

令和元年5月30日現在

機関番号：12601

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2016～2018

課題番号：16K03390

研究課題名(和文)株主構成の多様化・国際化に対応した株主権の適正行使を確保する法制度の構築

研究課題名(英文) Analysis of how legal system should response to diversification and internationalization of shareholding-structure

研究代表者

加藤 貴仁 (Kato, Takahito)

東京大学・大学院法学政治学研究科(法学部)・教授

研究者番号：30334296

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,400,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の成果は、大きく3つに分けることができる。第一に、企業価値の向上と機関投資家による経営の規律を目的として導入された日本版コーポレートガバナンス・コード及び日本版スチュワードシップ・コードについて分析し、機関投資家の行動を変化させるという点での限界の存在や、母国であるイギリスのコードとの目的の違いを明らかにした。第二に、株主優待制度や各種の種類株式について、経営者が自社の株主構成を操作する可能性という観点からの問題点を明らかにした。第三に、上場企業の法定開示書類の不実記載に関する証券訴訟について、我が国における実態を定量的に明らかにし、その抑止効果の有無・程度を分析した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

上場会社と機関投資家の対話を促進することによって上場会社の収益力を向上させるためには、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードだけではなく、会社法によって認められる株主権の再構成が必要であることを明らかにすることができた。また、株主権の再構成は、株主権の強化と株主権行使の適正確保のバランスが重要であり、このような観点から現行法の具体的な改善策を提言した。

研究成果の概要(英文)：The results of this research can be summarized into three points. First, this research has brought to light the limitations of the Japanese Corporate Governance Code and the Japanese Stewardship Code in incentivizing institutional investors to monitor their investee companies as well as the difference between the ultimate goal of the Japanese Stewardship Code and that of its origin, the UK Stewardship Code. Second, this research has critically analyzed measures used by listed companies to manipulate their share-ownership structure, such as preferential treatment of long-term shareholders, dual-class shares, and provision of special benefits to shareholders (kabunushi yutai). Third, this research has hand-collected empirical evidences regarding the actual state of securities litigation in Japan for financial misrepresentations and analyzed whether and how much deterrence effect such litigation has.

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・コード スチュワードシップ・コード 金融商品取引法

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

上場会社の株主構成における機関投資家の存在感が増しつつあったことに加え、平成 26 年に日本版スチュワードシップ・コードが制定され、平成 27 年に日本版コーポレートガバナンス・コードが制定されたことにより、上場会社と株主の関係は大きく変化する兆しを見せていた。平成 26 年には会社法も改正されたが、このような変化に対して会社法は十分な対応をしているとは評価できない状況が存在した。

たとえば、日本版スチュワードシップ・コードと日本版コーポレートガバナンス・コードは、資本市場の規律、より具体的には国内外の機関投資家と上場会社の対話を通じて、国際的に見て低位の状況にあった我が国の上場会社の ROE の向上など上場会社の「稼ぐ力」を強化することを目的としていた。しかし、それなりの数の株式を有する機関投資家であっても株主総会の多数派を単独ないしはグループで占めることは稀であると思われるところ、そのような場合であっても経営者が機関投資家との対話に応じることを確保するためには、少数派である機関投資家側に交渉力の核となるような株主権が与えられていることが重要となると考えられる。他方で、そのような株主権を少数派が株主全体の利益にならない形で行使してしまった場合には、上場会社の経営の効率性向上という所期の目的は達成されないことになる。

このように、株主構成の変化と機関投資家と上場会社の対話の促進に対応して、会社法における株主権の再構成が求められていた。

2. 研究の目的

我が国では、資本市場の規律、より具体的には国内外の機関投資家と上場会社の対話の促進を通じて上場会社の経営の効率性を向上させることが政策課題となっていた。株主権の強化はこのような政策課題の解決に寄与する側面もあるが、少数派株主による権利行使が株主全体の利益と調和しない場合には企業価値の減少につながる可能性がある。我が国の株主権に関する会社法の規律は、総会屋や株主持合いなど我が国に特有の株主構成を前提としているため、近年、顕著になっている株主構成の変化と整合しているとはいえない。同様の問題は諸外国にも存在する。本研究は、株主構成の変化を前提として、株主権行使の適正確保のために必要な法制度の内容を再検討することを目的とした。

3. 研究の方法

(1) 上場会社と株主の関係の変化は、我が国においてのみ生じている現象ではない。そのため、各国がそのような変化に対してどのような対応をしてきたかを調査分析することによって、株主権行使の適正確保の観点から法制度を分析するために有用な分析枠組みを獲得することを試みた。特に、日本版スチュワードシップ・コードと日本版コーポレートガバナンス・コードの組み合わせによって上場会社の行動に影響を与えようとするものの合理性と限界を、アメリカとイギリスの状況と比較しつつ検討した。

(2) 上場会社の株主構成において機関投資家の存在感が増すことは、いわゆる安定株主の割合が減少していることを意味するため、上場会社の経営者の地位を不安定にする。このような状況に直面した経営者は、自らの地位を確保するために、友好的な株主の数を増加させるなど株主構成に干渉する誘因に駆られることになる。一方、仮に企業価値最大化の観点から最適な株主構成が個々の上場会社で異なるのであれば、経営者が株主構成に影響を与えようとする行為の中には正当化可能なものも存在することになる。そこで、上場会社による種類株式の利用と株主優待制度の実態を、有価証券届出書や有価証券報告書などの法定開示書類に記載された情報及び上場会社がウェブサイト等で任意に開示している情報を参照して調査した上で、会社法や金融商品取引法及び証券取引所の上場規則が前述した問題に対応できているかを分析した。

