

Title	コーポレート・ガバナンスの規範的検討： 日本型モデルの機能的分析へ
Sub Title	Normative analysis of corporate governance: toward a functional analysis of Japanese model
Author	大塚, 章男(Otsuka, Akio)
Publisher	慶應義塾大学大学院法務研究科
Publication year	2014
Jtitle	慶應法学 (Keio law journal). No.28 (2014. 2) ,p.31- 56
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	春日偉知郎教授退職記念号#論説
Genre	Departmental Bulletin Paper
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AA1203413X-20140228-0031

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

コーポレート・ガバナンスの規範的検討

——日本型モデルの機能的分析へ——

大 塚 章 男

はじめに

1. 経済理論の会社概念の捉え方
2. 会社法の性格
3. アメリカ会社法の歴史と経路依存性
4. コーポレート・ガバナンスをどのように分析するのか——今後の課題

はじめに

日本の会社法制における近年のアメリカ会社法学と「法と経済学」の貢献は大きなものであった。その有用性自体は疑問のないところであるが、それはユニバーサルに通用するものなのか。この辺で一旦総括をし止揚する時期に来ていると思われる。各国の企業を取り巻く環境は様々な様相を呈している。株式所有構造、経済・金融・雇用政策、更には法制・システムは国ごとに異なっている。当然コーポレート・ガバナンスで登場するプレーヤーも異なり、ガバナンスで期待されるその機能も異なる。こうしたことを念頭に置き、「我が国」の会社法制、コーポレート・ガバナンスの規律のあり方を検討するのが本筋であろう。「会社法制の見直しに関する要綱」（平成24年9月）が纏まったと言っても、コーポレート・ガバナンス問題の本丸については未解決のままである。本稿の目的はそういったことを規範的に再検討し、日本型モデルが成功するた

めの条件を分析するものである。

1. 経済理論の会社概念の捉え方

アメリカ会社法学では経済理論から生じた株主利益最大化（shareholder wealth maximization）論が多数を占め、日本でも有力になっている。経済学のモデルもコーポレート・ガバナンスを設計する上での1つの規範的要素とはなり得るが、そのみで会社法を構成することはない。とは言っても、コーポレート・ガバナンスを構築する上で経済理論を知することは有益である。経済学からの規範的分析についてまず概観する¹⁾。

1932年に発表された Berle と Meansの『近代株式会社と私有財産（The Modern Corporation and Private Property）』²⁾ は、統計資料により、株式所有の分散化により、経営者が大衆株主の議決権を実質的に支配する状況が生じ「所有なき支配」が生じることを指摘した。彼らによれば、企業が巨大化し、所有と経営が分離していくと株主は経営者をモニターするインセンティブを失い、単なる投資家になってしまうため、所有と経営の分離は企業利潤の最大化を不可能にする。

まず市場取引と企業内部取引とを対比して論じたのはCoaseであった³⁾。企業の存在理由につき、“同一の結果を得るために、企業化のコストが市場メカニズムを用いることに要するコストより安価な場合に企業は成立する”と指摘

-
- 1) 契約理論について、伊藤秀史『契約の経済理論』（有斐閣、2003）、同「契約理論—ミクロ経済学第3の理論への道程—」経済学史研究49巻2号（2007）52頁、柳川範之『契約と組織の経済学』（東洋経済新報社、2000）。法律家の手によるものとして、藤田友敬「契約・組織の経済学と法学」北大法学論集52巻5号（2002）1884頁。なお、契約理論とは、インセンティブ、情報及び経済制度の理論をまとめて称したものであるとの指摘がある。Bolton and Dewatripont, Contract Theory, The MIT Press（2005）。
 - 2) 邦訳としては、A・A・バーリ＝G・C・ミーンズ共著、北島忠男訳『現代経済学名著選集V 近代株式会社と私有財産』（文雅堂書店、1958）。
 - 3) Ronald Coase, The Nature of the Firm, 4 Economica 386（1937）。

した。すなわち、市場を通じて取引を行う費用（取引コスト）を節約できる場合に企業を設立して取引を組織化する余地が生じる。したがってCoaseの主張は「企業の境界（boundary of the firm）」理論とも呼ばれてきた。

このようなCoaseの理論は Williamsonによって「取引費用の経済学」として確立された⁴⁾。Williamsonは、契約においては不完備性や情報の非対称が存在する可能性があることを指摘した。そのことから取引相手が機会主義的な行動に出る場合もあるため、契約が正しく履行されるようにモニタリングする必要性があり、そのためのコストが発生する。企業の設立をするとこのようなコストを内部化できるため取引費用の節減につながる、と言うのである。

また不完備契約における「ホールドアップ問題（hold-up problem）」も提起された。ある自動車会社が自社の車にしか使えない特殊部品を他の部品メーカーに作ってもらう契約が「関係特殊的投資（relationship-specific investment）」の例としてよくあげられる（いわゆるGM とFisher Bodyの取引）。その部品専用の製造ラインを導入して生産するのが理想であるが、一旦特殊な部品の製造に特化してしまうと、部品会社は自動車会社との再交渉力を弱めてしまい、将来足元を見られる危険性が生じる。そのため部品会社は他の部品を製造できる体制を維持しようとし、その結果として効率性が犠牲になる。このように、ホールドアップ問題に対処するため法的介入が必要となる。

JensenとMecklingは、Coaseが提唱した“契約としての企業”を更に発展させ、企業をエージェンシー理論から説き起こした⁵⁾。更に、Easterbrook とFischelは会社概念としての「契約の束（a nexus of contracts）」理論を展開し⁶⁾、現在の会社法理論に至っている。すなわち、企業は多様なステークホルダー（株主⁷⁾、債権者、従業員、消費者、規制当局など）とのプリンシパル＝エージェ

4) Oliver Williamson, Markets and Hierarchies (1975). 邦訳として、浅沼萬里＝岩崎晃記『市場と企業組織』（日本評論社、1980）。

5) Michael Jensen and William Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ. 305, 310 (1976).

ント契約の束で構成されていると捉える。

エージェンシー理論では、プリンシパルとエージェントはいずれも自己の効用を最大化しようとする主体であることが前提とされている。しかし、常にエージェントがプリンシパルの効用の最大化をめざしているとは限らない（利害の不一致の仮定）。そこで、プリンシパルはエージェントと利益が一致するように工夫されたインセンティブを提供し、モラル・ハザードや逆選択（adverse selection）が生じないようにモニタリング・コストを負担しなければならない。また、経営者は自身の行動がプリンシパルの利害に合致していることを証明するためにボンディング・コスト（たとえば経営者が財務諸表作成に費やすコスト）を負担しなければならない。したがって、この理論においてはエージェンシー・コスト（agency cost）問題が最大の論点となる⁸⁾。

こうした問題を一歩進んで考えようとしたのが、Grossman、Hart及びMoore⁹⁾の「所有権アプローチ（Property Rights Approach）」であった。彼らによれば、企業は「非人的資産の総体」であり、取引は資産を所有することに

6) Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (1991). Easterbrook と Fischel の会社法理論については、西尾幸夫「契約の連鎖としての会社―『法と経済学』における一つの会社観―」立命館法学231=232号（1994）1394頁以下参照。

7) 株主は必ずしもプリンシパルではない、それは経営者と株主のどちらに交渉力があるかという事前段階の交渉力によるとの指摘がある。柳川範之「第1章 コーポレート・ガバナンスの経済理論」日本証券アナリスト協会編『コーポレート・ファイナンスと企業分析』（日本証券アナリスト協会、2010）18頁。

8) 多くの論文があるが、さしあたり、法学から、Mark J. Roe, "Modern politics and ownership separation", in Jeffrey N. Gordon and Mark J. Roe, ed., *Convergence and Persistence in Corporate Governance* (2004); Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in the Theory and Practice*, 73-75, 100-104 (2008); 経済学から、Michael C. Jensen, *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, 85-87, 137-138 (2000) など参照。

9) 同人の手による企業理論への展開につき、Oliver Hart, *Firms, Contracts and Financial Structure* (Oxford Press 1995). 邦訳として、オリバー・ハート著、鳥居昭夫訳『企業契約 金融構造』（慶應義塾大学出版会、2010）。

よって内部化される。所有者が非人的資産を自由に利用したり、処分したりすることができる権利のことを「残余コントロール権」(residual rights of control)という。ここで所有とは経済的なそれであって法的な所有ではない¹⁰⁾。

そもそも「契約の束」理論¹¹⁾は、partnershipを含むその他のbusiness organizationsに共通するものである。特にpartnershipの歴史の古いアメリカでは、corporationに契約の束理論を使用する親和性があったのではないかとと思われる¹²⁾。

このようにして得られた経済理論を株式会社に適用すると以下のようになる。株主以外のステークホルダー(会社債権者や従業員等)は契約で守られているのに対し、株主は会社債務を弁済した後の残余財産の請求権者(residual claimant)に過ぎず、よって会社価値に対し最も関心があり、会社利益拡大のインセンティブを有している。したがって株主利益最大化を図ることは会社価値最大化を図ることと同義となる¹³⁾。こうしたことから、株主の利益を最大限重視すべきであり、株主利益の最大化¹⁴⁾のために経営されることが効率的

10) 所有の概念については、Thrainn Eggertsson, *Economic Behavior and Institutions*, Cambridge Univ. Press (1990). 松下公視訳『制度の経済学』(見洋書房、1996)参照。

11) この理論の支持者は一般に大規模公開会社に焦点を当てるが、この理論は理論上その他の形式の事業(つまり小規模会社、閉鎖会社、LLC、パートナーシップ、更に個人事業主)にも等しく適用される。つまりこのすべてが「契約の束」の範疇にある。Julian Velasco, *Shareholder Ownership and Primacy*, 2010 U. Ill. L. Rev. 897, 921 (2010). 契約理論によれば、会社は、個人事業主かパートナーシップか会社かを問わず、相互の利益交換に関与する多くの異なった当事者間の契約の束である。Henry Butler and Larry Ribstein, *Symposium: Regulating Corporate Takeovers: State Anti-takeovers Statutes and the Contract Clause*, 57 U. Cin. L. Rev. 611, 616 (1988).

12) 19世紀中頃においてアメリカ会社法が承継した18世紀末の英国は、株主は会社財産の所有者であるとするpartnership法理に基づくものである。すなわち法人格それ自体は法の擬制によるもので会社の本質はpartnershipであり、会社財産の真の所有者は株主であるとされた。久保田安彦「初期アメリカ会社法上の株主の権利(1)」早稲田法学74巻2号(1999)96-97頁と同論文注37記載の文献参照。

13) 日本でこれを紹介するものとして伊藤秀史「現代の経済学における株主利益最大化の原則」商事法務1535号(1999)6頁。

である¹⁵⁾。したがって、会社法制としては、会社法の目的は、効率性という価値規範を追求すべきであり、そして、契約の自由こそが効率性をもたらすので、効率性という価値規範を達成するには、会社法規は原則として任意法規によって構成されるべきだということになる¹⁶⁾。

このように会社法学に不完備契約やエージェンシー・コスト等の考え方を意識させたことが経済理論の最大の功績と言えよう。

2. 会社法の性格

それでは上記のような経済理論における会社概念は会社法規の考え方にどのような影響を及ぼしたか。

(1) 強行法規か任意法規か

日本の伝統的な会社法理論は株式会社を以下のように考えてきた。社団とは組合に対する概念であり、構成員の数が多くその個性が希薄で、構成員が団体と構成員の社員関係によって間接的に結合する団体が社団であり、株式会社はこの社団である。株式会社の実質的な所有者は株主であり、所有と経営の分離

14) Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668 (Mich. 1919) では極端な株主利益最大化の立場が示されたが、A.P. Smith Mfg. Co. v. Barlow, 98 A.2d 581 (N.J. 1953) で慈善寄付も認められることとなった。著名なRevlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, 506 A.2d 173, 184 (Del. 1986) は、少なくとも会社売却が不可避の状況下では株主利益最大化が求められると判示するに止まる。なお、American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations § 2.01 (a) (Tent. Draft No. 2, 1984) 参照。

15) いわゆる契約理論学派 (Contractarian) からの帰結である。当初経済学者から主張された。たとえば Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, Contractual Freedom in Corporate Law: Articles & Comments; The Corporate Contract, 89 Colum. L. Rev. 1416 (1989); Oliver Williamson, Corporate Governance, 93 Yale L. J. 1197 (1984); Michael Klausne, Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts, 81 Va. L. Rev. 757 (1995)。

16) Easterbrook and Fischel, supra note 6, at 1-4.

による利害の衝突について、経営者の逸脱行動から所有者を保護することが会社法の1つの目的である。所有機関としての株主総会、経営機関としての取締役会など分化した各機関に権限を分配することにより、各機関の監視や利害調整が行われるようになっている（いわゆる権限分配説）¹⁷⁾。伝統的理論は、このように会社機関の分化と権限配分を中心として団体法的な理論構成を行い、所有による経営支配を実現する理論であった。そして、伝統的理論では、株式会社法の規定は、会社外部関係に関するものだけではなく、会社内部関係に関するものも強行法規とされている。強行法規の理論的根拠としては、取締役や大株主の専横行為から自分の利益を守ることのできない少数株主の利益を守る必要性にあるとされている¹⁸⁾。すなわち、会社法の目的、あるいは会社法が追求すべき価値規範は、もっぱら公正性であり、強行法規でなければ、少数株主の利益が害される恐れがあり、公正性を実現することができないということになる¹⁹⁾。

これに対して法と経済学は、前述のように会社概念を「契約の束」と考える。この立場からは、ステークホルダー間の利害対立を強行法規というより、

17) 株主間の利害調整は機関間権限分配によってなされる。社団では構成員間に法律関係は存在せずしたがって構成員間の契約関係を通じて利害調整はできない。そのため社団の手足となるべき機関が間接的にこれを行うと説明されている。たとえば、森淳二朗「資本多数決支配の基本問題(一): 株主間の利害調整原理の二元的構造」法政研究54巻1号(1987)35頁、42頁以下。なお、昭和25年商法改正に際し、アメリカ法は組合契約法理に依拠しており、これは日本法の社団法理と相容れないといった議論がなされていたことは、大変興味深い。鈴木竹雄「株式会社法改正の法理」(私法2号(1950年))『商法研究Ⅱ会社法(1)』(1971)97頁以下。

