾。これに対して銀行からの借入金は、企業の資産負債総額の10%以下であ

15) 岡崎哲二「企業システム」岡崎哲二＝奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』（日本経済新聞社、1993年）102頁の表4.4参照。

16) 岡崎・前掲注15）104頁の表4.4参照。

17) 春日豊「三井財閥」麻島昭一編『財閥金融構造の比較研究』（御茶の水書房、1987年）26頁以下参照。

18) 1915年から1934年にかけて、東京電灯の株主数は4300人から6万2300人に増えて、発行済株式数は100万株から859万1000株へと増えた。寺西重郎「メインバンク・システム」岡崎哲二＝奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』（日本経済新聞社、1993年）69頁参照。

った²⁰⁾。そして、東京証券取引所に上場した企業の株式の時価総額の GNP 比に着目すると、1945 年以降、とりわけ高度経済成長期の値は 0.2~0.3 にすぎなかったのに対して、戦前にはおよそ 1 の水準に達していたのであり²¹⁾、戦前の株式市場は戦後よりもはるかに活発であったといえることができる²²⁾。

株主のプレゼンスが高いこの時期において、役員賞与の企業利益に対する割合を見ると、戦前のほうが明らかに高い数値を示していた。つまり、役員報酬は企業利益にかなりの程度連動していた²³⁾。また、戦前の企業は、利益の大部分を株主に配当しなければならなかったものであり²⁴⁾、高橋亀吉が『株式會社亡國論』において指摘したように、会社は「株主の専行から蝸配当を強いられ、かくて事業を破綻に導いた」ことも珍しくなかった²⁵⁾。この時期の大株主と、株主の利益実現に拘束された経営者は、銀行と小株主に対する関係でモラルハザードが生じる傾向にあった。高橋亀吉は、当時の株式会社における「大株主のその場主義的我利の横暴」と「重役の腐敗」には目に余るものがあり、企業経営が「所謂事業百年の繁栄を目標としていない」ことを憂えている²⁶⁾。当時の日本企業において、企業の継続性を維持することは必ずしも重視されておらず、むしろ、事業将来の発展に必要な設備投資や技術開発に使うべき費用を、株主に対する過剰な

19) 株式による産業資金供給は、1920 年代後半に 40% を占め、1930 年代前半になると、119% に達した。岡崎哲二 = 浜尾泰 = 星岳雄「戦前日本における資本市場の生成と発展——東京株式取引所への株式上場を中心として」経済研究 56 巻 1 号 (2005 年) 17 頁表 1 参照。

20) 加護野忠男 = 砂川伸幸 = 吉村典久『コーポレート・ガバナンスの経営学——会社統治の新しいパラダイム』(有斐閣、2010 年) 123 頁参照。

21) 岡崎 = 浜尾 = 星・前掲注 19) 17 頁図 1 参照。

22) 逆に言えば、株式が主要な資金供給源となり、株式市場が活発であったのは、上記のような株主によるガバナンスという仕組みが戦前企業において相当に整備されていたからある。すなわち、企業内部の統治仕組みと資本市場の仕組みは、相互的に支え合っている。

23) 加護野ほか・前掲注 20) 127 頁-128 頁参照。1928 年において電力会社 62 社のうち、25 社が最高で利益の 10% を重役の賞与に充てた。寺西・前掲注 18) 70 頁参照。

24) 1921 年から 1936 年までの間に、サンプル企業の平均配当性向は 70% に達した。岡崎哲二「戦時計画経済と企業」東京大学社会研究所編『現代日本社会 4』(東京大学出版会、1991 年) 371 頁-372 頁参照。

25) 高橋亀吉『株式會社亡國論』(万里閣書房、1930 年) 280 頁参照。

26) 高橋・前掲注 25) 4 頁参照。高橋は、1930 年代に業績が悪化した 21 社の企業を分析した。そのうち、蝸配当により破綻した企業は、川崎造船所、東京電灯などを含めて合計 11 社であった。

配当のために費消し、事業が荒廃してしまうことすらあった。

戦時統制経済策が実施される1937年以前の、会社法規制と日本の企業統治システムを分析することで、次の結論を導くことができる。第一に、この時期の企業統治のシステムは、古典的な株主主権に近い性格を持っており、株主価値を重視するアングロ・アメリカン型のシステムを具備していたといえることができる。第二に、この時期には会社法制の基本理念と実際の企業統治システムとの間に、齟齬が生じていない。第三に、1937年前までの日本において、このような株主主権の色彩の濃い企業統治システムが確立されたのは、様々な仕組みや制度（資本市場の仕組み、企業内部の統治の仕組み、法律規制など）が相互に影響したり補完し合ったりした結果によるものであると考えられる。

2 1937年から1945年まで（日中戦争から太平洋戦争終結まで）

1937年前まで、株主主権が過度に重視されたため、日本の企業統治のシステムは会社の利益実現への配慮を欠いた、場当たり的な経営しかもたらさないものとなっていた。このことは、19世紀から第一次世界大戦までの間に高揚した個人主義的資本主義がもたらした副作用であったともいえる。こうした社会の現実に対する反発として、国家社会主義または全体主義的思想が台頭し、株主の影響力の抑制が図られるようになった²⁷⁾。たとえば当時、「会社もまたその対外関係において社外団体の一員として国民経済的見地その他からこれが制限を被るのみならず、その対内関係においても一の団体を形成するものとしてその組織に関し、株主平等原則、大株主専横の抑止、その他資本家相互間における個人主義的放恣

27) 世界的規模で見ると、会社観は以下の変遷を経た。17世紀初期、国家の重商主義の下で、公的利益につながる株式会社のみが設立を許された。当時の株式会社において、大株主専制の構造が確立され、一般株主の経営管理権が認められなかった。19世紀になると、民主的な産業資本の進出によって、会社は私益の追求のための手段であると認識され、個々の株主の利益をどのように保護すべきかが法理論の中心問題となった。1920年代になると、株式保有の分散化と企業規模の拡大によって、準公会社（quasi-public corporation）が登場し、会社にも公共性があるとの認識があった。つまり、巨大企業という組織において国民財産が集積され、また、巨大企業の活動が従業員、労働者、消費者などの関係者に莫大な影響を及ぼすため、巨大企業は「公的施設」に近づき、公共的な責任を負わなければならないと認識された。大隅健一郎『株式会社法変遷論（新版）』（有斐閣、2001年）373頁-375頁参照。

に対するこれが制限を受けるのである」という主張が日本においても見られるようになった²⁸⁾。

この時期には戦時統制経済が施行されているが、株主主権の性格の強い当時の企業統治システムは、その理念に沿わない面があるとして非難を浴びた。軍需関連産業を発展させるために大量の資金を投入する必要が生じたが、1937年前までに形成された株主主権型の企業統治システムの下では企業の利潤の大半が大株主および重役に分配されてしまっており、このことはそうした資金調達で大きな障害となっていた²⁹⁾。

戦時統制経済の構築の観点から行われた制度改革の第一環は、労使関係の改変であった。1937年以前、労働者の定着率が低かったことから³⁰⁾、戦時体制の構築において、そのことから来る労使関係の不安定化が問題となった。そこで政府は「協調会時局対策委員会」を設置し、「労使関係調整方策」を策定した。この調整方策において、従業員はすべて企業の正規労働者として位置付けられたほか³¹⁾、労使の懇談や厚生福利のための産業報国会の設置も求められた³²⁾。こうした政策からは、1937年前の株主主権型の企業統治システムを批判し、むしろ従業員主権を唱えるという当時の政府の態度の一端が窺われる。たとえば、1938年に厚生省事務官の鈴木宗正は、「その株主によって会社の幹部が左右され、経営方針が定まり会社の利潤がかき浚われるとすれば、株式会社制度には甚だしき欠陥があり」、「会社の利潤の高下に就ては会社に顔を出したこともない株主よりも、工場従業員は遥かに利害の深いものであり、責任も多いものである」と述べている³³⁾。

労使関係だけでなく、株主への配当および役員への給与も改革の対象となった。

28) 大竹緑「会社法改正の一重要問題」法律春秋5巻7号(1930年)102頁参照。

29) 岡崎・前掲注15) 109頁参照。

30) 雇用調整速度につき、戦後は0.36にとどまったが、戦前(1921年～1935年)には0.98であったことから見れば、戦前と比べて、戦後の日本企業においては人員整理が極力回避された。岡崎・前掲注24) 373頁。

31) 岡崎・前掲注24) 371頁以下参照。

32) 佐口和郎『日本における産業民主主義の前提』(東京大学出版会、1991年)168頁参照。

33) 鈴木宗正「工場の利潤分配制度と高賃金対策」社会政策時報211号(1938年)47頁、48頁参照。

1939年に「会社利益配当及資金融通令」と「会社職員給与臨時措置令」が施行され、資本金が20万円を超える企業に対して配当額の制限が行われ、職員の初任給および昇任に対しても標準が設けられた³⁴⁾。1940年に「経済新体制確立要綱」が閣議決定されたことに伴い、上記の2つの指令は「会社経理統治令」に統合された。この統治令では配当に対する制限がさらに強化され、役員賞与と利益との連結がさらに弱められた³⁵⁾。

このような統制措置が施行されたことによる結果として、企業の内部留保が増加する一方で株主の会社に対する投資の期待収益が減少することとなり、資本市場において株価が大きく下落した³⁶⁾。配当に対する政府の統制はかなり厳格であったため、株式投資につき投資家株主が消極的になっていたのは必然的であった。産業への主要資金供給源となったのは資本市場であるが、1937年から1945年までの間、大量の資金が必要となる軍需産業へ資金を供給するという機能を、資本市場はあまり果たせなくなっていた。そこで政府は、資本市場に介入して無制限に株式を買い支えた一方で³⁷⁾、「金融新体制」の実施により、直接金融に代わる間接金融のシステムの整備を進めていった。すなわち、1942年に全国金融統制会が設立され、本来銀行間の自発的な行動として形成されていた共同融資団

34) 「会社利益配当及資金融通令」は軍需産業への融資を強制しうるために発令されたものであり、「会社職員給与臨時措置令」はインフレーションの抑止を目標としてのものであると解されている。「会社経理令と融資令」『東京日日新聞』（1940年9月14日）参照（神戸大学経済経営研究所・新聞記事文庫 http://www.lib.kobe-u.ac.jp/das/jsp/ja/ContentViewM.jsp?METAID=10030144&TYPE=IMAGE_FILE&POS=1 により入手可）。

35) 「会社経理統治令」によれば、資本金が20万円を超える企業において、自己資本の8%以上を配当する場合、または、前年度の配当率を超える場合には、主務大臣の許可を得る必要がある。また、法定賞与額ないし前期賞与額のいずれか低い方を超える役員賞与を支給することも、主務大臣の許可事項であるとされた。柴田善雅「戦時会社経理統制体制の展開」社会経済史学 58 巻 3 号（1992 年）21 頁参照。

36) 1938 年、「会社利益配当及資金融通令」が議論された当時、平均株価指数が 120 から 100 に下落した。1939 年に、株価が一時上昇したが、1940 年に、統制令の実行により、再び下落した。これは、投資家の株式投資へのインセンティブが低下したためである。岡崎・前掲注 15) 110 頁図 4.1 参照。

37) 1941 年 4 月、日本興業銀行は、株価維持機関であった日本協同証券株式会社を設立した。日本協同証券株式会社は政府の指示を受けて資本市場において積極的な株買いを行った。株式購入資金は興銀によって提供された。伊牟田敏充「日本興業銀行と戦時金融」伊牟田敏充編著『戦時体制下の金融構造』（日本評論社、1991 年）250 頁参照。

の融資・斡旋業務が、統制会に移管承継された³⁸⁾。これらの一連の措置によって、株主によるガバナンスが実効的に稼働できるような現実の土壌が失われるとともに、銀行が企業に対する監督を行う新しい主体として登場したのであった。

興味深いことに、昭和38(1938)年の商法改正は、株主主権制限という時局の流れに追従せず、むしろ、株主総会の権限をさらに拡大した³⁹⁾。同年改正商法245条は、営業の全部または一部の譲渡、営業の賃貸または経営の委任、契約の締結・変更・解約、他の会社の営業の譲受、および、取締役・監査役の会社に対する責任の免除などの行為をする際に、株主総会の特別決議による承認を求め、同246条は、事後設立および事後増資を株主総会の特別決議事項に追加した。こうした改正が行われたのは、明治44(1911)年商法改正後の30年間に数多くの企業の規模が拡大するとともに、株式が分散して所有と経営が分離してきたことから、株主の利益に反する取締役の行為を制限する必要性が生じたことによるものである⁴⁰⁾。なお、所有と経営の分離という背景の下で、有能な経営人材の獲得の観点から、同245条1項は、取締役・監査役を株主から選任することを要しないものとしているが⁴¹⁾、そうした点を除けば、同年の商法改正は、依然として

38) 戦争前期、なぜ銀行間でこのような共同融資あるいはシンジケート・ローンのシステムが形成されたのかについて、以下の2つの原因があると指摘される。まず、この時期、多くの銀行において貸出行動が慎重化したのが、急速な産業再編成に伴い、1口当たりの貸付金額は倍増した。そのため、「一銀行の独力をもってよく全うしうるかぎりではない」という状況になったため、数多くの銀行からなる団体を形成することにより、リスクの分散を図ったのである。また、資本市場への依存度が下がったため、株主によるガバナンスが弱まり、経営者を監督する手段として共同融資が必要されたのである。寺西・前掲注18) 73頁-77頁参照。

39) それだけではなく、取締役の権限の制約と取締役の責任の強化も改正の対象となった。北沢正啓「所有と経営・支配の分離と株式会社法の発展」同『株式会社法研究』(有斐閣、1976年)217頁以下参照。

40) 北沢・前掲注39) 217頁参照。

41) しかし、定款で取締役の資格を定めることが許容された。北沢・前掲注39) 218頁参照。しかるに、岡崎の実証研究結果に照らせば、鉱工業総資産額上位の20社の役員構成につき、1935年の時点では、大株主役員の人数が平均15%を占めたが、1942年になると、9%に下がり、1947年以降、0%になった。岡崎・前掲注15) 104頁表4.4参照。これらの事実から見れば、法律は株主から取締役を選任することを禁止していなかったにもかかわらず、実際には株主役員の比率が大幅に減少した。岡崎は、戦時の「経済新体制」に対応するには、資本家を代表する重役の退任により資本家から企業を解放する必要があるという理由で、株主役員の入換が行われたと主張する。岡崎・前掲注15) 113頁参照。

株主総会中心主義を維持するものであるといえる⁴²⁾。

昭和 13 (1938) 年の商法改正の内容と、上述の「経済新体制」にかかる様々な制度改革との間には、かなりの隔たりがあると感じられる。1939 年に商法学者の大橋光雄は、商法改正案のみが「何かしら法制の安定期における法律のごとくであり、何か周囲の雰囲気にとぐわなような気持ちが感ぜられないでもない。かかる法律を事変中にもかかわらず制定しうるのは大国の余裕であるという見方もあるが……なぜかかる印象を与えるのであるか」という問題意識を記している⁴³⁾。大橋は、昭和 13 (1938) 年の商法改正が純資本主義的な思想の下に行われていると評し、1929 年英国会社法を連想させる面すらあると指摘する。また、明治 23 (1890) 年の旧商法と明治 32 (1899) 年の新商法は、前者が仏法系、後者が独法系に属するものであるが、昭和 13 (1938) 年の改正商法では、民主主義的陣営に属する英米法制が多く取り入れられていると主張する⁴⁴⁾。そして、このような性格を与えられた商法を整備することは、資本主義の発展には必然なことであるが、「経済新体制」の構築という情勢にとって当該法律は不十分であると大橋は評価している⁴⁵⁾。

当時の日本において、会社規制に関する一般法である商法ではその自由主義的な立場が依然として維持されていたことが上述したところから分かるが、「経済新体制」に相応しい全体主義的な法の整備が、特別法の形で着々と進められていた。まず、1943 年 10 月に施行された軍需会社法により軍需会社として指定された各企業は、「生産責任者」（代表取締役等に相当し、当該企業の役員であることを資格とする者）を選任・解任する際、政府の許認を得る必要があるとされた（軍需会社法施行令第 5 条）。また、商法上の株主総会決議事項であっても、「生産責任者」は総会の決議を経ずにそれらの事項を執行できるものとされた（軍需会社法施行令第 20 条）。これらの措置によって、軍需会社の経営者は株主総会から完全に解放されることになった。さらに、1945 年 2 月に閣議決定された「軍需会

42) 言い換えれば、昭和 13 年改正商法は、株主総会中心主義をとる近代株式会社法としての完成型である。浅木慎一『日本会社法成立史』（信山社、2003 年）403 頁参照。

43) 大橋光雄「新改正会社法の思想的立場」法学志林 41 巻 4 号（1939 年）39 頁参照。

44) 大橋・前掲注 43) 64 頁参照。

45) 大橋・前掲注 43) 65 頁-66 頁参照。

社の決戦運営体制に関する件」は、株主に対して年5%程度の「適正配当」を保証する一方、「適正配当」の残余は、政府が定めるルールに従い、従業員・経営者に「報償」として分配するものとした⁴⁶⁾。

1937年から1945年までの日本の企業統治システムと会社法制に関する以上の叙述を概観することで、次の結論を示すことができる。第一に、日本の典型的な企業統治のシステム（従業員および経営者という内部者によるガバナンスが主体となる仕組み）は、高度成長期に行われたメインバンク・システムおよび株式の持合いによって形成されたものであると一般に言われているが⁴⁷⁾、実際には、その基盤となる諸制度をもたらした改革は、1937年から1945年までの時期からすでに始まっていた。制度の表層のみに着目するならば、1945年以降、GHQによる民主化・高度成長・国際化などの変革過程を経て、1937年から1945年までの時期のシステムは原型をとどめないほど形を変えてきたということができる。しかし、典型的な姿とされた高度成長期の日本の企業統治システムの根底ないし実質は、まさしく国家総動員体制および統制経済政策によって強権的に導入された、1937年から1945年までの時期の企業統治システムによって強く規定されているのである⁴⁸⁾。第二に、この時期における種々の歴史的事実に照らせば、企業統治システムに含まれるサブシステム（資本市場、会社内部、労使関係など）を変更することにより、当該企業統治システム自体を、従来のものとは性格が大きく異なるシステムに変容させられる可能性があるということである。

46) このように、株式は事実上確定利付証券となり、株主に対して固定的な配当を支払った残余分を、経営者・従業員の間で分配する制度となった。岡崎・前掲注24) 394頁-395頁参照。

47) See Takaaki Eguchi and Zenichi Shishido, *The Future of Japanese Corporate Governance: Japan's Internal Governance and Development of Japanese-style External Governance through Engagement*, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 554-560 (Eldgar, 2015); 江川雅子『株主を重視しない経営——株式市場の歪みが生み出した日本型ガバナンス』（日本経済新聞出版社、2008年）38頁以下参照。

48) 奥野正寛「現代日本の経済システム：その構造と変革の可能性」岡崎哲二＝奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』（日本経済新聞社、1993年）275頁参照。

