

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成25年 6月 11日現在

機関番号：16101

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2010～2012

課題番号：22730085

研究課題名（和文）法の起源と金融市場の発展を巡る議論の再検討

研究課題名（英文）Reconsidering the Argument about Legal Origins and the Development of Financial Market

研究代表者

清水 真人（SHIMIZU MASATO）

徳島大学・大学院ソシオ・アーツ・アンド・サイエンス研究部・准教授

研究者番号：30434228

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、LLSVによる「法の起源は金融市場の発展に影響を与える」との命題を批判的に検討し、法の起源と金融市場の発展を巡る議論を再検討することである。本研究では、これまでの議論を整理するとともに、各国における少数株主保護法制および所有構造の展開について比較法的観点から検討を行った。その結果、所有構造の相違に応じて求められるコーポレート・ガバナンスの内容は異なり、また法制度の形式的な有無を画一的に点数化して少数株主保護の水準を測定する方法には限界があるとの結論に至った。

研究成果の概要（英文）：The purpose of this study is to reconsider the argument about the relationship between legal origins and the development of financial markets by critically examining the “Law Matters” Thesis proposed by LLSV from the Japanese academic lawyer’s point of view. In this study, I first organized the preceding studies conducted by economists and lawyers and then I searched the history of the evolution of share ownership structure and laws for minority shareholder protection in several countries. I conclude that the type of corporate governance depends on the ownership structure and the LLSV measurement of the levels of minority shareholder protection has its limitations.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2010年度	900,000	270,000	1,170,000
2011年度	800,000	240,000	1,040,000
2012年度	500,000	150,000	650,000
総計	2,200,000	660,000	2,860,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：法学・民事法学

キーワード：法と金融、所有構造、法との起源

1. 研究開始当初の背景

現在コーポレート・ガバナンスの分野では Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny（以下、「LLSV」という。）によって提示された「法の起源は金融市場の発展に影響を与える」との命題を巡って、様々な議論が展開されている。LLSVは少数株主保護の水準を測定するために各国の法制度に

点数付けを行い、金融市場の発展との相関関係を数量分析の手法を用いて解明しようとしている。その結果によると、英米法諸国においては少数株主保護の水準が高いために所有構造が分散化し金融市場が発展しているのに対し、大陸法諸国、とりわけフランス法諸国では投資家保護の水準が低いために所有構造が集中化し金融市場が未発達であるとの結論が示されている（Rafael La Porta,

Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1998), 'Law and Finance', *Journal of Political Economy*, 106 (6), pp. 1113-55; Rafael Porta, Florencio Lopez-De-Silanes and Andrei Shleifer, (2006), 'What Works in Securities Laws?', *Journal of Finance*, 61(1), pp. 1-32; Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer (2008), The law and economics of self-dealing, *Journal of Financial Economics* 88 (3), pp. 430-465; Andrei Shleifer, Florencio Lopez-de-Silanes, and Rafael La Porta, (2008), 'The Economic Consequences of Legal Origins', *Journal of Economic Literature*, 46(2), pp. 285-332.)

報告者は、Julian Franks, Colin Mayer, 宮島英昭のリサーチ・アシスタントとしてわが国の所有構造の変化と株式会社法制、資本市場法制の展開およびそれらの相互関係に関する研究調査に携わった (Julian Franks, Colin Mayer and Hideaki Miyajima (2012), 'The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century')。この研究調査をきっかけに、LLSVによる命題について批判的に検討したいと考えるようになった。そこで本研究では、LLSVの命題を巡る議論の状況を整理するとともに、比較法的観点から各国における少数株主保護法制の展開と所有構造の進展との相互関係について検討を行った。

2. 研究の目的

本研究の目的は、比較法的観点から LLSV による命題を批判的に検討するために、LLSV の命題を巡るこれまでの先行研究の成果を整理するとともに、世界各国における少数株主保護法制の展開と所有構造の変化との相互関係を明らかにすることである。このような作業を行うことにより、わが国の法制度の展開と所有構造との相互関係の特徴を相対化し、その特徴を世界各国の企業法制の中で浮き彫りにすることができると思われるからである。