18) 「所有による支配」を「契約的コントロール」に代替する法と経済学へ疑問を呈するものとして、新山雄三「株式会社法の基本的性格と法としての任務—株式会社法は何ゆえに強行法規の体系として存在してきたのか—」永井和之・中島弘雅・南保勝美編『会社法学の省察』(中央経済社、2012)12頁以下。

19) 株主平等原則は団体構成員平等の原則であること、「局外少数派株主」の締め出しを認める法制につき批判し、伝統的法制は一般株主を擁護する制度を強行法規の体系として整備してきたのでありこれによってはじめて会社法制度自体がサステナブルなものになり得ることを指摘する。新山・前掲注18)20頁以下。

むしろ、株主自治や自由な契約を通じて利害調整して行くほうがより効率的で望ましいこととなる。したがって、法と経済学の問題意識は、個人間の契約の（事前・事後）交渉、締結及び履行の具体的なプロセス、すなわち、市場メカニズムに向けられている。また、会社法の目的、あるいは会社法の追求すべき価値規範は、会社関係者間の「取引費用」を節約し、「富の最大化」を達成しやすい法的枠組みを提供することによって効率性を促進することにあると考える。したがって会社法は原則として強行法規ではなく任意法規によって構成されるべきであるということになる²⁰⁾。

アメリカでも、1980年代後半になり、法と経済学の研究の成果を受けて、会社法は強行法規（mandatory laws）か授権法規（enabling laws）か、強行法規とする根拠や対象領域²¹⁾はどうか、こういった問題が活発に論じられてきた²²⁾。アメリカにももちろん強行法規論者は存在する²³⁾。会社は、契約と組織の二重性を有しているとの理解を前提に²⁴⁾、会社法は種々の要素を評価して強行法規性を付与しているのであり、ある要素が単独で強行法規性を裏付けるものではないと考えるのが穏当な解釈であろう²⁵⁾。

20) 徐治文「『法と経済学』の会社法理論(一): 現代会社法学の一つの模索として」法政研究 64巻2号(1997) 325頁は、強行法規と任意法規につき手際よく分析している。

21) アメリカの有力な見解は、詐欺、脅迫などの契約の成立において当事者の意思がゆがめられている場合、外部関係を規律するルールのように第三者に影響を与える場合（third-party effect）、及び定款変更のようにルールが事後的に変更され会社関係者に影響を及ぼす場合（latecomer terms; 遅参者条項）には、例外的に強行法規による利害調整の余地があるとする。Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 Colum. L. Rev. 1416, 1434-44 (1989)。

22) たとえばSymposium on Contractual Freedom In Corporate Law, 89 Colum. L. Rev. 1395 (1989)。

23) Melvin A. Eisenberg, *The Structure of Corporation Law*, 89 Colum. L. Rev. 1461 (1989) ; Robert B. Thompson, *The Law's Limits on Contracts in a Corporation*, 15 Iowa J. Corp. L. 377 (1990)。

24) Melvin A. Eisenberg, *The Conception that the Corporation is a Nexus of Contracts and the Dual Nature of the Firm*, 24 Iowa J. Corp. L. 819, 829 (1999)。

25) Thompson, *supra* note 23, at 388。

法と経済学から会社法理論へのアプローチに対する評価には賛否両論がある。伝統的理論では市場メカニズムや効率性という価値規範から会社法制度を評価してこなかった。会社機関の構成と権限の分配という基本的枠組みから出発しているため市場メカニズムの監督機能という視点が欠落していた。法と経済学がその視点を与えてくれた点は評価しなければならない²⁶⁾。

ところで、強行法規と任意規定の境界線をどこに引くべきか、という論点を考える上では、裁判所が果たす役割についても考慮しなければならない。これは、法による規制をなすべきかとの問題ともつながる論点である。たとえば現行のアメリカ会社法は数多くの任意規定を定めており、緩やかな法規制をしているが、アメリカの裁判所は、株式会社をめぐる紛争処理に積極的であつ重要な役割を果たしてきた。一般に、アメリカ会社法に比ベイギリス会社法は強行法規によって対処される場合が多いとされるが、アメリカでは裁判所が事後的に積極的な役割を果たすことでバランスがとれている²⁷⁾。法規制をすべきか、強行法規と任意規定の境界線をどこに引くべきかを考えるに際して、裁判所が以上のような役割をどの程度果たすことができるかという点も十分に配慮すべきであろう²⁸⁾。

(2) デフォルト・ルール

会社法の価値規範を論じる前に、デフォルト・ルール (default rule) をどう考えるのか、また株主価値最大化はデフォルト・ルールと考えるべきかに触れたい。

契約交渉により回避できるからデフォルト・ルールの内容は当事者の行動や

26) 徐治文「『法と経済学』の会社法理論(三・完): 現代会社法学の一つの模索として」法政研究65巻2号(1998)443頁は、調整原理として考えると公平性が主であり、効率性は従であると述べる。

27) John C. Coffee, Jr., The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role, 89 Colum. L. Rev. 1618, 1621 (1989).

28) Coffeeは、会社法は完全な任意法規でもなく完全な強行法規でもなく、双方の性格を有したものであると述べる。

取決めに殆ど影響を与えないと考えられてきた²⁹⁾。しかし、最近の実証的研究によれば、デフォルト・ルールが変更されることは少なく、そのまま適用されることが多いことが指摘されている³⁰⁾。変更されることが少ないとすると³¹⁾、デフォルト・ルールを策定する際に選択した価値判断と内容が、会社関係者に直接的な影響を及ぼすことになる。したがって、デフォルト・ルールも³²⁾、慎重に判断するべきである。

日本では株主利益最大化はデフォルト・ルールであると指摘する学者が多い³³⁾。アメリカにおいてこれを肯定する学者が殆どかというところでもない³⁴⁾。たとえば、HansmannとKraakman³⁵⁾は、事業会社の中核となる構造上の特徴として、①法人格、②有限責任、③株式の譲渡可能性、④取締役会構造の下での

29) Bernard S. Black, Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis, 84 Nw.U. L. Rev. 542, 544 (1990).

30) 公開会社は、州の会社法のデフォルト・ルールから逸脱するほぼ絶対的な自由があるが、その自由を行使することは減多にない。Henry Hansmann, Corporation and Contract, 8 Am. L. & Econ. Rev. 1 (2006).

31) デフォルト・ルールからの逸脱が少ないことを説明する仮説としては、デフォルト・ルールを変更するための取引費用が高いこと、定款の規定は公共財であるので会社に定款規定を改革するインセンティブが乏しいこと、会社法のデフォルト規定にはネットワーク外部性があること、革新的な規定が市場で適切に評価される可能性が低いことなどがあげられる。See, Id., at 5-7.

