

Ⅱ. 報告論文

コーポレート・ガバナンスに関する 論点整理および制度の国際比較

深 尾 光 洋
森 田 泰 子

1. はじめに
 2. コーポレート・ガバナンス論の基本的な視点
 3. 株主の権限に関する制度的枠組み
 4. 債権者の保護に関する制度的枠組み
 5. 株主権限の機能状況
 6. 銀行の役割
 7. 結語
- 補論

1. はじめに

景気回復の遅れに伴って、日本企業のコーポレート・ガバナンス・システムを見直すべきではないかとの議論が盛んに行われている。

第1に、現在の景気調整局面には1980年代後半の行き過ぎた経済のブーム（バブル）の反動という側面があることは否めないが、バブル発生の背景について考えると、企業行動を適正に規律づける仕組みが欠如していたことが一因となっているとの指摘がみられる。例えば、渡辺・山本[1992]は、戦後の日本の

伝統的なコーポレート・ガバナンスは、①間接金融中心の企業財務のもとでの銀行の企業に対する監視、②借入による投資に伴う金利負担、によって特徴づけられていたが、1980年代には企業の内部留保の充実、金融資本市場の規制緩和によって①、②による規律が失われたため、収益率の低い投資を企業が実施し、これが現在の企業収益の悪化（資本収益率の大幅低下）、景気後退の背景となっている、との議論を展開している。

第2に、景気停滞局面の長期化に関連して、終身雇用に代表されるわが国の雇用慣行¹⁾が企業の大胆なリストラクチャリングを困難に

本論文は、平成6年5月20日に開催したワークショップ「日本企業のコーポレート・ガバナンス」への報告論文を改訂したものである。補論については、Fukao[1993]のAppendixをもとに、必要な加筆・修正を行ってとりまとめた。本論文作成に当たっては、神作裕之助教授（学習院大学）、田澤元章氏（筑波大学〈日本銀行金融研究所研究事務委嘱〉）およびワークショップの参加者から有益なコメントを頂いた。

1) わが国の雇用慣行については、日本銀行調査統計局[1994]参照。

していることや、系列取引関係の存在によって物価に下方硬直性が生じていることが、景気回復の遅れにつながっているのではないかと指摘もみられる。

他方、コーポレート・ガバナンスについての議論の重要性は、国際的な観点からも指摘されるようになっている。

第1に、経済活動の国際的統合が深化したことに伴って、コーポレート・ガバナンス・システムの国際的相違が認識されるとともに、その調和を図ることが必要なのではないかと指摘されている。²⁾例えば、多国籍企業間の国際的競争が激化するにつれて、敵対的な買収が困難なことや長期的な取引関係が結ばれていることが日本市場への参入障壁となっているという批判が、米国をはじめ諸外国から寄せられている。³⁾また、国際的な証券投資が増加した結果、企業財務の開示に関するルール、株主の議決権、インサイダー取引規制、企業買収についての規制、倒産手続き等が国によって異なることに関心を持つ投資家が増加するとともに、制度の一部について国際的な調和を図るべきではないかとの考え方が生じている。

第2に、中央計画経済が崩壊した諸国において、市場経済への移行をスムーズに進めるためにはどのようなシステムを導入すべきかという観点からも、コーポレート・ガバナンスは重要な論点となっている。

このように、コーポレート・ガバナンスを巡っては、さまざまな観点から議論が行われており、今回のワークショップでも、歴史的な分析のほか、実体経済面、金融面のそれぞれに焦点を当てた報告が行われたが、本論文では、議論の前提として、コーポレート・ガバナンスについての視点を整理するとともに、基本的な論点について制度およびその機能状況の国際比較を行う。

2. コーポレート・ガバナンス論の基本的な視点

この節では、企業経営に関係する主体を整理するとともに、コーポレート・ガバナンス論の対象となっている会社形態の特質を概観することによって、コーポレート・ガバナンス論について基本的な視点の整理を行う。

(1) 企業経営に関係する主体

企業は、直接的には、事業の運営に関する意思決定（経営判断）を行う経営者、その基礎となる資本を提供する出資者、労働力を提供する従業員から構成されている。小規模な企業では同一人がすべてを兼ねる場合もあるが、大規模な企業ではこれらが分離するのが通常であり、各主体の間で利害の衝突が生じうる（後述）。企業運営を行うための資金をすべて資本で賄うこともできないではないが、負債によって調達することもできる。⁴⁾

2) 各国経済の結び付きの強まりとコーポレート・ガバナンスに関する制度の差異に起因する問題については、Fukao[1993]参照。

3) 例えば、1989年から90年にかけて行われた日米構造協議においても、米国側より、日本の経済構造の特殊性によって米国企業の日本進出が阻まれているのではないかと問題提起があり、日本側改善事項の中に、排他的取引慣行を是正することや、独占禁止法強化等で系列取引を監視することが含まれた。

4) 資金調達に占める自己資本のウエイトは国によって大きく異なる。例えば、事業会社の自己資本比率（資本・負債の合計額に占める自己資本の比率）をみると、日本では約2割であるのに対して、米国では6割弱に達している（1989年、簿価ベース）。

Ⅱ．報告論文

この場合には、債権者も企業経営についての利害関係を有することとなる。

このようにして成立している企業は、例えば製造業であれば、他の企業から原材料ないし製品を仕入れて、付加価値をつけて、製品を販売するというかたちで、経済活動を行っている。したがって、仕入先、販売先といった取引先も、企業経営に関係する主体として重要である。⁵⁾

(2) 有限責任会社の特質

法人格を持つ企業の形態としては、出資者が会社に対する出資義務のみを負う有限責任会社と、出資者が会社の債務について無限に責任を負う無限責任会社があるが、コーポレート・ガバナンス論が対象としているのは、通常、有限責任会社である。これは、有限責任会社は、多数の投資家から資本を調達して大規模な経営を行うために便利な仕組みであるというメリットゆえに現代経済において大きな役割を果たしている一方、経営者と出資者が分離することや出資者の責任が有限であることに伴って利害の衝突が生じやすいというデメリットがあり、その調整を考える必要性も大きいためである。

なお、有限責任会社の中にも、比較的大規模で公開的な企業（出資者の地位の譲渡を自由に行いうる企業）のための仕組みと、小規模で非公開的な企業（出資者の地位の譲渡が

制限されている企業）のための仕組みがある。うが、コーポレート・ガバナンスは、有限責任会社のメリット・デメリットがより明確に現れる前者について主として議論される。これは、日本でいえば株式会社、とくに上場された株式会社に当たる。⁶⁾

まず、株式会社のメリットについて整理しよう。

株式会社の本質は、他の株主が誰であるかにさほど注意を払うことなく、投資家が自由に株式を売買できることにある。無限責任会社では、投資家が負う可能性がある責任の範囲は、他の投資家の個人的な資力に依存する部分が大きい。ため、投資家の持ち分を譲渡するためには他のすべての投資家の同意が必要とされる。他方、株主は、株式代金を払い込むことによりすべての義務を果たしているため、投資によって蒙るおそれがある損失の範囲は限られている。こういった特徴があるため、株式は譲渡性が高く、とりわけ上場された大会社の株式は自由に譲渡されている。この結果、投資家は株式投資のリスクを分散させることが可能となり、株式会社は資本コストを削減することができる。整備された証券取引所の存在は、こうした株式の流動性を高めるうえで役に立っている。

また、この仕組みは、会社の所有と経営の分離を通じて、その長期間にわたる存続を可能とする。なぜなら、株式会社の法的な枠組

5) このほか、業務の開始や内容等について政府の規制がある場合には、監督当局も企業経営に影響を与えるが、本論文では、監督当局の役割については取り扱わない。

6) 日本の会社法は、大規模で公開的な企業のための仕組みとして「株式会社」、小規模で非公開的な企業のための仕組みとして「有限会社」という2方式の有限責任会社形態を用意しているが、現実には、株式会社の大部分は中小規模の非公開的な企業であり、法と現実との乖離が生じているため、大小会社区分立法の作業が進められている（前田[1993]、pp.5-9）。もっとも、この点については、ここでは立ち入らない。

みの中で、株主は資力にかかわりなく能力のある者を経営者に選ぶからである。⁷⁾

他方、株式会社のデメリットについて概観すると次のとおりである。

第1に、株主有限責任の下では、株主には、債務を負った後に過度のリスクテイクを行って、事業失敗のリスクを債権者に転嫁するインセンティブ（いわゆる株主のモラル・ハザード）が存在することが指摘されている。これは次のような事情による。すなわち、株主は、支払うべきコストが払込済資本の額に限られている一方、事業が成功したときには元利払い後の利益をすべて得ることができるため、リスクが大きい代わりに成功したときの収益性が高い事業に投資することによって期待収益を高めることができる。これに対し、債権者の利益は事前に決められた金利だけであるが、株主がリスクの大きい事業に投資すると、債権者が元本を失うリスクは高くなる。

第2に、会社の経営陣は会社の内部情報を有しているから、この情報を操作して個人的に利得を得て、株主の利益を害することを試みる可能性があることが問題となる。⁸⁾このような行為としては、証券のインサイダー取引を行うこと、経営者に対して過度の報酬を

払いしかもその開示を行わないこと、会社相手に自らに有利な取引を行うこと、などがある。会社の経営に興味のない小株主は経営を効率的にモニタリングすることもできないから、株式保有が分散化している大企業にとってこういった問題は深刻でありうる。会社の経営陣の行動をモニタリングして規律づける仕組みは、株主の利益を守るうえで非常に重要である。

(3) 本論文の構成

以上を踏まえると、コーポレート・ガバナンスの問題は、経営者、株主（出資者）、債権者、従業員、取引先といった利害関係人の利害調整を円滑・妥当に行いつつ、企業経営を適正に規律づけるためにはどうすればよいのか、有限責任会社のデメリットを抑えつつメリットを最大限に生かすためにはどうすればよいかという問題にほかならないと考えることができよう。⁹⁾

この問題に対するアプローチには、さまざまな方法があるが、本論文では、日本の制度的枠組みと機能状況の特徴を、米、英、独、仏と比較することによって浮き彫りにすることを試みる。¹⁰⁾(1)でみたように企業経営に関

7) 有限責任会社の経済的合理性については、Easterbrook and Fischel [1991]、pp.40-62参照。

8) 会社の所有と経営の分離に関するインセンティブの問題は、いわゆるエイジェンシー・プロBLEMの1形態であると考えられている。例えば、Rubin [1990]、pp.73-93参照。

9) 森本[1994]も、コーポレート・ガバナンス論について同様の定義を行っている。

10) 制度の国際比較を行うに当たっては、比較対象国、検討事項および検討対象制度のそれぞれについて、どの範囲を視野に入れるかの選択が必要となり、紙幅に制約がある以上、これらはいずれかを広く取れば他を絞らざるをえないという関係にある。第1の点については、2か国の比較（とりわけ米国との比較）を行って日本が特殊であるかのような議論がないではないが、このようなアプローチには疑問があるため、本論文では、日本および米国のほか、ドイツ、フランス、英国も含めて5か国の比較を行った。第2の点については、株式会社のエイジェンシー・プロBLEMのうち、2.(2)で指摘した2側面、すなわち、経営陣と株主の利害対立および株主と債権者の利害対立に関する問題を極力広く取り上げることが試みた。第3の点については、商法、証券取引法、倒産法等の法的制度を本論文の前半で概観し、後半はその機能状況

II. 報告論文

する主体は多く、論点は多岐にわたるが、¹¹⁾ 本論文では(2)で述べた株式会社のデメリットに直接関係する問題に絞って検討する。すなわち、まず3.で、経営陣が株主の利益を害する可能性があるという問題に関して、株主の権限に関する制度的枠組みを検討する。次に4.では、株主のモラル・ハザードの問題に関して、債権者の保護に関する制度的枠組みを検討する。そのうえで、5.で株主権限の機能状況について検討し、6.で銀行の役割について検討する。最後に、7.で議論のまとめを行う。

3. 株主の権限に関する制度的枠組み

(1) 経営者の選任および解任

企業経営の規律づけを考えるうえでは、経営者を誰がどのようにして選ぶのかという点が重要である。そこでまず、この点について

概観する(補論A 1、A 4参照)。

日本では、株主が直接取締役を選び、取締役が会社の経営に責任を持つ仕組みとなっている。米国、英国も、基本的にはこれと同じ仕組み(いわゆる単層構造)であるが、ドイツでは全く異なり、業務執行取締役は監査役会で任命され、株主は監査役を選ぶことによって間接的に経営陣を選ぶといういわゆる二層構造を取っている。フランスでは、単層構造と二層構造の2方式が会社法上用意されているが、二層構造を取っている会社はほとんどない¹²⁾(したがって、以下では、とくに断らない限り、フランスについては単層構造の会社を念頭に置いて論じる)。役員会(経営陣)に対して株主が直接及ぼしうる影響力は、日本のような単層構造の会社では、ドイツやフランスの二層構造の会社に比べて大きい。¹³⁾

を概観することとした。個別にみれば、第2の点については、従業員、取締役会の構成、監査役会等については本論文の対象外となっており、また、第3の点については、税制や判例法に十分に触れることはできなかったが、本論文のように「広く、浅く」比較するアプローチも、日本のガバナンス構造の特徴を浮き彫りにして、全体における個別論点の位置づけを明らかにするためには有用なのではないかと考えられる。

