

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 28 年 6 月 22 日現在

機関番号：32606

研究種目：基盤研究(B) (一般)

研究期間：2012～2015

課題番号：24330027

研究課題名(和文) 役員構成を通じたコーポレート・ガバナンスの改善

研究課題名(英文) Constitution of the board to improve corporate governance

## 研究代表者

小塚 莊一郎 (Kozuka, Souichirou)

学習院大学・法学部・教授

研究者番号：30242085

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 9,400,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、コーポレート・ガバナンスの鍵として近時急速に注目を集め、わが国でも制度化が進められた独立役員制度について、実証的に研究したものである。この現象は、世界各国で同時並行して進行しつつあることから、国立シンガポール大学、シドニー大学及びドイツのマックスプランク比較私法・国際私法研究所と共同して、アジア諸国における独立役員制度を比較する国際共同研究を組織し、そこにおいて理論枠組の開発及びわが国の現状の実証分析の提供を行った。また、役員構成を通じてコーポレート・ガバナンスを改善するという議論は、欧州を中心として、役員構成の多様性への関心を移しつつあるので、それについても、理論研究を行った。

研究成果の概要(英文)：This research project has conducted the empirical study of independent directors, which has emerged as the key element of corporate governance and recently introduced also in Japan. As the issue is being discussed in various jurisdictions in the world, we organised the international joint project on comparative studies of independent directors in Asian jurisdictions, together with the National University of Singapore, the University of Sydney and Max-Planck-Institute for comparative and international private law. To this comparative study, this project has provided the theoretical framework as well as the empirical analysis of Japan. Furthermore, this project examined the diversity of board members, as it is becoming the issue of corporate governance debates, in particular, in Europe.

研究分野：民事法学

キーワード：会社法 コーポレート・ガバナンス 独立役員 取締役会 民事法学

## 1. 研究開始当初の背景

平成24年当時、社外取締役の法による設置強制や既存の役員の独立性強化に向けた様々な施策が議論されていた。東京証券取引所において、一般株主の利益を代表する独立役員の設置が強制されたのは平成20年のことであり、平成22年には、法務省の法制審議会に会社法部会が設置され、この点に関する規制が検討の俎上に上った。また、監査役の権限や位置づけについても利益相反性のある行為の監督などの新たな提言が、学界から提起された。また、わが国では、当時まだ議論が少なかったものの、諸外国では役員のジェンダー面を中心とする多様性の追求が論じられ始めていた。

これらの議論はバラバラに生じたものではなく、役員構成がコーポレート・ガバナンスの改善のために重要だという理解の表れであると本研究の共同研究者は理解した。すなわち、監査役を含む広い意味での「ボード」を構成する際に、内部者・社外者、業務執行などに深く関与している者・独立している者、性別や出身(会社への関わり方)をどのように組み合わせることで、コーポレート・ガバナンスを改善できるのかという問題と捉え直したわけである。

しかし、喧しく規範的な議論が行われていることと比べると、実証的な分析は乏しかった。例えば、どのような会社が、どのような経歴を持つ者を社外取締役として選任しているのかなど、実は役員構成の現状は必ずしも明らかではなかった。また、企業価値と取締役会の構成、特に社外取締役の導入に関しては、一定の場合に正の関係があることを示す研究が公表されていたものの、より詳細に、どのような会社で、どのような者が選任されると企業価値にプラスの影響を与えるのかは明らかになっていなかった。とりわけ、当時は導入されたばかりの東証における独立役員の設置についての規制が置かれた影響を考慮した研究は、存在していなかった。

## 2. 研究の目的

そこで、本研究では、次の3点を目的として研究を進めた。(1) どのような会社が、どのような者を社外・独立役員として採用しているのかというわが国の役員構成に関する現状を、定量的・定性的に分析すること。それを踏まえて、(2) 役員構成がコーポレート・ガバナンスの改善にどのようにつながるのかを実証的に明らかにすること。そして、(3) わが国においてどのような法ルールを採用するのが望ましいのかを明らかにすること、である。

このうち(3)については、海外では、独立社外取締役の導入が、企業価値の向上、とりわけ株主の利益のためのモニタリングを行うという目的で要請されてきたのに対し

て、わが国では、「何のためにどのような役員構成を目指すべきか」という問題についてコンセンサスが成立しておらず、そのことが議論を一層混乱させていた。企業による役員構成の選択は、その企業がコーポレート・ガバナンスに何を求めているのかを反映していると考えられるため、本研究は、実証分析を通じて、この点に関する企業の認識を明らかにすることを目的としていた。