32) 契約自由が行使されてデフォルト・ルールが変更されるのは稀なのでデフォルト・ルールは強行法規 (mandatory rules) と同程度の影響力をもつことが多い。Id., at 2. 会社法における強行規定とデフォルト・ルールとの違いはあまり重要ではない。なぜなら、当事者がデフォルト・ルールにゆだねるインセンティブは非常に強力なので、デフォルト・ルールを回避できないのは強行ルールを回避できないのと殆ど変わらないからである。Id., at 13-14.

33) 落合は、株主利益最大化原則が株式会社法の基本的なルールの第1であって法的義務であり、会社の経営において様々な会社利害関係者の利害が対立する場合には、株主の利益を最も優先する経営決定がなされるべきであるとする。落合誠一「企業法の目的—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) 23頁。田中亘「ステークホルダーとガバナンス」企業会計57巻7号(2005) 57頁は、デフォルト・ルールとしては株主利益最大化が基本目的であるとする。

中央集権化された経営管理、⑤出資者による共同所有の5項目をあげ、制定法は少なくともdefault regimeとしてこれらの特徴をすべて備える企業の設立を規定していると指摘する³⁶⁾。

更に精査すると、契約理論をとる学者が株主利益最大化をデフォルト・ルールとしてあげているということが分かる³⁷⁾。他方、契約理論をとらない学者はこれを否定する³⁸⁾。そもそも、会社法はこれを明示に規定していないということから議論されている³⁹⁾。アメリカの会社法学者において、株主利益最大化がデフォルト・ルールであるというのが定説という訳ではない。

34) Maceyは、アメリカ法律協会のコーポレート・ガバナンス原則は、会社取締役や役員が株主利益最大化のため会社を経営する責務を負うとのDodge v. Ford事件判決の中心的判示内容と合致していることに言及し、株主利益最大化はデフォルト・ルールに過ぎないと主張する。Jonathan R. Macey, A Close Read of an Excellent Commentary on Dodge v. Ford, 3 Va. L. & Bus. Rev. 177, 178-79 (2008).

35) Hansmann and Kraakman, "What is a Corporate Law?", in Reinier H. Kraakman et al. eds., The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach (2004).

36) Bainbridgeは以下の6点をcorporationの不可欠の特徴と指摘する。正式な創設行為、法人格、所有と支配の分離、無期限の期間、株式の譲渡可能性、有限責任である。Stephen M. Bainbridge, Corporation Law and Economics, 4-13 (2002).

37) 株主利益最大化は規範かつデフォルト・ルールであり、またそうであるべきだが、他方それに過ぎないと指摘としてJonathan R. Macey, Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken, 6 (2008).

38) Kent Greenfield, The Failure of Corporate Law, 127 (2006); Douglas G. Baird and M. Todd Henderson, Other People's Money, 60 Stan. L. Rev. 1309 (2008); Margaret M. Blair and Lynn A. Stout, A Team Production Theory of Corporate Law, 85 Va. L. Rev. 247 (1999).

39) 会社法のデフォルト・ルールは株主利益最大化を明示してはいないので、当事者は定款にこれを自由に規定することができる。Barnali Choudhury, Serving Two Masters: Incorporating Social Responsibility into the Corporate Paradigm, 11 U. Pa. J. Bus. L. 631, 638 (2009).

3. アメリカ会社法の歴史と経路依存性

アメリカから発した経済理論は、経済合理性から生じるものでありどの国でもあてはまる普遍的なモデルでありそうである。この経済理論はアメリカ会社法の展開の歴史において、どのような背景から発展・生成されたのであろうか。アメリカでのみの必然であったのか、世界で必然となるべき理論なのか。ここでアメリカ会社法の歴史について概観したい⁴⁰⁾。

(1) 米国の事業会社と会社法制の展開の歴史

(イ) 前史

独立戦争（1775-83年）前、アメリカでは自ら法人を設立することはできず、その権限はイギリス本国に留保されていた。独立戦争後、この権限はアメリカ州議会に移されたが、会社の設立には、州議会が個々の会社ごとに特別法を制定して特許状（charter）を付与することを要し、その申請を州議会にしなければならなかった。

これに対し特許状付与に伴う独占的特権への不満が強まった。1811年ニューヨーク製造会社法を先駆けとして多数の州が一般会社法を制定することとなった。一般会社法の規定に準拠すれば会社の成立を認める準則主義の下では、州務長官に対し基本定款の登録をなすことで会社は成立するので、基本定款を

40) 19世紀半ばまでの会社法制の発展については、伊藤紀彦『ニュー・ヨーク州事業会社法史研究』（信山社、2004）参照。また、独立前から20世紀初頭にかけてのアメリカにおける株式会社の勃興から大企業の台頭を叙述するものとして、John Micklethwait and Adrian Wooldridge, *The Company: A Short History of a Revolutionary Idea* (2003). 邦訳として、ジョン・ミクスウェイト＝エイドリアン・ウールドリッジ著、鈴木寮雄訳・日置弘一郎＝高尾義明監訳『株式会社』（ランダムハウス講談社、2006）66-105頁。その他、久保田安彦「初期アメリカ会社法の株主の権利(1)(2・完)」早稲田法学74巻2号（1999）83頁、4号（1999）449頁；高浦忠彦「アメリカ法律協会『コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告』前史の研究：1920年代・30年代」立教経済学研究58巻4号（2005）45頁；玉井利幸「会社法の自由化と事後的な制約—デラウェア会社法を中心に—(1)」一橋法学3巻2号（2004）325頁など。

charterとも言うようになった。

特許主義から準則主義への移行とともに、会社の数は急速に増加していった。1850年代に入ると鉄道や電信で大規模企業が出現した。1870年代から、インフラの整備に伴い全国的に事業展開が進み企業規模も拡大した。ただし初期のアメリカ企業は必要な資金調達を資本市場に求めざるを得なかった。この頃立法政策が転換され、会社制定法が「授權法 (enabling statute)」へと変容することが理論的に正当化された。こうして会社制定法は、公法の一部ではなく純然たる私法として位置付けられることになった。

このように、初期のアメリカの会社法の理論は伝統的なイギリスの会社法理論を継承したものであり、法人は法により擬制されたものであると考えられていた。しかし、19世紀中頃の準則主義的立法及び19世紀末の授權的立法の実現によって、会社法理論において法人擬制説は特に議論されなくなっていった。しかし20世紀初頭になり株式会社による大量生産の実現によって「団体」の威力が示され、またドイツの会社法理論⁴¹⁾の影響を受けて、一時法人実在説⁴²⁾も主張されるようになった。その後のアメリカ法人理論は、会社が実在的な存在であるのか、実在を擬制された存在であるのかという学説が対立を見せてきた⁴³⁾。

41) さしあたり「企業自体の理論」を指摘しておく。経営は単に株主利益のためではなく企業自体の利益のために遂行されるべきであるとの理論である。正井章彦『『企業自体』の理論について(Ⅰ)(Ⅱ)(Ⅲ完): ドイツの学説とわが国の学説の検討』六甲台論集22巻4号(1976) 80頁, 23巻1号(1976) 1頁・2号(1976) 38頁。

42) John Dewey, The Historic Background of Corporate Legal Personality, 35 Yale L. J. 655, 667-668 (1926); Max Radin, The Endless Problem of Corporate Personality, 32 Colum. L. Rev. 643, 663-64 (1932).