以上のような作業を行うことで、これからのわが国における株式会社法制、資本市場法制のあり方を考える上で重要な示唆を得ることができる。わが国においては、1997 年の金融危機後の株式持ち合いの崩壊により所有構造が大きく変化しており、そのような状況下で会社法の規制緩和が行われた結果、敵対的企業買収や組織再編における少数株主の締め出し、大量の新株予約権の第三者割当等、新たな問題が生じてきている (岩原伸作「総論—会社法制見直しの経緯と意義」*ジュリ* 1439 号 12 頁以下 (2012))。このような所有構造が変化する中、株式会社法

制の規制緩和が行われた背景には、LLSV の命題の下に株式会社法制のあり方がその国の経済発展に大きな影響を与え、コーポレート・ガバナンスのあり方が企業の国際的競争力を左右すると考える世界的な潮流があるからであると思われる (神田秀樹「会社法改正の国際的背景」*商事* 1574 号 11 頁以下 (2000))。そこで、LLSV による命題を批判的に検討しつつ、世界各国における所有構造の変化と少数株主保護法制の展開の相互関係を考察することにより、以上のような世界的な潮流の中で展開しているわが国の株式会社法制、資本市場法制の将来におけるあり方について一定の方向性を見出せるものと思われる。

3. 研究の方法

LLSV は強力な少数株主保護法制が株式所有の分散を促し、金融市場の発展をもたらすとの論理を展開していることから、LLSV の命題を批判的に検討するには、まずはこの点に関する先行研究を踏まえ、議論を整理する必要がある。そこで、第一に、法の起源と金融市場の発展を巡る一連の議論についてその内容を検討し、整理を行った。ただし、LLSV の命題に関する先行研究は無数に存在することから、本研究では主要な研究成果のみしか検討することができなかった。具体的には、Brigham Young University Law Review Volume 2009 Issue No.6 に収録された法的起源説を多様な立場から批判的に検討したシンポジウムの各論稿およびその引用文献、Simon Deakin による研究プロジェクト *Law, Finance and Development* の研究成果、Simon Deakin and Katharina Pistor (ed.), *Legal Origin Theory* (2012) に収録されている論稿とその引用文献について検討を行った。また、法的起源説に関する国内における研究成果として、五十嵐清「比較法と経済学—法的起源説を中心に (1) (2・完)」*札法* 22 卷 1 号 145 (2010)、23 卷 1 号 211 頁 (2011)、松尾弘「シビル・ローとコモン・ローの混交から融合へ—法改革のためのグローバル・モデルは成立可能か— (1)」*慶法* 19 号 179 頁 (2011) を検討した。それにより、LLSV の命題を巡るこれまでの研究成果についてその内容を検討するとともに、これまでの議論の成果について整理することができた。

第二に、これまでの先行研究の成果を踏まえ、世界各国の少数株主保護制度と所有構造との関係を比較法的観点から検討した。世界各国における少数株主保護法制については、国内外に数多くの研究成果が存在していることから、それらを参照しながら作業を進めた。また世界各国における所有構造の歴史については Randall K. Morck (ed.), *A History of Corporate Governance Around the*

World(2007). に収録されている論稿が世界各国における所有構造の展開について詳細に分析を加えていることから、この研究成果を大きく参照した。また、以上の研究成果に加え個別の研究成果として Julian Franks and Colin Mayer (1997), ‘Corporate Ownership And Control In The U. K., Germany, And France’, Journal of Applied Corporate Finance 9(4), pp.30-45; Julian Franks, Colin Mayer, and Hannes F. Wagner (2006), ‘The Origins of the German Corporation-Finance, Ownership and Control’, Review of Finance 10 (4), pp. 537-585; Brian R. Cheffins, Corporate Ownership and Control: British Business Transformed (2009).等を参照しながら作業を進めた。

