

令和 4 年 6 月 29 日現在

機関番号：32418  
研究種目：若手研究  
研究期間：2020～2021  
課題番号：20K13374  
研究課題名（和文）少数株主の利益保護と独立取締役の役割保障によるコーポレート・ガバナンスの再構築

研究課題名（英文）Restructuring corporate governance by protecting minority shareholders and securing independent directors

研究代表者  
奥乃 真弓（Okuno, Mayumi J.）  
尚美学園大学・総合政策学部・教授（移行）

研究者番号：60866325  
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）：近年、ステークホルダー資本主義が台頭し、ESGをはじめとするサステナビリティがますます重要視されている。こうした国内外の動向を踏まえ、会社のあり方を、国や政府の役割と私法の役割、ソフトローの貢献について、英米の比較法の立場から調査・検討を行った。結果、会社は営利社団法人ではあるが、将来のリスクの内部化を鑑みサステナビリティ要素をマテリアリティの観点から勘案することも、市場価値最大化に貢献することを指摘した。会社は情報開示と説明責任を果たし、社外取締役の協力のもと機関投資家の賛同と共感を得ることで株主間の利害対立を緩和し真の企業価値最大化を引き出すことができることを指摘した。

#### 研究成果の学術的意義や社会的意義

英国のステュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの改訂を分析し、両コードの実質化から日本への示唆をしたところに学術的意義がある。  
近年、重要視されるサステナビリティへの投資が株主利益最大化との間にトレードオフにあると従来考えられる傾向もあったが、会社がそれぞれの状況に応じてサステナビリティ要素のマテリアリティを勘案するとともに、少数株主やステークホルダーへの考慮が、将来的には収益機会となり、長期的には株主利益最大化にもつながることを指摘した。さらに、ソフトローがこのような施策を補完する役割であることを示唆したところに意義がある。

研究成果の概要（英文）：With the rise of stakeholder capitalism in recent years, ESG and other sustainability issues have become increasingly important. Taking these domestic and international trends into consideration, we investigated and examined what a corporation is from the standpoint of comparative law in the U.K. and the U.S. regarding the role of the state and government, the role of private law, and the contribution of soft law. The results indicated that although the company is a profit corporation, taking sustainability factors into account from a materiality perspective considering the internalisation of future risks also contributes to maximising market value. We pointed out that a company can mitigate conflicts of interest among shareholders and extract true maximisation of corporate value by fulfilling information disclosure and accountability and gaining the support and sympathy of institutional investors with the cooperation of outside directors.

研究分野：会社法

キーワード：コーポレート・ガバナンス スチュワードシップ 機関投資家 サステナビリティ ESG

## 1. 研究開始当初の背景

少数株主の利益保護は、会社法学における重要なテーマであり、かねてより、立法的な解決の必要性が議論されてきた。近年では、アメリカに倣い誠実義務、すなわち支配株主の忠実義務を会社法によって導入すべきという議論も再燃している。一方、① 親子上場の問題の本質は親会社が上場会社というよりむしろ、支配株主と少数株主の利害対立（少数株主の利益の損失のリスク）にある、② 株主に義務を課すことは株主には出資義務以外の義務はないという会社法の大前提に抵触する、③ わが国のメインバンクの取引先企業に対するモニタリングの歴史からも、会社を支配するのは株主に限らない、という問題点が指摘されている。したがって、真の解決すべき問題は、親子上場や株主の義務ではなく、株主に限らず会社を「支配」する者への法的責任であり、多数決濫用の抑制である。そのためには「支配」の概念の明確化が必要である。

## 2. 研究の目的

本研究では、少数株主の利益保護に関するコーポレート・ガバナンスの再構築に関し、会社の支配に対する法的責任の観点から提言をまとめることを目的とする。まず、株主総会の議決権行使における多数決濫用から少数株主および少数株主の利益保護を担う独立社外取締役の役割保障に焦点を当てる。会社の意思決定を実質的に継続して支配する者に対する法的責任を明らかにするために、「支配」の概念を明確化することを通じて、会社支配に対する規制手法の望ましいあり方・効果的なあり方を提言する。それと同時に、逆に負の影響だけではなく「支配」する者の存在が好結果を生むケースについても調査・分析を行い、公正な立場から提言を導く。最終的に、正と負の両効果を主軸とした研究から、日本の株式市場の信頼を向上させる少数株主の利益保護および独立社外取締役の役割保障の有効なあり方について、提言をまとめる。