- 11) コーポレート・ガバナンスの問題を広く捉えると、従業員や取引先との関係も主要な論点である。今回のワークショップでは、日本企業のコーポレート・ガバナンスについて、従業員・取引先との関係が第2部で、株主・債権者との関係が第3部で取り上げられた。
- 12) フランスの株式会社は、以前は単層構造のみであったが、1966年に会社法を改正し、二層構造と単層構造のいずれかを選ぶことができるようになった。もっとも、1989年1月1日現在で、137,286社が単層構造を取り、二層構造を取っている会社は1,310社に過ぎない(Ripert et Roblot[1991], p.954)。これは、既存の会社は会社構造を変えることによって利害関係のバランスを変えることを望まないためであるといわれている。したがって、二層構造は特別の場合に限って用いられているようである。例えば、ルノーとボルボの合併は失敗に終わったが、計画された自動車会社のルノー・ボルボはルノーとボルボの利害調整を行うために二層構造を採用する予定であったといわれている(Financial Times, "A marriage to respect sensitivities," September 7, 1993)。
- 13) なお、ドイツ、フランスでは、従業員の経営参加権限が比較的大きい。すなわち、ドイツの株式会社では、監査役の半数(従業員2,000人超の場合)ないし3分の1(従業員2,000人以下の場合)が従業員代表となっている。フランスでは、取締役(単層構造の場合)ないし監査役(二層構造の場合)はすべて株主総会で選ばれるが、従業員代表は取締役会(単層構造の場合)ないし監査役会(二層構造の場合)に出席して助言する権利を有している。

日本、米国、英国の会社ではいずれも、取締役は株主総会の過半数の議決によって選任されるが、取締役選任に当たって各株主がどの程度イニシアチブを取ることができるかは、国によって異なる。日本では、発行済株式総数の1%以上または300株以上を有する株主ないし株主のグループは、自らが望ましいと思う取締役の候補者を株主総会に提案して、その提案を株主総会の招集通知に会社の費用で記載することを求めることができるし、発行済株式の3%以上を保有していれば、株主総会の招集そのものを求めることができる。これに対して、英国では、株主総会の議案を提案するためには株式総数の5%以上、株主総会の招集を求めるためには株式総数の10%以上が必要である。¹⁴⁾ また米国では、通常の株主提案手続きによって取締役候補者を提案することはできず、株主が取締役選任について経営陣に対抗するためには自らの費用において委任状を集めることが必要である。したがって、株主が取締役候補者の指名について提案することは、制度的には、日本では比較的容易である一方、英国や米国では難しいといえる。¹⁵⁾

取締役の任期は、日本では最長2年とされており、米国（1～3年）、英国（3年）と同様、比較的短い。これに対して、フランスでは取締役の任期は最長6年、ドイツでは業

務執行取締役の任期は最長5年とされている。取締役を任期中に解任するためには、日本では、株主総会の特別決議（発行済株式総数の過半数に当たる株式を有する株主が出席してその議決権の3分の2以上に当たる多数決で成立する決議）が必要とされており、株主の単純多数決で決しうる米国、英国、フランスに比べれば厳しい。もっとも、日本では正当事由の有無を問わずに取締役を解任しうるようになっており、任期中の明白な義務違反といった正当な事由がある場合に限り監査役会が業務執行取締役を解任しうるドイツに比べれば、取締役の解任は容易である。

(2) 経営判断および経営陣の報酬についての株主の関与

まず、経営判断に株主がどの程度関与しうる仕組みとなっているかについてみてみよう（補論A1参照）。日本では、株主総会は商法または定款に定める事項に限って決議することができる¹⁶⁾とされており、日常の業務執行については経営陣が定めうる。¹⁶⁾ ただし、定款で経営判断に関する事項を株主総会の決議事項とすることは可能であるため、株主は株主総会の特別決議で定款を変更することによって、経営判断に関する事項についても経営陣を拘束しうる議決権を有することになる。これに対してドイツでは、取締役会は会

14) 英国では、株主提案権ないし株主の総会招集権の行使に関する持株要件は定款で緩和できるとされているが、実際に定款でどの程度緩和されているかは明らかでないため、本論文では法律上の要件について比較を行っている。

15) ただし、「委任状を集めるだけの資金を有している株主にとっては、米国の方が影響力を及ぼしやすい」との見方もある。

16) 株主総会の招集、新株発行の決定、重要な財産の処分、多額の借財、重要な組織変更等の重要な業務執行については取締役会で決定しなければならないとされているが、商法で取締役会の付議事項とされた以外の事項については、代表取締役が決定することができる。

II. 報告論文

社の経営について株主の命令を受けないと定められており、株主は原則として会社の経営から排除されている。また米国では、定款に定めた場合のみ株主総会で経営判断に関する決議を行いうるという枠組みは日本と共通であるが、経営判断に関する事項を株主が判断しうるように定款を変更することには連邦証券取引委員会規則による制約があるため、上場企業の株主が経営判断に関する事項について経営陣を拘束することは日本よりも難しい状況にある。

また、経営陣の報酬の決定について株主がどの程度関与しうる仕組みとなっているかをみると（補論 A 1 参照）、日本、フランス、イギリスでは、取締役の報酬は株主総会で定めなければならないとされている一方、米国では取締役の報酬は株主の同意なしに取締役会で定めうるのが通常である。なお、米国でも、1992年の連邦証券取引委員会規則の改正によって、株主提案手続きによって経営責任者の報酬に関して投票できるようになったが、こうした株主提案手続きによる株主の投票は経営陣を拘束しない。また、ドイツでは、監査役の報酬は株主総会で定め、取締役の報酬は監査役会が定めることになっている。

4. 債権者の保護に関する制度的枠組み

2.(2)でみたように、株主有限責任の下では、事業失敗のリスクを株主が債権者に転嫁する可能性があるとされている。そこで、株式会社において債権者がどのように保護されているかについてみてみよう。

(1) 資本の役割と会計原則

株式会社では、株主は間接有限責任を負うに過ぎないから、会社債権者に対して会社がその信用の基礎として提供しうるものは、株主から払い込まれた資本に対応する会社財産である。そこでまず、資本の役割についてみることにしよう。

日本では、払込済資本（株主によって支払われた全額を指し、株式の額面を上回るプレミアム分も含む）から配当の支払を行うことはできないうえ、利益の一部を配当に回さずに債権者の保護のために積み立てなければならないとされている。また、資本の減少という手続きを取ることによって事業の縮小等により不要となった財産を株主に返還することはできるが、資本の減少を行う際は会社債権者に異議を述べる機会を与え、異議を述べた債権者に対してはその債権を弁済するか相応の担保を提供しなければならない。さらに自己株式を買い戻すことも厳しく制限されている。このように資本の維持を重視する仕組みは、ドイツ、フランス、英国¹⁷⁾とほぼ同様である（補論 A 10 参照）。

これに対して米国では、前期までに蓄積された利益および当期の利益以外から配当を行うことに関する法的な規制は非常に弱い。多くの大企業は、株式発行の対価として払い込まれた資金のすべてを表示資本に含める必要はなく、表示資本に含めなかった部分を資本剰余金（capital surplus）として将来の配当等の原資としうる。さらに、純資産が表示資本を下回った場合でも、過去2年間の利益か

17) 英国では、以前は、配当支払いに関するコモン・ローによる法的な規制は非常に緩やかであったが、EC加盟に伴い1980年に、日本、ドイツ、フランスと同様の規制を行う法律が制定された。

ら配当を行いうる（いわゆる機敏利益配当）。このように、会社が切迫した支払不能状態にない限り、配当を支払ったり自己株式を取得することを取締役が決定しうるのが通常である。¹⁸⁾

債権者の保護を考えるうえで、資本の役割と並んで重要なのは、会計原則の基本的な考え方である。なぜならば、会社の純資産の評価によって配当可能利益の金額が異なりうるほか、会社の状態について債権者がどのような情報を得ることができるかも会計原則によって規定されるからである。そこで次にこの点についてみよう。

日本では、流動資産や取引所の相場のある社債等の評価は原価法によることを原則とするが、低価法を採用してもよく、また、時価が原価より著しく低下した時は、その価格が原価まで回復する見込みがある場合を除いて時価を付さなければならないとされているなど、資産の評価方法について時価主義をとってこなかったため、資産価格が上昇傾向にあるもとでは資産評価は余裕を持ってなされてきたといえる。この点は、ドイツ、フランスとほぼ共通である。¹⁹⁾これに対して、米国、英国では、株主や債権者に対して会社の状態をより実態に近いかたちで伝えることを主な目的として会計に関する規則が定められてい

る。²⁰⁾

このように、日本、ドイツおよびフランスでは、払込済資本の維持に重点を置いた仕組みが取られている一方、米国や英国では、会社に関する情報の開示手続きを通じて債権者を保護することに重きが置かれている。

(2) 倒産手続き

有限責任会社における倒産法の目的は、会社がもはや契約上の債務を履行できなくなったとともに、さまざまな債権者（担保付債権者、無担保債権者、未払賃金請求権者、未払税金請求権者等）や株主の利害関係を、秩序だって公平に解決するための法的枠組みを提供することである。会社が契約上の債務を履行できなくなった時の対応としては、清算と更生(再建)の2種類がある。会社がもはや存続しえないと思われる場合には、会社は清算され、その資産は本来の優先順位（絶対的優先原則）に従って、裁判所の監督のもとで債権者間に分配し、その後さらに資産が残っていれば株主に分配する（ただし、株主が分配に与かる可能性は少ない）。他方、従業員や他の利害関係人を含む債権者にとって、債権を一部放棄しても会社を存続させる方が会社を清算するよりも望ましいと思われる時は、裁判所の監督の下で更生手続きが行われる。

18) 社債発行の際に債権者の利益を守るための契約条項が入れられることがある（例えば、AAA ないし AA の格付けの高い会社でも無担保社債を発行するときには、その条件として他の負債に担保を提供してはならないという条項〈いわゆる担保制限条項〉が入れられることが多い）が、格付けの高い会社では配当制限条項が課されることは非常に稀である。

19) ただし、仔細にみれば、ドイツ、フランスでは、市場性証券の多くについて低価法が取られており、低価法の採用が原則任意で、時価が原価より著しく低下した時のみ低価法が強制される日本よりも、会社の資産評価について慎重な仕組みとなっている。

20) 例えば、米国や英国では、市場性証券の多くは時価で評価されることとなっており、低価法は強制されていない。

Ⅱ．報告論文

この手続きにおいては、会社を存続させるために本来の優先順位が一部制限されることもある。

日本の倒産法には、清算手続きと再建手続きがある。この点は、米国、英国と共通である。これに対して、ドイツでは、清算手続きのみで再建手続きは十分に整備されていない。また、フランスでは、雇用を守るという観点から、会社の清算よりは更生（営業権の譲渡等）による再建が中心となっている。

日本、米国、英国は、清算手続きと再建手続きの双方が整備されている点で共通であるが、どちらの手続きに重きが置かれているかという点や倒産手続きにおいて担保権がどの程度尊重されるかという点でそれぞれ異なる。

米国では、再建手続きに重きが置かれている。また、その仕組みをみると、再建の過程における倒産企業の支配権を倒産企業の経営陣が保持し続けることができるほか、倒産手続きの申立てがあれば、原則として債務者財産に対する一切の取立行為、担保権実行が自動的に停止され、この停止効を逃れるためには利害関係人の方で裁判所に個別的に救済を申し立てなければならないなど、債務者にとって使い勝手の良い法制となっている。こうしたこともあって、米国の倒産手続きは、倒産企業の優先的な債権者を犠牲にして経営陣、株主、劣後債権者にとって有利に働くこ

とがあると指摘されている。²¹⁾ 他方、英国では、企業担保権者²²⁾の了解がなければ更生命令の申立てが却下されるなど倒産手続きにおいても担保権がかなり尊重されるため、倒産企業の公的な手続きによる再建が困難なことが多いと指摘されている。²³⁾ また、日本は米国と英国のほぼ中間であると考えられる。すなわち、日本の法制を米国と比べると、清算手続き（破産）において担保権は別除権（破産手続きによらずに行使しうる権利）として保護されるほか更生手続きにおいても手続開始の申立てによって自動的に担保権の実行が停止されるわけではないという点で、担保権の保護が厚い。他方、日本の法制を英国と比べると、担保権者の同意がなくても更生手続きが進められる（担保権者は更生計画に反対することはできるが更生手続きそのものを止めることはできない）点で、英国に比べれば担保権の保護は弱い。

以上をまとめると、5か国の倒産手続きの構造は次のように特徴づけることができよう。米国では、債権者の立場が弱い一方、経営陣と株主の立場が強い。フランスでは、債権者の立場が弱い一方、従業員の立場が保護されている。ドイツ、英国では、債権者（とりわけ担保付債権者）が比較的良く保護されており、日本でも、ドイツや英国に比べて多少程度は小さいがこの傾向がある。²⁴⁾

21) この点については、Jensen[1991]参照。

22) 会社資産の全部または主要な部分に浮動担保（事業の継続に伴って常に変化し、かつ事業の継続に不可欠な資産に対する担保権）を設定している担保権者。

23) この点については、Franks and Torous[1992]参照。

24) このように、日本、ドイツ、英国では、債権者（とりわけ担保付債権者）が倒産手続きにおいて比較的良く保護されており、このことが、負債のコストが低いことに寄与しているものと思われる。

5. 株主権限の機能状況

(1) 会社の所有構造と大株主の役割

3.では、経営の規律づけについて株主にどのような権限が与えられているかをみたが、実際にその権限がどの程度有効に行使されるかという観点からは、株式保有の構造（分散化、安定化の程度、株主の株式保有動機等）についてもみておく必要がある。なぜならば、株式保有が集中している方が株主の権限は有効に行使されやすく、また、株式保有が安定している方が経営への株主の積極的な関与を期待できるからである。以下では、これらの点について、日本の実情を、米国、英国、ドイツ、フランスと比較する。

第1に、株式保有の集中度合いをみると、日本、ドイツでは、上位5株主の株式保有のウェイトが3～4割を占めており、米国や英国に比べれば、大株主の占めるウェイトが大きい（第1表）。

第2に、株式保有の安定化の状況をみると、日本では、長期的な取引関係にある会社が株式を保有し合うことが一般的に行われており、ドイツでも相互持合いは少ないが、企業が他の企業の安定大株主となっている例が多くみられる。²⁵⁾ アンケート調査によれば、日本では、取引先金融機関または親会社・グループ会社が筆頭株主となっている会社が全体の66%を占めており（第2表）、自分の会社の過半数の株主が安定株主であると考えて

第1表 株式保有の集中化の状況
（上位5株主の保有シェア）

米国 ¹⁾	25.4%
英国 ²⁾	20.9%
日本 ³⁾	33.1%
ドイツ ⁴⁾	41.5%

（出所） Stephen Prowse, "Corporate Governance in International Perspective : A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany," BIS Economic Papers, No.41, 1994.

