

令和元年6月25日現在

機関番号：32675

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2015～2018

課題番号：15K03223

研究課題名（和文）コーポレート・ガバナンスの視点から見た会社法と金商法の融合と課題

研究課題名（英文）Fusion and Issues of Corporate Law and Financial Instruments and Exchange Act from the Viewpoint of Corporate Governance

研究代表者

荒谷 裕子（ARATANI, HIROKO）

法政大学・法学部・教授

研究者番号：80125492

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,500,000円

研究成果の概要（和文）：本研究においては、様々な企業統治にかかる金融商品取引法と会社法が交錯する具体的な局面において、整合性のとれた一貫的な規整スタイルを新たに構築し、最終的には、金融商品取引法と会社法を機能的・効果的に運用できるような方法論を展開した。

なお、比較法的見地から、フランスの規整の概要と課題について検討を行った。フランスは、EUでの市場競争力強化の観点から、金融法制の大改革を実施するとともに、証券法と会社法を有機的に一体化した新たな法規整を整備充実させた国である。フランスにおける企業統治の在り方を研究することにより、わが国の今後の規整のあり方を考える上で有益な示唆を得ることができた。

研究成果の学術的意義や社会的意義

現在、企業不祥事が多発している要因は、ひとえに会社のガバナンス・システムが十分機能していないからに他ならない。現在、わが国の企業統治システムは、会社法に加えて、ソフト・ローといわれるコーポレート・ガバナンス・コードとスチュワード・シップ・コードによって規整が図られているが、これらを有機的・機能的に一本化し、整備する方向での施策を考える時期にきているといえる。これまでは、もっぱら英米法を参考にした規整のあり方が中心的役割を果たしてきたが、本研究では、わが国同様、成文法主義をとるフランスの規制の概要と課題を検証することにより、新たな視点からのガバナンス・システムの在り方を提言することができた。

研究成果の概要（英文）：In this research, in various situations where the Financial Exchange Act and the corporate law intersect about corporate governance, we proposed a methodology that can be operated effectively between the Financial Exchange Act and the corporate law.

In addition, from the comparative legal point of view, I did research on the detail and issues of corporate governance regulations in France. France implement major reforms of its financial legislation in order to strengthen market competitiveness in EU countries, and has a new regulations that integrate the securities law and corporate law in an organic manner. Also, France have already formulated a corporate governance code for more than 20 years, and have sought to survive in the global market while balancing law and soft law. By studying the state of corporate governance in France, I could provide useful suggestions for considering the way of future corporate governance in Japan.

研究分野：商法

キーワード：会社法 コーポレート・ガバナンス 企業統治

1. 研究開始当初の背景

企業活動の国際化、資本市場のグローバル化がより一層進む一方、リーマンショックに端を発した国際的な金融危機とそれに続く欧州債務危機問題等によって、日本経済の地盤沈下、国内外の投資家の日本離れは深刻な問題となっており、著名な企業の不祥事も後を絶たない。そうした中で、近年、国内外の投資家、特に機関投資家などの市場関係者を中心に、わが国における企業統治システムは未だ十分に機能しているとは言い難いとの指摘がなされてきたこともあり、平成 26 年に、監査役・取締役会による監督機能の強化を中心とした企業統治の在り方に関する会社法の改正がなされるとともに（平成 27 年 5 月施行）同 27 年 6 月には、金融庁主導によるコーポレート・ガバナンス・コードが上場会社に適用されることになった。こうして、現在、上場会社におけるコーポレート・ガバナンス規整は、会社法だけでなく、コーポレート・ガバナンス・コードを具現化した証券取引所の上場規則というソフト・ローに依拠する形で規整がなされている。しかし、会社法とコーポレート・ガバナンス・コードは、それぞれ規制目的が異なることから、コーポレート・ガバナンスの在り方についても両者が交錯しているにもかかわらず、相互の連携を欠き、必ずしも一貫した規制スタイルを採用しているとは言えない状態にある。特に、上場企業にとっては、上位である会社法に基づく規整と、実務の運営にその影響が直結するガバナンス・コードに基づく規整の微妙な違いをどのように調整するのが大きな課題となっている。本研究は、そうした背景のもと、株主保護を目的とする会社法と、投資者保護を目的とする金融商品取引法の規制をコーポレート・ガバナンスという視点から再構築した場合、究極的には同じ規制基盤において統一的に規制できるのではないかという問題意識が、その出発点となっている。特に、実務の世界では、法規整である会社法と、ソフト・ローという位置づけながら東証を通じて実際には強力な影響力、実質的な採用圧力がかかるコーポレート・ガバナンス・コード、スチュワード・シップ・コードの関係をどう位置づけるべきか苦慮している点が窺われることから、この点についても課題と今後の方向性を探りたいと考えた次第である。