## 3. 研究の方法

本研究では前述の目的を達成するために、3つの Research Questions (RQ) に取り組む。

- (1) 【RQ1 少数株主の利益保護】少数株主の利益保護の観点から会社を実際に支配する者への支配に見合う法的責任に関して比較法の観点から横断的に検証をおこなう。
- (2) 【RQ2 独立社外取締役の保護】東証の上場規定や経産省指針が規定する会社の支配について検討し会社の支配の概念の明確化を図る。これを基礎に会社の利益および少数株主の利益の範囲に関する考慮の観点から、株主総会決議の「著しく不当な内容」の瑕疵について検討する。
- (3) 【RQ3 「支配」の好影響】親子上場の利点の一つは経営上ベネフィットがコストを上回る点にあり、少数株主に比べ大株主は経営に関し合理的無関心ではいられないことから、会社を支配する者の存在が負の影響だけではなく会社のエージェンシー問題の緩和という役割を担うことを実証する。

(1) (2) (3) から得られた結果をまとめ、学会等で報告を行い論文の投稿といった意見発信につなげる。

## 4. 研究成果

- (1) 英国スチュワードシップ・コード 2020：実効性の確保の実質化 [①]

<概要>

2019年10月24日、英国スチュワードシップ・コードの改訂版（The UK Stewardship Code 2020: 以下「S. Code 2020」という。）が公表され、2020年1月1日より施行された。S. Code 2020は2012年の改訂版以来、実に8年ぶりの改訂であり、FRCは投資市場は2012年以来大きく変化し、署名機関はいかに実効的にスチュワードシップを行うかについて検討する必要があると説明する。スチュワードシップ・コード（The UK Stewardship Code: 以下「S. Code」という。）はコーポレートガバナンス・コード（The UK Corporate Governance Code）と比較し、任意性の余地が大きくその実効性が限定されるという指摘がある（⑤）。本稿では、S. Code 2020の変更点のうち環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）（以下、この3つを合わせて「ESG」という。）の要素を中心に、当該コードの実効性の確保の実質化の方向性および内容の精査を行い、その課題を提起するとともに、提起された課題から現在検討されている日本の『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（以下、「Sコード」という。）の実効性の確保の実質化における課題を提起した。

<日本への示唆>

S. Code 2020では実効性の確保の実質化を目指し“apply and explain”を基礎に政策声明ではなくスチュワードシップ活動と結果に重点が置かれ、当該コードの対象範囲がアセットマネージャーから拡大されるとともに、英国以外の投資を含めて資産クラス全体でのスチュワードシップ

の行使についての説明が求められる。一方、ESG 要素に対する考慮について、機関投資家が署名機関となるためには株式だけではなくすべてのアセットクラスに対する投資判断において ESG 要素への考慮を行う (apply) 必要があり、そうでなければ採用した代替となる方法とその採用理由を説明する (explain) 必要があると規定される。

環境問題をはじめ ESG に関する問題は企業の取り組むべき重要な課題である。一方、本来、投資は投資家自身の判断で行うべきものである。こうした点から、あらゆる投資判断に対して ESG という特定の要素に対する考慮を S. Code に規定すると、公平、公正であるべき金融市場に影響を及ぼすのではないのかという疑問がある。

日本の S コード改訂案では、基本的に日本の上場株式への投資を念頭に置き、署名機関に対し S. Code 2020 ほどの強い要求は行っていない。しかし、サステナビリティの考慮の要素の一つに ESG 要素が含まれており、S. Code 2020 と同様に特定の要素に対する考慮の影響についてさらなる検討が必要となる。確かに、「コンプライ」しなければ「エクスプレイン」することは可能であるが、それは容易ではなかろう。ESG の要素は企業をはじめ社会が取り組むべく重要な課題であり、その重要性は否定されるべきではない。だからこそ、各機関には自発的な取り組みが求められ、議論が抽象的とならないよう、注意が必要であることを指摘した。