3 1945 年から高度成長期にかけて

1945 年以後、連合国軍最高司令官総司令部（GHQ/SCAP）の占領政策の一環として、一連の民主化の措置が行われた。有名なものとして、1945 年 11 月に「持株会社解体に関する覚書」により、財閥解体が開始された。財閥本社が保有していた大量の子会社株式が持株会社整理委員会に移管されるとともに、財閥家族およびその指定者が役員を退任させられたことで、従前の財閥の傘下企業におけるモニタリング・システムが完全に解体された。また、1946 年に政府は、年間 GNP の 1 割弱に相当する額の財産税を資産家から徴収したのであるが、その物納部分の 29% は株式によるものであって、事実上株式を供出させられることとなった非財閥企業の大株主層に生じた影響は甚大であった⁴⁹⁾。政府は、このような形で財閥家族および資産家から放出された株式を大量に取得し⁵⁰⁾、従業員をはじめとする一般家計に取得株式を売却するという「証券民主化運動」を展開した⁵¹⁾。その結果、個人株主の持株割合は 1945 年の 51.9% から 1947 年の 69.1% へ増加するとともに、個人株主の人数は 1945 年の 167 万 4000 人から 1947 年の 419 万 1000 人へと激増した⁵²⁾。

この時期に日本企業の株式保有の分散化が相当程度進展したのは事実であるものの、それは、英米のように企業規模が拡大していく過程で生じる自然発生的な現象としてではなく、むしろ、統制経済下においては軍部、戦後においては GHQ/SCAP により人為的に導かれたものであるということができる⁵³⁾。

持株主体の小株主化あるいは分散化に伴って、支配権市場の動きが活発になっていった⁵⁴⁾。株式が買い占められて企業支配権が奪われていくことを危惧した

49) 岡崎・前掲注 15) 121 頁参照。

50) 株式保有の状況につき、戦前の時（1935 年）、政府が保有した株式の割合は 0.1% にすぎなかったのに対して、1947 年に、当該数値は 24.4% になった。岡崎・前掲注 15) 102 頁表 4.3 参照。

51) 株式の販売は、①従業員優先、②財閥家族持株会社などへの売却禁止、③売却される会社の株式を 1% 以上保有する者への売却禁止、という方針の下に行われた。寺西・前掲注 18) 82 頁参照。

52) 寺西・前掲注 18) 82 頁参照。

53) 加護野ほか・前掲注 20) 136 頁参照。日本において株式分散がかなり進展したが、個人株主所有株のうち、ほとんどは従業員所有株と安定株主所有株であったと指摘される。岡崎・前掲注 15) 130 頁参照。

経営者は、安定株主を作るために株式の持合いという方策を採用した。それに加えて、1948年になると、冷戦の一層の激化により、GHQ/SCAPの占領政策は、経済の民主化から日本経済の復興・自立のための対日援助へと転換された⁵⁵⁾。このとき、財閥解体の目的で厳格に課せられていた財閥家族による同系企業の株式の保有制限が緩和され、財閥系企業間の株式持合いも進展していた⁵⁶⁾。さらに、1947年4月に制定された独占禁止法は、当初、金融機関による他の株式会社の株式の保有割合が5%を超えてはならないという制限を課していたが、経営者団体が強力的な規則改正運動を展開した結果、1953年9月の改正により、金融機関の持株制限が5%から10%に引き上げられた。これを契機に、非財閥系企業と金融機関との間の持合関係が急速に強化されていった⁵⁷⁾。ちなみに、1992年の『平成4年版経済白書』では、日本企業の9割超において、過半の株式を安定株主が所有していると報告されている⁵⁸⁾。株式の持合関係が構築されたことにより、経営者の自主性が高まるという効用がもたらされた。他方で、安定株主形成に伴う負の効果として、他の株主によるガバナンスが封じ込められ、支配権市場を通じた経営者に対する規律付けが機能しなくなってしまう⁵⁹⁾、経営者の緊張感の喪失 (quiet life) による低調な実物投資やR & D、消極的なM & A、遅い事業組織化をもたらした⁶⁰⁾と指摘されている。

54) 例えば、三菱系の陽和不動産、三井系の大正海上火災の株式の買占めが挙げられる。寺西・前掲注18) 85頁参照。

55) 高倉史人「昭和25年(1950)商法改正の意義と位置づけに関する一考察：株主の権利・地位の強化を中心に」国際公共政策研究6巻1号(2001年)85頁参照。

56) 財閥系企業間の持合いにつき、住友系では事業会社間の持合い、三菱系では銀行のような金融機関と事業会社との間の持合い、三井系では金融機関間の持合いというさまざまな形態が見られる。寺西・前掲注18) 85頁参照。

57) 富士銀行は旧安田系、旧浅田系、旧日産系の各社と、第一銀行は旧渋沢系、古河系、川崎系の各社と、三和銀行は、旧日産系とその関係企業との間に持合関係を深めた。寺西・前掲注18) 86頁。

58) 経済計画庁『平成4年年度経済報告——調整をこえて新たな展開をめざす日本経済』(平成4年7月28日)、<https://www5.cao.go.jp/keizai3/keizaiwp/wp-je92/wp-je92-00301.html#sb3.1.3> 参照。

59) 加護野ほか・前掲注20) 101頁参照。

60) See generally Naoshi Ikeda, Kotaro Inoue and Sho Watanabe, *Enjoying the quiet life: Corporate Decision-making by Entrenched Managers*, 47 J. JPN. INT. ECON. 55 (2018).

一般株主によるガバナンスが封じ込められたもう一つの要因は、メインバンク・システムである。戦後、企業の資金調達の主たる手段は、戦前のように資本市場において株式発行を行うことではなく、むしろ、主要取引銀行（メイン・バンク）から資金を借り入れることに変わった。政府の全額出資により設立された復興金融金庫の新規融資が、1949年4月をもってGHQにより停止されたため、このときから各企業は他の借り入れ先を探さざるをえなくなり、銀行も、従来関係の希薄であった新しい借り手に対して資金を供給することが求められるようになった⁶¹⁾。各銀行はリスクを分散するためにシンジケート・ローンを組成し、そのうちの主取引銀行（メイン・バンク）が企業に対するモニタリングをするという枠組みで対応することが望ましいと認識するに至った。また、上で述べたように、当時、企業と金融機関との間の株式の持合いが進展したことで、銀行の企業に対する支配力も上昇した。メイン・バンクは企業の経営状態に関する情報を収集し、それらの情報に基づき、経営者に助言を与えた⁶²⁾。そして、経営が悪化した場合は、メイン・バンクは財務的支援や再建計画の制定などを行い、経営に一層深く関与した⁶³⁾。このような、企業の財務状況に応じて関与の程度が変化する形で行われるガバナンスは、「状態依存型ガバナンス」と呼ばれる。1980年代から1990年代初期までは、メイン・バンクは日本企業の長期志向を促す機能を有すると主張する見解が多かったが⁶⁴⁾、1990年代半ば以降、日本の銀行の不良債権問題が深刻化していくと、メイン・バンクに対する見方は、本来淘汰・再編成されるべき企業（ゾンビ企業）を人為的に温存させるというネガティブな機能を果たしたというものになってきた⁶⁵⁾。

61) 寺西・前掲注18) 83頁-85頁参照。企業側が資本市場において資金調達を行わなかった原因につき、岡崎・前掲注15) 132頁-133頁参照。つまり、1949年当時、株価が急激に下落し、企業増資が困難となった。この事態は、企業は経営者・従業員グループによって支配され、株主の利益を軽視している企業を再建することに対する資本市場の反発であると指摘される。

62) 加護野ほか・前掲注20) 105頁参照。

63) Paul Sheard, *Main Banks and the Governance of Financial Distress*, in THE JAPANESE MAIN BANK SYSTEM: ITS RELEVANCE FOR DEVELOPING AND TRANSFORMING ECONOMIES 193 (Oxford University Press, 1995).

64) See generally Michael E. Porter, *Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry*, 5 J. CORP. FIN. 4 (1992).

このように、日本企業では、株式の持合いとメインバンク・システムの採用により、株主によるガバナンスが極めて弱化され、外部的なガバナンスをメイン・バンクという債権者が担っていた。なぜ高度成長期における日本企業の経営者が、企業の売上高極大化ないし成長極大化のための行動をとることに専念したのかという疑問に対しては、内部的なガバナンス、つまり、経営者・従業員によるガバナンスが定着したことによるものであるとの説明が一般に行われている⁶⁵⁾。経済学者の Acharya らは、一定の特質 (qualities) を有する会社において、外部的なガバナンスによらずに経営者に対するモニタリング・メカニズムを構築することができることを明らかにした⁶⁷⁾。すなわち、①会社の内部構成員（経営者と従業員）が固定的であって、構成員は自分の職業の成功を追求するものであり、②最高決定権を持つ最上位の経営者はその会社の下位から上位に昇進してきた者であり、さらに、③構成員に対して会社を主導する可能性というベネフィットが与えられるときに、構成員は長期的なインセンティブを有することになるという。こうした会社においては、会社を主導する可能性を構成員に付与することで、会社の将来の発展に貢献することのインセンティブを強くすることができる。そして、従業員が会社の将来の発展に希望をもつことができるようにするために、会社の長期的な利益を実現するというプレッシャーが、経営者にかけられることとなる。

戦後持合時代における日本企業は、上記の3つの条件を満たすものであり、このことが、独特な内部的統治の仕組みを形成したと考えられる。日本の会社の従業員が長期的な就業を継続することは一般的であり（終身雇用制）、現在においてもこのようなイメージがおおむね維持されているといつてよい⁶⁸⁾。そして、日本の会社において、最上位の経営者は外部から招聘された者ではなく、主とし

65) See generally Ricardo J. Caballero, Takeo Hoshi and Anil K. Kashyap, *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, 98 AM. ECON. REV. 1943 (2008)；蟻川靖浩＝宮島英昭「銀行と企業の関係：歴史と展望」組織科学 49 巻 1 号（2015 年）26 頁参照。

66) 官僚による銀行コントロールも、経営者が消極的な行動や短期的な行動をとる可能性を排除する要因の一つである。寺西・前掲注 18) 87 頁以下参照。

67) Viral V. Acharya, Steward C. Myers and Raghuram G. Rajan, *The Internal Governance of Firms*, 66 J. FIN. 689, 690 (2011).

て内部昇進を通じてその地位に就いた者であるといえる⁶⁹⁾。会社を主導する最上位の経営者は、一般にシニア経営者の中から選定される。そして、日本の会社において、シニア経営者の選任のプロセスは職位昇進の延長線上にあり、能力を有する限りは普通の従業員もシニア経営者になることが可能である。そのため、ジュニア経営者や普通の従業員であっても、将来、企業を指揮する可能性を与えられており、内部的なガバナンスを行う者の範囲は広いともいえる。

以上のように、日本企業の統治構造を歴史的に観察したとき、一つ一つの制度が相互に補完することによりそのような構造が形成されていったことが分かる。すなわち、ここでは、企業は従業員・経営者によって支配されたために株価向上や株主への還元が重視されないこととなり、その結果、資本市場に対する投資家の期待は小さなものにとどまり、そのことが株価に反映されたという図式を描くことができる。戦後の経済を復興するためには大量の資本が必要であるが、投資家の信頼を失った当時の資本市場からこれを調達することは困難であった。そのため、政府の斡旋の下で、主要取引先銀行が資金の貸し手としての役割をもつら引き受けることとなり、株主によるガバナンスが全く機能していなかった融資先企業からの債権の回収を確保するために、経営者に対するモニタリングを行わなければならなくなった。見方を変えれば、資金供給者たるメイン・バンクがいたからこそ、企業経営者が株式市場を無視する経営を続けることができたとも考えられる。また、短期志向の株主は、企業をめぐる環境が悪化した場合には、従業員解雇や増配のほうを望むものであるという点を考慮すると、日本企業の長期安定的な労使関係は、株主主権に対する制限が課される限りにおいて、初めて維

68) 日本の25歳から54歳までの男性の勤続年数は、外国と比べると長い。米国、カナダ、オーストラリア、デンマークにおいては、10年以上の労働者が3割程度であるのに対して、日本の場合、10年以上の労働者はおおよそ50%を占める。厚生労働省「平成25年版労働経済の分析」157頁第3-(2)-2図 (https://www.mhlw.go.jp/wp/hakusyo/roudou/13/dl/13-1-5_02.pdfにより入手可)。

69) 経営者の候補者となってきたのは基本的に内部の人材である。候補者群は、4年制大学を卒業と同時に「就社」し、年功序列の段階をへて昇進してきた男性ホワイトカラーであった。そして、社内でのキャリアは、入社15年から20年後に訪れる、課長昇進前後になってやっと中枢管理者コース、部門管理者コース、非管理者コースという3つのコースに分化することが一般である。加護野ほか・前掲注20) 97頁参照。

持することができるものである⁷⁰⁾。

日本において、会社は誰のものであるか、あるいは、誰の利益を実現するための手段であるかといった問題を考えるにあたり、多元的用具観に従うのが経営学における基本的な立場である⁷¹⁾。すなわち、会社を多元的なステークホルダーの用具と捉える見方である。様々なステークホルダーの中心に位置づけられるのは従業員であるという見解が広く是認されていることから⁷²⁾、従業員を中心とする多元的用具観に従うものであるとも言える。そして、会社がすべてのステークホルダーの用具であることは、特定の利害関係者の用具ではないということと等しいのである。そうすると、会社がそれ自体としての存在意義をもつ社会制度であると指摘することもできるが、このような考え方は、会社制度観あるいは独立制度観と称されている⁷³⁾。

法学の分野では、上述の会社制度観と類似するものとして、「企業それ自体の思想」がある。日本における「企業それ自体の思想」は、ドイツの「unternehmen an sich」という理論を基礎として、大隅健一郎博士と服部栄三教授を主唱者として展開されたものである⁷⁴⁾。両者の主張には若干の差異があるものの⁷⁵⁾、総体的に言えば、株式会社は構造上の変化（所有と支配との分離）を経験したこ

70) 日本型の労使関係は、株主の利害とは整合的ではない。奥野・前掲注 48) 283 頁参照。

71) 加護野ほか・前掲注 20) 16 頁、吉村典久「経営学からみたガバナンス」武井一浩編著『企業法制改革論Ⅱコーポレート・ガバナンス論』（中央経済社、2013 年）78 頁-80 頁参照。

72) しかし、従業員が基本的に重要な意思決定をし、企業の経済的成果の分配を優先に受けるという理由に基づき、「従業員主権説」との主張もあるが〔伊丹敬之『人本主義企業』（筑摩書房、1987 年）38 頁-39 頁参照〕、吉森は、「企業が危機的状況に陥った場合に、主力銀行の金融支援のもとに経営者、従業員はもちろんのこと主要下請け、主要供給業者、主要代理店など企業の長期的利益に深く結びついている利害関係者もそれぞれ応分の犠牲を払い、再建への貢献をなす利害関係者の行動を観察すれば、最高経営責任者は従業員の利益のみならず、これらの利害関係者の長期的利益をも考慮する」と論じる〔吉森賢「企業はだれのものか——企業概念の日米欧比較（2・完）」横浜経営研究 19 巻 3 号（1998 年）78 頁以下参照〕。また、本小節で述べたように、債権者たるメイン・バンクも経営者に対してモニタリングを行った点から見ると、経営者は、銀行などの債権者の利益をも考慮しなければならない。

73) 加護野ほか・前掲注 20) 16 頁参照。

74) 大隅・前掲注 27) 374 頁以下、服部栄三「企業自体の理論と社会化について」同志社法学 6 巻 4 号 47 頁以下参照。

とによって公共性を帯びることとなり、株式会社企業という存在は、株主の利益のみならず、その活動に関わる利害関係者ひいてはそれ自体という多元な主体の利益を確保するためのものであると観念される。このように株式会社の存在意義を解釈するとき、必然的に株主権の行使は制約されるべきこととなる。この意味では、「企業それ自体の思想」は、株主に対し、会社自体を含む全体的な利益に配慮した権利行使を要求する「社員権否認論」⁷⁶⁾の前提となるものであるといえる。「社員権否認論」に属する「株式債権説」⁷⁷⁾の提唱者である松田二郎博士は、「企業自体の観念より見るに、企業が単に一時期の株主の私有物に非ずして、将来の株主、機関構成者、従業員、労働者、会社債権者に対して密接の関係があるのみならず、広く公衆に重大なる影響及ぼす公の物」であると述べた⁷⁸⁾。

会社法学では、「企業それ自体の思想」も「社員権否認説論」も、結局のどこ

75) 両氏の理論を詳しく比較・総結するものとして、新津和典『「企業自体」の理論と普遍的理念としての株主権の『私益性』(1)』法と政治 59 巻 4 号 (2009 年) 109 頁-246 頁がある。

76) 田中博士によれば、公益権というものは、社員が社員たる資格において有する権利ではなく、むしろ社員が機関たる資格において有する権限に過ぎないとされる。これらの公益権を行使するときに、通常の権利行使とは全く異なる原理に服従し、権限を有する者が個人的利益を図る手段として用いることができない。議決権などのような社員権の公益的権能としてあげられるものは、実は機関の権限に過ぎず、社員権なる特種の権利を認める理由は失われるのである。そのため、田中博士は、社員が、機関として有する権利（公益権）と職務（合名会社の場合の社員の業務執行義務）を除いたもの、すなわち、社員として有する権利（自益権）と義務（出資義務）を有し、その関係を基礎として発生する一種の法律上の地位を社員たる地位（資格）と定義している（田中耕太郎「我が国に於ける社員権理論——社員権否認論一」法学協会雑誌 44 巻 11 号（1928 年）、同「独逸に於ける社員権理論——社員権否認論二」法学協会雑誌 45 巻 1 号（1929 年）等を参照）。

77) 松田博士によれば、株式は、かかる利益配当請求権なる金銭債権自体を意味するものであり、それは一面において社団性を有し、他面において債権性を有する。社債と比べると、株式は会社の内債であり、社債が外債である点において差異がある。そして、株主の公益権は、株主が会社において有する、参政権と同じような公権である。公権も権利の性質を有するが、倫理的性質を有し、会社のために行使すべきであるとともに、会社自体の利益よりして制限しうる。公益権は専属的人格権であり、株式の譲受人は、株式（あるいは利益配当請求権）を取得することに伴い、自益権に属する各権利を取得することとなる。株式の取得により、会社の構成員となると、原始的に公益権を取得する。このように、松田博士は、財産権的自益権と人格権的公益権との間には、本質的必然的な関連が存在しないと主張する（松田二郎「公益権の性質に就て」法学協会雑誌 47 巻 10 号・11 号を参照）。