2. 研究の目的

本研究においては、様々な企業統治にかかる金融商品取引法と会社法が交錯する具体的な局面において、整合性のとれた一貫的な規整スタイルを新たに構築し、最終的には、金融商品取引法と会社法を機能的・効果的に運用できるような方法論を展開することを意図するものである。特に、平成 26 年会社法改正では、審議過程で一部議論はされたものの、実現には至らなかった。そこで、会社法と金融商品取引法を企業統治の側面から再構築し直し有機的な法規制を新たに整備することができるような立法論の提言を行うことによって、新たな会社法制見直しの際の作業の一助として寄与することができればと考えて課題の研究を行った。

なお、コーポレート・ガバナンスの比較法研究は、もっぱらアメリカ法が中心であり、もうひとつの大きな経済圏である EU に関する研究はほとんどなされていないのが実情である。そこで、本研究では、EU、特に自国の企業風土等にあった独自の規制を行っているフランスについて比較法的研究を行った。フランスは、コーポレート・ガバナンスに関する規整について、EU 諸国での市場競争力強化の観点から、金融法制の大改革を実施するとともに、これまでの会社法を廃止し、証券法と会社法を有機的に一体化した新たな法規整を整備充実させた国である。また、わが国同様、成文法体系の国でありながら、既に 20 年以上前からコーポレート・ガバナンス・コードを民間レベルで策定し、法とソフト・ローのバランスをとりながらグローバル市場での生き残りを模索してきた国でもある。フランスにおける企業統治の在り方はどのように変化したのか、その意義と効果について研究することは、少なからずわが国の企業統治に関する規整のあり方を考える上で参考になるものと思われる。

3. 研究の方法

- (1) コーポレート・ガバナンスのあり方に関する大きな転換点となった平成 26 年（2014 年）改正会社法および平成 27 年（2015 年）に策定されたコーポレート・ガバナンス・コードの意義および効果について、関係当事者からのヒヤリング調査や各界の意見・論文等を踏まえて、個別具体的な問題について検討を加える。
- (2) 比較法的研究として、コーポレート・ガバナンスについて昔から積極的な改革に取り組んできたフランスにおける規整の概要と、課題について検討を加える。
- (3) 以上の研究・検証を踏まえて、会社法といわゆるソフト・ローであるコーポレート・ガバナンス・コードの両規整の位置づけと、今後のガバナンス規整の在り方・方向性を模索した。

4. 研究成果

- (1) わが国の「企業統治（コーポレート・ガバナンス）」の在り方については、会社法制定以前から、企業の不祥事が発生するたびに問題提起がなされ、監査役の監督機能の強化や独立性の確保、アメリカ法をモデルとする委員会設置会社という新たな機関設計の創設等、試行錯誤を重ねながら、今日に至っている。特に、株式の持ち合い