その結果、各国の少数株主保護制度は所有構造の変化に大きく影響を受けて進展していることが明らかとなった。すなわち、英国および米国における分散化された所有構造は強力な少数株主保護法制の結果生じたのではなく、株式所有が先に分散化し、その後少数株主保護法制が整備されたことが明らかとなった。他方、欧州各国においては依然として創業家一族が大株主として存在しており、そのような所有構造を前提に法制度が展開していることが明らかとなった。

また、上記の作業と並行して、宮島英昭との共同研究により、日本における株式会社法制、資本市場法制と所有構造の展開に関する研究に取り掛かった。その結果、戦前には商法による少数株主保護が不十分な状況下で株式所有が分散化していたのに対し、戦後は商法改正および証券取引法制定により LLSV の測定基準では少数株主保護の水準が飛躍的に高まったにもかかわらず、所有構造が集中化していったことが明らかとなった。

さらに、コーポレート・ガバナンスと所有構造との関係について研究をさらに深めるために、Colin Mayer, Firm Commitment-Why the corporation is failing us and how to restore trust in it (2013). の翻訳に着手した。翻訳作業は順調に進み、現在のところ第1章から第7章、第10章、巻末の付録および補遺部分について試訳を完成させた。また、本書に関するコリン・メイヤーの講演録として、コリン・メイヤー（宮島英昭・清水真人訳）「危機後の日本企業をコミットメントの視点から考える」商事 1995 号 4 頁以下 (2013) を公表した。これにより、所有構造が分散化している英国においては、とりわけ短期的株主による短期的利益の追求や敵対的企業買収等により、従業員や顧客といった株主以外のステークホルダーの利益が大きく侵害されている状況が明らかとなった。

4. 研究成果

以上のような研究作業の結果、一応次のような結論が得られた。

第一に、所有構造の違いにより、求められるコーポレート・ガバナンスは大きく異なるという点である。所有構造が分散化している会社においては経営陣が短期的な株価の吊り上げストックオプションの行使により利益を得るために、利益操作が行われる可能性が高い一方、所有構造が集中化している場合には、支配株主が支配権に伴う私的便益を追求するために、自己取引、締め出し合併、強圧的な公開買付け、第三者割当増資による既存株主の持分価値の希薄化といった方法で少数株主からの収奪が行われる可能性があるからである。そこでこのような所有構造の違いを踏まえたガバナンス制度の構築が求められることになる (John C Coffee Jr. (2005), ‘A Theory of Corporate Scandals: Why the USA and Europe Differ’, Oxford Review of Economic Policy, 21 (2), pp. 198-211; Luca Enriques and Paolo Volpin (2007), ‘Corporate Governance Reforms in Continental Europe’, Journal of Economic Perspectives, 21(1), pp.117-140.)。この点に関連して、本研究課題に着手する以前の研究成果として、報告者は 1920 年～30 年代の米国州会社法の下における事業再編の展開とそれに対する SEC の関与について研究を行った (清水真人「米国州会社法における事業再編の展開と SEC の関与 (1)～(3・完)」徳島大学社会科学 24 号 57 頁以下 (2011)、25 号 1 頁以下、26 号 29 頁以下 (2012)。また、1940 年投資会社法制定時から 1970 年代までの米国における独立取締役制度の展開についても研究を行った (清水真人「米国投資会社法における独立取締役制度の歴史的展開 (1) (2・完) —投資会社法制定時から 1970 年代までを中心に」早稲田大学 GCOE 季刊企業と法創造 33 号 323 頁以下 (2012)、34 号 179 頁以下 (2013) および同「1970 年代米国における大規模公開会社取締役会改革論の検討 —投資会社独立取締役制度が大規模公開会社取締役会改革論に与えた影響について」早稲田大学 GCOE 季刊企業と法創造 36 号 332 頁以下 (2013))。これらの研究成果は本研究課題との関係では、所有構造が分散化した状況下におけるコーポレート・ガバナンスの展開と位置付けることができるであろう。

第二に、このように所有構造の違いが法制度の相違に反映されている面があるものの、それぞれの国における少数株主保護法制および所有構造の展開は、各国の歴史的事情によりそれぞれ大きく異なるという点である。とりわけ、所有構造にあり方には資本市場の担い手による少数株主保護のメカニズムが大きく影響していると思われ、この点につい