## 3. 研究の方法

研究目的の(1)については、東京証券取引所に上場している会社が提出するコーポレート・ガバナンス報告書を主な素材に、どのような会社(業種、規模、業績など)が、どのような社外取締役・社外監査役(出身、性別、会社との関係など)を独立役員として選任しているのかを中心に明らかにしていった。これにより、従来は一括りにされていた社外取締役、社外監査役の多様性を呈示するとともに、社外役員の性格と選任している会社の性格との関係の分析を通じて、それぞれの会社が「何のための」コーポレート・ガバナンスを目指しているかの検証を行うとともに、社外取締役、社外監査役がどのように運用されているのかについて定性的な調査・分析を行った。

研究目的の(2)については、(1)のデータを元に、どのような会社が、どのような者を社外・独立役員として選任すると、企業価値、投資と経営リスクにどのような影響が出るのかを分析しようと考え、一部は実際に行った。しかし、後述のとおり、本研究と並行して、同様の問題意識と手法による実証研究が一定数公表され、かつ現実の制度改革にも影響を及ぼすようになったので、むしろ、それらの実証分析の特徴と、制度改革論議の中でそうした実証分析が参照される際の前提や方法について、いわばメタ次元からの分析を中心的に行うこととした。

研究目的の(3)については、様々な役員構成に関する法ルールがどのような価値の実現のために設定されるべきなのか、また、法ルールがそこにどのように関わるべきなのかについて、通時的・経時的に、諸外国における同様の制度の発展を検討した。平成24年ごろ、研究代表者(小塚)が、Harald Baum教授(独・マックスプランク比較私法・国際私法研究所)、Luke Nottage教授(豪・シドニー大学)、Daniel Puchniak教授(星・シンガポール国立大学)とともに、アジア太平洋の主要国(日・韓・中・台・香港・星・印・豪)における独立取締役制度を比較するための国際プロジェクトを立ち上げたため、本研究は、その総論部分と、各論のうちわが国の状況の分析を担うという位置づけとなった。このために、2回の国際シンポジウム

を実施した上で（平成26年7月、於・ベルリン及び平成27年2月、於・シンガポール）書籍として刊行することが決定された（後記「発表論文等」の図書）。

#### 4. 研究成果

本研究を実施している間に、わが国における制度改革が進行し、平成26年には会社法が改正され、また平成27年3月には「コーポレートガバナンス・コード」が策定されて、いずれも平成27年度から施行された。これにより、法律上は社外取締役1名以上の選任について、また証券取引所に上場している会社に対してはコーポレートガバナンス・コードを取り込んだ上場規則により独立性のある取締役2名以上の選任について、“comply or explain”の枠組（選任しない場合に説明義務を課す制度）が導入された。このことは、わが国のコーポレート・ガバナンスに対して、急速な変化を引き起こしつつある。そうした状況は、本研究を開始した当時には存在しなかったものであり、これに依りて、本研究の目的、位置づけ等に若干の変更を加えることとした。具体的には、実践的な提言の色彩を薄め、現実に行われたわが国の制度改革が持つ特徴や背景を、比較法的・政治経済学的に分析することに重点を移して研究を継続・実行した。

その結果として、達成された研究成果は以下のとおりである。

##### A. わが国の役員構成の定量的分析

東京証券取引所に対して、同取引所に上場する会社が2011年に提出したコーポレート・ガバナンス報告書から、わが国の主要企業（日経225に含まれる会社）における独立役員の任命状況についてのデータを収集し、分析を行った。その結果、取締役会の規模は米国の上場会社に近づいているものの、その構成員はなお内部者に偏っていること、及び株主構成と社外取締役・独立取締役の人数ないし割合の間には強い相関がみられることが明らかになった。他方で、監査役については、株主構成との相関は観察されなかった（学会発表）。このように、役員構成については株主構成との相関が重要であるという示唆が得られたことから、2000年以降にわが国に進出したアクティビスト・ヘッジ・ファンドについて、原因と影響を経済学的な分析を行った（図書）。

##### B. 役員構成とコーポレート・ガバナンスの関係の分析

(i) 理論的な検討 コーポレート・ガバナンスについて国際的、学際的な趨勢を全般的に分析し、なぜ、役員構成（特に独立社外取締役の選任）がコーポレート・ガバナンスを改善する上で重視されるようになったの

か、を理論的に整理した（雑誌論文、図書）。

とりわけ、これまでわが国においてはほとんど検討されてこなかった女性役員の登用に関して、理論的に整理して、その意義を明確にした（雑誌論文、図書）。

さらに、このような理論面からの検討を定量的なデータの分析に反映させるための枠組みとして、誰の利益のためのモニタリングが行われなければならないか（株主の利益を基準とするのか、他の利害関係者の利益をも考慮するか）及びどのような態様によるモニタリングが必要とされるか（個別的な行為の監視か、経営者の活動全般に対する監督か）という二つの軸を析出した。そして、これに機能的観点、実証研究の観点及び立法過程研究の観点から分析を加えたものを、国際共同研究の場で発表した（学会報告）。

