

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 6 月 5 日現在

機関番号：12102

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2012～2014

課題番号：24530083

研究課題名(和文)コーポレート・ガバナンスの現代的課題 - 効率性と公正性のガバナンス・モデル -

研究課題名(英文)Current Issues in Corporate Governance - Governance Model Based on Efficiency and Fairness

研究代表者

大塚 章男(OTSUKA, Akio)

筑波大学・ビジネスサイエンス系・教授

研究者番号：50384863

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,100,000円

研究成果の概要(和文)：情報の非対称性から、独立性の強い取締役会は監督機能を弱体化させ他方でCEOを強化してきた。経済危機はCEOの報酬と短期的利益とを結びつけることの問題点を端的に示している。コーポレート・ガバナンス改革は、企業の長期的利益を促進し、会社関係者の利益のバランスをとり、取締役の説明責任を確保することに焦点を置くべきである。2006年イギリス会社法が採用する「啓発的株主価値」アプローチでは、取締役は会社の長期的利益を促進する義務を負い、業績に影響を与える要因を考慮しなければならない。更に、イギリスは上場企業の非財務報告書を求める範囲を拡大している。これらはガバナンス改革に大いに資するものである。

研究成果の概要(英文)：By reason of asymmetry of information, paradoxically, the shift to the independent board has weakened boards and placed the CEO in an extremely powerful position. The economic crisis has exposed substantial issues caused by connecting CEO compensation incentives with short-term gains. Any corporate governance reform must therefore focus primarily on promoting the long-term well-being of the corporation, balancing constituencies' interests, and ensuring accountability. In the "enlightened shareholder value" approach, which is embodied in the UK Companies Act of 2006, the directors, who are ultimately required to promote the long-term well-being and performance of the corporation, must consider the factors that have an impact on the company's relationships and performance. Further, the U.K. has expanded the scope of the narrative reporting requirement by directors in public companies in the form of a strategic report. These reforms represent good prospects for corporate governance.

研究分野：会社法、国際企業法

キーワード：会社法 コーポレートガバナンス 法と経済学 CSR 企業の社会的責任 ステークホルダー

1. 研究開始当初の背景

(1) 契約理論 (contract theory) の重要な要素である不完備契約理論は、米国の経済学者の Grossman and Hart(1986)、Hart and Moore(1990)による所有権理論モデルからはじまった (Grossman-Hart-Moore モデル)。「契約の束 (nexus of contracts)」理論に立つと、株主は労働者・債権者など会社に結びついている主体の一つに過ぎず、またその契約は不完全であることが多い (「不完備契約 (incomplete contracts)」)。株主は剰余請求権者 (residual claimant) であり、したがって「株主利益」の最大化のために経営されることが「会社利益」最大化のためには最も効率的であると説明される。

会社法学者において、不完備契約理論に基づく「株主利益最大化」論は米国では通説であり、日本では有力説であるといえよう。すなわちガバナンスの基準は「株主利益最大化」とされる。また、株主利益最大化は会社利益最大化につながり、効率性の観点から剰余請求権者たる株主にコントロール権を与えるのが最もよい、その他の利害関係人 (労働者等) の利益が侵害されるときは強行法規によって救済すればよい (公正性の担保) というのが、現在の経済学と法学からの知見である。

(2) 現在のコーポレート・ガバナンスに関する考え方は、上記の を基本としている。

がガバナンス・モデルの内実であるが、極言すれば、「公正性」はガバナンス・モデルには組み込まれてはならず、コーポレート・ガバナンスの観点からは、会社取締役は「効率性」の観点から株主利益最大化に資するシステムを構築し運営すれば足りることになる。

コーポレート・ガバナンスを「法と経済学」から研究する過程で、果たしてそのような二分法は妥当なのか、そもそも効率性と公正性の両方を内包したガバナンス・モデルを定立することが必要なのではないかと、この疑問をもつに至った。それはリーマンショックによる経済危機が露呈したガバナンス・システムの脆弱性からであり、また、持続可能な企業の成長という観点からの再構築の必要性からである。

2. 研究の目的

(1) 本研究は、(イ)比較法的手法を用いて、コーポレート・ガバナンスを、経済学における契約理論・「組織の経済学」およびステークホルダー・モデルなどから考察し、(ロ)従来別個に判断されてきた効率性と公正性との両基準を組み込んだ新たなガバナンス・モデルを提案し、(ハ)これを法学からも検証する、というものである。