78) 松田二郎『株式会社の基礎理論——株式関係を中心として』（岩波書店、1942 年）693 頁参照。

ろは少数説にとどまる。今日、株式会社は私益実現の手段であると理解されており、株式の性質に関して社員権説（株式を債権ではなく、物権でもないものと捉える学説）が通説となっている⁷⁹⁾。その根本的な理由は、日本の会社法制は、近代法的性格を有するものであり、近代私法秩序の根底には、経済的自由主義の経済秩序理念が存在しているという点にある。つまり、「公益」の確保という理念は日本会社法制には見られず、むしろ、経営と所有が分離している状況の下で、効率的な経営を実現するとともに、株主による会社に対するコントロールを確保することこそが会社法制の任務であると考えられている。画期的改革と呼ばれる昭和25（1950）年商法改正において、業務執行に関する取締役会の決定権限が広範囲に設定された（それに対して株主総会の権限が縮小された）のは、持株構造の変化に応じて株式会社の機関構成を合理化することで効率的な経営を行わせるためであるといえる。そして、同改正は、株主権の強化（たとえば、同改正商法272条の取締役の違法行為に対する差止請求権、同法267条～268条の株主の代表訴訟の提起権などの新設）が行われたのは、株主によるコントロールの確保を図ったことによるものと考えられる。このように見ていくと、「企業それ自体の思想」や「社員権否認説」は、日本の会社法制が前提とする「会社は株主のものである」という理解や「株主主権」という価値観と衝突するものであると言える。

以上の整理を通じて分かることは、会社法制度を除く他の制度が相互に強く依存する関係にあったにもかかわらず、会社法制はむしろ超然的なものであり続けたということである。日本において、1950年の改正を通じて米国の会社法制の理念を大幅に取り入れた一般会社法が再整備されたが、他の制度が相互に補完しあうことで、典型的な日本型の企業統治システムが形成された。上述の法と企業の現実との乖離も、日本の典型的な企業統治システムのもう一つの特徴であると評価される⁸⁰⁾。

79) 社員権否認説およびそれに対する諸反論を整理するものとして、北沢正啓「株式性質論の展開」同『株式会社法研究』（有斐閣、1976年）115頁以下参照。

80) 加護野ほか・前掲注20）16頁参照。

4 企業統治の仕組みの変容時代——アングロ・アメリカン型への収斂期

外部非安定株主の不在、メインバンクに依存する融資体制、従業員・経営者を主導者とする内部的ガバナンスの定着を特徴とする高度成長期の日本型の企業統治のシステムは、長期的利益に向けた設備投資を促す原動力となり、日本企業の国際競争力の向上に寄与した。しかし、バブル経済が崩壊した後、こうした典型的な日本型の企業統治システムが、日本企業の経営不振、ひいては日本経済の長期低迷をもたらす元凶になっているとの批判が行われるようになった⁸¹⁾。また、このような企業統治システムは、日本市場への米国投資家の進入を阻害するものであるとの指摘を、米国側から強く受けていた。そこで、1990年代以降、株主価値重視を押し出した企業統治システム（あるいはアングロ・アメリカン型の企業統治システム）を実現するための一連の規制改革が行われた。

2003年以降、日本経済はようやく回復の過程に入ったが、2008年になると、米国発の世界金融危機により、再び大きな打撃を受けた。また、前述したように、長年にわたって株主価値を重視しない企業統治システムが定着していたため、英米の企業などと比較すると、日本企業の収益力（ROE、ROA）や株価は低く、海外投資家の日本企業に対する評価は悪いというのが現実であった⁸²⁾。そこで、2013年、日本企業の低いパフォーマンスを改善し、海外投資家にとって良い投資環境の構築を目指すための企業成長戦略が政府によって策定され、アングロ・アメリカン型の企業統治システムへ一層収斂していく傾向が示されることとなった。

こうした経緯を踏まえた上で、以下、1990年代以降の変容期における日本企業統治システムを見ていくこととする。

(1) 1990年前後から2008年にかけて

1990年に入ると、東京証券取引所の日経平均株価は下落し続けた⁸³⁾。他方、

81) 土志田征一＝田村秀男＝日本経済研究センター『検証 株主資本主義』（日経BP社、2002年）15頁以下参照。

82) 蟻川ほか・前掲注2）402頁-403頁参照。

83) 「1990年代：バブル景気が崩壊、公的資金投入へ」『日経平均 読む・知る・学ぶ』
<https://indexes.nikkei.co.jp/atoz/2016/06/1990s.html>（閲覧日2021年5月24日）

商業地地価の推移を見るに、バブル期においては全地域で極めて高い上昇率となったが、90年代以降は全地域で急落した⁸⁴⁾。それが「失われた10年」の始まりであった。バブル経済崩壊後の不況により収益が落ち込んだ事業会社は、他社および銀行の株式を売却することで損失を補填し始めた。また、地価の下落により、不動産を融資の担保としていた銀行は巨額の損失を抱えたため、所持している会社の株式を処分せざるをえない状況となった。しかし、90年代の時点では銀行の保有株の削減は大きく進展しておらず、保有する株式を売却して含み益を実現した後、すぐに買い戻すという「益出しクロス」が多用された⁸⁵⁾。

他方、1990年前半になると外国投資家が日本市場への投資を増加させ、外国人の株式所有比率が徐々に上昇してきた⁸⁶⁾。それに伴い、日本企業に対する外国人投資家の積極的な権利行使が見られるようになった。たとえば、企業乗っ取り屋 (corporate raider) としてもよく知られた米国人投資家ブーン・ピケンズが、1990年頃に小糸製作所の発行済株式の20%弱を保有し、自己が推薦する取締役の選任要求や、帳簿閲覧請求に関する訴訟提起、中間増配要求、株主提案権の行使、総会検査役選任の申請などを、小糸製作所に対して一挙に行って社会的に注目を集めた⁸⁷⁾。外国投資家による持株比率の増加および権利行使の積極化といった事象の一つの契機となったのは、1989年の日米構造問題協議 (SII) で

84) 光多長温 = 後藤和雄 = 宍戸駿太郎「わが国の地価変動とその経済要因に関する一考察」地域学研究 42巻2号 (2012年) 273頁図2参照。

85) 伊藤正晴「銀行を中心に、株式持ち合いの解消が進展——株式持ち合い構造の推計：2010年版」大和総研調査 (https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/cho1101_04all.pdf より入手可)。

86) 日本の主要企業における海外投資家の保有比率は、1991年の4.1%から1996年には7.1%に徐々に上昇した。しかし、この時期、海外投資家は、規模が大きい、海外売上高比率が高い、収益性が高い企業の株式を選好した。この点から、1990年代前半、所有構造の多様化性が静かに進行していたと主張されている。宮島英昭 = 新田敬祐「株式所有構造の多様化とその帰結」宮島英昭編『日本の企業統治——その再設計と競争力の回復に向けて』(東洋経済新報社、2011年) 112頁-113頁参照。

87) 小糸製作所側は、この2年間で6億円の対策費をかけるという過剰反応を示した。ところが、1990年12月より大量保有開示制度が施行されたため、ブーン・カンパニーは撤退宣言を行った。5%ルールの実施により、ブーン・カンパニーは実質株主である麻布建物株式会社の名義人にすぎないという小糸側の主張の説得力が増したのである。奥島孝康「国際化に対応した日本のコーポレートガバナンスのあり方」同『コーポレートガバナンス——新しい危機管理の研究』(金融財政事情研究会、1996年) 52頁以下参照。

あると考えられる。1989年7月、日米首脳会議において、日米間の貿易不均衡の原因であると考えられる構造的な問題を解決するために、次官級の協議を行うことについて合意がなされ、1989年9月から5回の全体会合を経て、1990年6月28日に「日米構造問題協議共同報告」が提出された。表向きは、日米両国がそれぞれ抱えている貿易不均衡の原因となる構造上の問題点について、それらを解決できるような改善策を両国が講じていくこととされていた。しかし、米国側が日本市場や日本企業は閉鎖的であると批判していたことからすると、実質的には、日米構造問題協議は米国の資本を日本市場に進出させ、日本の社会システムを変更させるための「日本の構造的障害除去プログラム」であるというべきである⁸⁸⁾。言い換えれば、米国側の意図は、日本の典型的な企業統治システムを、株主価値を重視するものに変更させるところにあったと考えられる。それに加えて、日本企業において経営に対する株主のガバナンスが弱いことに対して米国側が強い批判を加えていた⁸⁹⁾。1993年には、監督是正権の強化（代表訴訟の提訴費用の定額化、訴訟費用の会社負担など）、社外監査役と監査役会制度の導入を主たる改正点とする商法改正が行われた。平成5（1993）年の商法改正は、日米構造問題協議における米国側の批判と要求に応じて、日本企業に「株主重視」の経営へと舵を切らせる仕組みづくりを促すための緊急改正であったと説明されることが多いが⁹⁰⁾、改正法案の立案に関与した当時の法務省民事局参事官は、社外監査役と監査役会制度の導入は日本固有の契機に基づいて行われたものであると述べている⁹¹⁾。もっとも、当時、米国側が日本側に求めていたものは、アン

88) 「日本構造問題協議」の米国側の呼称は、Structural Impediment Initiativeであり、(日本国内の)「構造的障壁撤去策」を意味し、日米間の交渉は決して対等な立場で行われたものではなかった。仮屋広郷「国際政治と会社法制改革——平成5年商法改正を通して今を見る」法学セミナー 734号(2016年)49頁-50頁参照。

89) 奥島・前掲注87) 60頁参照。

90) 張英春「日本コーポレートガバナンス構造の変容」仲田正機編『比較コーポレートガバナンス研究』(中央経済社、2005年)66頁-67頁、加護野ほか・前掲注20)144頁、ロナルド・ドーア(藤井真人訳)『日本型資本主義と市場主義の衝突』(東洋経済社、2001年)102頁参照。また、日米構造協議の第3回フォローアップ会合では第一回年次報告書が作成され、その中において、日本政府は、米国企業による国内市場への参入を円滑に行わせる各措置を実施し、改正法を速やかに成立させるべく努力していくと表明したといった経緯から見れば、平成5（1993）年商法改正は日米構造協議に応じたものである。

グロ・アメリカン型の企業統治の仕組みのシンボルというべき社外取締役制度および監査委員会の設置であったことに留意する必要がある⁹²⁾。

日本型経済システムの転換点であると一般に認識されている1997年になると、さまざまな要因から、日本の企業統治システムに大きな変化が生じてきた⁹³⁾。まず、1997年に、北海道拓殖銀行やその他の大規模銀行が相次いで経営破綻した。1980年代になると銀行の貸出先がリスクの高い企業群に偏るようになったため、1990年代に貸出先の経営が悪化したことにより銀行の抱える不良債権が急速に拡大することになったからである⁹⁴⁾。前節で述べたように、メインバンクは業績が悪化した企業に対して再建のための融資を提供した。そうした顧客企業においてモラルハザードが生じないようにするための重要なメカニズムは、「救済不能の企業から資金を引き揚げて清算するという脅威が信じるに足りる (credible) 点にある」ということである⁹⁵⁾。しかし、不良債権を多く抱える銀行は財

91) 平成5(1993)年の商法改正に関する解説において、監査役および監査役会制度の改正事項につき、吉戒修一参事官は、「わが国固有の契機に基づく改正事項である」とし、「今回の改正事項の一部について、いわゆる外圧によるものと言挙げする向きがあるが、それは当たらない」と述べている。吉戒修一「平成五年商法改正法の解説(1)」商事法務1324号(1993年)40頁参照。

92) 仮屋・前掲注88)50頁参照。

93) 1997年は日本の企業統治システムの大きな転換点であったことにつき見解が一致する。See Zenichi Shishido, *The Turnaround of 1997: Changes in Japanese Corporate Law and Governance*, in CORPORATE GOVERNANCE IN JAPAN: INSTITUTIONAL CHANGES AND ORGANIZATIONAL DIVERSITY 311-313 (Oxford University Press, 2007) [この文献の筆者は、1997年は規制緩和の開始点であるから、法制度の面でも重要な意味をもつと述べている]; Mari Sako, *Organizational Diversity and Institutional Change: Evidence from Financial and Labor Markets in Japan*, in CORPORATE GOVERNANCE IN JAPAN: INSTITUTIONAL CHANGES AND ORGANIZATIONAL DIVERSITY 405 (Oxford University Press, 2007)。

94) 宮島・蟻川(1999)は1980年代後半、企業の負債選択の仮説につき検証し、成長可能性が高く、倒産リスクが低い企業は社債を選好したのに対して、倒産リスクの高い企業は、銀行からの借入を選択する傾向があったことを指摘している。宮島英昭・蟻川靖浩「金融自由化と企業の負債選択——1980年代における顧客プールの劣化」大蔵省財政金融研究所ファイナンシャル・レビュー49号(1999年)29頁参照(https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11172665_po_r_49_133_166.pdf?contentNo=1&alternativeNo=により入手可)。なぜこのような貸出ポートフォリオが形成されたのかにつき、同論文は、1980年代初頭の金融市場の規制緩和により、大企業では、むしろ転換社債という資金調達の方法が選ばれることが多かったことを指摘している(24頁)。

務健全性を失っていたことから、上述のメカニズムの効果が低下し、メインバンク・システムの企業統治における役割が放棄されることになった。

銀行危機がもたらしたもう一つの変容は、それ以降、銀行・事業会社間の株式持合いの解消が加速し、海外投資家の株式保有率が顕著に増加したことである⁹⁶⁾。この時期、保有株の売却を行っていたのは銀行だけではなく、銀行危機に伴い銀行の株式価格も下落していたことから会社側も保有する銀行株式の売却を行っていた⁹⁷⁾。2000年代初期、株式の持合いの解消および海外投資家の持株比率の上昇に伴って、株主積極主義 (shareholder activism) が出現し、年金基金をはじめとする主流機関投資家はますます積極的に議決権を行使するようになり⁹⁸⁾、国内外のアクティビスト・ファンドの日本企業への投資や株主権の行使が多く見られるようになった⁹⁹⁾。

法制度の面におけるアングロ・アメリカン型への収斂は、著しいものであった。そもそも昭和 25 (1950) 年の商法改正により、日本の会社法制にはアングロ・アメリカン型の会社法制の特徴である取締役会中心主義および二元的構造が取り

95) 宮島 = 蟻川・前掲注 94) 26 頁。

96) 上場会社の持合い比率は、1991 年度の 23.6% 2002 年度の 7.9% に低下した。「持ち合いの終焉と株式市場の新世紀」『大和総研』<https://www.dir.co.jp/release/dir0406b.pdf> (閲覧日 2021/05/31)。他方、海外投資家の持株比率は、1996 年の 16.9% から 2001 年の 28.3% へ急速に増えていた。宮島 = 新田・前掲注 86) 115 頁参照。

97) また、当時、海外投資家のプレゼンスが一層上昇した背景の下で、投資先企業と銀行との間の持合い関係を海外投資家が強く批判し、説明を求めているため、事業会社は株式持合いのリスクを強く意識するようになった。宮島 = 新田・前掲注 86) 114 頁参照。

98) 企業年金につき、2001 年、企業年金連合会 (PFA、前身は厚生年金連合会) は、「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を公表することで運用面の整備が進められた。宮島 = 新田・前掲注 86) 116 頁注 13 参照。公的年金につき、CalPERS は 1990 年代初頭から、日本の投資先企業において定められた方針に基づき議決権を行使し始めたが、持株比率が相対的に低いため、日本の投資先企業に対する影響力が限られた。See Eguchi and Shishido, *supra* note 47, at 563.

99) 当時、メディアの関心を強く引いたヘッジファンド・アクティビストとして、英国の TCI と、米国の Steel Partners および村上ファンドがあった。Steel Partners は、2002 年から 2007 年まで、少なくとも 32 社の日本企業に対して投資を行って、増配などを要求した。村上ファンドは、2000 年から 2006 年にかけて、44 社の企業において 5% の株式を保有するに至った。ジョン・ブカナン (田中亘訳) 「不安定なシステムへの局所的な対応策としての企業統治」田中亘 = 中林真幸編『企業統治の法と経済——比較制度分析の視点で見るガバナンス』(有斐閣、2015 年) 224 頁参照。

入られた。ただし、その後の改正はいずれも日本の独自の観点に基づくところが大きかったと指摘される¹⁰⁰⁾。伝統的な日本の会社法制は、強行法規に重点を置き、会社と会社関係者に対して事前に制約を加える傾向が強かった。それと対照的に、アングロ・アメリカン型の会社法制、とりわけ米国の会社法制は、強行規制の緩和という「自由な」性格を具備しているとよく言われる。すなわち、会社法は会社に関するルールを事前に決める自由を当事者に与える一方¹⁰¹⁾、実際に当事者間で交渉あるいは取引を行う時に様々な要因で費用が発生・増大するから、会社法は、標準的なルール（デフォルト・ルール）を設定することで、取引費用を削減するという重要な役割を果たすというものである¹⁰²⁾。このことに関連する事実として、平成9（1997）年商法改正を嚆矢として規制緩和が始まっている。例えば、株式関係につき、平成13（2001）年商法改正により自己株式の取得・保有の解禁と、種類株式制度の弾力化が行われた。機関関係につき、平成14（2002）年商法改正で委員会等設置会社という機関設計の選択肢の増加、平成13（2001）年商法改正で取締役の責任軽減制度の導入などが行われた。そして、組織再編に関する一連の法規制の整備（合併法制の合理化、株式交換制度・株式移転制度の導入、会社分割制度の整備）が平成9（1997）年商法改正から始まり、平成12（2000）年の商法改正で終了した。この頃、会社法制の自由化が進められただけでなく、平成10（1998）年の金融システム改革法（「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」）により、証券業の参入方式が免許制から登録制に緩和されるなどの措置が行われて、効率的で自由な金融市場の育成も図られた。

100) 座談会「企業統治に関する商法改正法の実務への影響」商事法務1617号（2002年）31頁参照（神田秀樹発言）。

101) このような、会社制定法はデフォルト・ルールと授權ルールを提供し、当事者に事前に自由を与える一方、会社には制約を与えるのは、裁判所が事後的に信認義務を適用すること、といったアプローチは、授權法アプローチ（enabling approach）と呼ばれる。玉井利幸「アメリカにおける授權法思想の発生——デラウェア州会社法を中心に」一橋論叢132巻1号（2004年）1頁参照。また、米国会社法において、コーポレートガバナンスの仕組みの選択につき、このような授權的考え方も見られると論じるものとして、野田博「コーポレートガバナンスにおける法の役割——英米会社法を中心として」柴田和史・野田博編『会社法の現代的課題』（法政大学出版局、2004年）64頁以下参照。

102) カーティス・J・ミルハウプト編『米国会社法』（有斐閣、2009年）2頁-6頁参照。

この時期には、経済団体の求めに応じた立法、いわば「需求型立法 (demand-pull)」が行われたという点も特筆される。その典型例はストック・オプション制度の導入、組織再編規制の整備、取締役責任の軽減制度の導入、自己株式の取得の解禁である¹⁰³⁾。なお、アングロ・アメリカン型の機関設計であるところの社外取締役に依存する委員会設置会社は、政策型立法 (policy-pull) によって導入されたものであったことから、日本企業の実情に沿うものではなく、また企業慣行を変えるだけの力も持たなかった。例えば、2010 年の日本監査役協会の調査によれば、非上場企業を含めて、このような新たな機関設計を選択した企業は 111 社しかなかった¹⁰⁴⁾。

以上を整理すると、1990 年代後半から 2000 年代初頭にかけて、日本において、アングロ・アメリカン型への収斂の傾向は、主に資本市場および会社法制の上に明らかであった。他方、会社内部の統治の仕組みにおける変容は緩やかに進展していったものの、アングロ・アメリカン型への収斂は十分であるとは言えない。

会社内部の統治の仕組み、とりわけ取締役会の構成に関して、1990 年代末からソニーをはじめとする日本の大企業で、既存の多数に上る取締役を削減して代わりに執行役員を置くという慣行が広がった¹⁰⁵⁾。1997 年から 2008 年までの間に一度でも日経 500 に含まれたことのある企業（銀行などの金融企業、子会社等を除く）をサンプルとして、それらの企業の取締役会構成の変化を集計した調査によれば、1997 年におけるサンプル企業の取締役数の平均値は 21.88 であり、2008 年になるとこの数値は 10.88 に半減した¹⁰⁶⁾。また、2005 年の時点で、日経 225 を構成する企業の 65% が執行役員制を採用していた¹⁰⁷⁾。執行役員という法

103) See Shishido, *supra* note 93, at 314-315.