- （注） 1. 非金融企業457社の平均値(1980年)
2. 製造業85社の平均値(1970年)
3. 鉱工業および製造業143社の平均値(1984年)
4. 非金融企業41社の平均値(1990年)

いる会社が8割以上もある（第3表）。また、ドイツでは、発行済株式の過半数が親会社に所有され証券市場では半数以下の株式しか取引されていない会社も多いこと等を反映して、²⁶⁾ 上場株式の約4割を金融業以外の事業会社が保有しているほか、上場株式の9%を銀行が保有し、11%を保険会社が保有するなど金融機関の株式保有も多い（第4表）。

これに対して、米国や英国では年金基金や保険、投資信託などの機関投資家による株式保有額が株式発行総額の55～60%と非常に大きく（第4表、第5表）、²⁷⁾ とくに米国では機関投資家が筆頭株主となっている会社が全

25) 株式持合いに関する規制については、補論A 8 参照。

26) Schneider-Lenne[1992]、p.14参照。

27) 第5表の中の米国のデータについては、証券会社の言い成りに売買を行っている株主数を推計し、株式保有主体統計の「会社」や「個人」から除いて機関投資家（agentとしての運用分）に含めるという調整を行っているため、その計数は第4表と異なっている。

Ⅱ．報告論文

第2表 筆頭株主の特徴

(%)

	米国企業	日本企業
機関投資家	71.7	12.9
取引先（金融機関）	1.9	35.6
取引先（金融機関以外）	1.9	9.4
親会社・グループ会社	1.9	30.7
創業者一族	15.1	5.4
一般投資家	5.7	2.5
その他	1.9	3.5
合 計	100.0	100.0

(出所) 企業行動に関する調査研究委員会、『日米企業行動比較調査報告書』1988年9月。この表は日米の大規模製造業に対するアンケートに基づいている。

第3表 日本の会社における
安定株主の割合

(490社に対するアンケート結果)

安定株主の割合	回 答 の 割 合
約 10%	0.8
〃 20%	0.8
〃 30%	2.0
〃 40%	4.9
〃 50%	17.3
〃 60%	32.7
〃 70%	30.8
その他	10.6

(出所) 商事法務研究会「株買占め、安定株主に対する実態調査」1990年2月、(経済企画庁『平成4年度年次経済報告(経済白書)』、p.232より引用)。

金融研究

第4表 上場会社の主体別株式保有状況(1990~91年) (%)

	米 国	日 本	ドイツ	英 国
<u>金融部門</u>				
銀 行 ¹⁾	0.3	25.2	8.9	0.9
保険会社	5.2	17.3	10.6	18.4
年金基金 ²⁾	24.8	0.9	—	30.4
投資顧問会社	9.5	3.6	—	11.1
小 計	39.8	47.0	19.5	60.8
<u>非金融部門</u>				
事業会社	—	25.1	39.2	3.6
家 計	53.5	23.1	16.8	21.3
政 府	—	0.6	6.8	2.0
外 国 人	6.7	4.2	17.7	12.3

(出所) Kester, W. Carl, "Industrial Groups as Systems of Contractual Governance,"
Oxford Review of Economic Policy, Vo. 8, No. 3, 1992.

計数の原典はFRB、東京証券取引所、ブンデスバンク、ProShare による。

- (注) 1. 銀行持株会社の保有分を含む。
 2. 公的部門と私的部門の合計。

第5表 米国、日本、ドイツの会社の株主の状況 (一部推定) (%)

	米 国 ¹⁾	日 本 ²⁾	ドイツ ³⁾
個人	30—35	20	4
機関投資家 (自己勘定)	2	40	27
機関投資家 (agent としての運用分)	55—60	6	3
会社	2—7	30	41
政府	僅少	僅少	6
外国の投資家	6	4	19

(出所) Porter, Michael E., *Capital Choice : Changing the Way America Invests in Industry*,
 Council on Competitiveness and Harvard Business School, 1992.

なお、各計数の原典はブンデスバンク、Institutional Investor Project [1991]、資金循環勘定 (日本銀行)、米国 Flow of Funds (FRB) とニューヨーク証券取引所による。

- (注) 1. 米国については、証券会社の言い成りに売買を行っている株主を推計し、その数を公式の株式保有主体統計の「会社」や「個人」から除いて機関投資家 (agent としての運用分) に含めるという調整を行っているため、その計数は第4表と異なっている。
 2. 日本の金融機関の保有株式の中には短期売買分も含む。
 3. ドイツの機関投資家 (自己勘定) の計数には、個人が所有しているがドイツの銀行に委託され銀行が実質的に議決権を行使している株式 (全体の14%) を含む。

II. 報告論文

体の72%を占めている（第2表）。そして、米国や英国の年金基金は、年金受給者のためのファンドマネージャーとして、そのポートフォリオからの収益を最大化するという視野で行動し、株式を非常に短期で売買するとししばしば指摘されている。²⁸⁾すなわち、米国の機関投資家は、会社経営の規律づけに積極的に関与するのではなく、経営効率の悪い会社の株式を売却することによって、自らの投資効率を上げようとする傾向があるという指摘である。なお、米国の機関投資家が会社の所有者として経営に積極的に参加しない一因として、インサイダー取引規制の内容が曖昧で、投資家と経営陣の情報交換がどの程度であればインサイダー取引規制に反しないかという点について不確実性があるうえ、規制に違反した者に対する制裁が極めて厳しいため、²⁹⁾機密性の高い情報を経営陣が大株主に対して非公式なかたちで伝えることが難しい点が指摘されている。³⁰⁾インサイダー取引規制は、大株主や経営者が不正に利得を得ることを防ぐことによって小規模な投資家を保護するために定められているものであるが、その弊害

についても考慮する必要があるように思われる。

(2) 企業買収について

企業経営の規律づけに関与する主体として、現在の株主のみならず潜在的な株主の果たす役割が重要であるとの考え方がある。例えば、「敵対的買収によって会社の支配権が非効率な経営陣から効率的な経営陣に移転されるほか、敵対的買収が行われるかもしれないというおそれがあるだけで、経営陣は会社の市場価格を最大化すべく努力するようになる」³¹⁾とししばしば指摘されている。そこで、本項では、企業買収についてみてみよう。

米国や英国では敵対的買収がかなり一般的に行われているが、日本やドイツでは敵対的買収はほとんど行われてこなかった。³²⁾その原因は、買収に関する規制（補論A 6 参照）そのものではなく、それ以外の制度的な要因によるものと思われる。すなわち、日本やドイツでは、買収に関する規制は米国や英国に比べて制限的であるわけではないが、³³⁾安定的な株式保有構造（日本、ドイツ）、株主の

28) Froot *et al.* [1991] によれば、米国の年金基金と投資信託の投資期間は、約2年となっている。

29) インサイダー取引に関する現行の規制については、補論A 9 参照。

30) 米国の機関投資家が経営に関与するうえでの障害については、Jacobs [1991] が優れた議論を行っている。

31) Franks and Mayer [1990]、p.191 参照。

32) Franks and Mayer [1990]、pp.228-229 によれば、1989年に行われた Flick Brothers による Feldmuehle Nobel 社の買収がドイツで初めての敵対的買収である。日本では敵対的買収ないしグリーンメールの試みがいくつか行われたが、明らかに敵対的な買収に成功した例はまだないといわれている（岸田 [1994]、pp.407-409）。

33) Franks and Mayer [1990]、p.229 および Shneider-Lenne [1992]、p.22 によれば、英国よりもドイツの方が買収規則上の制約は小さい。また、Kester [1991] は、日本の M & A についての詳細な研究を行ったうえで、「日本で買収・合併を行うことについては、このような法的障害（買収ルールやその他の規制）にもかかわらず、日本法の文言自体が米国や英国の法律に比べて買収・合併に不利なものとなっているわけではない。…日本では、国内の買収・合併についての行政指導が、日本における企業結合にとって厳しい制約にはなりそうにないし、またそうした行政指導自体があるようにもみえない。」と結論づけている。

議決権に関するルール（ドイツ）、³⁴⁾企業別の労働組合制度（日本）、監査役会への従業員の関与度が強いこと（ドイツ）といった制度的な要因によって、敵対的買収を成功させることが難しくなっている。

このように日本やドイツでは敵対的買収はほとんど行われていないが、このことは、日本やドイツのコーポレート・ガバナンスの仕組みが米国や英国に比べて劣ることを意味するのであろうか。敵対的買収が少ないことが日本のコーポレート・ガバナンスの仕組みの不十分さを示しているとする通俗的な議論もないではない。しかし、Porter などの多くのエコノミストは、³⁵⁾不安定な株式保有と敵対的買収の組合せによって効率の悪い経営陣を規律づけようとするアングロサクソンのシステムが唯一の理想的なシステムではなく、日本やドイツの企業管理システムにもアングロサクソンのシステムとは別の利点があることを指摘している。すなわち、米国や英国には、ドイツや日本の銀行のような経営を積極的にモニタリングする投資家が存在せず、コストのかかる敵対的買収を行わずに間違った経営を直す仕組みがないため、敵対的買収が必要であるが、日本やドイツでは大株主が直接経営陣に影響を与えうるため、敵対的買収の必要性が乏しいというのが彼らの主張である。

なお、敵対的買収に対する対抗手段についてみると（補論 A 7 参照）、最も強い手段を

取りうるのは米国の会社である。とくに、1980年代後半に多くの州で敵対的買収が難しくなるような法改正が行われたことは興味深い。この点について、Roe [1993]、Easterbrook and Fischel [1991] および Jacobs [1991] は、経営陣と従業員は会社が主に活動している州に強い影響を与えうる一方、株主は米国中に広がっていて個別の州に対する影響力が弱いため、各州とコロンビア特別区が会社法制定権を有している米国の連邦制度の下で、会社法が経営陣に有利で株主に不利となる傾向が生じていると主張している。³⁶⁾もしこれが事実であれば、国際的な株式投資が増加するにつれて、株主が国境を超えて広く拡散する一方で、経営陣と従業員の政治力はひとつの国に集中するため、経営陣と株主の力関係が経営陣に有利な方向へ変わる可能性がある点に留意する必要があるだろう。

(3) 取締役選任の実態

3.(1)でみたように、取締役は、直接ないし間接的に株主によって選任され、株主の利益を守るために行動することが法的には期待されている。しかしながら、日本では、取締役の多くが主に従業員から選ばれており（第6表参照）、取締役は従業員の利益を代弁しがちであるといわれている。³⁷⁾

なお、会社の経営者としてどのような資質が重視されているかについて、1987年に経済

34) ドイツでは、1株主の議決権を定款によって一定の割合（例えば5～10%）以下に制限することができ、Mannseman、Deutsche Bank、BASF、Bayer が1株主の議決権を5%以下としているなど、かなり多くの大会社がこの制限を採用している（Schmalenbach [1990] 参照）。なお、株主の議決権については、補論 A 3 参照。

35) Porter [1992]、Kester [1991、1992]、Jacobs [1991]、Prowse [1990]、Franks and Mayer [1990]などを参照。

36) ただし、Romano [1993] は、これに対する反論を提示している。

37) 例えば、日本経済新聞社が1991年5月にまとめた上場・店頭公開企業(2,369社)の社長に対するアンケート

Ⅱ. 報告論文

第6表 日米企業における取締役の内部昇格者比率
(従業員から昇進した者の割合)

(%)

取締役のうち内部昇格者比率	日本企業(平均77.8)	米国企業(平均35.1)
100	19.9	5.2
80-100	39.2	6.2
60- 80	22.2	8.3
40- 60	11.7	15.4
0- 40	7.0	64.9
	100.0	100.0

(出所) 経済同友会『1986年度企業白書』(岸田[1994]より引用)。

同友会が行ったアンケート結果をみると、日本では、強固な理念・哲学や社内での人望といった資質が米国や欧州に比べて重視されている一方、一定の分野についての深い専門知識やアイデアの新鮮さといった資質は、米国や欧州ほどは重視されていないとの結果が得られている(第7表)。

(4) 経営陣の報酬についての株主のコントロール

3.(2)でみたように、日本では、取締役の報酬は株主総会で定めなければならないとされているが、使用人兼務取締役の報酬には取締役としての報酬と使用人としての給料が含まれ、そのうち使用人としての給料は取締役会

で定めうると考えられているため、実質的に株主による直接的な支配が及びにくい部分がある。また、米国の大規模な公開会社の多くでは、社外取締役のみから成る報酬委員会で取締役の報酬を定めていることが多いが、現実には、社外取締役の3分の2が他の会社の経営責任者であり、経営責任者の報酬はある程度横並びで決まるため、社外取締役による取締役報酬のコントロールは十分に機能していないといわれている。³⁸⁾

このように、日本の経営者の報酬に対する株主のコントロールは必ずしも完全とはいえないが、米国に比べれば強いように思われる。そのひとつの現れとして、日本企業の経営者の報酬が米国企業ほど高くないことが挙げら

ト調査(有効回答数876社)によれば、収益をこれまで従業員に優先的に配分してきたと回答した社長の割合は19.0%、今後従業員に優先的に配分すると回答した社長の割合は30.2%であり、株主を優先する社長の割合(これまで優先してきたとする者は17.9%、今後優先するとする者は19.6%)を凌駕している(日本経済新聞社[1993]、p.214参照)。また、経済同友会が1988年に、日本、米国、ヨーロッパの企業に対して行ったアンケート調査(回答社数は、順に714社、73社、123社)によれば、戦略的に重要な経営目標として従業員の処遇向上ないし雇用の確保を挙げた企業のウエイトは、日本(11.5%)が米国(1.4%)やヨーロッパ(7.3%)を上回っている一方、株主のキャピタル・ゲインを重要とした企業のウエイトは、日本(2.7%)が米国(63.0%)やヨーロッパ(10.6%)を下回っている(経済同友会[1988]、p.125参照)。

38) "Bosses' Pay," The Economist, February 1, 1992参照。

第7表 経営者の資質についての各国企業の見方
(1987年に実施したアンケート結果)