が崩れ、年々その比重を高めている機関投資家を中心とする外国人株主と、海外大手議決権助言会社によるわが国のコーポレート・ガバナンスのあり方に対する厳しい指摘を受けて改正された平成 26 (2014 年) 年改正会社法および 2015 年のコーポレート・ガバナンス・コードにおいては、「コンプライ・オア・エクスプレイン (遵守せよ、さもなければ説明せよ)」ルールを導入し、事実上、公開大会社でかつ有価証券報告書提出会社に対しては、社外取締役・独立役員を選任するよう誘導する規整が導入された。また、社外取締役を導入しやすくするためのツールとして、指名委員会等設置会社 (旧委員会設置会社) よりはやや緩やかな「監査等委員会設置会社」という新たな機関設計が選択枝として導入された。これによって、従来のようなひな形通りの全社横並びの形式的な開示ではなく、各社独自のガバナンスに対する考え方が披瀝されることになることが期待されたが、実際には、取締役の指名や報酬決定に外部者がかわることを敬遠するわが国の企業風土もあって、機関投資家を中心とする海外の投資家への理解が得やすく、しかもコスト削減にも繋がる監査等委員会設置会社への移行が加速した。現在、東証一部上場会社の 4 分の 1 弱が監査等委員会設置会社であり、もっとも効果的なガバナンス・システムであると評されている指名委員会等設置会社は、不祥事でも発生しない限り積極的な移行はなされず、ここ数年 2% 程度とむしろ減少傾向にあるといえる (日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」)。また、平成 27 年のコーポレート・ガバナンス・コードの適用開始以降、上場会社では、社外取締役・独立役員を選任が急速に進み、特に東証一部に上場する企業の実に約 5 割が 3 名以上の社外取締役を選任し、独立取締役の複数選任も大幅に増加している。しかし、会社法改正から 4 年を経過した現在でもなお、企業の不祥事は後を絶たないのが現状である。この原因はどこにあるのか。まだ、その十分な検証にはいたらなかったが、少なくとも、データ改竄や違法行為などの不祥事が以前より多発しているように見えるのは、平成 26 年の改正会社法により、内部統制・内部通報システムの整備・強化により、問題が顕在化したからであろう。その意味では、平成 26 年のコーポレート・ガバナンス改革は大きな成果をあげたと評することが可能である。関係者からのヒヤリング調査でも、そのことが明確に言われているところである。問題は、社外取締役の導入の意義についてである。実務の現場では、社外取締役の選任の必要性はどのように理解されているのか。後述するように、フランスでは、取締役がその職責を十分に発揮できないとの理由から、兼任は 5 社までとし、その企業名を公表することを義務付けている。わが国では、適任者を見つけることが難しい等の理由もあって、その導入は形式だけにとどまり、本当の意味でのガバナンス改革が進んだとは言えないのではないかと思われる。実際、東証一部上場企業の約 2 割が 4 社以上の社外役員を兼務しているとされている。兼務が多ければ、法やコードが目指す経営のチェック機能を十分果たしているのかとの疑義が生じる。この問題は、法制度の問題というよりは、企業のコーポレート・ガバナンスに対する姿勢、ひいては企業風土の問題であり、実態を伴う改革の道筋をつけることはなかなか困難であるとの実感を待た。

なお、EU では、多種多様な社会の変化に対応するため、ジェンダーのクォーター制を導入するなど、社会の環境や課題に焦点を当てた改革が急速に進んでおり、この点でも、アメリカのみならず世界的にみても、わが国のコーポレート・ガバナンス改革は遅れているとの感否めない。もっとも、クォーター制を形式に導入しても、企業価値の向上につながるのか、その因果関係については、各国ともに未だ実証研究中であり、フランスでも同様の研究がなされている。社外取締役・独立取締役と並んで、役員のカクォーター制の導入の是非についても、各国の実証研究の結果をも踏まえて、今後真剣に議論する必要があると思われる。