104) 加護野ほか・前掲注 20) 156 頁参照。

105) 高度成長期の日本企業では、取締役の数が非常に多くなっていた。1975 年、三菱商事には取締役が 49 人に達した。矢沢惇＝河本一郎ほか「取締役・取締役会制度の改善策」商事法務 707 号 (1975 年) 2 頁、16 頁以下参照。1997 年 6 月、ソニーは 38 人いた取締役 (36 人の社内取締役と 2 人の社外取締役) を 10 人 (7 人の社内取締役と 3 人の社外取締役) に削減し、そして 27 人の事業部門長に「執行役員」という肩書を与えた。その後、ソニーに倣って執行役員制度を採用する会社数は急増した。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」宮島英昭編『日本の企業統治——その再設計と競争力の回復に向けて』(東洋経済報社、2011 年) 185 頁参照。

106) 齋藤・前掲注 105) 185 頁表 4-1 参照。

律に具体的な根拠のない制度の採用は、取締役の人数削減に伴って発生している。「取締役」の職を解かれた幹部は「執行役員」という別の肩書が付された。このような変化が生じたことについて、大杉謙一教授は、1990年代から2000年代にかけて一連の商法改正が行われたことが一つの要因であると指摘する。1993（平成5）年商法改正において、株主の取締役に対するコントロールを強化することの一環として、株主代表訴訟の提起が提訴手数料の定額化によって緩和されることになった。その後、一連の企業不祥事の発生や日本経済の低迷が持続したことなどにより、企業に対する社会的批判が高まり、株主が上場企業の役員に対して代表訴訟を通じて損害賠償責任を追及する例が頻発した。この点にかんがみると、人数削減や業務執行と業務監督の分離という取締役会の合理性改革は、企業の業績改善のためでなく、一種の「保身策」として選択された可能性がある¹⁰⁷⁾。他方、宮島教授および新田教授の2007年の実証研究に照らせば、2004年度までに執行役員制度を採用し、または委員会設置会社に移行することとしたことの要因は、株主の変動率の高さ、海外売上比率の高さ、従来からの取締役人数の多さなどから来ているという。そして、以後多くの会社が執行役員制度を採用したのは、トレンド追随的な要素が大きいためであるという¹⁰⁹⁾。

上述のような要因があるにもかかわらず、取締役会の構成のアングロ・アメリカン型への収斂、あるいは執行と監督の分離は中途半端なものに終わっている。そのもっとも重要な理由は、社外取締役制度の整備が十分でないことにあるといえる。上で見た取締役会の構成の変化に関する調査によると、1997年にはサンプル企業の約4分の1しか社外取締役を導入していなかったが、2008年になると導入企業が5割以上に達した。そして、取締役の定員削減に伴い、社外取締役の取締役全体における比率は、1997年の2%から2008年の10.8%に上昇し

107) 久保克行「日本の経営者と取締役改革——執行役員制度導入の決定要因と効果」久本憲夫編『労使コミュニケーション』（ミネルヴァ書房、2009年）185頁参照。

108) 大杉謙一「日本型取締役会の形成と課題」宍戸善一＝後藤元編『コーポレート・ガバナンス改革の提言——企業価値の向上・経済活性化への道筋』（商事法務、2016年）203頁-208頁参照。

109) 宮島英昭＝新田敬祐「日本型取締役会の多角的進化——その決定要因とパフォーマンス効果」神田秀樹編『企業統治の多様化と展望』（金融財政事情研究会、2007年）33頁-34頁参照。

た¹¹⁰⁾。しかし、日本における社外取締役制度の発展のペースはかなり緩慢であり（サンプルの各企業の社外取締役人数の平均値は、1997年の0.64から10年後の2008年の1.11へ若干上昇したにとどまる）、また、日本企業の取締役会において多数を占めるのは依然として社内取締役であった（2008年の時点で、サンプル企業418社のうち社外取締役が過半数に達したものはわずか8社であった¹¹¹⁾）。海外機関投資家の持株比率が上昇してきたことに伴って株主から強い圧力を受けながらも、なぜこの時期、日本企業において社外取締役制度がほとんど進展していなかったのかという点に関して、以下の原因があると指摘される。まず、当時は委員会設置会社を除いて、取締役会設置会社における社外取締役の設置は義務付けられていなかった¹¹²⁾。社内取締役が取締役会の多数を占めていたため、経営者自身が選任プロセスから排除されない環境が保たれた。社外取締役を置くかどうか、誰を社外取締役に選任させるのかなどを決めることができたのは、依然として経営者であった¹¹³⁾。社外取締役制度に対して常に抵抗を示したのは経営者たちであって¹¹⁴⁾、その経営者が社外取締役の受入れについて示すこととなる結論は自明であった。この時期、社外取締役制度の進展が緩慢であったのは、経営者にとって社外取締役制度の導入が望ましくないと受け止められたからにほかならない。

社外取締役制度だけでなく、当時拡大しつつあった支配権市場に対しても経営者の抵抗はかなり強かったように見える。1990年代末以降、規制緩和などの複数の要因から、かつてほとんど見られなかった敵対的買収が日本においても行われるようになった。その最初の例は、2000年、村上世彰系ファンドである株式

110) 齋藤・前掲注105) 186頁参照。

111) 齋藤・前掲注105) 190頁参照。他国（米国、英国、欧州諸国、オーストラリアなどの国）の企業における、社外取締役が取締役会に占める比率の状況は、同論文の190頁の図4-1を参照。

112) 委員会設置会社であっても、執行役あるいは代表執行役が指名委員を兼任することができる。

113) 齋藤・前掲注105) 194頁参照。

114) 2001年3月には、法務省が社外取締役の導入を大手企業に義務付ける商法改正案を公布した。これに対して、経済界からは強い反発が起こった。経団連は、「会社自治は任せるべき」であり、「経営の自主性を損なう」などとして、義務化に反対する意見書を法務省に提出した。齋藤・前掲注105) 185頁-186頁参照。

会社 M&A コンサルティングによる、当時東証2部上場の「昭栄」に対する敵対的買収の試みである。また、2002年から2007年までの数年間、米国のスティー爾・パートナーズや英国のTCIのような海外のヘッジファンド・アクティビストは、多くの日本企業に対して株主権を行使することでそれらの企業の経営に介入し、相対的に小規模の会社においてはある程度の成果を収めたが¹¹⁵⁾、大規模会社については経営者側の反発を招き、支配権争奪をめぐる紛争に発展した。この時期は日本の企業買収ブーム期と呼ばれているが、半数以上の上場会社を買収のターゲットとされた1980年代の米国と比べれば、敵対的買収が成立した例は数件にとどまる¹¹⁶⁾。それでも、日本企業の経営者の71%が敵対的買収に対して脅威を感じていた¹¹⁷⁾。このことを背景として、2005年に経済産業省と法務省による「企業価値・株主共同の利益の確保または向上のための買収防衛策に関する指針」が公表された¹¹⁸⁾。

日本の経営者が敵対的買収に激しく反発したのは、一定の会社制度観が日本において確立されていて、それが買収者の持つ会社制度観とまったく相容れなかったからである。2006年、スティー爾・パートナーズのターゲットとなった企業の経営者は、「うちには株主のために働く従業員なんて、一人もいない」と語っている¹¹⁹⁾。このような見方は、紛争が裁判に発展したときにさらに補強された。

115) これらの会社はアクティビストへの対応方法を知らなかったし、主要な大株主との意思疎通も欠いていたため、アクティビスト・ファンドにたやすく増配をして利益をもたらした。ブカナン・前掲注99) 224頁参照。

116) 胥鵬「日本における経営権市場の形成」宮島英昭編『日本の企業統治——その再設計と競争力の回復に向けて』（東洋経済報社、2011年）154頁参照。

117) 経済産業省企業価値研究会『企業価値報告書——公正な企業社会のルール形成に向けた提案』（平成17年5月27日）19頁を参照（https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/3-houkokusho-honntai-set.pdfにより入手可）。

118) 当該指針は、二段階目の条件が不利または不明確であり、株主に売り急ぐことを強要してしまうという構造的に強圧的な二段階買収の類型、いきなり公開買付をかけることにより、現経営陣に対して新たな経営提案を行う時間余裕を与えない代替案喪失買収類型、株主に十分な情報を与えず、株主が誤信して買収に応じてしまう株主誤信買収類型は、企業価値と株主の共同の利益に脅威をもたらすものであるとして、買収防衛策の正当性を認める。経済産業省＝法務省「企業価値・株主共同の利益の確保または向上のための買収防衛策に関する指針」（2005年5月27日）4頁参照（https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/3-shishinn-honntai-set.pdfにより入手可）。

たとえば、2007年のブルドックソース事件において、許可抗告審決定の原決定（東京高決平成19・7・9金判1271号17頁）は、「株式会社は、……単独で営利追求活動ができるわけではなく、一個の社会的存在であり、対内的には従業員を抱え、対外的には取引先・消費者等の経済的な活動を通じて利益を獲得している存在であることは明らかであるから……企業価値について、もっぱら株主利益のみを考慮すれば足りるという考え方には限界があり採用することができない」と判示している。

日本において認められる事前警告型買収防衛策（新株予約権の無償割当てと差別的な行使条件の定め）が、米国のように取締役会の決議により発動されるものではなく、むしろ株主集団の意思（株主総会の決議）により導入・発動されるタイプであることも、会社内部の統治の仕組みからの影響を受けている。防衛策の導入に対して株主総会の高い支持率が明らかになるとき、これに貢献したものは、ヘッジファンド・アクティビストが投資する前に遡る「究極的な防衛策」としての安定株主工作であると指摘されている¹²⁰⁾。いくつかのヘッジファンドは、生命保険会社などの株主が、彼らと会うことすら拒絶したと報告している¹²¹⁾。以上の事実を鑑みれば、この時期、安定株主や株式持合いという所有構造は依然として存在しており、資本市場の変容が生じつつあったものの、こうした所有構造を転換するには十分ではなかったことが分かる。

(2) 2013年以降

上述のように、1990年代末の銀行経営危機およびそれに伴う株式持合いの解消を起点として、メインバンク・システムおよび株式持合いに依存した典型的な日本企業統治は変容の段階に入ったが、2000年代の最初の10年間、法制度を除いて日本の企業統治システムに関する制度の変容は緩慢であり、しかも形式だけのものではあった。2000年代初期に、一時的に活発であったヘッジファンド・ア

119) 「カイシャ異変、第1部、誰のためにあるのか、1、ヒルズ族、『株式重視』その先に」『神戸新聞』（2006年1月1日）。

120) 胥・前掲注116) 154頁-155頁参照。

121) ブカナン・前掲注99) 229頁参照。

クティビストが2008年に降沈静化したことは、この時期に発生した制度上の収斂が形式上のものに過ぎないことの有力な証拠であろう。

とはいえ、こうした一応の改革により、失われた10年に陥った日本経済はようやく2007年に回復の頂点に達することとなった。だが、2008年の米国発の世界金融危機および2011年の東日本大震災が日本経済に大きなショックを与え、日本は再度深刻な不況に陥った。これに対して、2013年に金融緩和と機動的財政政策などを柱とするアベノミクスが開始されたことで、輸出企業を中心とした日本国内企業の業績回復が顕著となり、これを好感して外国投資家の日本企業への資金流入が継続している。2013年3月末の時点で、日本の上場会社における外国法人等の株式保有割合は28%に達し、過去最高となった¹²²⁾。クロス・ボーダーの機関投資家株主の要求の高まりに応じて、グローバル・スタンダード（現実にはアングロ・アメリカンのスタンダード）を満たす上場企業の環境を整備すべきであるとの認識が強くなっている。

外国投資家の株式保有割合は確かに相当程度上昇しているが、英米その他の企業と比較すると、日本企業の収益力指標（ROE、ROA）や株価は低い¹²³⁾。なお、日本企業の成長に必要な資本を外国投資家から呼び込むために、アングロ・アメリカン型の企業統治システムに移行していくということは、とりもなおさず、世界中の投資者（特に英米の機関投資家）に対して、日本の企業も英米の企業のように株主を重視するというポリシーをとっているというメッセージを送っていることにほかならない。しかし、企業のパフォーマンスはそのようなメッセージを体現したものとなっていない。

2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」において、成長戦略の実現に資すると考えられるコーポレートガバナンス改革の諸項目が示された。業務執行と監督との分離というアングロ・アメリカン型の企業統治の中核に位置づけられる社外取締役制度につき、会社法制度（会社法および自主規制）において以下の

122) 東京証券取引所ほか「平成24年度株式分布状況調査の調査結果について」（2013年6月20日）表4・5および図3・4を参照（<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/tvdivq000000e9ig-att/bunpu2012.pdf>により入手可）。

123) 蟻川ほか・前掲注2）402頁-403頁参照。

ような改革が行われた。まず、2002年に導入された委員会設置会社制度を採用する会社がこの10年間できわめて少数であったこと、および社外取締役の設置が強制される株式会社は委員会設置会社に限られていたことを踏まえて、平成26(2014)年改正会社法は、監査役会設置会社および委員会設置会社という大規模上場会社を想定した従来の機関設計に、監査等委員会設置会社を新たな選択肢として設け、従前の「委員会設置会社」を「指名委員会等設置会社」という名称に変更した。また、上場会社である監査役会設置会社（公開会社、大会社、かつ有価証券報告書提出会社である株式会社）を対象に、平成26(2014)年改正会社法は、それまで社外監査役の設置を義務づけに加えて、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」(comply or explain)というアプローチを用いて社外取締役の導入を強く促した¹²⁴⁾。もっとも、令和元(2019)年改正会社法改正は、上記の監査役会設置会社に対して最低一名の社外取締役の設置を強制している¹²⁵⁾。さらに、平成26(2014)年改正会社法は、社外取締役の要件を厳格化した（会社法2条15号ハニホ）¹²⁶⁾。令和元(2019)年改正会社法は、上述のように監査役会設置会社における社外取締役の選任を義務づけるほか（会社法327条の2）、指名委員会等設置会社以外の株式会社が社外取締役を置く場合に、当該会社と取締役との利益が相反するとき、または、取締役の業務執行が株主に対して損害を与えるときに、取締役会の決定により当該業務執行の執行を社外取締役に委託することができるものとした（会社法348条の2）。

強行法としての会社法に加えて、自主規制の面においても社外取締役制度の実効性強化が図られている。2015年制定のコーポレートガバナンス・コードは、

124) 法制審議会の部会では、監査役会設置会社における社外取締役設置の義務づけについて、仮に社外取締役の選任が望ましいということになったとしても、監査役会設置会社においては、社外監査役の選任が義務付けられているため、それに加えて社外取締役の選任を義務付けるとすると、各会社に適した柔軟な企業統治体制の構築を阻害することになるという批判がなされた。法制審議会・会社法制部会資料2「企業統治の在り方に関する検討事項(1)」(平成22年8月25日)、27頁以下参照 (<http://www.moj.go.jp/content/000052932.pdf> により入手可)。

125) 具体的に解説するものとして、神作裕之「社外取締役」ジュリスト1542号(2020年)40頁以下参照。

126) その詳細は、坂本三郎ほか「平成26年改正会社法の解説(Ⅰ)(Ⅱ)(Ⅲ)」商事法務2040号(2014年)28頁参照。

上場会社に対して、少なくとも2名以上の独立社外取締役を設置すること求めているが（原則4-8）、2018年改訂版コードは、原則4-8として「十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである」という要求を補充した。また、社外取締役の責務というものは会社法で別段規定されていないが¹²⁷⁾、コーポレートガバナンス・コードの原則4-7は、①企業の持続的成長および中長期的価値の向上を図るといった観点からの助言を行うこと、②経営陣幹部の選任や他の重要な事項に関して意思決定を行うことで、経営の監督を行うこと、③会社と経営陣・支配株主との利益が相反する場合に、監督を行うこと、④経営陣・支配株主から独立した立場で少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に反映させること、を社外取締役の責務に掲げていた。このような経緯に照らすと、令和元（2019）年改正会社法の348条の2は、前記③の責務をハードロー化したものであるといえる。ちなみに、2021年版のコーポレートガバナンス・コードでは、プライム市場は社外取締役が取締役の3分の1以上であることなど、従来よりも高い要求をしているところから見れば、社外取締役制度がさらに強化されているように見える。

アングロ・アメリカン型の企業統治システムのもう一つの柱である経営者に対するインセンティブ報酬に関して、平成9（1997）年商法改正によりストック・オプション制度が導入されているが、2015年時点における英米独仏の時価総額上位の上場企業のCEOの報酬額の中央値を分析した調査によれば、米国は約14億円、英国は約7億円、ドイツは約6億円、フランスは約5億円となっていたのに対して¹²⁸⁾、東証一部上場企業の取締役と執行役の一人当たり報酬の中央値は2700万円であった¹²⁹⁾。それに加えて、日本企業の経営者の報酬パッケージにおけるインセンティブ報酬の割合は42%に過ぎなかった（米国の場合は89%、英

127) 平成26年会社法改正に関する法制審議会の部会において、社外取締役の義務付けの可否に関する検討の基礎として、社外取締役の役割についての言及がなされた（助言、経営全般の監督、および利益相反の監督）。法制審議会・前掲注124）6頁参照。

128) 経済産業省経済産業政策局産業組織課「日本と海外の役員報酬の実態および制度等に関する調査報告書」（2015年3月）、21頁参照。

129) 澁谷展由編著『東証一部上場会社の役員報酬設計——2018年開示情報版』（商事法務、2018年）67頁参照。

国は74%)¹³⁰⁾。欧米諸国との間でこのような差異があるのは、欧米では労働者と並んで経営者の転職が一般的であり、報酬が「市場価値」で算定されることとなるのに対して、日本では、このような「経営者市場」は終身雇用制および内部昇進制によって封じられてしまっているためである。伊藤レポートは、「経営者がイノベーションに挑戦し、新しいビジネスモデル作りに果敢に取り組むよう報酬のバランスを見直し、金銭的な面も含めインセンティブを高める必要がある」と推奨する¹³¹⁾。それを受けて、2015年制定のコーポレートガバナンス・コードは、「経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべき」であり（原則4—2）、「現金報酬と自社株報酬の割合を適切に設定すべき」であると定め、2018年改訂版コードは、独立社外取締役を構成員とする諮問委員会を設置することで、報酬の検討にあたって独立社外取締役の助言を得るべきであるとした（補充原則4—10①）。そして、ストック・オプションだけでなく、株式報酬の普及を図るために、令和元（2019）年改正会社法は、現物出資・相殺処理による払込みをさせずに株式報酬を付与することができる制度を設けた¹³²⁾。すなわち、令和元（2019）年改正会社法361条1項5号イは、株式の払込みに充てるための金銭を報酬として付与する場合、取締役が引き受ける株式数の上限などの一定事項を報酬決議によって定めれば足りるものとした（つまり、このような場合には金銭報酬に関する同条の一般規定に従わなくてよい）。さらに、令和元（2019）年改正法人税法は、業績連動報酬の算定方法の決定が株主総会を経ないで行われる場合、過半数の独立社外取締役からなる諮問委員会で決定すること、