(%)

項 目	日 本	米 国	欧 州
一定の分野についての深い専門知識	3.2	3.7	3.6
会社と事業についての広汎な知識	4.3	4.5	3.9
アイデアの新鮮さ、新しいアイデアへの許容力	4.1	4.6	4.7
強固な理念・哲学	4.3	3.9	3.2
冒険心、リスク指向	3.3	3.7	2.7
緻密な計画力	3.8	3.9	3.4
組織づくりと統率力	4.5	4.8	4.7
会社への忠誠心	4.3	4.0	4.3
他の経営者との協調性	3.7	3.7	3.8
公平さ	4.3	4.2	4.3
実 績	3.6	3.8	3.7
社外経験	2.8	2.9	3.1
多様な情報を処理・統合する能力	4.1	4.2	4.0
株主や金融機関への信用	3.9	4.5	4.1
社内での人望	4.2	3.0	2.9
国際感覚	4.2	3.9	4.2
政治感覚（政治力）	3.3	3.5	3.4
短期業績向上力	3.4	3.3	3.5
中長期的な発展方向へのリーダーシップ	4.6	4.7	4.7
健 康	4.6	3.9	4.2

(出所) 経済同友会『昭和62年度企業白書』

(注) アンケート先数（調査票発送先数）は、日本1,399社、米国1,000社、欧州705社（英国185社、フランス317社、西独174社、ベルギー29社）。回答企業数は、日本583社、米国101社、欧州55社（英国14社、フランス19社、西独20社、ベルギー2社）。

アンケートは、各項目について、「絶対不可欠(5)」「重要(4)」「あれば望ましい(3)」「無関係(2)」「ないほうが望ましい(1)」のいずれかを選ぶかたちで実施。上記計表記載の計数は、それぞれの回答割合でかっこ内の数字を加重平均したもの。

II. 報告論文

れる。³⁹⁾例えば、青木[1992]によれば、日本の社長、米国の最高経営責任者（CEO）の報酬を最高給のブルーカラー従業員の報酬と比べると、日本では通常約6～8倍であるが、米国ではボーナスやストック・オプションを除いても12～18倍以上が普通である。⁴⁰⁾また、Financial TimesもGraef Crystalの研究を引用して、「米国の主要企業の経営者の1980年代後半の報酬は、米国の労働者平均の109倍にも達している。これに対して、日本では17倍に過ぎず、また英国では約35倍である」と述べている。⁴¹⁾

6. 銀行の役割

日本やドイツでは、銀行が会社の株式を少なからず保有し、⁴²⁾コーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たしている。すなわち、日本では、ほとんどの会社は、貸出や決済サービス等の取引について、1つ、ない

しは少数の銀行（いわゆる「メインバンク」）と密接な関係を有しているが、こうしたメインバンクは、当該会社の株式を少なからず保有していることが多く、取締役を送り込んでいることもある。⁴³⁾また、ドイツでも、前述のように上場会社の株式の約1割を銀行が保有しているほか、銀行は、投資家から寄託されている株式についても一定のルールに基づいて議決権を行使することができ、国内の発行済株式の約4割が銀行に寄託されているため、⁴⁴⁾上場株式の約半分は広い意味で銀行の支配下にあり、銀行が監査役を派遣することがしばしばある。⁴⁵⁾

これに対して米国の銀行は、持株会社を通じて金融機関以外の会社の議決権ある株式の5%までを保有することができるが、株式保有には消極的で、全体としてみると発行済株式総数の0.3%しか保有していない（第4表）。これは、米国の銀行（ないし大口の債権者）

39) 経営者の報酬と労働者の報酬の乖離幅が日米間で異なる理由については、本論文で指摘した株主によるコントロールの強弱のほかに、働き方が異なる（日本では経営者も労働者も比較的勤勉であるのに対して、米国ではトップ（経営者）ほど猛烈に働く傾向がある）ことや日本の経営者が受けている実質的な報酬には交際費やフリンジ・ベネフィットのように名目的には報酬に含まれない部分が少なからずあることなどの点が指摘されている。したがって、本論文の論理を厳密に裏づけるためには、働き方の相違やフリンジ・ベネフィットの相違のみでは説明がつかないほどの乖離が生じているかどうか、また、その乖離が株主によるコントロールの強弱によるものかどうかについての検証が必要となる。この点については、今後の検討課題としたい。

40) 経営者に対する株式オプションなどの「長期インセンティブ報酬」と会社の収益性の関係についてGraef Crystalは、米国のトップ経営者995人の報酬に基づいて研究し、両者の相関は負であったことを示した（“Bosses’ Pay,” The Economist, February 1, 1992参照）。

41) “A Check on the boss’s cheque,” Financial Times, March 13, 1992。

42) 銀行の株式保有に関する規制については補論A5をみよ。

43) 1993年7月末において、日本の上場会社の取締役と監査役39,882人のうち、銀行から派遣されている取締役は1,556人、監査役は509人に上っている（東洋経済新報社『企業系列総覧』1994）。

44) Kester[1992]によれば、1988年末において、ドイツ国内の発行済株式の時価総額の約4割はドイツの銀行に寄託されている。

45) 相沢[1989]、p.114によれば、1986年には、主要100社のうち66社にドイツの3大銀行（ドイツ銀行、ドレスナー銀行、コメルツ銀行）が監査役を送り込んでいる。

が貸出先の株式を保有していると、株主としての利益と債権者としての利益が相反しているとして、銀行が他の債権者に先駆けて行った貸出回収が否認される可能性があるほか、銀行が支配株主であるときには、当該銀行の貸出は実質的には株主としての出資とみなされ、その会社が倒産した時に他の債権者の貸出よりも劣後させられるおそれがあるからである。また、銀行規制当局者も、銀行が事業会社を支配するのであれば事業会社が銀行を支配することも認めるようにとの要請が出ることを恐れて、銀行が事業会社を支配することを好まない傾向にあるといわれている。⁴⁶⁾

このような違いは、倒産手続きにおいて顕著に現れている。

日本では、債権者と経営陣の間での話し合いによる私的整理が裁判所の公的な手続きよりも好んで用いられ、この私的整理手続きには銀行が関与することが多いといわれている。これは、倒産法制がかなり複雑で実務に適用し難くなっているうえ、裁判所における公的な倒産手続きにはコストがかかるためである。⁴⁷⁾ ドイツでも、前述のように倒産手続きにおける担保権に対する保護が非常に強く、倒産した企業を法的に再建することが困難であるため、私的整理が公的な裁判所の手続きよりも好んで用いられ、この私的整理手続きには銀行が関与することが多いとされている。

他方、米国では前述のように、株主である銀行が支配的な債権者であったと認定される

と銀行が他の債権者に先駆けて行った貸出回収が利益相反法理によって否認される可能性があり、また銀行が支配株主であったと認定されると銀行の請求権が他の債権者の権利よりも劣後するものとして扱われるおそれがあることから、困難に陥った会社に対して、銀行が支配的な力を行使して再建しようとすることは少ないといわれている。また、英国でも、銀行は裁判手続きによらない会社救済を積極的に行うことが少ないとされている。これは、英国では、倒産企業の取締役は会社が倒産するかもしれないと予期した後には会社の損害を最小限にするために必要なすべての行為を取らなければならないとされているが、倒産企業の経営を実質的に支配していた金融機関も、「実質的に会社経営に携わっていた者（影の取締役）」としてすべての債権者にとっての潜在的な損害を最小限にする義務があるとされ、これに反した時には責任を負わされる危険性があるからである。

7. 結語

本論文では、日本のコーポレート・ガバナンス・システムの今後のあり方を考える前提として、米国、英国、ドイツ、フランスと比較することによって日本の制度およびその機能状況の特徴を浮き彫りにすることを試みた。その結果得られた結論を簡単にとりまとめると次のとおりである。

第1は、日本の株主の地位は弱いという議論がされることがあるが、制度的には、取締

46) Fukao[1993]参照。

47) 裁判所における公的な手続きのコストとしては、時間がかかることや、資産の処分に当たり十分な換価価値が得られないことなどを指摘できる。担保権の実行に関してこれらの点を整理したものとしては、森田[1994]参照。

II. 報告論文

役任免権、経営判断に関する議決権のいずれをとっても、日本の株主の権限は決して小さくない。⁴⁸⁾ また株式保有の集中度合いをみても、日本は、ドイツと同様比較的集中しており、米国や英国に比べ株主が経営の規律づけに参加しやすい状況にある。⁴⁹⁾ 日本では株主総会が1時間未満で終わることがしばしばあり、これが日本の株主の地位が弱いことを示していると解釈されることが少なくないが、⁵⁰⁾ 株主総会という公開の場を用いなくとも大株主が経営陣に意向を伝えることができるためと解釈することも可能であろう。すなわち、日本のインサイダー取引規制は定義が比較的明白であり、公開の場以外で株主が経営陣と連絡を取ることを恐れる必要が少ないため、大株主は、取締役候補者を含む株主総会の議案のすべてについて株主総会の前に経営陣と議論していることが多い。この結果、株主総会では、大株主は経営陣を支持する委任状を渡すことができ、経営陣が過半数の議決権を有していることが通常である。このように考えてみると、株主総会が短時間で終わることが必ずしも株主の権利が弱いことを意味するものではないように思われる。

もちろん、会社法上重要な役割が期待されている株主総会が形骸化していることは事実であるが、このように制度と実態が乖離しているからといって、制度的枠組みが意味を持

たないわけではない。すなわち、株主総会が形骸化しているとしても、株主総会における議決権の存在は極めて重要である。なぜなら、ある株主が取締役の選任について経営陣と議論しようとする際に、その株主が実際にとり締役選任の提案を行える法的な権限を背景に議論する場合とそうでない場合とでは、株主の発言の重みが全く異なるからである。この意味で、日本の株主の議決権が米国に比べて強いことは、会社の経営プロセスを質的に変えていると考えられる。

第2は、米国や英国では敵対的買収がかなり一般的に行われているにもかかわらず日本では敵対的買収がほとんど行われていないが、このことは、日本のコーポレート・ガバナンスの仕組みが、米国や英国に比べて劣ることを必ずしも意味しないということである。米国や英国では、経営を積極的にモニタリングする投資家が少ないため、非効率な経営を改めるためには敵対的買収を行うことが必要であるが、日本では銀行や取引先などの大株主が直接経営に影響を与えうるため、敵対的買収の必要性が乏しい。なお米国でも、近年、カリフォルニアの公的退職者年金制度(CalPERS)等は、その投資ポートフォリオに含まれているいくつかの会社の経営効率について、積極的なモニタリングを行っているが、こうした動きはまだ例外的である。⁵¹⁾

48) 近年の商法改正においても、株主の権利充実のために、株主提案権および株主総会における取締役・監査役の説明義務等の新設(1981年)や、株主代表訴訟の申立手数料の定額化および株主の帳簿・書類閲覧請求権の要件の緩和(1993年)などが行われた。

49) この点については、日本では、株式の持合いが行われているため、持合い先の会社の経営に対して直接的にその変更を求めることを避ける傾向があるとの批判がありうる。もっとも、米国でも、企業年金基金のファンド・マネージャーが基金のポートフォリオの対象となっている会社の経営に介入することについては、基金を設立した企業のCEOが反対するケースが多いとされている(Jacobs[1991])。

50) 岸田[1994]第2章参照。

第3は、米国ないし英国、なかんずく米国と比べて日本のシステムが特異であると論じられることがあるが、ドイツ、フランスをも視野に入れて比べると、決して特異ではないということである。大きく捉えれば、企業経営の規律づけについては、米国・英国のように企業支配権の移転による規律づけが中心とされている国と、日本・ドイツ・フランスのように株主ないし銀行と経営陣の直接のコミュニケーションによる規律づけが中心とされている国とがあり、それぞれのシステムには一長一短がある。

すなわち、米国や英国のシステムは、証券市場を通じて経営の規律づけが行われる（最も高い価格で株式を買い取る人、すなわち最も効率的な経営を行いうる人に企業支配権が移転する）という意味で分かりやすいものであるが、会社経営陣の地位が不安定となるため、長期的視野に立った経営活動を行い難い。例えば、不安定な経営陣は、従業員や取引先に対して長期的なコミットメントを与えにくいし、また与えたとしても信頼を得にくい。また、とりわけ米国では、規制の対象となるインサイダー取引の定義が曖昧で投資家と経営陣の情報交換が十分に行いえないこともあって、投資家は四半期ごとに報告される会社の利益水準のみに興味を持ちがちであるた

め、研究開発費や教育研修費といったすぐに収益に結び付き難い投資を行いにくい環境にあるといわれている。⁵²⁾

他方、日本、ドイツ、フランスでは、経営陣の地位が比較的安定しているため、従業員の教育や研究開発活動といった長期的な投資を行いやすいが、経営の規律づけは大株主ないし銀行と経営陣のインフォーマルな情報交換に依存している部分が大きいため、不透明となりがちである。

最後に、以上の検討を踏まえて、今後のガバナンス・システムを考えるうえでの留意点について簡単に触れておくこととしたい。

第1に、日本のシステムのメリットを残しつつデメリットを削減するためにはどうすればよいかを考える必要がある。例えば日本では、大株主ないし銀行がインフォーマルな私たちで経営に影響を与えうる一方で、経営規律づけの過程が不透明となりがちであり、また取締役の責任追及についても曖昧な処理が行われがちであったが、これを改善するためのひとつの方法として⁵³⁾株主代表訴訟（補論A12参照）の活用等が考えられる。⁵⁴⁾ こういった観点からも、1993年10月に施行された改正商法⁵⁵⁾の下で、株主代表訴訟が実際にどのように利用されるかを注視していく必要があるだろう。

51) Jacobs[1991]、pp.55-56参照。

52) Franks and Mayer[1990]参照。

53) この点についてワークショップ提出論文では、「日本では、…小株主の意向は経営に反映され難い状況にあったが、これを改善するためのひとつの方法として」と記述していたが、今回の改訂に当たり、神田教授のコメント等を踏まえて記述を改めた。