43) これは「実体 (entity) 対集合 (aggregate) の論争」とも言われている。William W. Bratton, The New Economic Theory of the Firm: Critical Perspective from History, 41 Stan. L. Rev. 1471 (1989).

（ロ） バリー＝ミーンズの企業の誕生

株式会社は大規模化することによってその必要となる膨大な資本を広く国民から調達せざるを得なくなり、株式所有の分散化が高度に進んだ。その結果として支配株主が存在しなくなり、経営者が実質的に会社の支配権を確立した。これがバリーとミーンズが説きたいいわゆる「所有と経営の分離」（バリー＝ミーンズの企業（Berle-Means corporations））である。

ところで、この頃金融機関（銀行、保険会社、年金基金など）は大きな資産を保有しており、大企業に影響力を及ぼし得るような大株主となり得たはずであるが、そうはならなかった。アメリカの金融機関は19世紀末以来、様々な規制に晒されてきており、その理由は経済的必然のみでは説明できない⁴⁴⁾。

Roeはその要因として次のものをあげる。民衆主義（populism）による経済権力の集中（ここでは銀行による産業支配）に対する反感や嫌悪感、銀行の会社支配から生じる利益相反やその他の弊害に対する厳格な規制の必要性、利益団体（ここでは議会内に発言力を有していた小銀行、小規模企業家など）によるロビー活動の奏功である。

たとえば銀行の規制について言えば、全米的な事業展開が禁止され、地域的分散が図られてきた（一行一州主義）。アメリカの銀行の殆どは州法に基づくもので、多くの州が支店設置を認可しないため、支店ももたないような小銀行が多数存在した。更に、銀行が証券業務を行ったり、株式を保有することも禁止されてきた。銀行規制について、ニュー・ディール金融諸法は、州際銀行業務の規制を維持し（1927年McFadden法）、商業銀行と投資銀行とを分離し（1933年Glass-Steagall法）、預金保険公社（FDIC）を創設することにより小銀行を支援した。これらにより多数の小銀行が散在する19世紀以来の構造が確立された。

44) Roeは、アメリカの政治が意図的に金融機関を分散化、弱体化させ、その結果株式が大衆に分散し経営者が大きな力をもつに至ったと考察する。Mark J. Roe, *Strong Managers Weak Owners* (1994). 邦訳として、マーク・J・ロー著、北條裕雄＝松尾順介監訳『アメリカの企業統治』（東洋経済新報社、1996）。同書の論評として、大杉謙一・アメリカ法1997年2号（1998）189頁。

以上概観したように、アメリカの会社法の成り立ちや株式市場の形成は、ある種特殊な歴史を辿り、かつ政治的社会的理由による法規制により現在に至っていると言える。

(ハ) 現在のガバナンス構造

アメリカの大規模会社ではCEO等上級執行役員による業務執行と取締役会による監視監督（モニタリング）が分化されている。会社組織については州会社法と、投資家に対する企業内容の開示や委任状勧誘に関して規制する連邦証券法（1933年証券法、1934年証券取引所法等）が制定法上のルールである。この連邦法による規制を除けば、アメリカのコーポレート・ガバナンスは、基本的には、企業による自発的改革⁴⁵⁾と一部の証券取引所による自主規制により進められてきた。エンロンやワールドコム不正会計事件に端を発した2002年の「上場企業会計改革及び投資家保護法」(Sarbanes-Oxley法)や2010年の「ウォール・ストリート改革及び消費者保護法」(Dodd-Frank法)は連邦法による規制でありむしろ例外的である⁴⁶⁾。

(2) コーポレート・ガバナンス・システムの国際的な収斂

先進諸国の株式会社（特に公開会社）の株式所有構造やコーポレート・ガバナンス・システムは、それぞれに特色を有し異なった様相を呈している。株式所有構造が異なること、具体的には株式所有が分散しているか、支配株主が存在するかであるが、アメリカやイギリスは前者に、ドイツや日本⁴⁷⁾は後者に

45) 2000年のITバブル崩壊前に「企業倫理の制度化」こそが重要であるとの主張が脚光を浴びていた。リン・シャープ・ペイン著、鈴木主税＝塩原通緒訳『バリューシフトー企業倫理の新時代一』（毎日新聞社、2004年）。

46) ちなみに前者は監査委員会について、後者は報酬委員会について独立性の要件が課された。このような連邦法の介入につき賛意を示す学者もいる。Mark J. Roe, *Delaware's Competition*, 117 Harv. L. Rev. 588 (2003)。しかし州際間競争や裁判例によるべきとの学者もいる。Roberta Romano, *Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance?*, 21 Oxford Rev. Econ. Pol'y 212 (2005)。

分類されてきた。アメリカやイギリスなど資本市場を中心とする金融システムにおいては、コーポレート・ガバナンスにおける銀行の積極的役割は観察されない。

他方でドイツの大企業の株式所有構造は金融機関と政府が最大株主であることに特徴がある。また、ドイツ会社法の特徴は共同決定法と二層システムにあると指摘される。後者は、監査役会と取締役の二層からなる経営機構であるが、特徴は監査役会が業務執行者である取締役の選任解任権を有することである。監査役会は、株主総会選出のメンバーと従業員代表のメンバーとから構成される。1976年に共同決定法が制定され、一定規模以上の株式会社すべてに適用が拡張されるようになり、経営への従業員参加が広まった⁴⁸⁾。

各国の株式所有構造やコーポレート・ガバナンス・システムは異なっている訳であるが、これらは一定方向に収斂（convergence）するのであろうか。より具体的に言えば、アメリカの市場型モデルに収斂されていくのであろうか⁴⁹⁾。これを肯定する見解も有力に存在する⁵⁰⁾。BebchukとRoeは、ある国におけるある時点の支配的な株式所有構造は、その国でそれ以前にどのような株式所有構造が支配的であったかに大きく依存するのであり、これによって先進国間の株式所有構造や会社法制が異なった様相を呈しており、その相違が今後も存続するであろうと主張する⁵¹⁾。法制度の収斂は難しいが、国際的な証券市場等の出現によって実質的な収斂に向けた動きが見られることを指摘する論者もい

47) 日本企業の企業統治の推移については、宮島英昭編著『日本の企業統治』（東洋経済新報社、2011）がよく書かれている。

48) 高橋英治『ドイツ会社法概説』（有斐閣、2012）、正井章彦『西ドイツ企業法の基本問題』（成文堂、1989）など参照。

49) 分散株主型（英米）と支配株主型（大陸）の二分説は適切でないとする見解もある。Ronald J. Gilson, Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy, 119 Harv. L. Rev. 1641 (2006). 支配株主型でも効率的な支配株主システムであれば支配株主によるモニタリング向上が見込まれる場合があるとする。

50) Henry Hansmann and Reinier Kraakman, The End of History for Corporate Law, 89 Geo. L. J. 439 (2001).