130) 澁谷・前掲注129) 57頁参照。

131) 経済産業省「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト最終報告書（伊藤レポート）」（2014年8月）、55頁参照（http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokukaikei/pdf/itoreport.pdfにより入手可）。

132) 実務では、株式報酬を役員に付与する方法として、金銭の形で報酬を付与することとし、これにより取締役が取得した金銭報酬債権を現物出資して、株式の払込に充てるという方法が用いられている。この方法は、実質的には株式報酬を付与するのと変わらないが、改正前の会社法によれば、これは金銭報酬の規制（会社法361条1項1号）に服する。前田雅弘「取締役の報酬規制」ジュリスト1542号（2020年）36頁参照。

独立社外取締役・独立社外監査役の全員が賛成すること、支給を受ける業務執行取締役が委員会の審議に加わらないことを要求している（改正法人税法 34 I ③イ(2)）

これらの一連の法改正および自主規制の制定は、果たしてどのような成果を収めたのだろうか。社外取締役に関して東京証券取引所の2021年版コーポレートガバナンス白書が示すデータを見ると、上場企業のうち採用数が最も多い監査役会設置会社（2543社、67.9%）において社外取締役の数が2人以下である会社は約64%であり、3人以上である会社は約36%にとどまり、独立社外取締役の取締役会における比率が3分の1すら満たさない会社は52.4%に上る¹³³⁾。また、2018年の東証一部上場会社83社を対象とする「企業統治実態調査」によれば、独立社外取締役の人数を今後増やすかという質問に対し、67.3%の会社が現状を維持すると回答している¹³⁴⁾。2008年から12年経つ間に、社外取締役に関して強行法と自主規制がかなり整備されていったにもかかわらず、各会社における普及のペースは依然として緩慢であるといわなければならない。インセンティブ報酬についていえば、ストックオプション制度を実施している会社は東証上場会社のうちの31.7%、業績連動報酬制度を実施している会社は同じく39.1%となっているが、東証一部上場企業全体の社内取締役（監査役設置会社または監査等委員会設置会社）と執行役（指名委員会等設置会社）の報酬総額に占める業績連動報酬比率の中央値は2016年の9%から2019年の16.5%へと若干増加したにとどまる¹³⁵⁾。まとめていうと、この時期、社外取締役制度および取締役の報酬制度に関する法制度が一層整備された。高度成長期と比べて、現在、日本企業の社外取締役の比率、社外取締役を採用する会社数、業績連動報酬比率などが顕著に増加しつつあるが、英米企業と比べてまだ十分とはいえない。

133) 東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス2021」、94頁図表81、82、85参照（<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000003zc0h-att/nlsgeu000003zc32.pdf>により入手可）。

134) 佃秀昭「2018年度コーポレートガバナンスの実態に関する調査結果の紹介」商事法務2183号（2018年）24頁-25頁、図表11を参照。

135) 澁谷展由編著『東証一部上場会社の役員報酬設計——2019年開示情報版』（商事法務、2019年）21頁参照。

5 小括

株主のコーポレートガバナンスにおける関与を強化すること、いわば株主エンパワメントを実効的なものとするためには以下の要件を満たす必要があると考えられる。第一に、株式の機関化が進展していることにより、機関投資家株主が、有力株主として関与活動を行う能力を備えていることである。第二に、会社は株主のために存在するものであるという株主用具観が、法律面および実務面において確立されていることである。第三に、今日、機関投資家株主が株主権を一切行使しないということは考えにくい、そのポートフォリオには数百の投資先企業が含まれるため、それらの全部に対して株主権を行使することで経営者を牽制して、企業統治の主役としての役割を果たすことは、かなりの難題を強いるものであるといわなければならない。故に、どのようにして株主の利益に適う行動を経営者に対して要求するかという課題につき、株主エンパワメントは結局、一種の「補充策」と捉えられるべきである。つまり、所有と支配の分離を前提とする経営者の行動を牽制する諸対策（例えば、社外取締役や業績連動報酬）が相当程度高い水準で充足されていない限りは、機関投資家を有効に動かすことができず、株主エンパワメントは実効的に機能しないであろう。

本章で見たように、日本の場合、法制度上は表面的には株主用具観が確立されている。また、1950年代に米国法の取締役会中心主義が移植され、2000年代初期から今日にかけて、社外（独立）取締役制度の導入とこれを中心とする取締役会制度の改革が重ねられてきた。現在、上場会社には社外取締役の設置が法的に義務付けられている。業績連動報酬についていえば、1997年にストック・オプション制度が商法改正により導入され、2015年には、「攻めの経営」を促進するためにインセンティブ報酬に係る税制の改正やガイドラインの公表などが行われた。さらに、令和元（2019）年会社法改正により株式報酬を付与する際の法的障害も取り除かれた。機関投資家の持株比率はこの30年の間に大幅に上昇した。しかし、本章第4節で述べたように、確かに社外取締役制度およびインセンティブ報酬の採用に関する法規制はかなり整備されたものの、実質的に見れば不十分といわざるを得ない。そして、ヘッジファンド・アクティビストが日本市場へ進出したときの経験から、英米の株主至上主義とは異なる会社制度観が日本に根強

く存在していることが判明した。それ故現時点では、日本において、外国に由来する株主エンパワーメントが実効的に機能する条件はまだ十分整っていないというべきである。

いま述べた筆者の評価は、株主エンパワーメントというアングロ・アメリカン型の企業統治システムに由来する企業法政策を実効的に行わせる条件は、現在の日本企業において具備されていないということを意味している。しかし、注意を払わなければならないのは、本章で整理したように、現在の日本企業統治システムは、もはや、高度成長期において典型的に見られたような、株式持合いとメインバンク・システムの下で従業員・経営者が内部的ガバナンスを構築しているという姿を伴うものではないということである。

日本の企業統治システムの歴史上の変遷を見るに、このような典型的なシステムは、戦時統制経済体制の確立というシステム・ワイドな変革の実施により形成されたものである。戦時の統制経済政策は、銀行による間接融資を促進する一方、配当の制限や従業員持株制度により株主のガバナンスを封じ込んで、資本市場の機能を萎縮させた。1945年以降になると、メインバンク・システム、株式の持合い、終身雇用および内部昇進制などが相互に補完することで、安定性のある企業統治システムが完成した¹³⁶⁾。

しかし、1990年代以降、このような典型的なシステムに変化が生じてきた。バブル経済の崩壊および銀行の経営危機を契機に、メインバンク・システムと株式の持合いの解消が進むとともに、アングロ・アメリカン型への収斂を目指す一連の法規制改革が行われた。ただし、この時期において変化が顕著に見られたのは、法制度および資本市場の領域に限られる。他方、企業内部の統治の仕組みや会社観における変容はきわめて緩慢であった。企業統治システムを構成する各サブシステムの間には相互の機能を補完性する関係があるため、仮に企業統治システムを全体的に変革させようとするならば、そこに含まれる各サブシステムを同

136) 比較制度分析の観点からすれば、一つの制度が安定的な仕組みとして存在するのは、社会の中における行動パターンが普遍的になればなるほど、その行動パターンを選ぶことが戦略的に有利となり、自己拘束的な制約として定着するからである。仲田正機「比較コーポレートガバナンス研究のパスpekティブ」仲田正機編『比較コーポレートガバナンス研究』(中央経済社、2005年)33頁参照。

時に全部変えていかなければならないはずである。しかし、あるサブシステムの変化が他のサブシステムに変化を与える契機となり、それが連鎖してシステム全体の変化を徐々にもたらすが、近年の研究で明らかにされている¹³⁷⁾。すなわち、企業統治システムの変化というものはビッグバン型（一挙実現型）ではなく、むしろ漸進的な性格を有しているということである。実際、本章の第4節で整理したように、資本市場と法制度における変化は、他のサブシステムにおける変化を誘発していることが分かる（例えば、取締役会人数の減少および監督と執行との分離、取締役のインセンティブ報酬の増加など）。

そのため、現在の日本の企業統治のシステムは、高度成長期の典型的な姿ではなく、さりとてアングロ・アメリカン型への収斂も不完全であり、むしろ、両者の要素が混ざり合い、ときには衝突し合う状態にあるというべきである¹³⁸⁾。例えば、本章第4節の最後で述べたように、取締役会の構成を見ると、2000年代初期と比べれば社外取締役が一人か二人程度置かれている企業の数が大幅に増加しているが、過半数を占めている企業は稀である。取締役報酬を見ると、インセンティブ報酬を採用する企業は増えているが、インセンティブ報酬が報酬全体に占める割合は欧米諸国と比べて依然として低い。株主の価値が重視されているかどうかを見るに、確かに収益力に関する指標は改善しており、株主への利益の分配割合も大きくなっているが、株主用具観が上場会社の経営実務の隅々にまで浸透しているとはいえない。資本市場において海外投資家の保有率が近年ますます増加していることに鑑みれば、以前のような、株主によるガバナンスを封じ込める日本企業の典型的な企業統治システムには、もはや戻せないのではないかとと思われる。

137) *See generally* in Paul Milgrom, Yingyi Qian and John Roberts, Complementarities, Momentum, and the Evolution of Modern Manufacturing 81 AM. ECON. REV. 84 (1991).

138) 宮島英昭教授は、このような状態を「ハイブリッド型」と称する。機関投資家の保有比率が上昇したという意味での市場ベースの外部ガバナンスと、従来の従業員との長期的な関係に基礎を置く関係ベースの内部ガバナンスとが結合したものがハイブリッド型であるとしている。そして、安倍内閣下の企業統治改革は、上述のようなハイブリッド型の企業統治をファイン・チューニング（洗練）するものであると主張する。宮島英昭＝斎藤卓爾「アベノミクス下の企業統治改革——二つのコードは何をもたらしたのか（上）（下）」商事法務 2235号（2020年）4-12頁、商事法務 2236号（2020年）31頁-38頁参照。

Ⅲ 日本企業の課題につき株主エンパワーメントの有用性

前章で筆者は、株主エンパワーメントが現在の日本の企業統治システムにまだ十分に反映されていないことを明らかにした。それにもかかわらず、筆者はさらに、株主エンパワーメントとそれにかかる法規制改革をやめるべきではないと考えている。本章では、日本企業が抱える課題を摘示し、この課題を解決していく上で株主エンパワーメントが有意義かつ必要であることを論証して、前述の主張に根拠を与えていくこととする。

なお、株主エンパワーメントとそれにかかる一連の法規制改革、ひいてはアングロ・アメリカン型の企業統治への収斂を目指した改革を行うことは、株主権あるいは株主至上主義 (shareholder primacy) を強化する方向に向かうことを意味するが、株主権思想あるいは株主至上主義には短期主義やステークホルダー利益の軽視などのネガティブな面があるのは確かである。本章は、あわせて株主至上主義に関する論争を概観した上で、むしろ株主エンパワーメントこそが、株主至上主義の弊害を修正することができるものであるという議論を展開する。

1 「成長戦略」で指摘される日本企業の課題と、株主エンパワーメントの有用性

2012年12月26日、当時の内閣総理大臣安倍晋三は就任記者会見で「三本の矢」(大胆な金融政策、機動的財政戦略、民間投資の喚起のための成長戦略)からなる経済政策を推進することを表明した¹³⁹⁾。翌年2月18日、産業競争力会議の第二回会合において7つのテーマが掲げられた¹⁴⁰⁾。企業領域と関連が深いものは「産業の新陳代謝の促進」であり、当該テーマに関して行われた2013年3月15日の第四回会合では、コーポレートガバナンスの強化および事業再編の支援・促進を中心とする施策が検討された。コーポレートガバナンスの強化のため

139) 「安倍内閣総理大臣就任記者会見 (平成24年12月26日)」『首相官邸』https://www.kantei.go.jp/jp/96_abe/statement/2012/1226kaiken.html (閲覧日2021年6月24日)。

140) 7つのテーマは、①産業の新陳代謝の促進、②人材力強化・雇用制度改革、③立地競争力の強化、④クリーン・経済的なエネルギー需給実現、⑤健康長寿社会の実現、⑥農業輸出拡大・競争力強化、および、⑦科学技術イノベーション・ITの強化である。

に、会社側には「社外取締役選任の促進が必要」であること、投資家側には「機関投資家が積極的な役割を果たすための規律である日本版スチュワードシップ・コードの導入が必要」であることが提言された¹⁴¹⁾。産業の促進や振興という、通常、予算・税・財政投融资などのインセンティブ系の施策が想定されるが、産業の新陳代謝の主体が民間企業であるとの認識の下で、経営規律の見直しをしたところが、成長戦略の特色であるといわれる¹⁴²⁾。数回の検討を経て、2013年6月14日に「日本再興戦略——JAPAN is BACK」（「成長戦略」とも呼ばれる）が閣議決定された。この「成長戦略」は、日本の産業を再興するにあたって国内の過当競争構造を解消し、投資によるイノベーションを促進し、さらに収益力を向上することを目指すものであり¹⁴³⁾、これらの目的を実現するために、「攻め」の企業経営を強力に促す必要があるとした。そして、コーポレートガバナンスの強化は、このような「攻め」の会社経営を後押しするものであると位置づけられた¹⁴⁴⁾。ここでは、第二回会合で指摘された会社側の統治の仕組み（社外取締役の設置）と投資家側の働きかけ（機関投資家の会社への関与を促すスチュワードシップ・コードの制定）が求められている。

第二次安倍政権で発足した「日本再興戦略」の下での企業統治改革は、それ以前の改革と比べて、株主の役割が重視されているところに特徴があると考えられる。社外取締役や取締役会制度は形式的なものに陥るおそれがあることから、株主は会社側の統治の仕組みの改革をチェックする究極的な主体として、非常に重要であると経済産業省の政策関係者が語っている¹⁴⁵⁾。さらに、2014年に公表された伊藤レポートは、なぜコーポレートガバナンスにおいて株主（機関投資家）の役割を強化すること（言い換えれば、株主エンパワーメント）が企業側の統治構造の改革と並行して行われるべきであるのか、また、なぜ「攻め」の経営（言

141) 日本経済再生本部「第4回産業競争力会議議事要旨」（2013年3月15日）、2頁参照（<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/skkaigi/dai4/gijiyousi.pdf>により入手可）。

142) 三浦聡「成長戦略と企業法制」商事法務 2021号（2014年）60頁参照。

143) 首相官邸「日本再興戦略——JAPAN is BACK」（平成25年6月14日）、27頁参照（https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdfにより入手可）。

144) 「日本再興戦略——JAPAN is BACK」（平成25年6月14日）・前掲注143）28頁参照。

145) 三浦・前掲注142）64頁参照。

い換えれば、収益力の高い経営)を実現する上で株主による企業への関与が重要であるのかに対して、以下のように、より重要な理由を示している。

国際的競争が激しくなっている今日、イノベーションの創出が競争に勝つ決め手であることには疑いがない。前章で述べたように、戦時統制経済体制が確立して以来、日本企業が間接金融に主に依存するという融資体制が確立され、資本市場における収益力が重視されなかった一方、企業経営を長期的視点で行うことが実践された¹⁴⁶⁾。このような経営方式は、イノベーションの創出につながる長期的な投資を可能にするものであり、1980年代に日本企業が国際的競争において優位に立ったことの一つの要因である。しかし、1990年代に入り、バブル経済の崩壊および銀行危機の発生を境として、主要な資本の拠出元は、従来の銀行から資本市場における投資家(株主)へと変化していった。企業のイノベーションの創出につながる設備投資を行うには、投資家側からの大量な資本拠出が必要となり、投資家の企業への投資を促すためには、企業の収益力と資本効率が重視されることとなる。確かに1990年後半から、株主のプレゼンスが高まってきたことに伴い、花王、HOYA、オリックス、ソニーなど、資本効率を意識した経営指標であるEVAを導入する企業が相次いだ¹⁴⁷⁾。しかし、伊藤レポートによれば、「多くの日本企業の経営者はIRの機会などで投資家に対してROE(自己資本利益率)やEVA(経済的付加価値)等の資本市場が重視する指標について語るようになった一方で、社内ではそうした経営指標に言及することなく、社内の論理を優先したり他の指標を掲げたりする、いわば言語を使い分ける傾向が強くなった」という悪しき「ダブルスタンダード経営」が行われていると指摘される¹⁴⁸⁾。このような「ダブルスタンダード経営」が、日本企業の低い資本効率および収益性の要因である。

こうして見たとき、日本の経営者と投資家は相互に不満を抱えていることが分かる。投資家たちは四半期等の短期業績に囚われており、企業の中長期的利益に

146) 伊藤レポート・前掲注131)1頁参照。

147) よく知られるEVAの他に、SVA(shareholder's value added)という指標を取り入れた企業がある。加護野ほか・前掲注20)181頁-182頁参照。

148) 伊藤レポート・前掲注131)1頁参照。

つながるものであるが財務諸表に現れてこない指標（経営者のビジョン、イノベーションの内容、CSR など）には関心がなく、それらの情報を説明しても理解を得られないと数多くの日本企業経営者が感じている。他方、投資家は、経営者が資本効率を表す指標を重視しないことや、企業側がコンプライアンス情報を開示するばかりで、中長期的な投資に役立つ情報を発信しないことを批判し、中長期的な投資をしてもリターンを期待することができないと憂慮する¹⁴⁹⁾。つまり、日本の経営者と投資家の間に意識のギャップが存在している。

ゆえに、収益力重視の経営、いわば「攻め」の経営を実現していく際に、急いで解決しなければならないことは、経営者の意識と、主な資本拠出先となる資本市場投資家の意識との間の齟齬ないし不一致をなくしていくことである。「日本再興戦略」の下で行われる株主エンパワーメント、具体的には、法的手段としての議決権行使や提案権行使、非正式的手段としての「対話」などの株主による様々な関与を促す企業法改革は、両者の意識を統合していくためのものであるということができ、その必要性には疑いがないであろう。

もっとも、株主エンパワーメントが攻めのガバナンスの実現のために必要であるという上述の結論は、あくまでも「良いガバナンス（ここではアングロ・アメリカン型の株主重視のガバナンス）が、企業競争力を強化し、国の経済力を高める」というロジックから導き出されたものであり、このロジック自体の無謬性を当然の前提としているとの反論を受けるかもしれない。その代表的なものとして、現在行われている「攻め」の経営につながる企業統治の改革は、米国がビジネス・チャンスを海外に広げるために行わせているものであって¹⁵⁰⁾、集団主義的な日本的経営思想、あるいは公平性・平等性に配慮する日本型企业統治を破壊し、日本企業の「多様性」ひいては「強さ」を失わせるとの指摘がある¹⁵¹⁾。確かに、