54) もっとも、株主代表訴訟については、被告となった取締役が多額の弁護士費用等を負担せざるをえないうえ、経営判断に関する事項について経営者が敗訴する可能性もないわけではないことから、これが濫用されるようなことになれば、経営者へのなり手がなくなるのではないかとの懸念も指摘されている。

55) 1993年10月から施行された改正商法の下では、原告株主が訴訟提起時に裁判所に納める訴訟費用が一律

II. 報告論文

第2に、日本のコーポレート・ガバナンスの今後のあり方を考えるうえでは、日本のシステムのメリット、デメリットを見極める必要がある。

例えば、上述のように経営陣の地位が安定していることは、日本のガバナンス・システムの特徴であるが、この点についてはメリット・デメリットがありうる。

まず、雇用関係についてみると、経営陣と従業員が雇用について暗黙の長期契約を結ぶことができ、従業員の教育といった長期的な投資を行いやすいことは、日本の企業システムのメリットと従来考えられてきた。しかし、このことによって日本企業の合理化（いわゆるリストラ）が遅れる傾向が生じているとすれば、日本の長期雇用の慣行が今次調整局面ではむしろデメリットとなっている可能性がある。

また、取引先企業との関係についてみると、日本の経営陣の地位が安定していて取引先と長期的な関係を結ぶことができることは、とくに製造業においては日本の産業の効率性向上に寄与してきたとされている⁵⁶⁾が、長期的な取引関係が既存の会社を密接に結び付け

ているため新しい会社を設立してこのような取引関係に食い込むことが非常に難しいというデメリットもある。このデメリットについては、前述のように諸外国より貿易障壁であるとの厳しい批判が寄せられている。

第3に、制度が現実にとどのように機能するかという観点から、コーポレート・ガバナンスにおける銀行および資本市場の役割についても再検討する必要がある。前述のように、米国や英国のガバナンス・システムは証券市場を通じた経営の規律づけを中心としているのに対して、日本では、経営陣との相対的な話し合いによる直接的な規律づけが中心となっており、6.でみたように、この直接的な規律づけに際しては銀行が大きな役割を果たしてきた。⁵⁷⁾他方、企業の資金調達状況を見ると（第8表）、日本では、近年借入金のウエイト低下が著しく、銀行の影響力が低下している可能性がある。このような状況の中で、銀行と資本市場の各々にどのような役割を期待すればよいのかは、今後の日本企業のガバナンス・システムを考えるうえで重要な課題である。

8,200円とされるとともに、勝訴した株主は訴訟の遂行に要した費用について会社に請求できることとなった（補論A12参照）。

56) 例えば、日本の自動車部品メーカーは、単に組立メーカーから注文を受けてその仕様に合わせて製品を生産しているだけではなく、製品の開発、品質の向上、配送のタイミングの調整など多様なかたちで、協調関係にある。このように組立メーカーと部品メーカーが価格だけをベースとした1回きりの売買関係ではなくより長期的な関係を重視した取引を行っていることが、トータルでみた自動車産業の効率性向上に寄与しているとみられる（Dertouzos *et al.* [1989]、Womack *et al.* [1990]、伊藤・石黒 [1993, p.202] 参照）。

57) この点についてワークショップ提出論文では、「日本では、大株主による直接的な規律づけが中心となっており、従来大株主としての役割を銀行が果たしてきたことを考えると、銀行中心の規律づけであったともいえる」と記述していたが、今回の改訂に当たり、神田教授のコメント等を踏まえて記述を改めた。

第8表 企業の財務構成（全産業）
——総資本に占めるウエイト

年	自己資本 %	他人資本 ^(注) %	他人資本 ^(注)	
			社 債 %	借入金 %
1960	29.0	71.0	6.9	32.9
1965	23.8	76.2	5.6	36.9
1970	18.6	81.4	5.2	35.8
1975	15.9	84.1	5.9	38.9
1980	17.8	82.2	7.0	34.2
1981	18.4	81.6	7.0	34.1
1982	19.4	80.6	7.5	34.6
1983	20.3	79.7	7.4	33.1
1984	21.1	78.9	7.8	31.5
1985	22.8	77.2	8.5	31.7
1986	24.2	75.8	9.8	31.2
1987	25.0	75.0	10.8	29.8
1988	25.8	74.2	11.0	28.6
1989	26.4	73.6	13.0	26.4
1990	26.4	73.6	13.1	25.9
1991	26.7	73.3	13.5	26.4
1992	27.3	72.7	13.2	26.8

(出所) 日本銀行調査統計局『主要企業経営分析』

(注) 社債・借入金以外の他人資本（買入債務等）を含む。

Ⅱ．報告論文

補論 企業の管理構造の国際比較

当補論では、企業の管理構造に関する次の点について、日、米、英、独、仏の5か国の比較を行う。

- (A 1) 企業管理の基本的構造
- (A 2) 株式の譲渡制限
- (A 3) 株主の議決権
- (A 4) 株主提案権等
- (A 5) 銀行の株式保有に関する規制
- (A 6) 企業買収のルールと実際
- (A 7) 敵対的買収（乗っ取り）に対する対抗策
- (A 8) 株式持合いに関する規制
- (A 9) インサイダー取引に関する規制
- (A 10) 株主への分配に関する制約と会計原則
- (A 11) 倒産手続き
- (A 12) 株主代表訴訟

(A 1) 企業管理の基本的構造

日本	○ 取締役は、株主総会で選ばれる（商法254条1項）。取締役選任の株主総会決議は普通決議（出席株主の過半数で成立する決議。一般的には定足数を定款で定めうるため、定款で定足数を排除していることが多い。）でよいが、その重要性に鑑み、定足数を発行済株式総数の3分の1未満とすることができない（商法256条ノ2）。取締役の任期は原則として2年を超えてはならないとされており（商法256条1項）、2年としている会社が多い。取締役の解任は、株主総会の特別決議（発行済株式総数の過半数に当たる株式を有する株主が出席して、その議決権の3分の2以上に当たる多数決で成立する決議）によって正当な事由の有無を問わずに行いうるが、正当な事由がないのに取締役を解任したときは、解任された取締役はこれにより生じた損害の賠償を請求することができる（商法257条1項、2項）。逆に、取締役に解任されるべき事由があるにもかかわらず、総会における取締役解任が否決された場合には、少数株主が裁判所にその解任を請求することができる（商法257条3項）。取締役会で1人以上の代表取締役を選任し、この代表取締役が第三者との取引について会社を代表することになる（商法261条）。代表取締役のうちの1人は社長という肩書きが与えられ、この社長が会社の中で最も力を有するのが普通である。日本の会社においては、幹部従業員の中から昇進するかたちで取締役となり、取締役となった後も、使用人を兼務することが多い。 ○ 株主総会は商法または定款に定める事項に限って決議することができる（商法230条ノ10）。定款の変更は株主総会の特別決議によって可能である（商法342条、343条）から、株主総会は、定款変更という手続きを踏むことによって、通常の経営事項を含むかなり広い事項について決議を行いうる。取締役の報酬総額は株主総会の決議で定められなければならない⁵⁸⁾ また、配当金額については株主総会の承認を得なければならないとされている（商法283条）。
----	--

58) 商法269条によれば、取締役の報酬を定款で定めることもできるが、実際には、定款で定めるとその変更

日 本	○ 経営上の決定についてはたとえそれが不適切なものであっても経営陣に重過失がある場合を除き裁判上の責任を問われなくとする「経営判断の原則」は、従来認められていなかったが、最近これを認めたとされる下級審判決が出ており、今後の動向が注目されている。取締役が自己または第三者のために会社と取引をする場合や会社が取締役以外の者との間で会社と取締役の利益が相反する取引をする場合には、取締役会の承認を得なければならない（商法265条）が、取引の相手方の会社の平取締役を当該取締役が兼務しているというだけの理由で利益相反取引とされることはない。取締役は、会社との利益相反取引を取締役会の承認なくして行った場合には、その結果会社に生じた損害について責任を負う（商法266条1項5号）ほか、解任の正当事由（商法257条1項）となり、解任請求（商法257条3項）の対象となる。また取締役会の承認を受けて行った場合でも、利益相反取引によって会社に損害が生じた場合には、その議決に賛成した取締役は損害について責任を負う（商法266条1項4号、2項）。 ○ 小規模な会社については「法人格否認の法理」が適用されることもあるが、大会社については裁判所が株主の有限責任を否認することはほとんどない。
米 国	○ 米国の株式会社の構造は、連邦法ではなく州ごとの会社法によって規定されているため、すべてを網羅することはかなり難しい。しかしながら、大企業の多くはデラウエア州に設立されているため、デラウエア州法をみれば米国の会社法の傾向はおおよそ分かる。また、連邦レベルでの資本市場に関する規制については、連邦証券取引委員会（SEC）規則がある。 ○ 多くの州の会社法によれば、組織の選択については会社にかなり裁量の余地がある。多くの場合、取締役は株主総会の単純多数決で選ばれ、その任期は1～3年である。⁵⁹⁾ また、株主総会の過半数の賛成があれば、取締役を任期途中で解任できる。取締役の解任について正当な事由が必要かどうかは基本定款の定めによるが、基本定款に定めがなければ正当事由は不要とされる。かつては、取締役のほとんどは自ら会社経営に関与するいわゆる社内取締役であった。しかし最近では、多くの会社で社外取締役のウエイトが上昇し、それにつれて取締役会の役割の中心は、自ら会社を経営することから、最高経営責任者（CEO）をはじめとする役員（officers）を選び、かつ経営陣を監督することに次第に移行してきている。 ○ 企業経営を行ううえでの取締役会の裁量権はかなり広い。取締役は、配当金額やその他の経営上の事項について株主の意向を確認せずに自らの責任において決定しうる。一般に、株主総会はこれらの事項を含む通常の経営事項について取締役会を制約するような決議を行うことができない。裁判所は、「経営判断の原則」を認め、経営上の決定については、たとえそれが不適切なものであっても、経営陣に重過失がある場合を除きその責任を問うことはしない。 ○ 会社との利益相反に関する取締役の行動準則はかなり厳しい。とくに、もしある会社の取締役が他の会社にも関与している（例えば、取締役を兼任している）ときには、その会社との取引は、取引に関する重大な事実を開示したうえで株主総会もしくは取締役会の承認を受けるという手続き的要件とその取引が公正であるという実体的要件のいずれをも満たしていない場合は取り消すことができる。会社の資本が事業の通常の運営に必要とされる額に比して非常に少額であって雇用者報酬、取引債務または不法行為債務を賄うことができない場合（過少資本の場合）には、株主の有限責任は、当該会社の支配株主について否認されることがある。

のために定款変更の手続きを要し不便であるため、株主総会の決議で定められるのが通常である。

59) ある調査によれば、公開会社1,500社のうち57%が取締役の任期を3年とし、毎年3分の1ずつが株主総会によって選出されるという方法を採用している。Jacobs [1991]、p.80参照。

II. 報告論文

ド イ ツ	○ 経済の規模に比較して、株式会社（AG）の数はかなり少ない（1991年現在で株式会社は約3,000社。その中で株式を公開している会社は665社）。ほとんどの会社は有限会社（GmbH）となっており、その数は35万社を超える。その理由のひとつは、株式会社形態を採ると、ドイツの会社システムにおいて強大な権限を有している監査役会へ、従業員を参加させることが義務づけられる点にある。株式会社は必ず監査役会を設置しなければならないが、従業員が500人以下の有限会社は監査役会の設置が義務づけられていない。従業員が2,000人超の株式会社や有限会社では監査役の半数を従業員代表としなければならない、また、従業員が2,000人以下の株式会社や従業員が500人超2,000人以下の有限会社では監査役の3分の1を従業員代表としなければならない。 ○ 監査役会は株主代表と従業員代表から構成され、株主代表の任期は最大4年とされている。監査役会の会長とその代理人（副会長）は原則として監査役の中から3分の2以上の多数決で選ばれるが、3分の2以上の多数を集めることができないときは、株主代表が会長を選び、従業員代表が副会長を選ぶことになっている。決議において賛否同数となった時の決定権は会長にあるため、会長を選びうる株主代表が、監査役会の中で優位に立つことになる。株主代表、従業員代表の解任は、それぞれ、株主総会、従業員の投票の4分の3以上の多数決による。何人も同一の会社の取締役と監査役を兼ねることはできない。監査役会は取締役会を監督する。監査役会は年に2～4回開催され、取締役会から提供された情報に基づいて経営を監督するのが一般的である。株式会社の取締役会のメンバー（1人でもよい）は監査役会によって選ばれ、取締役会が会社の経営に当たる。その任期は5年以下と決められているが5年とされることが多い。取締役の解任は、任期中の明白な義務違反といった重大な理由がある場合に限り行いうる。取締役会は株主のみならず従業員と公衆の利益を考慮に入れて行動しなければならないとされている。 ○ 監査役者の報酬は定款または株主総会で定められる。また、取締役の報酬の総額は監査役会が定める。監査役および取締役の報酬は、その職務と会社の財務状況に見合った合理的なものでなければならない。 ○ 定款を変更するためには、株主総会の4分の3以上の賛成が必要である。
フ ラ ン ス	○ フランスの会社法上、出資者の責任が有限である会社は、規模の大きい会社に適する株式会社（SA）と出資者が50人以下の小規模な会社のための有限会社（SARL）の2形態がある。株式会社には、経営に取締役会が当たる伝統的な株式会社と、役員会と監査役会（ドイツの会社制度の影響を受けて1966年に導入）の重層構造で経営を行う会社の2つがあるが、ほとんどの会社は前者の形態を採っている。 ○ 伝統的な株式会社では、取締役は取締役会の提案に基づき株主総会で任命される。株主総会は、取締役を解任して後任を任命することを、たとえ議事日程に含まれていなくても単純多数決で行いうる。取締役の任期は、6年以内の範囲で定款で定めることとなっている。取締役の総報酬は年次通常総会で定める。従業員が50人以上の会社では、従業員代表は、すべての取締役会に出席して助言する権利がある（議決権はない）。社長と副社長は取締役会で任命され経営全般に責任を持つとともに、第三者に対して会社を代表する。社長は取締役の中から選ばれ、取締役会の議長を兼ねる。副社長（資本金に応じて1名または複数）は必ずしも取締役でなくてもよい。社長と副社長の報酬は取締役会で定める。伝統的な株式会社では、実際の経営は社長と副社長によって行われ、取締役会の権限はその監督に限定されていることが多い。 ○ ドイツ方式の株式会社においては、業務執行委員会が会社の経営を行い、監査役会が業務執行委員会の行為を監督する。監査役は、株主総会で任命される。その任期は6年以内の範囲で基本定款によって定める。監査役は、株主総会の単純多数決でいつでも解任されうる。監査役会の総