(3) 株主又は投資家による訴訟の提起を対象として、以下の 2 つの観点から、株主権行使の適正確保の観点から望ましい制度のあり方を検討した。第 1 に、訴訟を提起する株主及び投資家と被告とされる経営者及び会社のインセンティブ構造に着目しつつ、このような訴訟が活発に提起されているアメリカの状況を参照した上で、濫訴防止措置の意義を検討した。第 2 に、我が国において、近年、金融商品取引法 21 条の 2 に基づき投資家が上場会社を被告として提起する訴訟等の数が増加したことに着目し、その実態を、公表裁判例だけではなく、法定開示書類や各種のプレスリリース、投資家を代理する弁護士が開設するウェブサイト等の公表情報を参照して、定量的に分析することで、法制度が想定する訴訟提起のあり方と実態を比較分析した。

4. 研究成果

本研究は、1990 年代以降に進展した我が国の上場会社における株主構成の多様化と国際化を背景に、株主総会における多数決を経ない個々の株主ないしは投資家の権利行使を通じて、上場会社の経営の効率性が向上するために必要な法制度の内容を再検証することを企図して行われた。その主な成果は、以下の通りである。

第一に、上場会社の株式の多くを保有するに至った機関投資家による議決権の行使が注目を集めていることを受けて、日本版スチュワードシップ・コードおよび日本版コーポレートガバナンス・コードが我が国の上場会社のコーポレートガバナンスに与える影響を理論的な観点から分析し、両コードが期待された機能を果たすためには機関投資家による積極的な行動が必要であるにも関わらず、両コードには機関投資家の行動を変化させるという点で限界があること

を明らかにした(加藤)。また、我が国において株主権の行使に注目が集まるきっかけとなったスチュワードシップコードについて、その導入の背景を分析し、同コードの母国であるイギリスと我が国とでは、スチュワードシップコードの目的ひいては機関投資家による株主権の行使に期待されている役割が大きく異なっていることを明らかにした(後藤)。

第二に、コーポレートガバナンスは、機関投資家の行動だけではなく上場会社の株主構成全体によっても大きな影響を受けることから、CYBERDYNE やトヨタ自動車による種類株式の利用や株主優待制度を題材にして株主構成を変化させる上場会社の行動を対象とした規制のあり方を研究し、これらは各上場会社が自らの事業活動の特徴に照らして最適な株主構成を達成しようとする手法として正当化できる余地があるが、経営者が株主を選択するという側面があることは否めないことを意識した上で法制度を構築する必要があることを明らかにした(加藤)。

第三に、株主及び投資家によって提起される訴訟について、まず株主代表訴訟や適格消費者団体による種々の訴訟活動を企業活動の規律を目的とした訴訟手続として位置づけた上で、これらの訴訟を機能させるためには原告となる株主などの経済的インセンティブを補う制度が必要であるが、そのような制度は同時に濫用的な訴訟を引き起こす可能性があること、及び、訴訟手続の利用促進と濫用防止のバランスをいかに図るかという点でアメリカ法が参考になることを明らかにした(加藤)。また、株主による訴訟の一類型である上場会社の法定開示書類の不実記載に関する証券訴訟について、我が国における実態(提訴の頻度、対象企業、原告・弁護士属性)を定量的に明らかにし、D&O 保険の適用のされ方も踏まえて、その抑止効果を分析するとともに、株主及び投資家による訴訟によって企業の行動を社会的に望ましい方向(企業の内部的な意思決定手続において一般投資者や消費者の利益が考慮されるようになること)に変化させるためには、訴訟提起の経済的なインセンティブの補完に加え、濫用的な訴訟の規制によって生じる企業側の制度に対する信頼も必要であることを明らかにした(後藤)。

以上のほか、近時のコーポレートガバナンス改革において注目を集めている社外取締役制度についても、「我が国において社外取締役・独立取締役はどのような役割を期待されているのか?」という観点からの近時の企業統治改革の効果の検証(後藤)や、支配株主が存在する場合における独立社外取締役の意義についての検討(加藤)も行った。

5. 主な発表論文等

[雑誌論文](計8件)

Gen Goto, The Logic and Limits of Stewardship Codes: The Case of Japan, Berkeley Business Law Journal, 査読無, Volume 15, Issue 2, 2019, 365-408

Gen Goto, Recent Boardroom Reforms in Japan and the Roles of Outside/Independent Directors, Journal of Japanese Law Special Issue, 査読無, Number 12, 2018, 33-53

Takahito Kato, Legitimacy and Limits of Self-regulation in Japan, Journal of Japanese Law Special Issue, 査読無, Number 10, 2018,

加藤 貴仁, コーポレートガバナンスと2つのコード スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード、法の支配、査読無、186号、2017、82-92

[学会発表](計5件)

[図書](計5件)

加藤 貴仁、後藤 元 他、日本証券経済研究所、金融商品取引法制に関する諸問題(下)、2018、193

加藤 貴仁、後藤 元 他、有斐閣、企業法の進路(江頭憲治郎先生古稀記念論文集)、2017、1067

加藤 貴仁、後藤 元 他、商事法務、コーポレート・ガバナンス改革の提言 企業価値向上・経済活性化への道筋、2016、546

[産業財産権]

出願状況(計0件)

名称:

発明者:

権利者:

種類：
番号：
出願年：
国内外の別：

取得状況（計 0 件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年：
国内外の別：

〔その他〕
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究分担者

研究分担者氏名：後藤 元
ローマ字氏名：(GOTO, gen)
所属研究機関名：東京大学
部局名：大学院法学政治学研究科
職名：教授
研究者番号（8桁）：60361458

(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。