149) 大場昭義「機関投資家の立場から」ジュリスト 1484 号（2015 年）36 頁参照、伊藤レポート・前掲注 131）3 頁参照。

150) 日本の企業統治改革のうち、非常に重要な要素であるコーポレートガバナンス・コードは、OECD が 1999 年に制定した「コーポレートガバナンス原則（OECD Principles of Corporate Governance）」を基礎とするものである。OECD という機関は、「先進国のクラブ」という閉鎖性を有するだけでなく、その中で主導権を握っているのは米国の機関投資家であるとされている。仮屋広郷「グローバル化とコーポレート・ガバナンス改革」社会イノベーション研究 13 巻 2 号（2018 年）73 頁-74 頁参照。

1990年代初期から始まった、規制緩和および株主主権強化を旗印とする日本の企業統治改革は、日米構造問題協議という政治的な影響を受けたものであることは否めない¹⁵²⁾。しかし、前章で述べたように、典型的な日本型の企業統治システムは、従業員の終身雇用および内部昇進、間接金融への依存、非安定株主によるガバナンスへの関与の排除といった、様々なサブシステムによって補完的に形成されるものである。換言すれば、高度成長期において、株主ではなく銀行が主に資本を拠出しており、外部株主からの影響力を株式持合いで封じるという仕組みがあったからこそ、集団主義的な経営思想や、平等・公平を旨とする企業統治の構造という「日本企業の強さ」の基底となっている内部昇進制・終身雇用制が実現し、従業員・経営者という内部者によるガバナンスを稼働させることができたのであり、技術や設備の開発につながる長期的な資本投資を容易なものとなったのである。しかし、バブル経済の崩壊および銀行の経営危機により、日本の企業と銀行との間の関係が変容し、メインバンク・システムと株式の持合いが後退したことが明白となったとき¹⁵³⁾、新たに資金拠出者として期待されるのは資本市場における投資家である。その意味では、典型的な日本の企業統治システムを「破壊」させている「元凶」は、1990年代から現在にかけて進行中の企業統治改革ではなく、むしろ、資本市場への重心の移動と、銀行と企業との間の関係の変容であるというべきである。逆にいえば、銀行の後退と資本市場の活況という情勢にかんがみるならば、日本企業の発展に資する資本を十分に引き込むためには、必然的に、株主至上主義につながる企業統治改革を選択せざるを得ないということになる。

もっとも、上述したところの、攻めのガバナンスを図る企業統治改革（あるいはアングロ・アメリカン型の企業統治システムへの転換）に対する批判には一定の合理性がある。アングロ・アメリカン型の企業統治システムを背景に株主至上主義が確立されたことで、他のステークホルダー利益が軽視され短期主義に偏向

151) 仮屋・前掲注150) 76頁以下参照。

152) II 4(1)参照

153) 上場企業の中に、メインバンク関係から自立する企業群が形成された。そして、2000年代に入り、東証一部上場企業のうち借入のない企業は、2000年度末の10.3%から、12年度末の17.6%を占めるに至った。蟻川＝宮島・前掲注65) 27頁-28頁参照。

するという弊害が英米において顕在化していることは、周知の事実である。株主至上主義や株主主権強化に向かう現在の企業統治改革は日本にこのような弊害をもたらすものである、と危惧する声は少なくない¹⁵⁴⁾。株主エンパワメントとそれを実現するための法規制改革に対しては、従業員をはじめとするステークホルダーに配慮する日本経営者のマインドを株主至上のマインドに変更させるものであり、株主至上主義がもたらす数々の副作用が日本企業において蔓延することを加速させる原動力になるのではないかといった批判が十分考えられる。そこで次に、このような見解を念頭に置いて、株主至上主義それ自体、およびこれに関連する短期主義や他のステークホルダー軽視といった問題点を検討するほか、株主エンパワメントと株主至上主義との間の関係を明らかにすることで、株主エンパワメントの推進が支持されるべきことを論証していくこととしたい。

2 株主至上主義をめぐる議論

株主至上主義の支持論者は、株主がエージェンシー関係におけるプリンシパルかつ残余権者であること、および、株主至上主義ないし株主利益最大化が会社法の原則であることを、その主張の根拠とする。また、支持論者は、株主至上主義それ自体には合理性があるという。それに対して、株主至上主義の批判論者は、支持論者が根拠として上げている点に対して一つ一つ反論を加えているほか、株主至上主義が短期志向や他のステークホルダーへの軽視などの悪い結果を招くと指摘する。以下、支持論と批判論を各々概観していくこととする。

(1) 支持論の立場

① 株主至上主義の根拠

1970年代の英米では、新自由主義の思潮が会社および会社法の領域を席卷した。1960年代までの米国のニューディール政策および英国の「福祉国家(welfare state)」政策が前提とした社会全体の利益に貢献する存在という命題から会

154) 例えば、「制度改革によって株主短期的な利益の追求を促すような制度がもたらされるかもしれない」という批判がよく見られる。コリン・メイヤー（清水真人＝河西卓弥訳）『株式会社規範のコペルニクス的転回』（東洋経済新報社、2021年）序文10頁参照。

社を解放するために、Jensen と Meckling は「契約の束」という理論を提示した。当該理論は契約主義を基礎とするものであり、株主と経営者の関係はプリンシパルとエージェントとの間の契約関係として捉えられており、このとき、エージェントとしての経営者の責務は、プリンシパルである株主の残余リスクを減少していくことであるとされる¹⁵⁵⁾。

株主至上主義の2つ目の根拠は、株主が残余権者 (residual claimants) であるという点に求められる。株主は、会社が得た利益から再投資費用、従業員賃金およびその他の債務などを控除した剰余分 (残余分) のみに対して分配請求権を持つ。そのため、株主は、(残余をより多く実現するために) 会社の利益を最大化するインセンティブを最も有しているとされる¹⁵⁶⁾。これに対して他のステークホルダーの利益は、契約関係を通じて保護されている (例えば、従業員の利益は労働契約により、サプライヤーや顧客の利益は取引上の契約によって確保される) のに対して、残余権者である株主の利益は、株主に最終的な会社コントロール権を与えることによって、初めて確保され得るものである¹⁵⁷⁾。なぜなら、株主の有する剰余金配当を受ける権利は、あらかじめ契約によって決められるものではなく、残余がある限りにおいて実現し得るという点で、不確実性を有するからである¹⁵⁸⁾。

また、株主至上主義は単なる社会通念にとどまらず、むしろ法の基本原則であると、株主至上主義の支持者は主張する。英米の会社法において株主至上主義が定着している。まず米国では、一般会社法としての州会社法において、株主利益最大化原則を明らかにした条文はないものの、Dodge v. Ford Motor Co. 事件判決と eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark 事件判決¹⁵⁹⁾は、株主利益最大化

155) Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 311 (1976).

156) Henry Hansmann and Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L. J. 439, 449 (2001). 日本において、株主を残余権者とみなす法学分野の代表的な論者とその文献として、落合誠一「会社法之目的」浜田道代=岩原紳作編『会社法の争点』(有斐閣、2009年)5頁、田中亘「ステークホルダーとコーポレート・ガバナンス」神田秀樹編『企業統治の多様化と展望』(金融財政事情研究会、2007年)がある。

157) Hansmann and kraakman, *id.*

158) 田中亘『会社法(第3版)』(有斐閣、2016年)74頁参照。

の追求が取締役の義務であることを明示したものであると解されている¹⁶⁰⁾。英国の場合、米国と同様に会社法において株主利益最大化が取締役の義務であることまでは具体的に規定されていないものの、コーポレートガバナンス・コードの端緒になったといわれるキャドバリー・レポートは、株主を会社の所有者として明確に位置付け、取締役会が株主に対して説明責任 (accountability) を負うと明記している¹⁶¹⁾。

日本の場合、会社の第一義的な目的が株主利益最大化であることはやはり会社法において明示されておらず、取締役が負う義務は会社に対するものであるにすぎない¹⁶²⁾。しかし、株主（および持分会社の社員）は、会社に対して剰余金分

159) Dodge 事件において、Ford Motor は、新工場の建設などの大規模資本投資を行う一方で株主に対する配当を停止した。資本投資に関して、ミシガン州最高裁判所は、経営判断原則を用いて、事業に関する意思決定については専門的経営者の裁量に委ねられるべきであるとの判断を下したが、株主に対する配当の停止については、「事業会社は株主の利益の実現を主要な目的として設立され運営されるものである。取締役の権力はその目的のために行使されるべきものである」と判示した。Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 684 (Mich. 1919)。

eBay 事件において、eBay は Craigslist (Craig Newmark と James Buckmaster が創業した、ウェブサイトに無料広告を掲載してコミュニティサービスを提供することを事業とする会社) の株式の 28.4% をすでに保有していたのであるが、Craigslist の経営者である Newmark と Buckmaster は、eBay が株式取得を継続することで Craigslist における支配を獲得することを阻止するために、ライツ・プランを含む一連の防衛策を発動した。Newmark は、Craigslist の社会的価値および社会を本位とする同社の企業文化を、経済的な利益を優先する eBay から守るために、ライツ・プランの採用が不可欠であると主張した。しかしデラウェア州衡平法裁判所は、「デラウェア州の営利会社の取締役は、株主利益最大化を公然と図らないビジネス・ストラテジーを守るためにライツ・プランを利用してはならないのであり、このような利用は、少なくともデラウェア州会社法に定める取締役の信託義務に違反するものである」と判示した。eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark, 16 A. 3d 1, 35 (Del. Ch. 2010)。

160) See e.g. Stephen Bainbridge, *A Duty to Shareholder Value*, N.Y. TIMES (Apr. 16, 2015), <https://www.nytimes.com/roomfordebate/2015/04/16/what-are-corporations-obligations-to-shareholders/a-duty-to-shareholder-value> (last visited on July 19, 2021); Marjorie Kelly, *THE DIVINE RIGHT OF CAPITAL: DETHRONING THE CORPORATE ARISTOCRACY* 54 (Berrett-Koehler Publishers, Incorporated, 2003). 米国法は株主至上主義あるいは株主利益最大化原則を求めると論じる日本語文献としては、田中亘「株主第一主義の意義と合理性——法学の視点から」証券アナリストジャーナル 58 巻 11 号 (2020 年) 8 頁-10 頁、加護野ほか・前掲注 20) 66 頁-68 頁参照。

161) The Cadbury Report (1992), para. 6.1, available at: <https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/cadbury.pdf> (last visited on October 19, 2020)。

配請求権または残余財産分配請求権を有している（会社法105条1項1号・2号、621条1項2項、664条、666条）。また、剰余金または残余財産の分配請求権の双方をまったく与えないことを内容とする定款の定めは無効である（会社法105条2項）。以上に基づいて通説は、会社が、その稼得した利益を出資者に分配することを目的とする営利法人であり、会社の究極の目的は株主利益の最大化であると解している¹⁶³⁾。そして、会社の目的が株主利益の最大化であることから、会社の受任者である取締役が会社に対して負う義務は、「株主に帰属する利益をなるべく大きくすること、すなわち、株主利益最大化を図る義務である」とされる¹⁶⁴⁾。ちなみに、レックスホールディングス事件において東京高裁は、「株式会社は、会社の企業価値を向上させて、会社の利益ひいては企業所有者たる株主の共同利益を図る仕組みの営利企業であり、取締役…の会社に対する善管注意義務は、会社、ひいては、株主の共同の利益を図ることを目的とするものであると解される」と判示している¹⁶⁵⁾。

② 株主至上主義の合理性

会社が、その出資者たる株主に対して利益の分配を最大化することを目的とするなら、出資者の富の創出ひいては社会の富の増大が実現されるという有意義な結果がもたらされる¹⁶⁶⁾。また、より重要な点として、会社のさまざまなステークホルダーの利益を調整する上で、株主至上主義は明白な行動基準として合理性を持つ。すなわち、株主至上主義ないし株主利益最大化の下で、効率的であるこ

162) 会社法330条は、取締役と会社は委任の関係にあるとし、民法644条は、受任者は善良な管理者の注意義務を負うと定めている。また、会社法355条は、取締役は、「会社のため忠実にその職務を遂行する義務を負う」と定めている。

163) 神田秀樹『会社法（第24版）』（弘文堂、2022年）6頁、酒井太郎「商法の構造と基軸概念」一橋法学19巻1号（2020年）218頁注43参照。

164) 田中・前掲注160) 11頁参照。

165) 東京高裁平成25年4月17日判例時報2190号96頁。当該判決は、MBOのような株主と取締役の間に利益相反が存在する場合に、取締役の負うべき善管注意義務の内容に関するものであるが、取締役と株主との間に利益相反関係がなく、他のステークホルダーの利益と株主の利益が衝突する場合に、取締役が株主利益最大化の義務を負うことの根拠にはならないと考えられる。

166) 落合・前掲注156) 5頁参照。

と——費用を上回る便宜を生み出すことが期待される。例えば、あるステークホルダーの利益を図る経営活動が会社に対して効率的である（会社に対してもたらす便宜が費用を上回る）ならば、株主利益最大化の原則に従い、取締役は当該経営活動を推進することになるはずである。逆に、当該活動がステークホルダーの利益につながりこそすれ、会社に対して非効率的であるならば、取締役は当該経営活動をしないはずである。ここで、株主利益最大化をもって経営活動の基準にしないのであれば、ステークホルダーの利益に繋がり会社に対して非効率的な経営活動も許容されるが、この場合、既存従業員の長期雇用が維持される一方、新規従業員の採用が抑制されるといったように、ステークホルダー間で対立が生じることになるかもしれない¹⁶⁷⁾。言い換えれば、株主の利益を図る経営は、明白な指標（株価や、上述した効率性）に準拠することができるのに対して、ステークホルダーの利益を図る経営には明確な基準が存在しないため、取締役の恣意的な判断を助長する恐れがあると考えられる¹⁶⁸⁾。

さらに、株主を最優先する立場——株主至上主義——をとったとしても、それは株主利益のみを重視して他のステークホルダーの利益を全く無視する結果にはならないと支持論者は主張する。たとえば、会社が社会福祉の促進や慈善の目的で寄付することは、短期的には株主利益に繋がりにくいけれども、会社の評判を高めて、株主の長期的な利益の増加に結びつく可能性があるものであり、慈善活動等が会社の規模などを考慮して合理的な範囲内で行われている限り、取締役は義務違反責任を負わないものと解される¹⁶⁹⁾。

(2) 批判論の立場

① 株主至上主義の根拠に対する反論

株主至上主義の批判論者は、まず、株主と経営者との関係をエージェンシー関係と捉える株主至上主義の前提に誤りがあるという。チーム生産論（team pro-

167) 田中・前掲注 160) 13 頁-14 頁参照。

168) 落合・前掲注 156) 5 頁参照（落合教授は、この点がステークホルダー至上論の最大の欠陥であると指摘する）。

169) 落合誠一「会社法の目的——株主利益最大化原則の検討」岩村正彦ほか編『岩波講座現代の法 7 企業と法』（岩波書店、1998 年）24 頁参照。

duction theory) に従うならば、取締役は株主のエージェントではなく¹⁷⁰⁾、むしろ、会社の財産と生産活動を最終的にコントロールできるような力を持つ主体であり、様々なステークホルダー・グループの利益バランスを維持することを任務とする「裁定階層 (mediating hierarchy)」である¹⁷¹⁾。それゆえ、取締役は会社それ自体に対して信認義務を負うものの、その義務に株主利益最大化は当然には含まれない。

株主が残余権者または剰余権者であることが株主至上主義の根拠とされていることに対して、たとえば、Stout 教授は、米国の公開企業 (public corporation) において、株主に剰余金の配当を行おうとする場合、①好調な運営状況の下で会社に留保利益 (retained earnings) があり、②取締役会が剰余金の配当を発議するという2つの条件が満たされなければならないことを指摘する¹⁷²⁾。つまり、たとえ会社において分配可能額が存在していても、取締役会が自らの判断で配当を行わないこととし、他のステークホルダーの利益につながる活動にそれらの利益を分配することは制度上許されている。この点からすれば、公開企業の株主は、利益の分配を要求する権利を唯一与えられた残余権者 (剰余権者) ではなく、他のステークホルダーと並んで「パイの分配を受ける者」にすぎないということである¹⁷³⁾。

株主至上主義は会社法の基本原則として判例上確立しているとする主張に対しても、批判が加えられている。米国の事例について見るに、Dodge v. Ford

170) チーム生産論の代表者な提唱者である Lynn Stout 教授によれば、プリンシパル = エージェント関係の前提となるのは、プリンシパルは、エージェントに対して何かをするかしないかを直接的に要求することができるような力を持つ、ということである。しかし、米国会社法が公開企業 (public corporations) の株主に与える権利 (議決権、訴訟提起権、提案権、株式の譲渡) は非常に限定されており、その結果、彼らは、剰余金の分配、会社の資産の処分などを要求できず、経営者たる CEO をも選任することすらもできない。See Lynn A. Stout, THE SHAREHOLDER VALUE MYTH: HOW PUTTING SHAREHOLDER'S FIRST HARMS INVESTORS, CORPORATIONS, AND THE PUBLIC 32 (Berrett-Koehler Publishers, Incorporated, 2012).

171) See Margaret M. Blair and Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247, 291-292 (1999).

172) Stout, *supra* note 170, at 31; DEL. CODE ANN. tit. 8, § 170.

173) Stout, *id.*

Motor Co. 事件の判決理由では背後事情が明らかにされていないが、利益処分判決を受けた後、創業者 Ford は、Dodge 兄弟などの少数派株主の会社政策に対する影響力を排除するために、銀行借入により Ford Motor の社外株式全部を取得して、創業時からの他の株主を全員排除し、Ford 一族による持株体制を確立させている。こうした事実を踏まえて、本件は、閉鎖会社において支配株主が少数派株主を抑圧した事例にあたり¹⁷⁴⁾、閉鎖企業とは性質上全く異なる公開企業は、本判決の射程には入らないと指摘されている¹⁷⁵⁾。また、多くの州の一般会社法には、業務執行を行う際に取締役が会社のステークホルダーの利益に配慮することができる旨を会社の基本定款または付属定款に定めることを許容する規定、いわゆるステークホルダー条項 (constituency statutes) に関する規定が設けられていて¹⁷⁶⁾、株主利益最大化をある程度または相当程度排除することが許容されている。それゆえ、株主利益最大化が取締役の義務であるとは当然には言えないとの指摘がある¹⁷⁷⁾。英国の場合、2006 年に新設された英国会社法 172 条は、取締役が「会社の成功を促進する義務」を負うものとし、従業員、供与者、顧客、社会などのさまざまなステークホルダーの利益を配慮することを求めている。この事実、英国会社法が株主至上主義からステークホルダー至上主義に転換している兆候を示すものではないかとの見解がある¹⁷⁸⁾。

日本において、営利法人とは、その対外的事業活動によって得られる利益をその構成員に分配することを目的とする法人であるとするのが通説である¹⁷⁹⁾。同

174) 畠田公明『会社の目的と取締役の義務・責任——CSRをめぐる法的考察』（中央経済社、2015 年）68 頁-69 頁参照。

175) Stout, *supra* note 170, at 22.

