

令和 2 年 6 月 24 日現在

機関番号：14501

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2017～2019

課題番号：17K03463

研究課題名(和文) 行動主義的視座によるコーポレートガバナンス研究

研究課題名(英文) Study of the corporate governance in the behavioral perspective

研究代表者

行澤 一人(yukizawa, kazuhito)

神戸大学・法学研究科・教授

研究者番号：30210587

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,200,000円

研究成果の概要(和文)：持続可能性を会社に体现させるために、ソフトローを活用し、そのための最適なルーティンを見出す(行動主義)ということが先進各国において広く行われつつある反面、エンフォースメントの問題を中心に、その実効性については限界も指摘される。そこで、その批判に応えつつ、なお行動主義的理念を活かすために、持続可能性価値を株主価値の最大化と併存する会社の目的として会社法に明記すること、会社が目的とする持続可能性価値に関するコミットメントにつき、客観的な調査に基づく事業評価を要求すること、会社が公表・報告すべき持続可能性価値に関する評価を公正な専門家委員会の検証に委ねること、等の措置を提案する。

研究成果の学術的意義や社会的意義

会社の持続可能性を会社法規制の中に組み込もうとするとき、端的にハードローによる規制強化だけでは、実際に各会社の実情に見合ったものにはならず、非現実的である。かといって、ソフトロー主導の規制方法により、全く各社の任意の努力に任せるだけでは、掛け声以上のものは生れそうにない。そこで、両者のベストミックスとして、持続可能性価値を会社の独立の目的として会社法に明記しつつ(ハードロー)、プリンシプルベースの評価・報告システムを確立する(ソフトロー)。そして持続可能性価値へのコミットメントについて、客観的な調査に基づく事業評価を要求する。こうして規制の実効性を担保し得る点で、社会的意義が認められる。

研究成果の概要(英文)：Soft laws are widely utilized among the advanced countries in order for the idea of sustainability to be incorporated in the enterprise of the corporation and for each corporation to find the most suitable way for it(behaviorism);but simultaneously a certain limitations are also pointed in relation to their effectiveness, especially on the enforcement issue.

So to save the merit of behaviorism while responding to such criticism, I propose the following mixed measures(of soft and hard law) to be taken; Stipulating in corporate law clearly the sustainable values as the purpose of the corporation besides maximizing the profits of shareholders (not relying on the enlightenment approach). Making the corporations to report about their commitments to such sustainable values with research-based assessment, including due diligence of the corporate group and the supply chain as a whole. Making the experts to assess the reports the corporations publicize in fair and objective way.

研究分野：企業法、会社法

キーワード：持続可能性 ハードロー ソフトロー デュ ディリジェンス 行動主義

## 様式 C-19、F-19-1、Z-19（共通）

### 1. 研究開始当初の背景

(1) 2015年6月1日、コーポレートガバナンス・コード（以下、CGCと記す）が、東京証券取引所をはじめ、各金融商品取引所の上場規則等の一部として運用を開始した。CGCは、プリンシプルベース・アプローチ及び「順守せよ、さもなければ説明せよ」原則（Comply or Explain；以下、COE原則と記す）を採用したことに伴って、我が国における従来のコーポレートガバナンス規整のエポック・メイキングとなった。CGCはその後改訂を経て2018年に現在の形にまとめられている。

特徴的なこととして、CGCは、上場会社は、株主利益のみならず、中長期的な企業価値の創出の観点から「従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダー・・・との適切な協働に努めるべきである。」とし（基本原則2）、その「考え方」において、「近時のグローバルな社会・環境問題等に対する関心の高まりを踏まえれば、いわゆるESG（環境、社会、統治）問題への積極的・能動的な対応をこれらに含めることも考えられる。」と敷衍する。これを受けて【原則2-3】は、「上場会社は、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ（持続可能性）を巡る課題について、適切な対応を行うべきである。」と述べるとともに、2018年改訂のポイントとして、特に「会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆるESG要素）などについて説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、・・・取締役会は、・・・開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。」（下線筆者）と記している（基本原則3考え方）。