フ ラ ン ス	報酬は株主総会で定める。何人も同一の会社の業務執行委員と監査役を兼ねることはできない。従業員委員会の代表者にはすべての監査役会に出席して助言する権利がある（議決権はない）。監査役会が業務執行委員会のメンバーを任命し、業務執行委員会が経営全般を行う。業務執行委員の任期は4年で、監査役会の提案に基づき株主総会が決議をした場合のみ解任される。このため、業務執行委員会のメンバーの地位は、伝統的な株式会社における社長と副社長の地位に比較してより安定している。各業務執行委員の報酬は、個別に監査役会で定められる（報酬総額のみを監査役会で定めることは認められていない）。 ○ 上記のいずれの形態の株式会社においても、基本定款の変更は、特別総会の3分の2以上の多数決によってのみ行いうる。 ○ 裁判所は、株主総会の決議が会社の一般的利益に反し、少数株主の損害において多数株主に利益を与えようという意図のもとに行われた場合、例えば、長年にわたり配当も事業拡張のための設備投資も行わない場合の利益処分決議や、経営陣に対して過大な報酬を支払う決議を行った時などは、その決議を無効とする。 ○ 会社と取締役との間の取引および取締役が取締役等を兼務している他の会社との取引については、事前に取締役会の承認を得ることが必要であり、取締役会による事前の承認がなかった場合には、会社に対して損害を与える結果をもたらしたときに限り、当該取引を取り消すことができる。ただし、法人以外の子会社に対する会社からの金銭貸付は、取締役会の承認があった場合でも無効とされる。 ○ 従業員のうち上位5名ないし10名に対する報酬の総額はすべての株主に対して開示されなければならない。 ○ 法定の外部監査人（会計監査役）は、経営陣から独立しており、会社の経営を監督する強力な権限を有している。
英 国	○ 出資者の責任が有限である会社には、公開会社と非公開会社の2通りがある。公開会社（plc）は、株式と社債によって一般大衆から資金を調達しうる代わりに、非公開会社に比べて厳しい規制に服しなければならない。取締役は株主総会の単純多数決で選任される。⁶⁰⁾ 通常は取締役の3分の1ずつが毎年新たに選任されるが、定款で別の方式を定めることもできる。株主総会は、普通決議で、取締役を任期途中であっても解任しうる。取締役の多くがいわゆる使用人兼務取締役である。定款により、取締役会に取締役を追加する権限が与えられることがしばしばある。一時的に取締役が欠員となった時は、取締役会で欠員補充をなしうる。取締役会は多数決で決定をするが、賛否同数となった場合の決定権は会長が有すると定款で定めるのが通常である。株主の配当請求権は、通常は定款により、株主総会が配当決議を行ってはじめて生じる（ただしその額は取締役会の提案を超えてはならない）と定めている。定款を変更するためには、株主総会の4分の3以上の賛成が必要である。 ○ 取締役の報酬決定方式は、定款で取締役の報酬を株主総会の決議事項と定められていることが通常である。ただし、取締役が会社に対して格別の役務を提供している時にはその役務に対する報酬は、取締役会で定めることができる。 ○ 伝統的に、定款で会社の債務総額を前期の監査済資本および準備金の1.5ないし2倍を限度とすると定めることが多い。この借入限度額の引上げは、株主総会の普通決議によるとされているのが通常である。

60) ただし、英国の大企業52社のうち27社では、役員のすべてないし一部の再任について株主総会の議決を要しないという条項を採用している。Seridan and Kendall[1992]、p.85参照。

Ⅱ．報告論文

(A 2) 株式の譲渡制限

日本	○ 株主の地位（株式）は自由に譲渡できるのが原則（商法204条1項本文）であるが、定款で株式譲渡を制限する（株式の譲渡に取締役会の承認が必要であると定める）ことも可能（商法204条1項但書）。定款で譲渡が制限された株式については、株主は譲渡承認または買受人の指定を会社に請求することができる（商法204条ノ2）。しかし証券取引所は上場会社に対して株式の譲渡制限をしないように求めているため、こうした株式の譲渡制限は非公開企業にしかみられない。
米国	○ 会社は、株式の譲渡について定款により合理的な制限を付しうるが、この制限は公開会社においては行われないのが通常である。ただし、公開会社においても、敵対的な株式の買収に対する対抗手段として、取締役会が実質的に株式の譲渡を制限することがある（例えば「ポイズン・ピル」の使用、A 7 参照）。
ドイツ	○ 現在発行されている株式はほとんどが無記名株式であり、無記名株式については譲渡を制限できないとされている。ただし、記名株式については定款で譲渡を制限する（取締役会の承認が必要であると通常定める）ことが可能であり、株式会社は記名株式を発行すれば株式の譲渡制限を行いうる。
フランス	○ 現在発行されている株式はほとんどが無記名株式であり、無記名株式については譲渡を制限できないとされている。ただし記名株式については定款で譲渡を制限できる。また、グループの株式を保有する非公開会社を作ることによっても、株式の譲渡を制限できる。
英国	○ 上場会社は定款で株式の譲渡を制限できるが、証券取引所は上場会社に対して、株式発行価格の全額が払い込まれた株式について譲渡を制限しないように求めている。

(A 3) 株主の議決権

日本	○ 各株主は1株につき1個の議決権を有することを原則とする（商法241条1項）が、利益配当に関して優先的内容を有する種類の株式（利益配当優先株）については、定款により、優先配当が行われている限りにおいて、株主に議決権がないものとするができる（商法242条1項）。議決権のない株式の総数は発行済株式総数の3分の1を超えることができない（商法242条3項）。利益配当優先株は社債に比べて税制上不利である（社債権者への支払利子は会社の費用となるのに対して、利益配当優先株主への支払配当金は会社の利益に含まれる）ため、これまで日本の会社が利益配当優先株を発行したことはほとんどない。
米国	○ 会社は、議決権の程度が異なる数種類の株式を発行することができるが、公開会社においては議決権の制限された普通株を発行している例は少ない。これに対して、議決権が制限された利益配当優先株を発行することは、一般的に行われている。会社によっては、会社支配の変更に關する取引については、過半数を大きく上回る絶対多数（最高90%程度）の株主の賛成を要件とする定款で定めている場合がある。
ドイツ	○ 株式会社（AG）は、議決権のない優先株を議決権のある株式の券面総額と同額まで発行することができる。株式会社は定款によって、1株主の議決権を保有株数にかかわらず一定のウエイト（例えば5～10%）以下に制限したり、逡減的なウエイトにしたりすることができる。大会社を含め20社余りが、この制限を採用している（例えば、Mannseemann、Deutsche Bank、BASF and Bayerは、1株主の議決権を5%以下と定めている）。

フランス	○ 定款によって、一定期間（例えば2～4年間）株式を保有している株主に2倍の議決権を与えることができるが、このような条項を定款に含むためには、特別総会の決議（3分の2以上の多数決）が必要である。定款で株主の議決権の最大数を制限することができるが、この制限はすべての株主に対して平等に適用されなければならない。資本の25%までを、他の投資証券保有者に対してのみ譲渡しうる投資証券のかたちで発行することができる。
英国	○ 証券取引所は、会社支配権の移転を制限する手段として議決権の内容に差をつけた株式を発行することは望ましくないとしているが、議決権の内容が異なる数種類の株式を上場している会社もいくつか存在する。権利内容の異なる複数の種類の株式を発行している会社は、全体の1%以下である。

(A 4) 株主提案権等

日本	○ 6か月前から引続き発行済株式総数の100分の1以上に当たる株式または300株以上の株式を有する株主ないし株主のグループは、会社の招集する総会において、一定の事項を会議の目的（議題）とすることを請求し（商法232条ノ2第1項）、または会議の目的たる事項についてその株主の提出すべき議案（議題に対する具体案）の要領を招集通知に会社の費用で記載することを請求することができる（同条2項）。株主提案権は取締役の選任についても行使できることとなっており、例えば、「取締役選任の件」との議題を提出したり、「Aを取締役の候補者とする」との議案を提出することができる。株主が提案した議題、議案についての投票も会社が提案した議題、議案についての投票と同様に経営陣を拘束する。⁶¹⁾ ○ 6か月前から引続き発行済株式総数の100分の3以上に当たる株式を有する株主ないし株主のグループは、会議の目的である事項および招集の理由を記載した書面を代表取締役提出して、株主総会を招集するように請求することができる（商法237条1項）。そして、この請求の後、代表取締役が遅滞なく株主総会招集の手続きをとらない場合や、請求後6週間内の日を会日とする株主総会招集の通知が発せられない場合には、請求をした株主は裁判所の許可を得て自ら株主総会を招集することができる（商法237条2項）。また、その費用は、合理的な範囲で会社に求償できる。
米国	○ 1,000株または発行済株式総数の1%以上の株式を1年以上有する株主は、SEC規則14a-8により会社の費用においてその提案を委任状に記載するように求めることができる。この場合には、株主提案に関する投票は経営陣を拘束しない。取締役の選任については、会社費用による株主提案権は認められていない。株主が取締役選任について経営陣に対抗するためには、自らの費用において委任状を集めることが必要であるが、この費用は非常に高くなる可能性がある。 ○ 1992年以前は、SEC規則で、10人以上の株主が委任状勧誘について協議する場合は、事前に証券取引委員会の審査、承認を経なければならないと規定されていた。この条項は1992年に緩和され、5%以下しか保有しない株主で、かつ協議事項に特別の利害がなく、かつその株主が委任状を勧誘していない場合には、自由に他の株主と協議しうるようになった。

61) 代表取締役が適法な議題提案権の行使に応じなかったときは、罰則（100万円以下の過料）の対象となる（商法498条1項16号ノ2）が、それ以外の議題についてなされた決議の効力に影響を与えるものではなく、株主総会決議取消事由とはならない。これに対し、代表取締役が適法な議案提案権の行使に応じなかった場合には、過料の対象となる（商法498条1項2号）ほか、その議題について招集手続きに瑕疵があることになり、株主総会決議取消事由となる（商法247条1項1号）。

Ⅱ. 報告論文

ド イ ツ	○ 総会の議事日程に関する事項については、株主（一定数以上の株式保有は要件とされておらず、1株株主でもよい）は、会社に対して株主の動議を他の株主に通知するように求めることができる。また株主は、監査役の候補者を提案し、それを他の株主に通知するように求めることができる。一方、議事日程に含まれていない議決の目的たる事項は、資本の5%以上または100万マルク以上の券面額を保有する株主ないし株主のグループに限り、その議決の目的たる事項を公告するように会社に請求することができる。										
フ ラ ン ス	○ 次に定める株式数以上の株式を保有する株主ないし株主のグループは、その提案を株主総会の議事日程に含むように求めることができる。⁶²⁾ <table border="1"> <thead> <tr> <th>会社の総資本</th><th>株主提案に必要な最低持株要件</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>500万フラン以下</td><td>総資本の5%</td></tr> <tr> <td>500万～5,000万フラン</td><td>(総資本－500万フラン)×2.5%+20万フラン</td></tr> <tr> <td>5,000万～1億フラン</td><td>(総資本－5,000万フラン)×1%+132.5万フラン</td></tr> <tr> <td>1億フラン以上</td><td>(総資本－1億フラン)×0.5%+182.5万フラン</td></tr> </tbody> </table>	会社の総資本	株主提案に必要な最低持株要件	500万フラン以下	総資本の5%	500万～5,000万フラン	(総資本－500万フラン)×2.5%+20万フラン	5,000万～1億フラン	(総資本－5,000万フラン)×1%+132.5万フラン	1億フラン以上	(総資本－1億フラン)×0.5%+182.5万フラン
会社の総資本	株主提案に必要な最低持株要件										
500万フラン以下	総資本の5%										
500万～5,000万フラン	(総資本－500万フラン)×2.5%+20万フラン										
5,000万～1億フラン	(総資本－5,000万フラン)×1%+132.5万フラン										
1億フラン以上	(総資本－1億フラン)×0.5%+182.5万フラン										
英 国	○ 議決権を有する株式総数の5%以上を保有する株主ないし株主のグループ、または100人以上の株主で平均して1人当たり100ポンド以上の株式を有するグループは、通常総会の決議案を提案することができる。ただしこの場合には、株主提案権を行使しようとする株主は、その決議案を他の株主に通知する費用を負担しなければならない。株式総数の10%以上の株式を有する株主は、議題（例えば、取締役の解任など）を明示して、臨時株主総会の招集を会社に求めることができる。しかしながらこの場合、株主の名義人が本当の株主と異なるケースが多く、株主総会を招集するのに困難が伴うことが多い。 ○ 株主相互間の協議（communications）は1986年の金融サービス法で制限されている。他の株主に対して協議するための書面を出す時は、金融サービス法によって認められた権限を有する者が行うか、その者の承認を得なければならない。										

(A 5) 銀行の株式保有に関する規制

日 本	○ 公正取引委員会規則の定めるところにより、予め公正取引委員会の認可を受けた場合のほか、担保権の行使によって株式を取得する場合等の例外を除いては、金融業を営む会社は、国内の会社の株式を、発行済株式総数の5%（保険業を営む会社は10%）を超えて所有することができない（独占禁止法11条）こととなっており、銀行も金融業を営む会社としてこの制限を受ける。以前は、保険業以外の金融業についても10%までの株式保有が認められていたが、1977年の法改正によって、規制が厳しくなった（ただし、法改正に当たっては、10年間の経過期間が設けられた〈独占禁止法附則8条〉）。
米 国	○ 銀行は他の大会社の株式を保有することはできない。銀行持株会社は、議決権のある株式総数の5%で発行済株式総数の25%まで、他の会社の株式を保有することができる。