ては特に、英国・米国・日本の各国における所有構造の展開と法制度との関係を論ずる上で強調されている (Julian Franks, Colin Mayer, and Stefano Rossi (2009), 'Ownership: Evolution and Regulation', *Review of Financial Studies*, 22 (10), 4009-4056; John C. Coffee Jr. (2010), 'Dispersed Ownership: the Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between 'Lumpers' and 'Splitters'', ECGI Law Working Paper No. 144; Julian Franks, Colin Mayer and Hideaki Miyajima (2012), 'The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century')。よって、各国におけるガバナンスのあり方を論じるにあたってはそれぞれの国が有する歴史的背景を踏まえなければならないということになる。

第三に、LLSV は英米の少数株主保護法制が欧州の企業法制、とりわけフランスの法制度よりも優れていると結論付けているが、それに対し、近時においては英国の少数株主保護法制が整備され分散化された所有構造の下において株主による短期的な利益追求により株式会社を取り巻く株主以外のステークホルダーの利益が大きく侵害されているとして、英国の所有構造および法制度に対して批判的な見解も存在しており、必ずしも英国および米国の法制度が優れているとは限らないという点である (Colin Mayer, *Firm Commitment-Why the corporation is failing us and how to restore trust in it* (2013).)。この点については、金融危機後の法制度改革の状況および株主と他のステークホルダーの利益の調和に関する基礎理論の展開を踏まえた上で、比較法的観点から引き続き研究する必要があるように思われる。

第四に、LLSV のように各国の法制度に点数付けを行い、少数株主保護の水準を測定するという方法には限界があるという点である。少数株主保護の方法はそれぞれの国や時代によって異なり、少数株主保護は制定法に限らず自主規制その他様々な仕組みによって実現されるものである。よって、少数株主保護の水準は、決して制定法の形式的な有無のみで判断されるべきものではなく、形式的に法制の有無のみで投資家保護の水準を判断することは、各国の法制度の評価を大きく誤ることにつながる恐れがある。この点については、点数付けの項目を大幅に追加し、かつ点数付けを厳密に行った場合であっても同様であると思われる (John Armour, Simon Deakin, Prabirjit Sarkar, Mathias M. Siems, and Ajit Singh (2009), 'Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis', *Journal of Empirical Legal*

Studies 6 pp. 343-380; Holger Spamann (2010), 'The "Antidirector Rights Index" Revisited', *Review of Financial Studies*, 23(2), pp. 467-86.)。

以上が、本研究から得られた一応の結論である。ただし、LLSV の命題を巡る議論は収斂するところがなく、現在進行形で議論が展開しており、これからも同命題を巡り議論が進展すると思われる。それに対応してこれからも研究を進展させていく必要がある。

また、法学者として経済学者による実証研究の成果を如何に受け止めるかが大きな課題である。また、本研究における所有構造に関するデータについては、他の研究者の先行研究の成果に拠るところがほとんどであり、自らデータの収集および分析を行っていない。これらの点について法学研究者として如何に取り組むかを意識しつつ、今後の研究作業を進めていきたい。

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)

〔図書〕(計0件)

本研究に関連する研究成果として、宮島英昭と共同で現在論文を執筆しており、その成果は、伊藤孝夫編「経済法の歴史(仮題)」(勁草書房、2014)にて公表する予定である。

また、本研究との関連で翻訳作業を開始した、Colin Mayer, *Firm Commitment* (2013) ついても翻訳を完成させ出版する予定である。

さらに、徳島大学の紀要にも順次本研究の成果を公表する予定である。研究成果に関する論稿の掲載予定先である、紀要「徳島大学社会科学研究所」は年に1度しか刊行されないため、他の研究成果の公表との兼ね合いもあり、現在のところまだ本研究の成果を公表する機会を得ていない。成果公表の機会があり次第、速やかに公表したい。

6. 研究組織

(1) 研究代表者

清水 真人 (SHIMIZU MASATO)

徳島大学・大学院ソシオ・アーツ・アンドサイエンス研究部・准教授

研究者番号：30434228

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：