( ) 実証 本項目の冒頭に述べたとおり、共同研究を遂行する過程で、わが国の企業における役員選任の実務には大きな変化が生じたが、そうした変化がわが国の企業経営の効率性を高めるものであるか否かについて、過去20年程度にわたるわが国のコーポレート・ガバナンスの展開という歴史的な背景の下に置きつつ、機能的な分析を行った（雑誌論文、学会発表、図書）。

こうした分析の過程で、わが国における制度改革論議において、独立役員の機能に関する研究が不正確な形で、しばしば恣意的に参照されることが多いという事実が認識されたので、その点を指摘する論文をも公表した（雑誌論文）。

##### C. 望ましい制度のあり方

以上を集大成した研究成果が、国際共同研究のまとめでもある図書である。本共同研究の成果は、この書籍の総論部分（Baum, Kozuka, Nottage and Puchniak, Introduction; Kozuka and Nottage, Independent Directors in Asia: Theoretical Lessons and Practical Implications）と、各論部分のうちわが国の制度改革について、実証的及び機能的に分析を行った部分（Goto, Matsunaka and Kozuka, Chapter 3: Japan's Gradual Reception of Independent Directors: An Empirical and Political-Economic Analysis）を構成している。これらは、すでに原稿として完全に確定され、入稿されているが、図書全体の3分の1程度を占めており、本書の最も重要な部分を占める。また、本書については、すでに出版社（Cambridge University Press）との間で出版契約も交わされ、出版は確定している。しかし、共編者の一人であるPuchniakの諸事情のため、同人が中心となってまとめるべき各国比較の概観が未入稿であり、それを待

っているために全体のスケジュールが遅延している状況である。

ところで、わが国においてこの間に進展した役員構成の改革は、結局のところ、コーポレート・ガバナンスとはいかなる問題を、どのような利害関係者との関係において、解決しようとする議論なのかという基本問題を改めて考えさせるものである。そうだとすれば、役員構成の改善が持つ意味について、コーポレート・ガバナンスに関する他の制度との関連において検討することが必要であると考えられる。そこで、いわゆる会社支配権市場との関係(図書)や、閉鎖会社のコーポレート・ガバナンス(とりわけ経営支配権を持つ株主の相続に伴う企業承継)との対比(学会報告、図書)についても掘り下げた検討を行い、公表した。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 11 件)

小塚 荘一郎、Compliance in japanischen Unternehmen; Entwicklung in Recht und Praxis, Zetischrift fuer das Japanisches Recht, 35 号, pp.1-11, 2014, 査読無

小塚 荘一郎、Reform After a Decade of the Companies Act: Why, How, and to Where?, Zetischrift fuer das Japanisches Recht, 37 号, pp.39-50, 2014, 査読無

大杉 謙一、日本的経営とコーポレート・ガバナンス、資本市場, 367 号, pp.14-21, 2016, 査読無

大杉 謙一、上場会社の経営機構: 強い「本社」と社長を確保するために、法律時報, 87 巻(3), pp.4-11, 査読無, 2015

大杉 謙一、三苫・遠藤・鈴木論文へのコメント 持株会社化の先にあるもの、金融・商事判例, 1464 号, pp.10-14, 2015, 査読無

大杉 謙一、M&A 法のフレームワーク: 2005 年以降の日本の M&A を振り返って、日本台湾法律家協会雑誌, 10 号, pp.187-202, 2013, 査読無

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, 32 巻4号, pp.105-202, 2013, 査読無

大杉 謙一、コーポレート・ガバナンスの収斂と、その背景、法律時報, 84 巻(10), pp.31-35, 2012, 査読無

大杉 謙一、書評: 広田真一著『株主主権を超えて: ステークホルダー型企業の理論と実証』、証券経済研究, 80 巻, pp.97-109, 2012, 査読無

松井 智予、上場企業における女性役員クォータ制の目的と効用(1)、上智法学論集, 56 巻(4), pp.91-118, 査読無, 2013

松 中学、[ 解題深書 ] 社外取締役を理解する - 『ゆるふわガバナンス論』に陥らないた

めに、企業会計, 68 巻(2), pp.75-78, 2016, 査読無

[学会発表](計 9 件)

Souichirou Kozuka, Manabu Matsunaka & Gen Goto, Japan's Gradual Reception of Independent Directors and the Persistent Reluctance to Them: An Empirical and Political-Economic Analysis, Independent Directors in Asia, 2015 年 2 月 26 日, Singapore

Souichirou Kozuka & Manabu Matsunaka, Empirical Study of Independent Directors in Japan, Independent Directors in Japan and Other Major Asian Jurisdictions, 2014 年 7 月 17 日, Berlin, Germany