62) この基準によれば、資本金500万フランの前後で、必要とされる持株要件に逆転が生じることになる。これは、法律（Loi）が一般原則として5%という要件を定めている一方で、デクレ（Décret）で資本が500万を超える会社について例外を定めていることによるようである。

ドイツ	○ 銀行の株式保有については、他の会社の資本の何％までとしなければならないといったかたちでの制限はないが、銀行の資本に対してどの程度でなければならないといったかたちの制限がある。すなわち、銀行の不動産への投資と、他の銀行および会社の株式保有の合計は、銀行の資本を超えてはならないとされている。 ○ 銀行は、寄託された無記名株式の議決権を代理行使することを通じて、会社に対する影響力を有している。受託者である銀行は、寄託者である株主の指示に従わなければならない。しかし、指示がない場合の代理権の行使方法を予め株主に通知し、かつ指示がない場合には、その通知内容どおりに議決権を代理行使することができる。この結果、主要銀行は、多くの大企業について議決権の過半数を実質的に保有していることになる。また、銀行は株式会社の監査役会へ監査役を派遣することがしばしばあり、時には、銀行代表が監査役会会長となることもある。
フランス	○ 銀行の株式保有については、他の会社の資本の何％までとしなければならないといったかたちでの制限はないが、銀行の資本に対してどの程度でなければならないといったかたちの制限がある。
英国	○ 銀行は BOE の審査を受けたうえで、他の会社の株式を保有することができる。
EC	○ EC の第 2 次銀行指令によれば、銀行の株式保有は、1 会社について銀行の資本の 15％を超えてはならず、全会社の合計で銀行の資本の 60％を超えてはならないこととされている。

(A 6) 企業買収のルールと実際

日

- 企業買収は、合併など対象会社の経営陣の同意の下に行われる友好的買収が大半である。友好的買収の代表的な方法である合併は、合併当事会社の代表取締役による合併契約の締結によって行われるが、複雑な合併契約の内容を明確にして株主の保護を図るために、合併契約の締結に際しては法定の事項を記載した合併契約書を作成し、株主総会の特別決議による承認を得なければならないものとされている（商法408条、409条、410条）。合併には合併当事会社のうちの1社が存続して他の会社が解散する吸収合併と、合併当事会社の全部が解散し、同時に新会社が設立される新設合併があるが、手続きの簡便さおよび登録免許税の節減等の関係から吸収合併によるものが圧倒的に多い。合併により消滅する会社の株主に対しては吸収合併の場合には存続会社の新株が、また新設合併の場合には新設会社の株式が発行される。このほか友好的買収の方法としては、営業の譲受けや第三者割当増資の引受けなどがある。
- 他方、対象会社の経営陣の意図に反して行われる敵対的買収は、非常に少ない。株券の売付の申込みを公告により広く勧誘する株式公開買付制度は、欧米諸国における代表的な敵対的買収手段であるが、日本では1971年の制度導入後1990年の証券取引法改正までの約20年間に行われた公開買付けの件数はわずか3件にすぎず、しかもいずれも友好的なものであった（内藤[1990]、p.3）。敵対的買収としては、むしろ、株式を市場で買い集めて経営権を握ろうとする動きがわずかながらみられ、その不透明性や買占めに伴う株価の急騰が問題となっていた。
- こういった状況を踏まえ、公開買付制度および大量の株式保有状況の開示制度について諸外国との調和を極力図るための証券取引法の改正が1990年に行われ、その結果、現在では次のような制度となっている。

本

まず、公開買付制度の対象をみると、公開会社の株券等について証券取引所および店頭市場以外で取引を行おうとする場合は、原則として公開買付制度によらなければならないものとされて

II. 報告論文

いる（証券取引法27条ノ2）。その例外としては、買付け後の株券等の所有割合が5%以下の場合と相対取引の場合（60日間に10人以下の者から買い付ける場合）が認められているが、買付け後の所有割合が発行済株式の3分の1を超える場合には、商法上の特別決議を阻止できる所有割合であり対象会社の支配権に重大な影響を及ぼしうることから、相対取引であっても、原則として⁶³⁾公開買付制度によらなければならないものとされている。⁶⁴⁾

次に、公開買付けの手続きについては、公開買付けをする者は、公開買付けの目的、買付価格、買付予定株券数、買付期間等を新聞公告するとともに、公告を行った日に、公開買付届出書を大蔵大臣に提出しなければならないこととされている（証券取引法27条ノ3）。⁶⁵⁾

また、大量の株式保有状況の開示制度についてみると、市場の公正性、透明性を高め、投資家保護を徹底する見地から、上場会社の株券等の5%超を保有する株主は、5%超を保有することとなった日から5日以内に株券等の保有割合に関する事項等を記載した大量保有報告書を大蔵大臣に提出するとともに、その写しを遅滞なく当該会社および証券取引所等に送付しなければならないこととなっている（証券取引法27条ノ23、同27条ノ27）。

ある限度を超えて買い付ける場合は、すべての発行株式の公開による買付けが強制される制度はない。

○ なお英国や米国とは異なり、公開買付けの対象とされた会社の経営陣が公開買付けに関する見解を株主に対して表明することは義務づけられていないが、意見表明をした場合にはその内容等を記載した書類を大蔵大臣に提出しなければならない旨定められている（証券取引法27条ノ10）。これは、対象会社の経営陣が虚偽の表示をすることによって株主の判断を誤らせるような事態を防ぐためである。

- 63) 株券等所有割合が3分の1超となる場合であっても、親会社の子会社の株を買い増す場合のように対象会社の株式の50%超を自己の名義で所有している場合は、すでに会社の支配権を確立していることから、相対取引であれば公開買付制度によらなくてもよいとされている。ただし、このような場合でも、多数の者から買い集める場合には株主を公平に取り扱うべきとの観点から、60日間で10人超の者から買い集める場合には公開買付制度によらなければならないこととされている。
- 64) 公開買付制度が強制的に適用される場合と、公開買付制度の強制的適用が除外される場合を整理すると次のとおりとなる。

		取 引 形 態	
		60日間に10名以下 からの買付け	左 記 以 外
買 付 後 の 所 有 割 合 等	5 % 以下		適 用 除 外
	5 % 超 $\frac{1}{2}$ 以下		適 用 除 外
	$\frac{1}{2}$ 超	買付前より50%超所有	適 用 除 外
		上 記 以 外	強 制 的 適 用

- 65) 1990年の改正前は、原則として買付けを開始する10日前に公開買付け届出書を大蔵大臣に提出することとされており、これが公開買付けの実行を難しくしていたが、1990年改正によってこの事前届出制は廃止された。

米 国	○ 1980年代後半には、毎年100件以上の株式公開買付けが行われていた。 ○ 公開買付けによって対象会社の株式の5%を超えて保有することになる場合には、買付けをする者は、買付予定株券数、買付資金の出所、買付けの目的を記載した届出書を証券取引委員会に提出しなければならない。また、ある会社の株式の5%超を保有することとなった株主も、10日以内に証券取引委員会に届け出なければならない。公開買付対象会社の経営陣は、公開買付け開始後10日以内に公開買付けに対する考え方を株主に表明しなければならない。経営陣が「公開買付けを拒絶する」との意見表明をしたときには、この買収は敵対的買収と呼ばれる。少数株主の株式を現金その他の資産で取得し排除すること（いわゆるキャッシュアウト・マージャー）が可能である。
ド イ ツ	○ 株式買付けは、多くの場合、過半数の株式の買収を目的として行われ、完全な買付けが行われることは少ない。最近に至るまで、敵対的な買収はほとんどみられていない。 ○ 発行済株式の25%を超えて買い付けようとする者は、開示しなければならない。また過半数を取得した場合にも速やかに開示しなければならない。⁶⁶⁾ ある限度を超えて買い付ける場合に、すべての発行株式の公開による買付けが強制される制度はない。
フ ラ ン ス	○ かつては敵対的な買収はほとんどなかったが、最近は増加傾向にある。大企業は銀行や保険会社および政府が支配株主となっている場合が多いため、大企業を買収することは困難である。 ○ ある会社の株式の33%以上を保有する株主グループは、残りのすべての株式を買い付けることを強制される（1992年3月までは全体の3分の2までの株式の買付けしか強制されていなかった）。公開買付対象会社の取締役会は、公開買付けに対する考え方を表明しなければならない。政府はこれまで、公開買付けの手続きにしばしば介入した。
英 国	○ 大企業が関与した敵対的買収がかなりみられる。 ○ 『買収および合併に関するシティー・コード』⁶⁷⁾によって、30%以上の株式を有するに至った者（ないし同一の行動をとるグループ〈persons acting in concert〉）には、原則として残部の株式の買付義務が課せられており、30%以上50%未満の議決権を有する株式を保有する者が12か月間に2%以上の株式を取得したときも同様である。公開買付人の有しない株式の90%以上を有する株主が公開買付けを受諾するときは、買付人は反対株主の株式を強制的に取得することができる。公開買付けに際し、取締役会はその意見を表明する必要がある。 ○ 発行済株式の3%超を取得した株主は、2営業日以内に対象会社に通知しなければならない。これに対して、通知を受けた会社は、3営業日以内に大株主名簿を開示しなければならない。

66) 1994年7月に成立した証券取引法によれば、株式会社の議決権ある株式を売買することによって、5%、10%、25%、50%、75%以上を所有するかそれを下回ることとなった者は、当該株式会社および新たに成立された連邦証券取引監督庁に届け出なければならない、届け出を受けた会社はその事実を遅滞なく開示しなければならないとされている。

67) イギリスの証券自主規制組織であるテイク・オーバー審査委員会が運用の責任を負う自主規則。

Ⅱ．報告論文

E	○ 欧州市場統合を実現するためには、公的な開示のルールについても最低限の共通規則が必要である。E C 指令 (88/627) によれば、買付会社は、株式保有割合が一定の水準 (10%、20%、33.33% (20%、33.33%に代えて25%でもよい)、50%、66.66% (66.66%に代えて75%でもよい)) に到達、超過し、ないしその水準を下回ったときは、対象会社および関係当局に対して通知しなければならないとされている。このE C 指令の実施日は1991年1月である。
C	○ なお、E C 会社法に関する第13次指令案 (1989年1月) が存在する。この提案は、一定限度 (3分の1以下で各E C加盟国によって決定される水準) を超えて株式を取得した者は、全株式の公開買付けを強制されるとするものである。

(A 7) 敵対的買収 (乗っ取り) に対する対抗策

日本	○ 会社支配の安定化を図るための手段としては、友好的な者に対する第三者割当増資を用いる。第三者割当増資は、以前は株主総会の特別決議を要することとされていたが、1966年の商法改正によって、とくに有利な発行価額による場合を除いて、株主総会の特別決議は要せず、取締役が決定しうる⁶⁸⁾こととなった。第三者割当増資はしばしば株式持合いの強化のために用いられている。 ○ ゴールデン・パラシュート (経営者への高額の退職金支払い) には株主総会の承認が必要であること (商法269条)、ポイズン・ピルは日本の商法典のもとでは違法とされる可能性が高いこと、また、レバレッジド・リキャピタリゼーション (米国の項を参照) も厳しい配当規制を考えると難しいこと、さらに、自己株式の取得も原則として禁止されている (商法210条)⁶⁹⁾ことなど、米国の会社が用いる対抗手段の多くは、日本の会社は用いえない。もっとも安定株主の比率が大きいため、敵対的買収を成功させることは非常に難しいのが現状である。
米国	○ 乗っ取りに対抗するための手段としてはさまざまなものがある。 第1は株主総会の同意を得て、乗っ取りを難しくするような定款変更を行っておくことである。具体的には次のような内容の定款変更が行われる。 ① 支配株式に関係する取引については、特別多数、すなわち、少なくとも3分の2 (最大90%) の株主の賛成が必要であるとする。 ② ①を基本とするが、すべての株式を公正な価格 (通常一定期間の買付価格のうち最も高い価格と定義される) で買い付ける場合には、特別多数を要しないこととする。 ③ 株主が株主総会を招集することを禁止すること。

68) とくに有利な発行価額によらず第三者割当増資を行う場合に、取締役会の決議を要するか、代表取締役のみで決定することができるかについては、見解が分かれている。すなわち、新株の発行に関する取締役会決議事項 (商法280条ノ2第1項) に含まれていないことから、例えば発行株式数が多い場合など重要な業務執行 (商法260条2項) に該当する場合に限り取締役会の決議が必要であるという考え方がある (前田[1993]、p.479) 一方で、第三者割当増資はすべて重要な業務執行 (商法260条2項) に該当するという考え方 (鈴木・竹内[1994]、p.406) もある。

69) 現行法では、消却、合併・営業の全部譲り受け、会社の権利の実行に必要な場合、株主の株式買取請求権の行使に応じる場合等に限り自己株式の取得が認められている。現在、これらのほか、従業員持株会への譲渡を目的とする場合、配当可能利益による株式消却を目的とする場合等についても自己株式取得を認める方向で法改正が検討されているが、現在検討中の案によれば、利益消却のための自己株式の取得は定時株主総会の決議がある場合に限り認めるものとされており、敵対的買収に対する対抗手段として自己株式を取得することは想定されていない。