る⁵²⁾。制度的収斂、機能的収斂及び合意的収斂の3種類に分類し一定の場合にこの収斂が起きると主張する論者もある⁵³⁾。他方で、法制度が株式所有構造に影響を与えることがあるとの研究もなされている⁵⁴⁾。収斂問題について議論は出尽くしたが、収束してはいない。

4. コーポレート・ガバナンスをどのように分析するのか——今後の課題

コーポレート・ガバナンスの中身の分析に戻るが、どのようなテーマを、どのように分析するかを考えなければならない⁵⁵⁾。

まず日本における議論状況につき若干言及したい。日本の会社法典には株主利益最大化論に親和性を有している条項もある。たとえば、残余財産請求権が株主にあること（105条1項2号）、取締役選任解任権が株主にあること（329条1項）、会社に代わって取締役に対する責任追及が株主にしかできないこと

51) Lucian A. Bebchuk and Mark J. Roe, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, 53 Stan. L. Rev. 127 (1999). 株式所有構造の経路依存性 (path dependence) の問題であるとする。

52) John C. Coffee, Jr., The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications, 93 Nw. U. L. Rev. 641 (1999).

53) 制度の正式変更をせず対応できるとき機能的収斂が生じる。Ronald J. Gilson, Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function, 49 Am. J. Comp. L. 329, 332 (2001).

54) なお、ルールと株式所有構造との関係で言うと、投資家保護法制が強いと分散所有が進み、金融市場が発達し効率となるという研究報告がある。See, Rafael La Porta et al., Legal Determinants of External Finance, 52 J. Fin. 1131 (1997); Rafael La Porta et al., Law and Finance, 106 J. Pol. Econ. 1113 (1998); Rafael La Porta et al., Corporate Ownership Around the World, 54 J. Fin. 4714 (1999). いわゆるLLSV研究であるが、これは現在では有力な批判に晒されている。John C. Coffee, Jr., The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control, 111 Yale L. J. 1 (2001) など。

55) レイニア・クラークマンほか著、布井千博監訳『会社法の解剖学：比較法的&機能的アプローチ』（レクシスネクシス・ジャパン、2009）は様々な論点を摘示するすぐれた論文集である。

（847条）などである。法330条における取締役が忠実義務を負う相手であるが、規定上は「会社」となっておりステークホルダー論に分があるように見えるが、株主の総体が会社であると考えれば会社＝株主であり株主利益最大化論も成り立ち得る。しかしながら、上記のような親和性のある会社法典の条項や経済モデルを根拠として、契約理論が正しく、ステークホルダー理論⁵⁶⁾は誤りであり、したがって、株主利益最大化を会社の唯一の目的とすべきであるとの主張は直ちにとはとり得ない。また、ステークホルダー理論は経営者の裁量の幅を拡張しすぎるものであって危険であるとか、ステークホルダー間の調整の軸がなくなるとかの指摘については、これは判例法理の確立を待つべきであり、また、現代の複雑化した利害調整を任されている経営者にとっては、どちらの理論をとるかで決定的な差異が出るとは思えない⁵⁷⁾。

各国においても株主利益最大化論かステークホルダー論かで割り切った法制をとっている訳ではない⁵⁸⁾。現実社会では、単一の理論やモデルですべてが解決できる、説明できる訳ではないからである。たとえばアメリカでは、敵対的買収が盛んであった1990年代に、従業員の利益等を考慮して買収防衛を行うことを正当化するために、取締役は会社の様々な関係人の利害を考慮してよいとする立法（constituency statute）がなされた。他方、1990年代以降のドイツ

56) Blair and Stout, supra note 38, at 287-. 更に、神戸大学企業立法研究会「信託理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討（Ⅰ）」商事法務1866号（2009）4頁。経済学から、最近では、広田真一『株主主権を超えて』（東洋経済新報社、2012）。

57) 株主利益最大化論者も、株主利益最大化は経営決定において常に義務付けられる法規範ではないことを認める。たとえば落合誠一「会社法の目的」浜田道代＝岩原伸作編ジュリスト増刊『会社法の争点』（2009）5頁。株主利益最大化は理想の利益調整原則ではなく現実の中での「次善の策」に過ぎず法規範としては緩いと指摘する。江頭憲治郎『株式会社法（第4版）』（有斐閣、2011）20頁、22頁注3。Dodge v. Fordのような事案で、株主利益最大化の基準に照らし取締役が注意義務違反があるというのであれば、差異はないと言える。

58) 法と経済学の観点からの最近の論考として、クリスチアン・キルヒナー著、高橋英治監訳、清水円香訳「比較コーポレート・ガバナンス—経済学および法学からの分析—」大阪市立大学法学雑誌52巻4号（2006）1頁。

におけるコーポレート・ガバナンス改革における問題意識は、資本市場において投資家の信頼性の確保できるような仕組みの提供にあった。ドイツも市場指向になっている⁵⁹⁾。

また、法と経済学が述べるように資本市場を過度に強調することの妥当性を再考しなければならない。たとえば、企業としての銀行のガバナンスをどう考えるか。単に銀行を株主の利益最大化のみから分析するのは適切なのか。株主の他、経営者、従業員、更には預金者や規制当局など、より広汎なステークホルダーを視野に入れなければならないのではないか⁶⁰⁾。そう考えると、たとえばメーカーのガバナンスを考えると、資本市場だけでなく製品市場によるモニタリングも視野に入れるべきではないのか、したがって資本市場のみを念頭に置く立場は偏頗なのではないか、そういった疑問がわいてこよう。以上のような観点から株主利益最大化論かステークホルダー論かといった二者択一の議論ではなく⁶¹⁾、コーポレート・ガバナンスにおいて求められる機能の点から分析することが有益である⁶²⁾と考える⁶³⁾。

前述したように、バリー・ミーンズの企業において生じる可能性があるモラル・ハザードを防ぐためのメカニズムを分析するのがエージェンシー・モデルであった⁶³⁾。プリンシパルとエージェント間の利害を一致させる方法としてモ

59) ドイツが資本市場指向型に変化していることにつき、クリストフ・H・サイプト「ドイツのコーポレート・ガバナンスおよび共同決定—弁護士、監査役員、研究者としての視点から—」商事法務1936号（2011）34頁。

60) Jonathan R. Macey and Maureen O'Hara, The Corporate Governance of Banks, 9 Econ. Pol'y Rev. 91 (2003).

61) Bainbridgeは縦軸に会社の目的、横軸にガバナンスの方法をとるマトリックスで考察を行っている。同教授の示唆する取締役主権（director primacy）は、法と経済学の分析を基礎として、株主利益最大化と取締役主権を組み合わせたものであり、いわばアメリカ会社法の現状分析とも言える。Stephen M. Bainbridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 547-550 (2003).