Souichirou Kozuka, The Pending Corporate Law Reform Bill, Symposium: Dispute Resolution, Law and the Economy in Present-Day Japan, 2014 年 3 月 3 日, Max-Planck-Institut fuer auslaendisches - und internationales Privatrecht, Hamburg, Germany

Souichirou Kozuka, Luke Nottage & Manabu Matsunaka, Independent Directors - In Action? Or Inactive?: An empirical study of how they are appointed and what they do in Japan, 2012 International Conference on Law and Society, 2012 年 6 月 5 日, Honolulu, USA

Souichirou Kozuka, Manabu Matsunaka & Luke Nottage, The Poisoned Apple of the Snow White: What prevents the Board of Directors from Monitoring the Management of Japanese Companies?, Symposium: Commercial Law Reform in Asia, 2012 年 8 月 3 日, Sydney University Law School, Sydney, Australia

賈 鵬、女性と外国人の活用、取締役多様企業経営、東洋経済新報社 CSR セミナー, 2016 年 3 月 24 日, 東洋経済新報本社

賈 鵬、株式所有構造と買収防衛策議案の決議結果、RIETI コーポレートガバナンス研究会, 2013 年 12 月 26 日, RIETI (東京)

Tomoyo Matsui, Japan National Report on Succession, 比較法国際アカデミー, 2014 年 7 月 26 日, Vienna, Austria

Manabu Matsunaka, The Politics of Corporate Governance Reform: Influences of the DPJ Government on and the Political Mechanism Behind Japan's Recent Corporate Law Reform, 10<sup>th</sup> Asian Law Institute (ASLI) Conference, 2013 年 5 月 23 日, National Law School of India University, Bangalore, India

[図書](計 13 件)

Harald Baum, Souichirou Kozuka, Luke Nottage and Daniel Puchniak, Independent Directors in Asia, Cambridge University

Press、2016 刊行予定、300pp.+ (TBC)

Bruce Aronson, Souichirou Kozuka and Luke Nottage, *Corporate Legislation in Japan*, Parissa Haghirian (ed.), Routledge Handbook of Japanese Business and Management, Routledge, 2016, pp.103-113

小塚 荘一郎、*企業の国際化とコーポレート・ガバナンス改革*、岩波講座・現代法の動態第4巻 国際社会の変動と法、2015、岩波書店、pp.181-216

Souichirou Kozuka & Luke Nottage, Japan, Jean Jacque du Plessis, Anil Hargovan, Mirko Bagaric & Jason Harris (eds.), *Principles of Contemporary Corporate Governance, Third Edition*, Cambridge University Press, 2015, pp.433-462

Souichirou Kozuka, *La corporate governance au Japon: fin de l'histoire ou voie particulière?*, Béatrice Jaluzot (ed.), Schulthess, *Droit japonais, droit français: Quel dialogue?*, 2014, pp.249-258

胥 鵬、ブルドックは企業価値の番犬か、田中 巨・中林真行(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～*』、2015、有斐閣、pp.241-260

胥 鵬、クロス・ボーダー・ヘッジ・ファンド・アクティビズムの経済分析、武智一貴(編)『*市場取引の多様性と制度の応用経済分析*』、2013、日本評論社、pp.157-181

大杉 謙一、取締役の責任、伊藤滋夫(編)『*商事法の要件事実*』、2015、日本評論社、pp.128-151

大杉 謙一、会社は誰のものか、飯田秀総ほか(編)『*商事法の新しい礎石*』、2014、有斐閣、pp.1-36

Kenichi Osugi, *Stagnant Japan? Why Outside (Independent) Directors Have Been Rare in Japanese Companies*, Zenichi Shishido (ed.), *Enterprise Law: Contracts, Markets, and Law in the US and Japan*, 2014, Edward Elger, pp.252-266

Tomoyo Matsui, Susanne Kalss (ed.), *Company Law and the Law of Succession*, 2015, Springer, pp.305-323

松井 智予、国際的な対企業人権訴訟の動向について、飯田秀総ほか(編)『*商事法の新しい礎石*』、2014、有斐閣、pp.37-66

松井 智予、いわゆるVIP株と後継ぎ遺贈信託について、水野紀子(編著)『*信託の理論と現代的展開*』、2014、商事法務、pp.101-140

胥 鵬 (XU, Peng)

法政大学比較経済研究所教授 (現在は同大学経済学部教授)

研究者番号: 60247111

大杉 謙一 (OSUGI, Kenichi)

中央大学法務研究科教授

研究者番号: 80233112

松井 智予 (MATSUI, Tomoyo)

上智大学法学研究科准教授

研究者番号: 70313062

松中 学 (MATSUNAKA, Manabu)

名古屋大学法学研究科准教授

研究者番号: 20518039

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

小塚 荘一郎 (KOZUKA, Souichirou)

学習院大学法学部教授

研究者番号: 30242085

### (2) 研究分担者