## (2) 英国スチュワードシップ・コード 2020 から導かれる日本版スチュワードシップ・コードの検討課題 [②]

### <概要>

2020 年度版の英国スチュワードシップ・コード (S. Code 2020) 全体が目指す方向性が、国全体として目指す英国の目的から見て妥当であるかについて、1) 金融市場、2) 企業、3) 機関投資家の 3 つの観点に加え、4) 当該コードの「アセットクラスの拡大」という点から検討を行った。まず、1) について、英国では、自国の金融市場に世界から投資を呼び込むことを目的として、企業の優れたコーポレート・ガバナンスの構築を目指し、機関投資家には市場のガーディアン (guardians) としての役割を期待している。それに対して、特定の要素であるサステナビリティに対する考慮を総論的に規定することは金融市場の公平性・公正性の維持に負の影響を与えないのかを検討した。2) に関しては、1) を基礎とした機関投資家の投資判断から、企業は特定の要件に影響を受けた偏った経営判断へと導かれる可能性を指摘した。また、3) について、S. Code 2020 の機関投資家に対する負担が要因となって機関投資家が二極化する可能性を提起した。これらに加え、4) では社債権者のコードの適用について、社債権者と株主の利益相反および法的権利の観点 (⑥) 加えて、株主資本コストの位置づけや資本生産性の改善等のエクイティガバナンスの規律の中での定着の必要性の指摘 (⑦) から日本への示唆を述べた。

### <日本への示唆>

英国の S. Code 2020 に関するコード全体の検討から、日本企業においては重要性 (materiality) の判断が重要であることを明らかにした。例えば、ESG 要素の中で今まさに何に重点を置くべきなのかを考える必要がある。具体的には、コロナ禍においては、ESG 要素の「Social」である従業員の雇用、給与、取引先への支払い等といった従業員の安全やサプライチェーンの保全が優先されるべき要素である可能性を指摘した。ESG 要素をひとくくりにして ESG に対するあらゆる対応を企業に求めるべきではなく、ESG の各要素の重要性の高低を社会状況や事業の内容等から、すなわち、それぞれの企業を取り巻く環境から考慮することが重要であることを提起した。

## (3) ステークホルダー・キャピタリズムにおける少数株主の利益保護について (学会報告)

### <問題の所在>

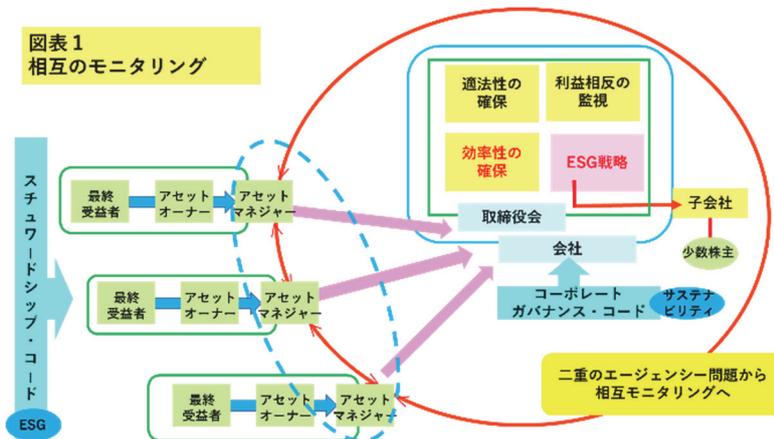
- ① 親子上場問題の本質である支配的な株主との利益相反における少数株主の保護
- ② 支配株主による、少数株主の保護の役割を担う独立社外取締役の解任あるいは再任拒否
- ③ 2019 年のアスクル・ヤフー事件：2019 年 6 月に経済産業省が「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」(グループガイドライン) を策定した翌月、ヤフーがアスクルの第 56 回定時株主総会においてアスクルの岩田社長および 3 名の独立社外取締役の取締役再任議案の否決 (解任された取締役に対する少数株主の賛成割合：75.74%から 95.58%)
- ④ 独立社外取締役の独立性をいかに強化しようとも、実際、支配的な株主と少数株主との間に利益相反性があるときでも支配株主は独立社外取締役を選ぶことができる。

### <提案>

支配株主には権利に加えて責任はあるとしても、株主への義務を課すことについては、我が国の会社法の「株主には権利はあるが出資義務以外の義務はない」という大前提に抵触する。一方、グローバルな動向として、2019 年の Business Roundtable における声明や翌年のダボス会議 (世界経済フォーラム) におけるダボス・マニフェスト (Davos Manifesto 2020) において株主主権から株主以外に顧客、従業員、取引先、地域コミュニティの重視を基礎としたステークホルダー資本主義への移行が表明されるなど株主主権から大きく舵を切ろうとしている。

このような社会情勢と日本の会社法の特徴から、ソフトローにある程度の規範性を持たせることを提案した。実際には、機関投資家の内部構造におけるプリンシパルとエージェントの関係（アセットオーナーはアセットマネージャーを用い、アセットマネージャーが会社をモニターする。すなわち、機関投資家（アセットマネージャー）がガバナンスの一翼を担い、当該モニタリングはサステナビリティの観点とした機関投資家からの賛同と共感による企業の自発的な少数株主の保護となる（図表1）。こうしたモニタリングを導く役割についてソフトローであ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・コードに期待できることを論じた。