176) 2016 年までに、合計 34 州がこのような条項を設けている。See Caroline Flammer and Aleksandra Kacperczyk, *The Impact of Stakeholder Orientation on Innovation: Evidence from a Natural Experiment*, 62 MANAG. SCI. 1982, 1983 (2016). しかし、会社法がもっとも先進的であると言われるデラウェア州一般会社法は、このような規定を設けていない。

177) See generally Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N. Y. U. L. Rev. 733 (2005).

178) 広田真一「株主第一主義か、ステークホルダー主義か——世界の経済・社会・企業の観察から」証券アナリストジャーナル 58 巻 11 号 (2020 年) 23 頁参照。

179) 谷口知平ほか編『新版注釈民法 (2)』（有斐閣、1991 年）191 頁参照。

説に従うならば、営利法人である会社の目的は、当然に、自らの出資者に利益を分配することにある¹⁸⁰⁾。これに対し、「営利・非営利」の区別は、単に利潤獲得を目的とするかどうかという基準で行われるべきであり、当該法人が営利法人であるからといって、その利潤は社員への分配に充てられるべきものであるという結論が当然に導かれるわけではなく、その得た利潤を社員に分配するか社会に用いるかを問わず、営利事業を目的とする法人が営利法人であるという「営利事業説」も有力に主張されている¹⁸¹⁾。営利事業説に従えば、営利法人としての会社は、それ自体の利潤獲得を目的としているにとどまり、その構成員の利益を最大化する目的を本来的に有するものではないということになる。

② 株主至上主義がもたらす悪影響

株主至上主義が抱える問題点として最も多く指摘されているのは、経営の短期主義を招いて会社の中長期的な利益を毀損させるということである¹⁸²⁾。株主は短期志向を持つ者であるから、株主至上主義の下で経営者は、株主の機嫌を損ねない措置を講ずる圧力に晒されている。株主の短期志向を端的に示すものとして、21世紀に入り、とりわけ米国において短期志向のヘッジファンドが急激に成長していることである¹⁸³⁾。ヘッジファンドのマネージャーには、多くの場合、運用報酬ベース（運用資産の2%）を基礎として、固定報酬ではなく投資収益の20

180) 上柳克郎ほか編『新版注釈会社法（1）』（有斐閣、1985年）39頁参照。

181) 倉沢康一郎「営利社団法人の意義」慶應義塾大学法学研究44巻3号（1971年）207頁参照。

182) コリン・メイヤー（宮島英昭監訳）『ファーム・コミットメント——信頼できる株式会社をつくる』（NTT出版、2014年）日本語版序文iii頁参照。

183) ヘッジファンドは1920年代に登場していたと言われることもあるが、最初のものは、1949年に社会学者であったAlfred Winslow Jonesによって設立された、投資商品を買付けると同時に割高の投資商品を売り付けというリスク回避手法を用いる、新型の投資パートナーシップにあると考えられる。Frank Partnoy, *US Hedge Fund Activism*, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 101 (Elgar, 2018). 1996年の米国投資会社法改正によって、適格購入者という概念が導入され、投資会社法の適用除外対象の範囲が拡大し、ヘッジファンドは適格購入者として投資会社法の適用を免れることができるようになったため、投資先企業への集中投資が可能となった。清水真人「米国投資会社によるアクティビズム促進のための投資会社法改革論の展開」徳島大学社会科学研究所30号（2016年）77頁-80頁参照。

% が成功報酬として払われる。そのため、ヘッジファンドのマネージャーは自分の報酬を増加させるために、市場インデックスと比較した相対的なリターンではなく、むしろ絶対的な高いリターンを狙うという短期志向を持っている¹⁸⁴⁾。加えて、資本市場の主要参加者である主流機関投資家（年金基金、投資信託、保険会社等）においても、短期志向を誘発する構造が存在すると批判される。例えば、年金基金などのような資産保有者が運用業務を資産運用者に委託する場合には、四半期ごとに、市場インデックス（S & P 500, FTSE 100 など）の指標に照らして資産運用者の運用業績を評価するという慣行が、投資業界において行われているとされる¹⁸⁵⁾。資産運用を担当するマネージャーの報酬と賞与は業績に結び付けられており、とりわけミューチュアル・ファンドにおいて、マネージャーの業績評価は、四半期ごとの市場インデックスに基づいて行われていることから、こうした投資業界の慣行が短期リターンを追求する誘因になっている可能性があるとの批判が見られる¹⁸⁶⁾。

株主の短期志向は、株主至上主義が確立することにより、経営者の論理において短期主義を横行させる大きな原動力となる。株主利益最大化のために経営者を規律づける手段として、ストック・オプションや株式連動報酬などのようなインセンティブ報酬体系が採用されていった。しかし、1990 年代の英国の一連の企業不祥事、2000 年代の米国のエンロン事件やワールドコム事件、2008 年の世界金融危機は、株主至上主義に対する上記の批判に根拠を与える格好の経験となり、過大な経営報酬スキームの下で経営者が過度なリスクを追求したことによって、株主は、「被害者よりも、むしろ加害者」になってしまったと批判されるに至っている¹⁸⁷⁾。

184) Partnoy, *supra* note 183, at 103-104.

185) Simon C. Y. Wong, *Why Stewardship is Proving Elusive for Institutional Investors*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, July/August 2010, p. 407, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1635662>.

186) Wong, *id.*

187) John C. Coffee, Jr., *Systemic Risk After Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight*, 111 COLUM. L. REV. 795, 799 (2011).

3 私見

(1) 株主至上主義が有する合理性

——株主至上主義の全面的な否定には問題があること

以上、株主至上主義をめぐる長年にわたる論争を概観した。筆者の見解によれば、批判説の立場は相対的に弱いものと考えられる。批判論に対する筆者の反論は以下の通りである。

米国会社法には株主至上主義が全く明文化されていないとの指摘についていえば、英日と比べて、制定法上、株主の関与権が大幅に制限され、経営者の自由裁量権が相当程度確保されているという制度環境の下で、経営陣は「中心的な裁定者」のように強力な裁量権を持ち、これにより株主価値の呪縛から逃れ、自由に会社の利益分配を決定できるといえるかもしれない。しかし、経営者に強力な支配権、あるいは自由裁量権が付与されているのは、経営陣が「目に見える手」として、企業の生産、流通、マーケティング等を効率的に統合することができるようにするためである¹⁸⁸⁾。取締役の強い自由裁量権 (director discretion) は、企業価値をもっとも効率的に実現するための手段 (means) にすぎないのであり、会社の目的 (ends) 自体を変容させる力、具体的には、米国会社法において株主利益最大化という目的を消し去るだけの力があるという結論を直ちに導くことはできない。ちなみに、前述のように、数多くの州の一般会社法は、ステークホルダー条項 (constituency statutes) を許容する規定を置いているが、デラウェア州会社法にはそのような規定が存在しない。このことに関してデラウェア州最高裁判所の元裁判長 Strine は、デラウェア州会社法の下で、自由裁量権が相当程度確保されている経営陣には、株主利益の追求が目的として強力に設定されていることを強調する¹⁸⁹⁾。デラウェア州が各州との競争に勝ち、多くの会社（ないし出資者）によって設立州として選択される理由は、株主利益が相当程度重視されていることにあるということができる。以上述べた米国会社法（とりわけデ

188) Chandler, *supra* note 6, at 7.

189) See Leo E. Strine, Jr., *The Soviet Constitution Problem in Comparative Corporate Law: Testing the Proposition that European Corporate Law is More Stockholder Focused than U.S. Corporate Law*, 89 S. CAL. L. REV. 1239, 1249-1250 (2016).

ラウェア州会社法)のモデルが、株主利益最大化を会社の目的(ends)として、経営者支配あるいは取締役支配をこの目的の実現のための手段(means)とするものであることは、確かであるといわなければならない。

取締役が会社の成功を促進する義務を負うことを定めた2006年英国会社法172条は、「洗練された株主価値」(enlightened shareholder value, ESV)を具体化するものである。株主至上主義の根拠となるエージェンシー理論の重鎮であるJensenは、経済効率性と株主投資のリターンを両立する概念としてESVを掲げ、株主の短期主義のみを追求してステークホルダー利益を無視すれば、企業の長期的価値の最大化が困難になるという¹⁹⁰⁾。しかしながら、ステークホルダー至上主義には明確な行為基準がないため、経営者の恣意的な行動を助長しがちであるという大きな問題がある。実際、ステークホルダー至上主義の支持者の多くは、資本市場、支配権市場などの制約を免れたい経営者たちである¹⁹¹⁾。ESVは、他のステークホルダーの利益に配慮することを求めるものであるが、最終的には中長期的な株主利益ないし会社の利益を実現することが会社経営の目的であるという考え方に基づくものであり、それを測るために経営者と取締役について設定された一種の成績評価表(scorecard)にたとえることができる¹⁹²⁾。また、英国会社法417条は、上場会社から株主に提供される包括的な開示情報として、利害関係者に関する内容を含むことを求めている。取締役が会社成功促進義務を履行しているかどうかを判断するのは株主である。この点に着目すると、ステークホルダー利益への配慮を目指すにあたって英国が採用する方法は、株主至上主義あるいは株主利益最大化という目的を排除して株主の地位を劣後させるというのではなく、むしろ、目的を変えないまま株主側の「責任感」を喚起しようとするものである。

日本会社法において株主利益最大化が会社の目的であることは、その条文に照らして明瞭であるといつてよい。営利法人である株式会社は、定款の定めをもつ

190) See generally Michael C. Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Function*, 14 J. APPL. CORP. FIN. 8, 16 (2001).

191) Jensen, *supra* note 190, at 21.

192) Jensen, *supra* note 190, at 17.

としても、残余財産分配請求権と剰余金配当請求権の両方を株主から奪うことが許されない（会社法105条2項）のに対して、非営利法人である一般法人（一般社団法人および一般財団法人）では剰余金の分配が禁じられている（一般社団法人及び一般財団法人に関する法律11条2項、35条2項、153条3項2号）。他方で一般法人は、本来の目的と並んで、収益事業（利潤獲得）を目的とすることもできると解されている¹⁹³⁾。先に述べたように、「営利法人」における「営利」とは、法人自体が収益につながる事業を行うことができるかどうかという基準でなく、出資者への利益分配が可能であるかどうかによって決められる。ここにおいて、営利法人である会社が、その出資者への利益分配を最大化することを目的としていることは自明である。この点に関して批判論者は、会社法は確かに株主の剰余金配当請求権等を規定しているが定款で一定程度制限することも認められており、その場合には「利益分配の要素が希薄化している」のであり、他方、一般社団法人の社員も、清算の段階に経済的・実質的に残余財産の分配を受けることが可能とされている（一般社団法人及び一般財団法人に関する法律239条1項2項）。その結果、株式会社と一般法人との間に質的な差異はないこととなるから、会社の営利性についても、会社自体の事業活動による利潤の獲得という営利事業説によるのが合理的であるというのである¹⁹⁴⁾。しかし、株式会社では定款で制限されている剰余金配当請求権を株主提案で復活させることが問題なくできるのに対し、一般法人の場合、社員も社員総会において提案権を有するものの、剰余金配当権を定めるための定款変更にかかる提案は、内容の法令違反であって不適法である。

思うに、株主至上主義に対する批判論が抱える論理的な欠陥は、次の点にあるといえるだろう。批判論者は、株主利益最大化が大規模上場企業の目的であることに強く反対する一方、所有と支配との分離が顕著ではない小規模企業でそれが目的となることには反対しない¹⁹⁵⁾。批判論によれば、所有と支配が分離していない小規模会社は株主の利益の実現のために設立されたものであると捉えられ、

193) 川村正幸＝品谷篤哉＝酒井太郎『コア・テキスト商法総則・商行為法』（新世社、2019年）18頁-19頁（酒井）参照。

194) 畠田・前掲注174）56頁参照。

株主利益最大化がこのような会社の目的であることは自明となる。批判論は、小規模会社（あるいは所有と支配が分離していない会社）と大規模上場企業を区別しているようであり、小規模会社において株主の利益を最優先とすることを認める一方、大規模上場企業の場合にこれを認めない。確かに、小規模会社の株主（主として投資株主）と大規模上場企業の株主（主として投機株主）との間には差異があることはいうまでもない。しかし、このような差異はあくまでも、所有と支配との分離が進展している大規模上場企業において、株式を分散保有している株主が、株主総会の一員として会社事業に参加するための権利の行使を怠っているという点においてのみ見いだされるものである。金銭的利益に関する権利を重く見ていることは、投資株主か投機株主を問わず、変わりがないはずである。したがって、利益の分配に関し、投資株主の優先的な地位を認める一方で投機株主についてこれを否定するという態度は、論理的に整合性がない。

自由主義を基軸とする近代資本主義において、株式会社は、資本の論理に貫徹された私的所有主体であり、私益の追求がその本来の目的である。他方で、確かに株式会社は、社会的生産活動の最も重要な担い手として、ステークホルダー（従業員、顧客、社会など）の利益と密接な関係を有している。このように、私益追求と公益実現という二律背反は、株式会社が背負わなければならない一種の宿命であるとされる¹⁹⁶⁾。とはいえ、公益の実現は、会社の本来の目的を変えるほどに確保される必要はないはずである。株主利益最大化も、現在の株主利益だけでなく、将来の株主利益も含まれると考えられる以上、必ずしも厳格に解釈する必要はない。また、上記のESVの概念が示すように、株主至上主義を維持したまま、他のステークホルダーの利益および公益性も確保できる。

さて、第二次世界大戦以降、「企業それ自体の思想」が定着していると考えら

195) 例をあげると、株主価値理論あるいは株主至上主義が米国において定着してきたことを強く批判する Stout 教授の著作 *The Shareholder Value Myth* の序文には、「ディープウォーター・ホライズン事件は、今日、数多くの公開企業（public corporations）に顕在するより大きな問題の現れの一例である。この問題の所在は、株主価値という考え方であろう」という記述があることからすると、株主至上主義への批判が公開企業に限定されているように思われる。Stout, *supra* note 170, at 2.

196) 新山雄三『論争“コーポレートガバナンス”——コーポレートガバナンス論の方法の視座』（商事法務研究会、2001年）134頁-135頁参照。

れるドイツ法制およびドイツの会社ならびに高度成長期の日本企業は、上述の解釈に沿うものではないが、この点はどう解されるべきだろうか。ドイツと日本（とりわけ20世紀後半の両国）は、「調整された市場経済」(coordinated market economies, CME)の下にある資本主義国、すなわち、政府の経済への介入の程度が大きく、金融の面で株式市場よりも銀行が中心となっている国である¹⁹⁷⁾。CMEの下での資本主義は、自由主義を基調とするものではないから、会社もまた本来の形態から一定程度乖離している。20世紀後半におけるドイツおよび日本の会社は、株式持合いによって安定株主を確保し、安定株主の「黙認」の下で、企業目的を株主利益最大化から企業自体や従業員その他の利益中心に変化させていった。そして、会社の主要資本拠出先が銀行であったことから、株主利益最大化という目的をとらなくても、会社は資本市場からの反発をほとんど受けなかった。しかし今日、資本市場の役割がますます増大してきている背景の下で、以前のような目的は維持困難になってきている。その一例として、共同決定制度という形でステークホルダー至上主義が法的に定められているドイツの例を挙げることができる。ドイツでは、1990年代後半から、株式投資を促進するために資本市場振興政策が採用された。これによりプレゼンスが大きくなった海外投資家からドイツのステークホルダー主義に対する批判が高まり、2002年にはドイツもまた株主価値を重視するコーポレートガバナンス・コードを策定するに至っている¹⁹⁸⁾。

(2) 株主至上主義による弊害を克服するための方法

以上の論述から、筆者は株主至上主義に対して無条件の賛意を示しているのかのように思われるかもしれない。しかし、株主至上主義が短期主義の行動を誘発し、社会格差の拡大などの弊害をもたらしたことは否定することができない。それゆえ筆者は、規制緩和の産物といえる株主至上主義が一定の制約に服するべきであ

197) デヴィッド・ソスキス＝ピーター・A. ホール（遠山弘徳ほか訳）『資本主義の多様性：比較優位の制度的基礎』（ナカニシヤ出版、2007年）42頁以下参照。

198) 大杉謙一「コーポレート・ガバナンスと日本経済：モニタリング・モデル、金融危機、日本的経営」金融研究2013年10月号114頁参照（<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk32-4-4.pdf>により入手可）。

ることをここに明らかにしておきたい。すなわち、現在の日本において進められている株主主権の強化の背後には、平等、企業の中長期価値の実現に適した日本型企業統治を破壊する結果をもたらす株主至上主義があるととらえ、株主至上主義に基づく現在の改革に反対する論者がいるが、これに対して筆者は、グローバル化した経済体制およびこれに影響を受けた政治体制にかんがみて、資本主義世界において株主主権強化という道は不可避であるとするものであり、かつ、株主至上主義を全面的に否定することなくして、株主至上主義におけるアグレッシビティを払拭したりこれを改善したりすることができると考えている。

短期主義を標榜し、または短期志向の傾向が顕著であるヘッジファンド・アクティビストが企業統治において有益な役割を果たしていることを示すための実証研究が、とりわけ米国において盛んに行われている。代表的なものとして、Bebchuk ら (2015) は短期志向のヘッジファンドが経営に関与した企業の5年後のパフォーマンスを分析し、投資開始5年後のROEとTobin's Qなどの指標が改善されたことを明らかにし、株主の短期志向は必ずしも企業の中長期的な価値の劣化を招かないと主張した¹⁹⁹⁾。しかし、この研究において企業の中長期的な価値を表す指標として用いられたのはROEおよびTobin's Qであって、いずれも株主への還元を高めることで数値を改善することができることから、短期志向のヘッジファンド・アクティビストが介入した結果、企業自体の価値ではなく株主への分配のみが増加している可能性を否定することができない。他方、CoffeeとPalia (2015) は、ヘッジファンド・アクティビストが経営に関与した後に、企業の中長期的な価値の向上につながるR & D投資が減少する傾向が観察されたという²⁰⁰⁾。現時点における先行研究による限り、筆者は、短期主義を掲げ、または短期志向が顕著であるヘッジファンド・アクティビストが企業の中長期的な価値の実現に役に立つものであるとする、Bebchuk らに代表される見方には賛成しない。

199) Lucian A. Bebchuk, Alon Brau and Wei Jiang, *The Long-term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COLUM. L. REV. 1085, 1155 (2015).

200) John C. Coffee Jr. and Darius Palia, *THE WOLF AT THE DOOR: THE IMPACT OF HEDGE FUND ACTIVISM ON CORPORATE GOVERNANCE* 573 (Now Pub, 2016).