- (2) ところで、コーポレート・ガバナンス・コードの比較法研究は、これまで、もっぱらアメリカ法が中心であり、もうひとつの大きな経済圏である EU 諸国に関する研究はほとんどなされてこなかった。そこで、本研究では、EU、特に自国の企業風土等にあった独自の規制を行っているフランスについて比較法的研究を行った。フランスは、コーポレート・ガバナンスに関する規整について、EU 諸国での市場競争力強化の観点から、金融法制の大改革を実施するとともに、証券法と会社法を有機的に一体化した新たな法規整を整備充実させた国であるといえる。もともとフランスのガバナンス・システムは、わが国のシステムに類似する点が多く親和性が高いだけでなく、伝統的に株主や投資家のみならず従業員やサプライヤー等のステークホルダーの存在を重視し、長中期的な視点から経営を行うという考えかたも共通している。たとえば、フランスでは、英米やドイツなどと異なり、機関設計について、複数の選択肢を用意し、各企業が自らにあったガバナンス・システムを採用することが可能である。また、わが国には、法制度上の規定はないものの、終身雇用制や節税等の関係から従業員を兼務する取締役が多く存在しており、その法律上の地位や責任がしばしば問題となるが、フランスでも、こうした従業員兼務取締役の制度が存在しており、その意義や規整について会社法上、明確に既定されている。このように、わが国とフランスの経営システムは、根底的に息づく背景や考え方、法体系的な点で共通点

が多く、ガバナンス・システムの在り方を考える上でも、参考になるものと思われる。ちなみに、フランスはEU圏およびグローバル化する国際市場の中で生き残りをかけて、上場企業のガバナンスの透明性を確保し、企業価値を高めるために、既に24年前から上場企業を対象にコーポレート・ガバナンス・コード(Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées)を策定し、上場会社に対して、適用してきた。このCodeは、民間のAFER(フランス私企業協会)と-MEDEF(フランス企業連盟)が共同で策定作業を行っているもので、フランス国内のほぼ全ての上場企業がこのCodeを採用していると言われている。わが国において、コーポレート・ガバナンス・コードが初めて策定されたのが、2015年であることを考えると、わが国同様、保守的企業風土の中にあって、フランスがグローバル化する市場に対応するべく如何にすばやく対応してきたかを窺うことができる。このCodeは、2018年6月に改訂(第10版)されているが、この概要を考察・検証することにより、今後のわが国のコーポレート・ガバナンスの在り方を提言する上で、大きな指針となりうるものと思われる。特に参考となりうるのは、独立取締役の義務化である。フランスでは、株主分散型企业と支配株主型企业に分けて、前者では、取締役会の構成員の半数が独立取締役であること、後者では、3分の1以上が独立取締役であることを要求している。また、取締役の兼任数についても、5社までに制限するなど、取締役会の構成については、わが国よりも厳格なガバナンス・システムを採用していることが分かる。取締役が会社の経営を十分に監督しコントロールするためには、兼任制限を設け、その責任を厳格化するとともに、経営の透明性を確保するためにも、少なくとも、フランス同様、3分の1以上の独立取締役の選任を義務付けることが望ましいと思われる。

なお、フランスでは、ジェンダーの多様性の観点から、上場企業の取締役会では、既にジェンダー・クォーター制(gender quotas)が採用されており、それぞれのジェンダーが取締役会構成員の40%を超えるよう義務付けられているが、実際には、女性の割合が上昇していないことが課題として指摘されている。ジェンダー・クォーター制の導入の可否については、これからわが国でも広く議論される問題であり、コーポレート・ガバナンスのあり方を考える上で、その意義と効果について、フランスおよびこれを導入しているEU諸国の検証結果等について、今後、更に研究を続けていきたいと考えている。

フランスでは、経済改革の一環として「企業の成長・変革のための行動計画法(PACTE法)」が、今年(2019年)4月に成立した。この概要や影響等については、コーポレート・ガバナンスの視点から、今後、更に研究を進めていくつもりである。

- (3) わが国のコーポレート・ガバナンスの在り方をめぐる議論は、学界のみならず実務の世界でも活発になされてきたが、その視点はもっぱら会社法における株主保護、効率的な企業経営のという観点にあり、上場企業に深くかかわるもうひとつの大きな法規制である金融商品取引法の視点からこれを論ずる議論はほとんど存在しなかった。しかし、マーケットのグローバル化と企業の国際競争力維持・強化等の観点から、わが国でも2015年以降、機関投資家をコーポレート・ガバナンスの在り方に積極的に関与させようという流れにシフトしつつある。成文法主義を採用するわが国において、今後、会社法とソフト・ローの関係をどのように整合性をとった形で、両者を位置づけ効果的に運用していくかが大きな課題となろう。ちなみに、フランスでは、法による強制的なガバナンス規整を回避するために、民間主導でコーポレート・ガバナンス・コードを整備・運用しているとの指摘もあり、これについては批判も多く、わが国の今後の規制手法を考える上で参考となろう。