62) ここで法と経済学の分析手法を用いるが、このような機能分析は伝統的理論ではなく法と経済学や米国会社法学が得意とする分野であるからである。

63) 小佐野広『コーポレート・ガバナンスの経済学』（日本経済新聞社、2002）7頁。

ニタリング・システムとインセンティブ・システムが考案され発展してきた⁶⁴⁾。モラル・ハザード現象が起きる1つの原因はプリンシパルとエージェント間の「情報の非対称性」である⁶⁵⁾。米国ではEisenbergがモニタリング機能の重要性を説き⁶⁶⁾、アメリカ法律協会『コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告』の第1ドラフト⁶⁷⁾でもこれが展開されると、アメリカで支配的となっていった⁶⁸⁾。紙幅の関係から、ここではコーポレート・ガバナンスの重要ファクターであるモニタリング機能を中心として若干の考察を示したい。

モニタリング・システムは、資本市場による評価を通したモニタリング⁶⁹⁾と取締役会等による経営者の会社経営を監視するモニタリングとに分けられる。市場がモニターする英米型は外部者モデル（outsider model）、取引先銀行や従業員がモニターする日本・ドイツ型は内部者モデル（insider model）という分類も可能だろう。

日本におけるモニタリング機能の担い手としては、取締役会、監査役、メインバンク、機関投資家、従業員、会計監査人、弁護士、資本市場などがあげら

64) たとえば、菊澤研宗『比較コーポレート・ガバナンス論—組織の経済学アプローチ—』（有斐閣、2004）43頁。

65) 菊澤・前掲書39頁。

66) 取締役会の主たる機能は執行役員のモニターであって、その他の機能はマイナーなものに過ぎない。Melvin Eisenburg, The Structure of the Corporation, 157-62 (1976).

67) American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and recommendations (Tent. Draft No.1 1982). Eisenburgは取締役会部分の執筆担当者だったが1984年から全体のChief Reporterとなった。

68) 1970年代から取締役会がすぐにモニタリング・ボードとしての機能を現実に果たし始めたわけではなく、1980年代の企業買収ブームを経て、1990年代に株主価値最大化や独立取締役の浸透によって実務的に確立された。Jeffrey N. Gordon, Independent Directors and Stock Market Prices: The New Corporate Governance Paradigm, ECGI - Law Working Paper No. 74/2006 (2006).

69) 情報が証券の価格に反映されるメカニズムについて、理論的なモデルを提示しようとしたものとして「効率的資本市場仮説」がある。Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, 70 Va. L. Rev. 549 (1984). ただし現在ではこれに対する批判も存在する。Lynn A. Stout, The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance, 28 J. Corp. L. 635 (2003).

れる。結論から言えば、個々のプレーヤーの特色を生かした「日本型」のモニタリングを考えていくべきである。

まず、取締役会の監視機能の分析を深め、何をどのようなプロセスで取締役会にモニタリングさせるのが適切かを検討するべきであろう。周知のように、アメリカの取締役会はモニタリング・モデルを基本としているが、日本の取締役会はむしろマネジメント・ボード・モデルを採っていると言われる⁷⁰⁾。しかも日本の取締役会の場合事業計画の立案に止まらず具体的な業務執行の決定にまで及んでいることが特色である。したがって、このような日本型の取締役会の性格を前提とすれば、アメリカ型の“監督機関の独立性に基づくモニタリング⁷¹⁾”という発想とは相容れないのではないか、特に最近の議論の社外取締役の義務化とは調和しないのではないかと⁷²⁾、という点をまず問い直す必要がある。取締役会の機能としてアメリカ型モニタリング・モデルがガバナンスの世界基準となっており、これと異なる我が国のあり方は批判を免れないとする見解もある⁷³⁾。アメリカ流を、資本市場、経営者（人材）市場、報酬体系等において制度が異なる現在の日本にそのまま移植してうまく機能するのか検討するべきであろう。

取締役会に求められるモニタリング機能は、①効率性の観点からの監視、②利益相反性の監視、③会社運営の適法性の確保の3つが考えられる⁷⁴⁾。特に、

70) 日本の会社実務でよく見られる「代表取締役社長」は業務執行のトップである社長が監視機能を果たすべき取締役会のトップでもある。これはアメリカ型ではあり得ない。また役員人事や社長後継人事は指名委員会が行うのであって社長がこれを行うこともあり得ない。

71) パフォーマンスを評価する執行役員から独立でなければならない、またモニタリング機能を十全たるべく十分に客観的な情報に基づかなければならない。

72) 具体的な業務執行の決定の場に社外取締役がいることは取締役会にとって無益どころか有害である、との意見もあり得るところである。

73) 落合誠一「会社法制見直しの基本問題」西村高等法務研究所責任編集・落合誠一＝太田洋編著『会社法制見直しの論点』（商事法務、2011）10頁。

74) 川濱昇「取締役会の監督機能」森本滋＝川濱昇＝前田雅弘編『企業の健全性確保と取締役の責任』（有斐閣、1997）。

日本には監査役制度があるのだから、これとの分業・共働を考えるべきである⁷⁵⁾。そうしたことから、取締役会が固有にモニタリング機能を発揮すべきは前記①である。すなわち、①は事業計画・目標の達成に関する事後的な評価であり、これは人事や報酬決定を通じて実現されるべきものだからである⁷⁶⁾。③は、内部統制システムの構築・運用を通じて実現されるべきものであって、ボード単独で実現できるものではない。②はむしろ監査役や専門家としての第三者に委ねるのが適切かもしれない。監査役⁷⁷⁾は適法性監査のみならず、「著しく不当な事項」の報告義務（法384条）を通して妥当性監査まで一定の限度で踏み込む権限があるというのが近時の通説的な見解であろう。私見としては、監査役は妥当性監査や利益相反性の監視についてもより能動的に関与しうる資格があると考ええる。監査役のモニタリング機能の強化をどのように運用上制度上位置付けるか（モニタリングのインセンティブを含め）は今後の大きな課題である⁷⁸⁾。

なお、平成25年の法改正議論で、社外取締役の法的義務付けが見送られ、上場会社は社外取締役を置かない場合は置くことが相当でない理由を事業報告で明らかにすることになった（いわゆる「comply or explain」原則）。この問題を考えるには、法律による強制の根拠が正当・妥当か、強制の方法として立法が適切か、という観点から考察するべきである。社外取締役はモニタリング機能を果たし、企業のパフォーマンスを高めるという相関関係を示す統計的裏付けが希薄であることは周知のとおりである⁷⁹⁾。ただし今後は、一般的にパフォー

75) 同様の方向で検討するものとして、岩原紳作「監査役制度の見直し」前田重行＝神田秀樹＝神作裕之編『企業法の変遷：前田庸先生喜寿記念』（有斐閣、2009）。

76) 川濱・前掲注74) 29頁。

77) 本稿では監査役設置会社のみを対象とし、ひとまず委員会設置会社と（改正要綱による）監査・監督委員会設置会社は対象としない。

78) ここで常に問題となるのは監査役に取締役会による代表取締役等の解任について議決権を付与すべきかという論点である。監査役に議決権を付与する定款自治を認める見解はこの点で興味深い。法制審議会会社法制部会第5回会議議事録17頁〔神田発言〕。