(2) これと軌を一にするものとして、2014年にスチュワードシップ・コード（以下、Sコードと記す）が策定され、幾度かの改訂を経て、今日の形にまとめられている（2020年3月24日）。ここでも、「ESG要素を考慮することは、事業におけるリスクの減少のみならず収益機会にもつながる。また、昨今の世界におけるESGを巡る動きの急速な変化に鑑みれば、こうした変化自体がリスクや収益機会に影響を及ぼし得る。こうしたことを踏まえれば、ESG要素を含むサステナビリティに関する課題についても、投資プロセスに組み込むことが有益ではないか。」とされ（二 本コード再改定の主なポイントとその考え方 2）、これを受けて指針1-1.では、「機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素5を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や、その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を拡大を図るべきである。」（下線筆者）と規定されるに至っている。

(3) 株式会社の取締役の果たすべき法的義務・役割は、原則として、会社に対する受託者としての善管注意義務・忠実義務を果たすべきことが会社法において規定されるのみであって、その適用は具体的な文脈に委ねられている。とはいえ、大前提として、それは【会社に対する義務＝株主全体の利益を最大化する義務】と捉えられているので、あくまで法的責任としての善管注意義務・忠実義務の内容は、株主利益の最大化である。CGCやSコードが、いかに中長期の企業価値の向上やESG問題への積極的・能動的対応といい、またそれに資するものとしての幅広いステークホルダーとの適切な協働また情報開示といっても、そのような行動規範はあくまで株主利益を最大化するという会社法上の責任に資する限りにおいて正当化される（啓発的〔Enlightenment〕アプローチ）。また、どのようにCGCやSコードにおいて行動規範を定めようと、「株主利益とは何か」を究極的に規定するのは取締役とそれに信託を与える株主であり、仮にこれらに反する行動であっても（例えば、短期主義的行動を採用する等）、説明（Explain）がなされる限りにおいて、それ以上の法的責任を問われない。

(4) この点、CGCやSコード、それにCOE原則の発祥地である英国において、これらの原則に対する信認が今や大きく動揺している。曰く、「従わないことの説明がどうしても「判で押したような」定型文句に収斂する傾向にあるが、規制当局が「説明の質」をモニターし、コントロールすることはそもそも不可能であるかコストがかかりすぎて困難であること、たとえ不十分な説明によって当該行為規範が遵守されていない場合でも、株主等は積極的にコストをかけてこれを是正するような行動はとらないし、株主等は当該発行会社の業績が好調である限りにおいて企業統治にはほとんど関心を払わない、ということである（Andrew Keay, 'Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight?' [Legal Studies] Volume 34, Issue 2, pp279-304, (June 2014)). それゆえ、その反動として、EUなどでは規制当局による制裁強化が模索されており、例えば「より規制的な手段がなければ、会社が良いガバナンスの精神に適合しようとはしないだろう。規制当局者がよきガバナンスに係るコードをエンフォースするために、より行動的な役割を果たさない限り、CGCは会社にコードはもとよりその精神に適合させることもかなわない。」（Hooghiemstra & Hans van Ees, 'Uniformity as response to soft law: evidence from compliance and non-compliance with

the Dutch corporate governance code' (2011) 5 Reg & Gov 480 at 494 ) という論調も見られる。

## 2. 研究の目的

CGC や COE 原則に代表されるソフトローに基づく規制の在り方には、種々のメリットがあると言われており、特にハードローによる一律規制では達し得ない自律的な自己練達 (autonomous self-discipline) や法的義務に囚われない柔軟な発想 (flexibility) を導く可能性を秘めている。とはいえ、現実に論者により批判されているところもまた事実であり、特にエンフォースメントを中心に実効性の確保の点において問題が指摘されている。

そこで、本研究では、ハードローによる強制的側面と、ソフトローが有する任意かつ自律的な側面の双方を上手く生かし得る「規制のベスト・ミックス」を改めて模索する。特に、CGC が言うところの ESG ないし持続可能性価値 - 短期的な数値では測りにくい「中長期の企業価値」の重要な部分を構成し、将来のイノベーション (innovation) の源泉ともなり得る - に対する会社のコミットメントを最大限に引き出し得る「規制環境」 (regulatory ecology) の在り方を探る。