(2) 従来のガバナンス理論は、概括的に述べれば前述のように以下の二分法である。

ガバナンス・モデル = 株主利益最大化 = 効率性の観点

法律 = (株主以外の) 利害関係人の利益保護 = 公正性の観点

本研究の目的とするガバナンス・モデルは以下のとおりである。

ガバナンス・モデル = 会社利益最大化 = 公正性と効率性

このような効率性と公正性の両方を基準に取り入れたガバナンス・モデルを定立し、経済学・法学の両面から妥当性を検証することにある。具体的には、会社利益最大化を果たすモデルとして、修正型ステークホルダー・モデル (イギリス 2006 年会社法の啓発的株主利益モデル) を提案したい。

(3) このようなガバナンス・モデルを提案するにあたり、以下の論点を検討することが求められる。

まず検討すべき論点の 1 つは、ガバナンスの目的は何かである。効率性を高めるためか、公正性をも担保する目的と考えるのか。これは株主利益最大化主義 v. ステークホルダー利益主義とも言える。

また会社の主権者は誰かである。すなわちコントロール権を誰に与えるのが妥当か、株主のみか、広くステークホルダーかという問題である。これは経営者または取締役会の果たすべき役割に関する考え方にも大きな影響を与える。

「株主利益最大化」論をとる法学者は、ステークホルダー・モデルをとると、取締役は誰のために信託義務 (fiduciary duty) を果たせばいいか判然としなくなり混乱を招くと批判する。しかしながら、米国においては、ステークホルダー・モデルを会社法に反映させたものとしてチーム・プロダクション理論が提唱されてきた。また、米国や欧州の会社法学においては、CSR (企業の社会的責任) と取締役の法的義務の限界につき分析が進んでいる。さらにイギリス 2006 年会社法は、一歩進んでステークホルダーの利益の積極的な考慮義務を規定するに至った。こうした各国の議論状況を踏まえ、日本の法学も答えを用意すべきと考える。

3. 研究の方法

初年度は、主として米国の法学の分野における、コーポレート・ガバナンスに関する最新の著作・論文を収集し研究することから着手した。ハーバード大学ロースクールを訪問し、専門の教授にインタビューすることにより、論文では得ることができない有益な情報を得、また議論をすることができた。第 2 年度は、主として日米の経済学分野における、コーポレート・ガバナンスに関する基礎資料を収集し研究することから着手した。また、UCLA ロースクールとコロンビア大ロースクールを訪問し、会社法と「法と経済学」を専門とする教授にインタビューすることによ

り米国論文から生じた疑問を解消することができ、また同時に近時の学説の潮流を把握することができた。最終年度は、以上収集した資料・情報から、ガバナンス・モデルの策定と分析に費やした。

4. 研究成果

(1) 米国のコーポレート・ガバナンスの分野における現在の主流は契約理論 (contract theory) それに依拠するところの「契約の束」理論である。すなわち会社は契約の束 (nexus of contracts) に過ぎず、会社はそれとして運営すれば十分であり、会社法は特段の要をなさないと論じる。Principal-Agent Model からは、agency cost の削減が重要課題であり、また、企業の究極の目的は株主利益の最大化 (shareholder wealth maximization) であるとされる。なお、アメリカで主張されているガバナンス・モデルは、ガバナンスの目的と方法に分類することにより、理解を得やすくなる。その目的は株主利益最大化 (株主利益最大化モデル) かステークホルダー利益最大化 (Team Production Model) か、その方法は取締役優越主義 (Director Primacy) か株主優越主義 (Shareholder Primacy) か、という分類が理解を助けることになる。

(2) アメリカ会社法において、取締役はかつて法律上 (制定法・判例法を含む) の会社利益最大化義務を課されたことはない。この点は留意すべきであろう。むしろ、法律上、公共の利益のため会社利益を犠牲にする裁量権を有している。会社法の根底にある「経営判断原則」を否定することなく、この裁量権を排除することは不可能である。全米 50 州の中で会社の唯一の目的として利益最大化義務を課している州は存在しない。逆に各州は利益に結びつかない会社寄付を認める制定法を有している。こうした制定法を運用する州は、経営者に対して事業運営や経営判断において株主以外の構成員 (constituency, 換言すればステークホルダー) の利益を重視することを正当化している。また、たとえ裁判所が短期的な利益最大化の達成が可能かどうかの判断ができたとしても、顧客評価や暖簾など長期的利益を増加させるかどうかは難しすぎて裁判所は判断できない。裁判所が経営判断原則によって何が利益を最大化させるかを正確に判断できない真の理由は、法的な利益最大化義務を測定することができないからである。

以上の考察は基本的に日本における会社法において首肯出来るものである。

(3) Blair & Stout はチームプロダクション理論を唱えた。分離不可能な成果物を作り出すため個々のメンバーが企業特殊的投資 (firm-specific investments) を行っている場合に生じるチームプロダクション問題に