なお、平成26年会社法改正以降、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが定着しつつあるが、この点について、ヒヤリング調査では、機関投資家がむしろ形式的に社外取締役・独立取締役ありきで、従来の監査役会設置会社の存在を否定的に解し、当該会社における監査役制度採用の意義について企業側の考え方を説明しても理解を示さないということで苦悩している意見を多々耳にした。監査役制度は、わが国企業風土に根ざした制度として、長く定着してきた制度であり、取締役会とは別の独立した組織として経営をコントロールする利点もある。したがって、投資家も、コンプライすべきであるといった横並び行動をとるのではなく、エクスプレインする企業の話に十分耳を傾け、そうした企業を高く評価する姿勢が今後求められるのではなかろうか。機関投資家の資質や姿勢も今後は大きく問われるものと思われる。

- (4) コーポレート・ガバナンスの在り方を考える上では、開示規制が極めて重要な役割を果たすが、会社法の開示規制には、株主・会社という旧来の枠組から脱することができず、株主個人のプライバシーを重視し、どちらかといえば開示には消極的である。しかし、経営の透明性を高め、多くの投資家を呼び込むためには、ガバナンスに関する情報開示は不可欠であろう。現在、上場会社については、金融商品取引法がその役割を担っている。今後は、金融商品取引法の視点からコーポレート・ガバナンスの在り方について検討するとともに、会社法上の規制と金融商品取引法上の規制が交錯する局面を精査し、その論点と課題について、比較法的研究を踏まえつつ、整理・検討した上で、かかる局面において、ガバナンス機能の一層の充実・強化を図るという

視点から両者を有機的に結合した新たな一体的な規整の在り方を構築していくことが不可欠であると考え。今後、この点についても、両者に共通する個別具体的な問題を洗い出したうえで検討を進め、上場会社については、少なくとも会社法・金融商品取引法を融合した形で一本化した規制の在り方について、提言をしていきたいと考えている。

参考・引用文献

- ・江頭憲治郎「会社法改正によって日本の会社は変わらない」法律時報 86 巻 11 号 (2014 年)
- ・神田秀樹『「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱案」の解説』旬刊商事法務 2191 号 2195 号 (2019 年)
- ・田中亘「企業統治改革の現状と展望」宮島英昭編著『企業統治と成長戦略』（東洋経済新報社、2017 年）
- ・野田博「コーポレート・ガバナンスにおける規制手段の考察 ソフトローの側面を中心として」旬刊商事法務 2109 号 (2016 年)
- ・三和裕美子「日仏両国のコーポレート・ガバナンス改革における機関投資家の役割」（明大商学論叢 96 巻 4 号）
- ・Code AFEP-MEDEF révisé de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées
- ・CODE DE GOUVERNANCE DES ENTREPRISES MOYENNES FRANÇAISES
- ・Le droit des affaires d'aujourd'hui à demain
- ・Anne-Marie Simon ; Droit des affaires (20e édition)

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 2 件)

「フランスにおけるコーポレート・ガバナンス規整の概要」(法学志林 117 巻 3 号、2019 年 10 月)(荒谷裕子) 査読無し

『コーポレート・ガバナンスの視点から見た会社法と金商法の融合と課題』(2020 年 3 月出版予定、法政大学出版会)(荒谷裕子) 査読無し

6. 研究組織

(1) 研究分担者

研究分担者氏名：

ローマ字氏名：

所属研究機関名：

部局名：

職名：

研究者番号 (8 桁)：

(2) 研究協力者

研究協力者氏名：

ローマ字氏名：

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。