79) 社外取締役と企業のパフォーマンスの関係につき、内田交誼「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」証券アナリストジャーナル2012年5月号8頁、渡邊浩司「独立社外取締役の選任とROEとの関係」商事法務2006号（2013）55頁。

マンスと社外性との間に相関関係はないとしても、どのような企業で相関関係が認められるのか、より具体的に実証的研究を進めるべきであろう⁸⁰⁾。

それでも社外取締役の義務付けの必要性があるとすれば海外の資本市場から資本調達のある企業であり、つまりは日本の資本市場の国際競争力（主としてアメリカ市場であろうが）を引き上げる必要性にかかわる問題である⁸¹⁾。ただし仮にこの点に社外取締役の義務付けが資するとしても、強制の手段として、法の強制が妥当かが問われるべきである。確かに、アメリカと異なり裁判所の役割が積極的とは言えない日本では、上述の通り法による強制の妥当性が強まるとは言える。しかしながら、法の強制はソフトローによるものも含め一体となって考えるべきである。その意味で、法改正によるのではなく上場規定にゆだねた今回の扱いは積極的に評価してよい⁸²⁾。

日本のメインバンクは、単に企業の債権者としてばかりではなく、企業経営の監視役として重要なモニタリング機能を果たしてきた⁸³⁾。ただし、最近ではモニタリング機能の低下が実証的研究から指摘されるところである⁸⁴⁾。とすれば誰がどのようにしてこの低下を補うべきかを論じるべきであろう。

80) Gordonは、独立取締役の採用による効果は、初期段階ではシステマティックに現れるがその後は企業に合わせて（firm-specific effects）現れるので、統計をとるのは困難であると指摘する。Jeffrey Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 *Stan. L. Rev.* 1465 (2007).

なお、John A. Wagner III et al., *Board Composition and Organizational Performance: Two Studies of Insider/Outsider Effects*, 35 *J. Mgmt. Studies* 655 (1998) は、社外・社内取締役のバランスをとったボードは、社外取締役主体のボードや社内取締役主体のボードより、パフォーマンスが悪いという興味深い実証分析を示している。

81) Stephen Bainbridge, *Corporate Governance; After the Financial Crisis* (2012).

82) 高橋英治「日本におけるコーポレート・ガバナンス改革の歴史と課題」商事法務1997号（2013）4頁も同様の評価をしている。

83) Aoki Masahiko, "Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View," in Masahiko Aoki and Hugh Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press (1994), at 109-141. さらに青木昌彦『比較制度分析序説』（講談社、2008）。

アメリカでは機関投資家の発言力が高まっており、バーリ＝ミーンズの企業状況とは言えなくなっているとの指摘もある⁸⁵⁾。日本においても安定株主の減少と機関投資家の増加という顕著な傾向が見られるところである⁸⁶⁾。それでは機関投資家によるモニタリングは期待できるであろうか。ここで一言しなければならないのは、たとえ機関投資家（年金基金やミューチャル・ファンドなど）が実効性のある監視者になるとしても、公平の視点からは、一般株主にとって望ましい監視者になるかどうかについて議論の余地があるということである⁸⁷⁾。こうした点から、「株主の権限を拡張せよ」との株主主権論⁸⁸⁾についてはもう少し精緻な議論をしなければならないであろう。

従業員にどのようなモニタリング機能を担わせるかは難しい問題である。ドイツのように従業員選任監査役の制度を置くことも考えられるが、株主対従業員の利害対立を取締役会の場に持ち込むことが賢明なのかが問われるべきであり、現状では否定的に解さざるを得ないであろう。日本の会社法のシステムにおいては、内部統制システムの構成員として、監視機能を果たすことが求められているのであろう。

また「ゲートキーパー」の役割も重要である⁸⁹⁾。これには会計監査人、弁

84) この観点からバブル崩壊後は日本企業のガバナンスの空白化が生じているとの指摘もある。岡部光明『株式持合と日本型経済システム』（慶應義塾大学出版会、2002）。

85) Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and The Revaluation of Governance Rights, 113 Colum. L. Rev. 863 (2013).

86) 東京証券取引所「平成23年度株式分布状況調査の調査結果について」2012年6月20日参照。1985年までは、個人、事業法人等、都銀・地銀等が主な株式の所有者であったが、1985年以降は国内機関投資家等や外国法人等の比率が上昇し、2003年以降はこれらの国内外の機関投資家によって株式市場の過半数が所有されている状況が続いている。

87) 機関投資家のアクティビズムについては、機関投資家自身のエージェンシー問題が生じる。Roberta Romano, Less Is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance, 18 Yale J. Reg. 174 (2001)。

88) Lucian Bebchuk, The Case for Increasing Shareholder Power, 118 Harv. L. Rev. 833 (2005) 参照。

護士、格付機関、投資銀行などが含まれる。ゲートキーパーは自己の社会的信用の維持が不可欠であり、自己の信用を犠牲にしてまで依頼者・企業の不正を助けることはないことを前提としてきた。彼らの役割を強化することも必要である⁹⁰⁾。

最後に資本市場によるモニタリングはどうか。公開会社の経営監督は、会社法規制の強化ではなく、市場メカニズムを通じた監督機能の強化によって行うほうがより効率的であるとの観点から、資本市場が企業のガバナンスの優劣を評価・判断するというものである。ただし市場メカニズムが十分に機能しない場合、マーケットに監視機能の発揮を期待してもあまり意味がない。公開会社の監視機能について言えば、強行法規と市場メカニズムの機能がどのようなバランスで働いているのか、分担を見極めるべきである。

そもそもアメリカ型とか日本型といったステレオ・タイプの考え方は、時代の流れにそぐわなくなっている。また「アメリカ型」といってもそれ自体市場は劇的に変化しているのである。各国は独自の株式所有構造がありガバナンス・システムをもっている。これに伴い独自の機能をもったガバナンスのプレイヤー（特にモニタリング機能の担い手）が存在する。これらを十全機能させると共に、エージェントによる契約上の義務の誠実な履行を確保するため、企業特殊的公正規範（firm-specific fairness norms）による補完が重要だということになろう⁹¹⁾。ルールを定立するためには、規範的分析（normative analysis）に加えて、今後実証的分析（empirical analysis）が重要性を増してくることは間違いない。立法政策の議論を最終的に基礎付けるのは実証的な裏付けだからである。

89) See generally John Coffee Jr., Gatekeepers: The Role of the Professions in Corporate Governance (2006). エンロン事件等の不祥事の原因は会計監査人や弁護士等のゲートキーパーが機能しなかったことにありと指摘する。

90) SOX法の目的の1つがこの役割強化であった。

91) Robert Cooter & Melvin A. Eisenburg, Fairness, Character and Efficiency, 149 U. Pa. L. Rev. 1717 (2001).

〔付記〕

脱稿直前に、私法学会シンポジウム資料である「株式保有構造と経営機構—日本企業のコーポレート・ガバナンス」の一連の論文（商事法務2007号（2013）4頁以下）に接した。

（本稿は平成24年度科学研究費補助金（基盤C）による成果の一部である。）