また、本研究では、近年の英国を中心としたヨーロッパ型のコーポレートガバナンス改革を、制度的な側面のみならず、むしろそれを支える行動科学的な議論状況にも焦点を当てて研究するとともに、CGC に基礎を置く日本のコーポレートガバナンスを行動主義的に理解すべきであるとすれば、それは法解釈のレベルにおいてどのように反映されるべきなのかという点について、一定の指針を得ることを目的とする。

## 3. 研究の方法

近年の英国やヨーロッパ型のコーポレートガバナンス規整の背景には、市場におけるレッセ・フェールを重んじるアメリカ型とは異なり、企業をめぐる種々の関係者が長期的企業価値の向上という共通の目的のために相互に協力し、それぞれの立場に応じて求められる「行動」 (best practice) をなし得るよう、不断の改善を加えていくという、いわば行動主義的な思想が認められる。そして、何が best practice であるかを探求するためには、法律学のみならず、行動科学によって得られた知見を広く採用するのである。

翻って、日本の CGC も、コンプライアンスを重視するシステムベースの従来型ガバナンス規整から、会社が成長し、長期的な企業価値を実現するために必要な「行為」もしくは「経営環境」とは何であるのかを明らかにし、それをそれぞれの会社の取締役会が中心となって実現するために、「国や取引所などができることは何であるのか」を考察する、いわば行動主義的かつ自律促進型のガバナンス規整へと軸足を移したように思える。

そこで、本研究では、

- (1) 近年の英国及びヨーロッパにおけるコーポレートガバナンス改革を、単に制度的、外面的な側面からのみとらえるのではなく、むしろそれを支える思想的背景にも焦点を当て、このような議論が広く共有していると見られる行動科学的な知見に当たり、最新の議論状況を整理する。
- (2) 効果的かつ効率的な金融機関の監督規制の在り方について、現在まで試行錯誤が繰り返されてきたわが国の金融法制を巡る立法史的研究に光を当てる。とりわけ、最近の動向として、コーポレートガバナンスにおける CGC の策定と軌を一にして規制手法を変革したと見られる S コードの導入及びその運用の在り方を検討し、英国モデルとの比較研究を通じて、その本質を明らかにする。

## 4. 研究成果

本研究において、特に成果を見たのは、ESG を含む持続可能性価値に関する会社のコミットメントにつき、規制のベストミックスという観点から、CGC や S コードの行動主義的要素を活かしつつ、どのようにこれをより実効性あるものにするのかにつき示唆を得たことにある。

その成果の一環として、次の点を提案する。

(1) 持続可能性価値へのコミットメントを、株主価値の最大化と併存するものとして明記すること。

既に述べた通り、いかにCGCやSコードに推奨されるべき行動規範を書き込んでみても、結局、法的義務としては株主価値の最大化として表現されるほかなく、かつ裁判規範としては経営判断原則が適用される結果、これに従うかどうか、さらにどう従うかについての会社の判断を法的義務違反として問うことは難しい。この点、英国においても、種々のステークホルダーの利益やESGに「配慮すること」が会社法に書き込まれているものの、結局、「啓発的〔Enlightenment〕アプローチ」により経営判断原則が適用され、当該会社の判断について法的責任を問うことは困難なこととされる。

そこで、一步踏み込んで、持続可能性価値に対するコミットメントを株主価値の最大化に吸収されることのない併存的な価値として位置づけ、それを会社法に明記してはどうだろうか。これは持続可能性価値に係る会社の判断について、特に法的責任を及ぼすべし、という主張では必ずしもないし、会社の企業価値が損なわれることになっても遵守すべきものとして同価値を押し付けるものでもない。実際、同価値を会社法に書き込んでも、それはおのずから抽象的な書きぶりとなり、直ちに法的責任に直結するものとはならないであろう。むしろ、その狙いは、そうすることによって、「持続可能性価値にコミットすることは長期的な企業価値向上に資する」という「価値判断」を会社法が明らかにすることにある。つまり、そのことによって、思い切った持続可能性価値に対する会社資源の投資を「妨げている障壁を取り除く」ことが企図される。具体的には、たとえ当該持続可能性価値に対する投資が現在使用されている種々の企業価値測定法（専ら株式市場に基づく指標）によっては直ちに測れないものであっても、会社としては法が「価値がある」と宣言するものに対して大胆に投資することができるようにするものである。