対処するため、公開会社を統治するための法的ルールが必要となる。独立した第三者たる取締役会が最終調停者 (mediating hierarchy) としてチームの利害を代表しメンバー間に報酬を割り当てる責任を担うことになる。したがって、取締役は株主のエージェントでもなければ、株主以外の利害関係人のエージェントでもない。チームプロダクション理論では株主以外のステークホルダー利益を考慮に入れた上で利害の対立を調整するということになる。しかしながら、このモデルは、法的には株主のみに議決権と代表訴訟提訴権を与えている現行制度と矛盾があり、信認義務は誰に対して負うのかとの点についてもエージェンシー理論を前提とする現行の法体系と相容れない。

(4) イギリス 2006 年会社法は、「会社の成功を促進すべき義務」との見出しの下、第 172 条 1 項で、取締役がその義務を果たすにあたり株主の長期的利益を考慮すべきことを定めた。また、その際に各ステークホルダー (従業員、供給業者、顧客、コミュニティおよび環境) の利益を考慮する義務を規定した。これは、取締役の核心的な義務は「啓発的株主価値 (Enlightened Shareholder Value)」を促進する必要性に基礎付けられるとの考えに基づく。啓発的株主価値モデルは、株主利益を向上させるためには、従業員の利益やその他の利益についても包括的に考慮する義務がある、とするものである。株主利益を他のステークホルダー利益と同等に扱い、利益衝突が発生したとき、株主利益を犠牲にしてでも他のステークホルダーの利益を優先することもありうるという考えはとらなかった。

また、そしてこの会社成功促進義務は、取締役報告の提出義務 (第 417 条) によって担保されている。さらに同法は、取締役のビジネスレビューに代えて戦略報告書 (Strategic Report) の作成義務を全イギリス企業に課している (改正規則 2013)。

なお、情報開示と共に検討すべきは取締役会の評価であるが、イギリス FRC は、2010 年コーポレート・ガバナンス・コードを、翌年「取締役会の実効性に関するガイダンス」を公表しその運用を求めている。

さらに欧州に目を向ければ、EU 指令 (会計指令 2013/34/EU 改訂) において、EU 証券市場の上場企業は、従業員、環境、人権、リスク等に関する主要業績指標および取締役の多様性に関する方針の開示を求められる。

以上のように、イギリスや EU では accountability を実現するため財務情報のみならず非財務情報のレポーティングを広く課す方向にある。これはガバナンス・システムの構築にとって非常に重要な要素である。

(5) イギリス会社法のモデルを手本にしつつ、理論上、長期的な株主利益最大化を市場評価をとおして実現するという「効率性」を求めつつ、他方で、公共の利益という非株主利益(ステークホルダー利益)を実現するという「公正性」を求めるというガバナンス・モデルを提案するものであるが、このモデルは実現可能であり、また日本の会社法制上も適法である(特に上記(2)のアメリカ会社法の分析を参照)ことを明らかにすることができた。

(6) どこの国のガバナンスも株主利益最大化論かステークホルダー論かで割り切った法制をとっているわけではない。コーポレート・ガバナンスの視点からどのように持続的に効率性と公正性を実現していくべきかという観点が実際には重要になってくる。それには効率性・公正性の中身と実施するシステムが重要であると考え。中身とはどのような規範に基づいて実施していくのかとの点である。これはいわゆるソフト・ローであったり社内のCSR規定などが該当する。システムとはこれを実施していく体制であり、具体的にはガバナンスの体制が問われることになる。この場合モニタリング・システムをいかに機能させるかが鍵になるであろう。

本研究はコーポレート・ガバナンスを規範的に検討を加えたものであるが、今後は機能的また統計学的検討を加えることが必要であり、さらにこの分野の研究を進めていきたい。

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)

[雑誌論文](計2件)

大塚章男「イギリス 2006 年会社法における取締役の責任-会社の成功促進義務を中心として-」国際商事法務/42(3)/pp.359-371, 2014-03(査読無し)

大塚章男「コーポレート・ガバナンスの規範的検討-日本型モデルの機能的分析へ-」慶應法学(慶應義塾大学法科大学院)/(28)/pp.31-56, 2014-02(査読無し)

[学会発表](計1件)

大塚章男「2006年イギリス会社法における取締役の責任 会社の目的との関連から」国際取引法フォーラム2013年12月14日於:中央大学後楽園キャンパス(東京都文京区)

[図書](計1件)

大塚章男「企業の社会的責任(CSR)の法的位置づけ」企業法学会編『企業責任と法』pp.9-43, 2015-1(査読有)

6. 研究組織

(1)研究代表者

大塚 章男(Otsuka, Akio)

筑波大学・ビジネスサイエンス系・教授

研究者番号:50384863