図表1  
相互のモニタリング



(4) コーポレートガバナンス・コード改訂が示すロードマップ～サステナビリティの観点から～  
③, ④  
<概要>

「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」の改訂（以下、「CGコード2021」という。）が2021年6月11日に公表された。今回の改訂の3つの柱は取締役会の機能発揮、企業の中核人材における多様性の確保、サステナビリティを巡る課題への取組みである。本研究では、サステナビリティの観点から、CGコード2021がそのロードマップを明記した意義をアメリカの事例を取り上げ比較法の観点から検討した。

2019年8月のBusiness Roundtableやダボス会議後、持続可能な地球環境の構築を目指し、ステークホルダー資本主義が中心的な議題となった。サステナビリティを巡る取組みもこうした環境の変化への対応の一つである。日本もCGコード2021に加え「投資家と企業の対話ガイドライン」(8)も、ESGやSDGsの社会的要請や関心等を改訂で書き加えている(9)。

一方、ダボス会議の声明に署名しながらもアメリカではその効果が発揮されていないという調査研究があり、社会全体としてのロードマップの欠如に対する指摘があった(10, 11, 12)。事例として、Exxon Mobil対Engine No.1(13)とITテクノロジー界の大企業であるSalesforce.com, Inc.のケースを取り上げ、サステナビリティを巡って政府、企業、機関投資家にはそれぞれ役割があることを明らかにした。具体的には、第一に、社会とビジネスがともに持続可能性を共有するために配慮すべき環境問題や従業員の処遇に関する問題等については、まず国が社会全体のロードマップを示すことが重要である。第二に、国がロードマップを示すことで、市場参加者が炭素の排出や従業員に対する不適切な処遇といった社会に負の影響を与える行動を控える動機付けとなる。すなわち、社会問題の解決を委ねられるのは私法ではなく、国や政府の役割であるといえる(14)。

<アメリカの事例との比較法の観点から明らかになったこと>

CGコード2021は社会全体としてのロードマップを示すとともに、サステナビリティを巡る課題への対応はリスクの減少のみならず収益機会にもつながるとリスクと収益の両面が強調されている。単に課題に取り組むだけでなく、その課題に取り組むことでどのような影響を経営に与えるのかを示すことはガイドラインとして重要である。

確かにCGコード2021はロードマップを示したが、サステナビリティ要素として取り組むべき課題は、全企業に共通するものもあれば、企業の状況により重要度が異なるものもある。例えば、ある企業にとっては、気候変動は外部的なものだが、他の企業にとっては財務上の大きなリスクを伴って、内部化される可能性がある(15, 16)。各企業は、サステナビリティの要素の中で、どの課題に重点を置くべきなのか、今、取り組むべき要素はどれなのかといった重要性の高低について自社を取り巻く状況、事情等を含め様々な要件から個別に判断すべきである。こうした主体的な判断の過程が、サステナビリティへの形式的ではない実質的な対応を生み出す。

さらに重要な点は、各企業がリスクと収益機会の両面からサステナビリティ要素の重要性の高低を検討し判断したうえで方針を決定し、重要と考えたポイントを開示し説明することである。企業がこうした説明責任を果たすことで、投資家から見た開示の信頼性を高め、企業による検討の信頼性を高めることにつながるからである。こうした企業の取組みに対し、機関投資家も企業のサステナビリティへの対応にある程度の時間がかかることを考慮すべきである。企業と機関投資家の両者が共有できる視点に立つことで建設的な対話を行うことができ、サステナビリティの課題に実質的に取り組むことができると考える。

最後に、企業のサステナビリティへの取組みの中心となるのが取締役会である。CGコード2021は取締役会の構成についてスキル・マトリックス、社外取締役の人数、多様性など人的資

本等に関し、変更、あるいは新たに定める。サステナビリティ要素に関する検討は世界的な潮流であり不可避である。これに対しCGコード2021がこうした要素への取り組みを明記した点は評価できる。なお、社会全体としてのロードマップが示されていないと指摘されるアメリカにおいても、アメリカ法律協会（American Law Institute）が、ESV（Enlightened Shareholder Value）をRestatement of Corporate Governance Lawに加えることについて検討していることを指摘した。