(2) 会社が目標として掲げる持続可能性価値に関するコミットメントについて客観的調査に基づく事業評価を要求すること

社会的価値に対する会社の調査義務とその調査結果を報告させるというやり方は、OECDの「多国籍企業のためのガイドライン」や国連の「事業と人権のための指導原理」(UNGPs)において既に現れており、またフランスのDue Diligence Actなどにも見られる。しかし、その調査と報告についての標準化は未だ十分ではなく、結局、表面的で主観的なものにとどまっているという指摘がなされている。やはりこの点を実効的なものとするためには、持続可能性価値に対する会社のコミットメントにつき、客観的調査に基づく事業評価を要求することが考えられる。それにはサプライチェーンや企業グループ全体に及ぶdue diligenceが含まれる。また、それは絶えず進歩する科学的知見を含み、調査の構成と範囲においても主体的かつ柔軟なものでありながら、同時に検証可能な客観性をも併せ持つものとなるべきである。

(3) 会社が公表する持続可能性価値に関する評価を公正な専門家委員会の検証に係らしめること

会社の持続可能性価値に対する評価を単なるリスク・マネジメントの一項目にとどめるのではなく、むしろ会社の事業全体に及ぶ経営戦略の一環として独立の評価項目としながら、専門家委員会の公正な検証を得た上で、報告書として会社に提出させるということが考えられる。

財務書類が専門的な会計監査人監査を経て客観性と正確性を担保されるように、持続可能性価値へのコミットメントに係る当該会社の評価についても、専門家委員会を設けて（その構成は柔軟であり得るし、当該会社の従事する事業の種類によって異なり得るであろう）、その公正な検証を得させるのである。そうすることによって、持続可能性価値に関する当該会社の報告書は一定の信頼性を獲得し得るものとなり、事業の推進に当たって有利に働き得るほか、株主初め種々のステークホルダーにおいて、当該報告書に基づき、過度に主観や一方的意見に偏らない会社との対話が可能となる。

【主たる参考文献】B.Sjafjell/C.M.Bruner,Ed.,'Corporate Law, Corporate Governance And Sustainability' [Cambridge University Press,2020]

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 0件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 2件）

|  |                         |
|--|-------------------------|
| 1. 著者名<br>行澤一人                         | 4. 巻<br>第13号            |
| 2. 論文標題<br>インサイダー取引規制の逐条検討（その3）金商法167条 | 5. 発行年<br>2019年         |
| 3. 雑誌名<br>日本取引所金融商品取引法研究               | 6. 最初と最後の頁<br>70 - 100頁 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子）<br>なし          | 査読の有無<br>無              |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスとしている（また、その予定である）  | 国際共著<br>-               |

|  |                          |
|--|--------------------------|
| 1. 著者名<br>行澤一人                           | 4. 巻<br>第13号             |
| 2. 論文標題<br>インサイダー取引規制の逐条検討（その4）金商法167条の2 | 5. 発行年<br>2019年          |
| 3. 雑誌名<br>日本取引所金融商品取引法研究                 | 6. 最初と最後の頁<br>101 - 129頁 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子）<br>なし            | 査読の有無<br>無               |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスとしている（また、その予定である）    | 国際共著<br>-                |

|  |                      |
|--|----------------------|
| 1. 著者名<br>行澤一人                         | 4. 巻<br>2146         |
| 2. 論文標題<br>近時の米国会社法判例を振り返る 経営判断原則を中心に  | 5. 発行年<br>2017年      |
| 3. 雑誌名<br>商事法務                         | 6. 最初と最後の頁<br>9 - 18 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子）<br>なし          | 査読の有無<br>無           |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著<br>-            |

|  |                       |
|--|-----------------------|
| 1. 著者名<br>行澤一人                         | 4. 巻<br>2156          |
| 2. 論文標題<br>株主の承認による汚染除去効果の二段階合併手続への適用  | 5. 発行年<br>2018年       |
| 3. 雑誌名<br>商事法務                         | 6. 最初と最後の頁<br>45 - 49 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子）<br>なし          | 査読の有無<br>無            |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著<br>-             |

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

|  | 氏名<br>(ローマ字氏名)<br>(研究者番号) | 所属研究機関・部局・職<br>(機関番号) | 備考 |
|--|---------------------------|-----------------------|----|
|--|---------------------------|-----------------------|----|