ちなみに日本企業では今日、株主主権の強化ひいてはアングロ・アメリカン型の企業統治システム実現に向けた改革が進められているが、過去長年にわたって株主によるガバナンスが制限されてステークホルダー至上主義が浸透していたため、現在のところ株主至上主義は過度なものとなっておらず、短期主義が現実問題視される状況には至っていないと思われる²⁰¹⁾。しかし、最近、リキャップCBの発行および自己株式の取得が増加している事実²⁰²⁾に照らし、現在行われている企業統治改革は企業の中長期的な利益につながる投資活動を促進していないのであり、株主への還元のみが増えているのと批判が見られる²⁰³⁾。確かに、このような事象は、成長戦略と伊藤レポートが唱える最終的な目的、つまり、日本企業の国際的競争力を高めるためのイノベーションの創出および企業の中長期的な価値の実現に反するものと筆者は考える。柳明昌教授も同じ懸念を指摘した上で、これらの最終的な目的を実現するために、20年から30年の長期を想定した無形資産への投資が不可欠であり、投資家の論理と経営者の論理が「このサイクルに合わせられるべきである」と提言する²⁰⁴⁾。日本の経営者は一貫して中長期的な視点に立つ経営を行ってきたが、これを維持されるべき前提としたときの投資家の側の意識の問題として、どのようにして投資家の論理に中長期的な企業価値への配慮を取り込むのが核心的な問題となる。このことについて筆者は、信託銀行、保険会社、年金基金、投資会社などの主流機関投資家の権利を強化し、それらの投資家と企業との間の中長期的な企業価値の向上に向けた関与活動（エ

201) 斎藤卓爾「国際比較から考える日本企業のコーポレートガバナンスの現在地」証券アナリストジャーナル 58巻11号(2020年)52頁参照。

202) 日本企業によるリキャップCB発行を伴うリキャピタライゼーションが最も盛んに行われたのは2008年である。当時は海外投資家を中心に日本企業の資本効率の悪さ、ROEの低さに批判が集中していた。2008年にリキャップCBの発行が盛んになされたのは、こういった状況を当時の経営者が敏感に感じ取ったためであるという指摘がある指摘される。その後のリーマンショックにより、キャップCBの発行が減少した。しかし、2013年、2014年になると、リキャップCBの発行額が伸びている。重本洋一「日本企業によるリキャップCB発行の現状とその狙い」広島経済大学経済研究論集 37巻4号(2015年)73頁-74頁参照。

203) 「低下続く労働分配率(下) 企業、労働者の努力に報いよ」『日本経済新聞』(2020年2月21日)。

204) 柳明昌「ショートターミズム(短期主義)問題の真相と本質」森淳二郎先生退職記念『会社法の到達点と展望』(法律文化社、2018年)479頁参照。

ンゲージメントや議決権行使)を強化すること(つまり、株主エンパワメント)こそが、有効な問題解決策であると考えている。

以上を整理すると、筆者は、主流機関投資家の関与活動(エンゲージメントや議決権行使)を強化する株主エンパワメントは、これまでアングロ・アメリカン型の企業統治システムにおいて顕在化していた株主至上主義の弊害(短期主義と他のステークホルダー利益の軽視)を払拭することができるだけでなく、日本企業の課題、すなわち資本投資を呼び込むために収益力を向上させるとともに、イノベーションの創出のために真の企業の中長期的な価値を実現させることにも、非常に重要な貢献を果たすと考えられる。簡潔に言えば、このような主流機関投資家の関与活動を強化する株主エンパワメントは、株主至上主義とステークホルダー至上主義との間のバランスを維持することができる優れた手段であるといえる。

株主エンパワメントの担い手として、なぜ、主流機関投資家に対して期待を寄せるべきであるのかについて、以下の根拠を挙げることができる。まず、主流機関投資家(特に投資会社)に株式保有が集中するようになった。米国において、代表的な投資会社で構成される「Big three」の保有比率は、2019年の時点で、S & P500 構成企業の発行株の20.5%、Russell 3000 構成企業の16.5%を占めている²⁰⁵⁾。また、2017年の時点で、VanguardはS&P500構成会社の全社に対して5%以上の持株比率を有している²⁰⁶⁾。米国と比べれば、GPIFからの委託を受ける日本のアセット・マネージャーの株式保有集中化は進展していないが、それでもGPIFによる日本株組み入れや日銀ETFの購入拡大により、三大信託銀行のエンゲージメントおよび議決権行使体制の整備は着実に進展しており、今後、投資先企業のコーポレートガバナンスにおける役割が上昇していくものと期待される²⁰⁷⁾。こうして、主流機関投資家は、ブロックホルダーとして企業側の行動あるいは経営者の行動を牽制する力を有することになるであろう。他方、前述の

205) Lucian Bebchuk and Scott Hirst, *The Specter of The Giant Three*, 99 B. U. L. REV. 721, 736, table 5 (2019).

206) Bebchuk and Hirst, *id.* at 735, table 4.

207) 宮島 = 斎藤・前掲注138) 35頁参照。

ように、こうした機関投資家においても短期志向を誘発する報酬支給システムが存在するから、主流機関投資家も短期志向を持つのであり、有力株主としての影響力が投資先企業において行使されることとなれば、投資先企業の経営者もまた短期志向の活動を行うことになるといった理論上の批判が見られる²⁰⁸⁾。しかし、数多くの実証研究は、主流機関投資家の持株比率が高ければ高いほど、その投資先企業の経営者がR & D投資を削減する可能性が低くなることを示している²⁰⁹⁾。さらに言えば、最近、長期的に株主価値を最大化していく上で、ステークホルダーの利益に配慮することが重要であるという認識がこれらの機関投資家の間にも定着しはじめているとの指摘がある²¹⁰⁾。ある実証研究は、S&P1500の構成企業の内部資料や声明文を分析した上で、企業倫理や人権に関する経営方針の多くが、それらの機関投資家株主の要求と圧力によって実現したことを明らかにしている²¹¹⁾。以上の実証研究の分析結果を踏まえるならば、主流機関投資家は、むしろ、企業の中長期的な価値の実現およびステークホルダー利益の重視を促進する役割を果たすものであると言えよう。

4 本章の結論

本章では、いくつかの角度から、株主エンパワーメントという施策の必要性を論じた。まず、企業成長戦略という政策を契機として、ポスト持合い時代の日本企業の課題は、主要な資本調達元とせざるを得なくなった投資家株主の理解を得るため、それまで資本効率や収益力を重視しなかった日本企業の経営者の論理に投資家の論理を融合させることであったという考察を行った。投資家と投資先企

208) Wong, *supra* note 185, at 407.

209) See Brian J. Bushee, *The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior*, 73 ACCOUNT. REV. 305, 330 (1998); also see generally Li Eng and Margaret Shackell, *The Implications of Long-Term Performance Plans and Institutional Ownership for Firm's Research and Development (R&D) Investments*, 16 J. ACCT., AUDIT. & FIN. 117 (2001).

210) 雨宮愛知「株主が主導するステークホルダー主義への転換——米国における脱株主第一主義の動き」証券アナリストジャーナル 58巻11号(2020年) 35頁参照。

211) See Cathy Hwang and Yaron Nili, *Shareholder-Driven Stakeholderism*, University of Chicago Law Review, Vol. Online, 2020, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3630480>.

業との間の深い関係を構築することを目指す株主エンパワメントは、攻めのコーポレートガバナンスに向けた改革の重要な一環であるといえる。しかし、攻めのガバナンスが良い企業統治システムであり、良いシステムは企業の国際的な競争力を高める、といった政策のロジックに対しては強い批判もある。それらの批判の焦点は、攻めのガバナンス（あるいは、これが前提とする、株主至上主義を基本とするアングロ・アメリカン型の企業統治システム）が決して良いものとはいえず、最終的に短期主義、ステークホルダーの利益の軽視などの様々な問題を生じさせるというところにある。本章では、アングロ・アメリカン型の企業統治システムの基盤となる株主至上主義に対する賛否両論をまとめて、株主至上主義を全般的に否認することには論理的に整合性がないけれども、株主至上主義によってもたらされる短期主義などの弊害があるのは明らかであるから、これを適切に修正すべきであるとの結論を示した。このようにして、株主至上主義において存在する問題を修正することができる具体的な方法（つまり、株主による責任感のある関与を強化すること）が解明されたことにより、株主エンパワメントの施策が必要であることの論拠が得られたものと筆者は考える。

IV 結論に代えて

— 日本において行われている株主エンパワメントと将来の展望

近年の日本では、とりわけ 2013 年に企業成長戦略が全面的に実施されて以降、同戦略に基づく施策として、上場会社のガバナンスにおける株主の役割の強化、すなわち株主エンパワメントに関する法規制改革が進められている。機関投資家株主の投資先企業への関与を促進することを目的とした、日本版スチュワードシップ・コードの策定・改訂は、その代表例の一つである。日本版スチュワードシップ・コードは、英国版のスチュワードシップ・コードを模範として、企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指している。すなわち、スチュワードシップ活動（目的を持った対話あるいはエンゲージメント、議決権の行使を中心とする企業への関与活動）によって、投資先企業の価値が向上すれば、それは株主の利益につながり、株主が

機関投資家であるならば、投資を行っているアセット・マネジャーを通じて、資金を拠出しているアセット・オーナー（年金基金・保険会社等）に利益がもたらされ、究極的には年金基金の加入者や保険会社の顧客などの受益者の財産であるアセット・オーナーの財産が増えることで、これらの最終受益者の利益が実現されるという、インベストメント・チェーン（波及効果）を念頭に置き、機関投資家の投資先企業のコーポレート・ガバナンスを向上させる役割が期待されている。

このような株主エンパワーメントという会社法制改革の趨勢は、もともと英米に起源を持つものであり、世界金融危機の際に英米型の企業統治システム（あるいはアングロ・アメリカン型の企業統治システム）において露呈した欠陥を解決するために採用され始めたものである。そして本論文は、株主エンパワーメントという、英米に起源を持つ会社法制改革の趨勢が果たして日本に適合するのかという核心的問題を検証するために執筆された。

コーポレートガバナンスの慣行は、それぞれの国が有する互いに異なる環境の下で形成されるものであるから、一国のコーポレートガバナンス・モデルは局所的なものとなる傾向があると言える。具体的にいうと、コーポレートガバナンスにおける株主の役割、経営への関与の程度、関与の方式などは、一国の政策や会社法制度の展開の状況に応じて異なるはずであり、現在一般に見られる株主エンパワーメントという潮流、すなわち、株主の役割の強化、投資先企業への関与の強化という潮流は、そのままの形で各国において吸収されるものでも、吸収されるべきものでもないものであって、むしろ当該国の株主権に関する立法状況、企業内部のガバナンス仕組みなどを含む企業統治システムに照らして、そのような潮流が果たして各国の企業統治システムに適合するかどうかをまず検討した上で導入と普及を進めていくべきであると考えられる。そこでⅡで筆者は、20世紀初期から今日に至るまでの日本の企業統治システムが一体どのようなものであるかを分析した上で、次のような結論を明らかにした。

第一に、一国の企業統治システムは、その個別の構成要素（あるいはサブシステム）が相互補完性を持っていることから、ある要素に変動が生じても全体を直ちに動揺させることなく相対的に安定的な状態にとどまり続けるけれども、必ずしも不変であるというわけではない。実際、歴史的事実によれば、次の2つの過

程を通じて、日本の企業統治システムには大きな変革が生じている。すなわち、①戦時統制経済政策が行われるまでの間（1937 年以前）、日本企業においては株主主権の色彩が強かったのであるが、戦時統制経済を経て高度成長期に入ると、従業員を中心とする会社の多元用具観が形成されていき、日本において普遍的なものとなった。高度成長期に 1937 年以前とは全く異なる企業統治システムが形成されたことの理由ないし原因は、比較制度経済学者の観点によるならば、戦時に非常時体制が敷かれたことを契機に経済全体にわたる広範な変革が行われたことに求められる²¹²⁾。しかし、現代において、このような戦争に起因するシステム・ワイドな変革は基本的に起こり得ないと思われる。②今日における日本の企業統治システムは、高度成長期に見られた、メインバンク・システムに依存しているがために株主によるガバナンスが大幅に限られるなどといった内部者（経営者・従業員）を中心とする企業統治システムではない。1990 年代にバブル崩壊、銀行危機、株式持合いの解消という出来事が相次いで起こり、これらに起因して資本市場における株式保有構造が変化しており、他方で、一連の金融緩和の政策および会社法制改革が継続して行われた結果、他の制度要因への波及効果が生じ、企業内部のガバナンス仕組み、雇用関係などにも緩慢な変化が生じ始めた。つまり、法制度、資本市場の保有構造などのような外部的要因が変容することにより、初めて、他の構成要素あるいはサブシステムにおける漸進的な変化が誘発されるということである。バブル経済崩壊以降、日本の企業統治システムにはまさにこのような漸進的・緩慢な変化が発生しており、経済のグローバル化および日本の資本市場における外国資本の拡大という現在の環境の下で、このような変化は将来も続いていくのではないかと考えられる。

第二に、日本の企業統治システムは、いま述べたとおり高度成長期の典型的な姿とは異なる形態に変化しつつあるが、それがアングロ・アメリカン型のシステムに十分収斂したといえる段階にまで至っていないことは明らかである。21 世紀に入り、とりわけコーポレート・ガバナンス元年と呼ばれる 2015 年以降、社外取締役に関する会社法制改革が何度も行われているにもかかわらず、現在のと

212) 奥野・前掲注 48) 275 頁参照。

ころ日本企業の社外取締役による監視・監督の実効性には疑いがあるし、英米企業と比べて、取締役会における社外取締役の割合も低いままである。取締役報酬についていえば、インセンティブ報酬を採用する企業は増えているものの、報酬全体の水準およびインセンティブ報酬の全体パッケージにおける比率は英米と比べて依然として低い。こうした点に照らすと、アングロ・アメリカン型のシステムから生まれた株主エンパワーメントおよびこれに対する日本企業の適応状況は、まだ不十分であるといわなければならない。

このように、経済のグローバル化の進展に伴い、日本の企業統治システムはアングロ・アメリカン型へと緩慢に変化していったが、少なくとも現時点では、株主エンパワーメントが実効的に行われる土壌を具備していないと評価せざるを得ない。しかし、このような評定に至ってもなお、筆者は、日本において株主エンパワーメントに関する法規制改革は放棄されるべきではなく、むしろ続行されるべきであると主張した。本論文のⅢは、次の現状認識および政策評価を行うことで、この主張に対する根拠を与えている。

第一に、株主エンパワーメントは、第二次安倍政権で着手された企業成長戦略の目的の実現に資するものである。日本の企業成長戦略の究極的な目的は、激しくなってきた国際競争に勝つ決め手である企業イノベーションの創出を促すことにある。企業がイノベーションの創出につながるR & D投資等を行う際には、大量の資本が必要である。Ⅱで述べたように、1990年代以降、銀行危機およびバブル経済崩壊により、銀行・企業の株式持合関係が大幅に解消され、海外機関投資家株主の持株比率が増えていき、それまで封じ込まれていた資本市場が「復活」していったのであるが、これからは資本市場が資金拠出源としての機能を果たすことが期待されている。資本市場に大量の資本を引き込むには、資金を拠出する株主ないし投資者の投資期待に応えることができるような企業環境を構築することが、何よりも重要であるといえる。しかし、伊藤レポートが指摘したように、従来の日本企業は、表面的には株主価値が重視されると説明しつつも社内における経営指標は全く違うという「ダブルスタンダード経営」を行っており、企業側と株主側の間の相互不信がかなり強かった。ここにおいて、株主の投資先企業への関与を強化する株主エンパワーメントおよび関連する法規制改革は、まさ

に株主と企業の間には存在する上述のギャップを解消するものとして、日本企業の課題解決と企業成長戦略の目的の実現に資することが明らかであるように思われる。

第二に、前述のように、資本市場および法制度に生じた変化に伴って、日本の企業統治システムは、すでにアングロ・アメリカン型のシステムへ緩慢かつ漸進的に移行しつつあり、今後もこのような趨勢が続いていくと考えられるところ、株主エンパワメントは、この不可避的で不可逆的な趨勢から生じることが想定される弊害を解決することができる力を持っている。この結論に至るまでの筆者の考察過程は少々入り組んでいるが、概略を述べれば以下の通りとなる。

日本の企業統治システムとアングロ・アメリカン型のそれとの間のもっとも顕著な相違点は、株主至上主義あるいは株主用具観の有無に見いだされる。現在日本において行われているアングロ・アメリカン型に向けた企業統治改革に対しては、「制度改革によって株主短期的な利益の追求を促すような制度がもたらされるかもしれない」という指摘がよく見られるが²¹³⁾、このような指摘の根底にあるのは、アングロ・アメリカン型の企業統治システムの中核ともいえる株主至上主義に対する批判である。そこで、Ⅲ2では、株主至上主義をめぐる支持論と批判論を整理することを通じて、株主至上主義を否定することがそもそも合理的であるといえるのかという問題提起をして検討を加えた。反対説すなわち株主至上主義に否定的な立場をとる者の論理において無視できない欠陥が存在すること、および、株主至上主義の下であっても長期的・社会共通的利益を追求することが可能であることを指摘した上で、筆者は、現代会社において、株主至上主義を否定することは合理的ではないという結論を示した。だが、我々は、株主至上主義それ自体において、短期利益の偏重および他のステークホルダーの利益の軽視といった欠陥が内包されていることを無視することができない。

そうなると、株主至上主義を全面に否定することよりも、株主至上主義における欠陥を克服することのほうが、問題に対処する上での現実的かつ妥当な態度であるというべきである。では、株主至上主義における欠陥をどのように克服すべ

213) メイヤー・前掲注182) 序文x参照。

きか。この点について筆者は、問題解決の手がかりが、主流機関投資家の関与活動を強化すること、つまり株主エンパワーメントから得られると主張した。なぜなら、まず、主流的な機関投資家（特に投資会社）には持株の集中化という趨勢が見られ、このことから、主流機関投資家が経営者を牽制する力を持つようになる。また、数多くの実証研究によれば、主流的機関投資家の持株比率が高ければ高いほど、その投資先企業の経営者が、イノベーションの創出につながる R & D 投資を削減する可能性が低くなることが示されている。さらに、長期的に株主価値を最大化する上で、ステークホルダーの利害に配慮することが重要であるとの認識がこれらの機関投資家の間に定着してきたことが見られる²¹⁴⁾。

まとめていうと、日本企業の真の課題は、資本を引き込むために株主重視の企業統治システムを構築するとともに、株主重視型の企業統治システムが抱える短期主義の偏重などを避けることにあるということである。現在、日本に行われている、主流機関投資家の責任感のある関与活動を喚起する株主エンパワーメント（日本版スチュワードシップ・コードの策定）は、まさにこの課題の実現に資するものであると考えられる。

これまでの論述により、日本において現在行われているところの株主関与を強化する会社法政策は果たして必要なものであるかという問題につき、一通り解明されたことになる。しかし、日本において株主エンパワーメントに関する改革はまだ十分なものとは言い難い点には留意が必要である。例えば、社外取締役のエンゲージメントにおける役割は明確ではないし、日本の企業経営者のリスク選好にもあまり変化がないとされる²¹⁵⁾。それゆえ、機関投資家のエンゲージメントの拡大、社外取締役の役割の強化などは今後も継続的に取り組まれるべき課題である。総体的に言えば、当座的ではなく継続的に、株主の会社運営への実効的関与を取り戻すことと企業の中長期的利益を実現することとを両立できる株主エンパワーメントという政策を用いるべきであると筆者は考える。

214) その3つの理由に関する具体的な論述は、前掲注 209)、注 210) 参照。

215) 宮島＝斎藤・前掲注 138) 34 頁参照。