<引用文献>

- ① 奥乃真弓「英国スチュワードシップ・コード 2020：実効性の確保の実質化」国際商事法務 482 巻（2020）1053-1061 頁。
- ② 奥乃真弓「英国スチュワードシップ・コード 2020 から導かれる日本版スチュワードシップ・コードの検討課題」国際取引法学会 6 号（2021）21-34 頁。
- ③ 奥乃真弓「コーポレートガバナンス・コード改訂が示すロードマップ～サステナビリティの観点から～（上）」国際商事法務 49 巻 11 号（2021）1397-1402 頁。
- ④ 奥乃真弓「コーポレートガバナンス・コード改訂が示すロードマップ～サステナビリティの観点から～（下）」国際商事法務 49 巻 12 号（2021）1527-1531 頁。
- ⑤ 神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードの規範性について」江頭憲治郎先生古希記念『企業法の進路』（有斐閣、2017）1005-1044 頁。
- ⑥ 神作裕之「スチュワードシップ・コード再改訂版とガバナンスを巡る昨今のグローバルな動向」商事 2232 号（2020）5-17 頁。
- ⑦ 井上俊剛ほか「スチュワードシップ・コードの再改訂版の解説」商事 2228 号（2020）14-29 頁。
- ⑧ スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議「コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂について」（2021 年 4 月 6 日）1 頁 <https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210406/01-1.pdf>。
- ⑨ 神田秀樹ほか「座談会 二〇二一年コーポレートガバナンス・コード改訂(上)市場構造改革を踏まえて」商事 2266 号（2021）23-28 頁。
- ⑩ Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, Stakeholder' Talk Proves Empty Again (Aug. 18, 2021 6:20 pm ET), <https://www.wsj.com/articles/stakeholder-capitalism-esg-business-roundtable-diversity-and-inclusion-green-washing-11629313759> (last visited on Sep. 16, 2021).
- ⑪ Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, Discussion Paper No. 1052, at 14-19, 40-42, ISSN 1936-5349 (print) ISSN 1936-5357 (online), Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business (2021.09.16).
- ⑫ Colin Mayer, *Shareholderism Versus Stakeholderism—A Misconceived Contradiction: A Comment on “The Illusory Promise of Stakeholder Governance” by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita*, Jun. 3, 2020, available at <http://doi.org/10.2139/ssrn.3617847>.
- ⑬ John C. Coffee, *The Coming Shift in Shareholder Activism: From “Firm-Specific” to “Systematic Risk” Proxy Campaigns (and How to Enable Them)*, Aug. 26, 2021, available at <http://doi.org/10.2139/ssrn.3908163>.
- ⑭ Edward Rock, *For Whom is the Corporation managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose*, ECGI - L. Working Paper No. 515/2020 at 30 (2020).
- ⑮ Oliver Hart & Luigi Zingales, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, 2 J.L. Fin. & Acct. 247 (2017).
- ⑯ 大塚章男「企業の社会的責任（CSR）の法的位置づけ」大塚章男著『ステークホルダー・キャピタリズム時代のコーポレートガバナンス』201-232 頁（中央経済社、2021）。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計5件（うち査読付論文 3件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 奥乃 真弓	4. 巻 49
2. 論文標題 コーポレートガバナンス・コード改訂が示すロードマップ～サステナビリティの観点から～（上）	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 国際商事法務	6. 最初と最後の頁 1397-1402
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス 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 -

1. 著者名 奥乃 真弓	4. 巻 49
2. 論文標題 コーポレートガバナンス・コード改訂が示すロードマップ～サステナビリティの観点から～（下）	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 国際商事法務	6. 最初と最後の頁 1527-1531
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス 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 -

1. 著者名 奥乃 真弓	4. 巻 56
2. 論文標題 コーポレート・ガバナンスに関する一考察：会社と消費者の信頼関係の観点から	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 JP総研Research	6. 最初と最後の頁 38-43
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス 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 -

1. 著者名 奥乃 真弓	4. 巻 48
2. 論文標題 英国スチュワードシップ・コード2020：実効性の確保の実質化	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 国際商事法務	6. 最初と最後の頁 1053-1061
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス 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 -

1. 著者名 奥乃 真弓	4. 巻 6
2. 論文標題 英国スチュワードシップ・コード2020から導かれる日本版スチュワードシップ・コードの検討課題	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 国際取引法学会	6. 最初と最後の頁 21~34
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス 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 -

〔学会発表〕 計1件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件)

1. 発表者名 奥乃 真弓
2. 発表標題 ステークホルダー・キャピタリズムにおける少数株主の利益保護について
3. 学会等名 国際取引法学会中間報告会 企業法制部会
4. 発表年 2021年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

研究の概要 <a href="https://researchmap.jp/mjo">https://researchmap.jp/mjo</a>
--

6. 研究組織		
氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8 . 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------