米 国	第2は、株式の買戻し（自己株式の取得）である。自己株式を市場価格より高い価格で取得することによって、その株式の市場評価が低すぎると経営陣が考えていることを示すことができる。また、自己株式取得資金を捻出するために流動資産を売却することによって、買収後これらの資産を売却して買収資金の返済に充てようという買付人の思惑を阻害する効果もある。 第3は、ゴールデン・パラシュート、すなわち敵対的買収の対象となった会社の経営陣が高額の退職金を受け取ることである。これによって乗っ取りのコストを幾分高める効果がある一方、乗っ取りに対する経営陣の抵抗を弱める面もある。 第4は、ポイズン・ピル、すなわち、公開買付けの申込みなどの一定の事態が生じた以降のみ実行しうる新株引受権を、株主に与えておくことである。この権利は、対象会社の取締役会の同意なくして行われる買収のコストを上げるために発行される。 第5は、レバリッジド・リキャピタリゼーション、すなわち、外部株主に対して高額の一時的配当金を支払う一方、内部株主が新株を取得する方法である。現金配当の資金は借入れによって賄われることが多い。この方法を取ることによって、経営陣サイドの株式保有比率が上がるとともに、会社の負債比率が上がることになる。 ○ なお1980年代後半に、多くの州で敵対的買収を規制するような州法改正が行われた。これらの法改正は、ある点では、上に述べた定款変更と類似している。Roe[1993]、pp.27-28によれば、乗っ取りを規制する州法は、次のように分類できる。 ① 公開買付けの申込みを州に届け出なければならないものとし、その届け出が行われるまでは、買付けに応じようとする者は株式を売ってはならないとするもの。場合によっては、公開買付けが公正かどうかを州政府が判断できるものとし、不公正であるときには公開買付けを停止することができるとするものもある。 ② 公開買付人の議決権を否定するもの。すなわち、公開買付人は、ひとたび一定の割合（例えば、20%、33%、50%）の株式を保有すると議決権を行使できないとしているもの。また、支配株主が議決権を行使するためには、他の株主の承認が必要としている州もある。 ③ 最近では、ポイズン・ピルを明示的に有効としたり、さらに、乗っ取りが雇用者、地域、取引先、顧客に与える影響を、取締役が考慮に入れることを認容ないしは要請する法律も制定されるようになってきている。この考え方は、いわば会社の利害関係者を広く捉えようとするものであり、多くの州でこのような法律が制定されている。 ④ また、対象会社とその利害関係株主との間の合併を制限する法律もある。この場合、利害関係株主は、対象会社の株式の10%または15%以上保有している者と定義されることが通常である。
ド イ ッ	○ 次のような制度的要因によって、敵対的買収を成功させることは非常に困難である。 ① 監査役の解雇のためには、議決権を有する株主の75%が同意する必要があること。 ② 監査役の3分の1ないし2分の1が、従業員代表となっていること。 ③ 正当な理由なく任期途中の取締役を解任することができないこと。 ○ 株式会社は、定款によって、1株当たりの議決権を例えば総議決権の5%以下とか10%以下に制限することができる。もっとも、銀行が寄託を受けた株式について議決権の代理行使をする場合には、この制限は適用されない。
フ ラ ン ス	○ 会社は、一定の日の2～4年以上前に登録した払込済みの株式について、1株当たり2票の議決権を与えることを裁判所に求めることができる。 ○ 会社の基本定款によって、1株主が行使しうる議決権を制限することができるが、この制限はすべての株主に対して平等に適用されなければならない。

Ⅱ．報告論文

(A 8) 株式持合いに関する規制

日本	○ 持株会社の設立は禁止されている（独占禁止法第9条）。 ○ 親会社が過半数の株式を保有する子会社は、親会社の株式を取得できない（商法211条ノ2）。また、ある会社（甲）が他の会社（乙）の発行済株式総数の4分の1を超える株式を保有している時など⁷⁰⁾のように株式保有を通じて支配関係がある時は、被支配会社（乙）は支配会社（甲）の株式について議決権を有しないものとされている（商法241条3項）。 ○ 一定の取引分野における競争を実質的に制限することとなる場合には、他の国内会社の株式を取得、または所有してはならない（独占禁止法10条1項）。また、金融業以外の事業を営む株式会社のうち大規模会社（資本の額が100億円以上または純資産の額が300億円以上の会社）は、その資本の額または純資産額のうち多い額を超えて国内会社の株式を取得することはできない（独占禁止法9条ノ2）。
米国	○ 独占禁止法令によって、競争を実質的に制限することとなる場合に他の会社の株式を取得することは禁止されている。 ○ 取締役の利益相反規制が比較的厳しいため、株式持合いによって長期的な取引関係を築くことはあまり行われていない。
ドイツ	○ 親会社が過半数の株式を保有する子会社は、親会社の株式を保有できない。株式の相互保有はできるが、その場合には、他の会社の25%を超える株式を保有しても、その議決権は25%に制限される。
フランス	○ 会社は他の会社の株式を発行済株式総数の10%まで保有できる。また、子会社も親会社の株式を10%まで保有できる。
英国	○ 『買収および合併に関するシティー・コード』によって、株式の支配権移転を防ぐために株式の相互保有を進めることは制限されている。

(A 9) インサイダー取引に関する規制

日本	○ 証券取引法は、何人も、有価証券の取引について不正の手段を用いてはならないと定めており（証券取引法157条）、これに違反した場合には3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金に処せられ、またはこれを併科される（証券取引法197条8号）。この不正取引禁止規定は、1948年の同法制定に際して定められたものであるが、抽象的であるため実際にインサイダー取引について適用されたことはなかった。そこで1988年に法改正を行い、インサイダー取引の禁止について具体的な規定（証券取引法166条、167条）を設け、上場会社等の業務等に関する重要事実を知った会社関係者（役員、使用人、株主等）は、その重要事実が公表された後でなければ当該上場会社等の有価証券の売買等を行ってはならないこととし、これに違反した場合には6か月以下の懲役もしくは50万円以下の罰金に処し、またはこれを併科する（証券取引法200条6号）こととした。また同時に、上場会社の役員や主要株主（発行済株式の10%以上を保有している株主）がその会社の株式等の売買を行ったときには、その内容を大蔵大臣に届け出なければならないものとし（証券取引法163条）、さらに、上場会社等の役員または主要株主が株券等の売買後6か月以内に反対売買をして利益を得た場合には、その利益を会社に提供すべきことを会社が請求できるものとした（証券取引法164条）。
----	--

70) 乙の発行済株式総数の4分の1超を甲が単独で保有している場合のほか、甲と甲の子会社の保有株式の合計が乙の発行済株式総数の4分の1を超える場合も含む。

米 国	○ 連邦証券取引委員会規則10b-5は、有価証券の売買に関して、不正な手段を用いることや、虚偽の表示があったり重要な事実の表示が欠けたりしている文書を用いることを禁止している。裁判所の判例によれば、取締役、役員、顧問弁護士等会社の関係者が会社に関する公表されていない重要な情報に基づいて有価証券の取引を行うことは、この規定によって禁止される。また近年では、外部の者が権限なく入手した情報に基づいて取引すること（例えば、印刷会社の従業員が顧客の情報に基づいて取引を行うことなど）も違法と判断される。この規制に違反した場合は、違法に得た利益を返還しなければならないほか、その3倍までの民事制裁金を連邦政府に支払われることもあり、さらに、刑事罰として10年以下の懲役か100万ドル以下の罰金に処せられるなど、その制裁は他の国に比べて非常に厳しい。 ○ 証券取引法16条(a)は、会社内部の者（取締役、役員、主要株主）は、その会社の株式の取引をすべて証券取引委員会に報告しなければならないと定めている。また、同法16条(b)は、会社内部の者が株式の売買後6か月以内に反対売買をして利益を得た場合には、その利益を会社に提供するように会社または株主が請求できるものと定めている。
ド イ ツ	○ 最近まで、インサイダー取引規制について成文法に定めはなく、市場参加者の自主規制によって違反の場合、不当に得た利益を返還することとされていた。しかし、1994年7月に「新たに証券取引法が成立し、インサイダー取引を行った場合には5年以下の懲役に処せられることとなった。また、同時に、インサイダー取引の監視機関として、連邦証券取引監督庁が設置されることとなった。
フ ラ ン ス	○ インサイダー取引は、1967年9月28日の大統領令第67-853号によって禁止されている。インサイダー取引として規制される内部情報の概念は比較的制限的である。インサイダー取引規制に違反した場合には2年以下の懲役か100万フランの罰金に課せられる。ただし、罰金の額は少なくとも不当に得た利益と同額でなければならない、また、不当に得た利益の10倍まで増額されうる。
英 国	○ 1985年に成立した企業証券法（インサイダー取引法）によって、株価に影響を及ぼしうるような会社に関する非公表情報を有している会社内部の者（取締役、従業員、その他の関係者）がその会社の株式の売買を行うことは禁止されている。違反した場合の制裁は、2年以下の懲役か罰金であるが、罰金については上限はない。この法律を補足するものとして、1986年金融サービス法、証券取引所のモデル規定、および『買収および合併に関するシティー・コード』がある。
E C	○ 1989年11月に、インサイダー取引規制に関する最低限のガイドラインを定めた指令が採択された。この指令によれば、会社内部の者（経営者、株主、その他会社に関する情報を入手しうる者）が譲渡可能な有価証券を、その会社に関する重要な非公表情報に基づいて取引することを禁止している。インサイダー取引規制違反に対する制裁は、EC参加各国がそれぞれの国の実情に応じて定めることができる。

Ⅱ．報告論文

(A 10) 株主への分配に関する制約と会計原則

日本	○ 株式会社では、会社債権者にとって債権の満足を受けるためにあてにできるのは会社財産だけであるため、会社債権者を保護するために配当の支払いに関する制限が法律によって定められている。すなわち、利益配当は、会社の純資産額から、資本、資本準備金および利益準備金の合計額、その決算期に積み立てることを要する利益準備金の額を控除した額を限度とする⁷¹⁾旨が定められている（商法290条1項）。そして、株式の発行価額は、資本に組み入れることを原則とし、例外的に資本に組み入れない額についても資本準備金に積み立てなければならないこととされている（商法284条ノ2、商法288条ノ2）ため、株式の発行価額を配当に充てることはできない。また、将来の営業不振の場合に備えて、資本の欠損の補填のために、利益処分として会社が支出する金額の10分の1以上を資本の4分の1に至るまで利益準備金として積み立てることを強制しており（商法288条）、この利益準備金も配当に充てることができない。繰延資産を除く会社の純資産額が、資本金と法定準備金の合計額よりも小さい（この不足額を欠損と呼ぶ）ときは、利益配当はできない（商法290条1項）。 欠損がある場合には、法定準備金を減少させて、それを解消することが可能である。これは取締役会が決議し、株主総会の承認を得る必要があるが、これを行えば、将来配当が容易になる。法定準備金をすべて取り崩しても欠損が残る場合には、資本金を減少させることで、欠損を解消することが可能であるが、これには以下で述べるように、債権者保護のための厳重な手続きを経る必要がある。また減資の結果会社の資本金が純資産を下回った場合には、その差額は減資差益と呼ばれるが、この額は配当することはできず資本準備金とする必要がある。 株主からの出資金（株式の発行価格が額面を上回る部分を含む）を株主に払い出すためには、取締役会の決議により資本準備金を資本金に組み入れたうえで、資本金を減少させる必要がある。資本金の減少は、会社の規模を縮小させて株主の利害に重大な影響を与えるため、株主総会の特別決議が要求されている（商法375条）。また、資本は会社財産を確保する基準であってそれを減少することは会社債権者に不利益を与えるため、資本金の減少に当たっては会社債権者に異議を述べる機会を与え、異議を述べた債権者に対してはその債権を弁済するか相応の担保を提供するなどして、その債権が確実に満足を得られることの保障を与えなければならないこととされている（商法376条2項、商法100条）。 ○ 自己株式の取得は、定款に規定があり、かつ配当可能利益の範囲で株式の償却を行う場合を除き、認められていない。これ以外で自己株式を取得できるのは、上記の資本の減少のためにするとき、合併または他の会社の営業全部の譲受けによるとき、会社の権利の実行に当たりその目的を達するために必要なとき、株主の買取請求権の行使に応じるとき等に限定されている（商法210条）。 ○ 資産の評価方法についてみると、流動資産や取引所の相場のある社債等の評価は原価法によることを原則とするが、低価法を採用してもよく、また、時価が原価より著しく低下したときは、その価格が原価まで回復する見込みがある場合を除いては時価を付さなければならないとされている（商法285条ノ2、商法285条ノ5）。取引所の相場のある株式についても基本的には同様とされているが、子会社（原則として過半の株式を保有している会社）の株式については、処分が予定されず時価による評価の余地がないため、低価法の採用が許容されていない（商法285条ノ
----	--

71) 厳密に言えば、開業準備費ならびに試験研究費および開発費として繰り延べた資産の額が、資本準備金および利益準備金の合計額とその決算期に積み立てることを要する利益準備金の合計を超えるときには、その超過額も控除しなければならない。

日	6)。このように資産の評価方法について時価主義をとってこなかったため、資産価格が上昇傾向にあるもとは、資産評価は余裕を持ってなされてきたといえる。 なお、会計原則に関して留意すべき点としては、税制が会計原則に対して多大な影響を与えている点を指摘できる。また、最近では、証券取引法の開示ルールを中心に、資産についての時価情報などの経済的情報を株主や債権者に提供することを目的とする米国のルールに次第に近づけようとの動きもみられる。
本	
米	○ 当期の利益ならびに前期までに蓄積された利益以外から、配当や自己株式の取得により分配を行うことについての法的制約は非常に弱い。多くの大企業は、純資産が表示資本（stated capital）を上回るときには配当を行うことができ、純資産が表示資本を下回る場合であっても、過去2年間の利益からの配当支払い、すなわち、いわゆる機敏利益配当（nimble dividend）ができる。会社は株式発行の対価として受領した総額を表示資本に組み入れる必要はなく、組み入れない部分を資本剰余金（capital surplus）とすることができる。この資本剰余金は将来の配当支払いや自己株式の取得に充てることができる。このように、会社が切迫した支払不能状態にない限り、配当を支払ったり自己株式を取得することを取締役会が決定しうるのが通常である。 ○ 会計原則は、投資家（とりわけ株主）に対して会社の状態について情報を与えることを主な目的としている。市場性証券の多くは、通常、過去の価格でなく時価で評価される。税制が会計原則に与える影響は比較的小さい。
国	
ド	○ 払い込まれた資本（株主によって支払われた全額を指し、株式の額面を上回るプレミアム分も含む）から配当を支払うことは、法律によって厳格に規制されている。払い込まれた資本から株主に対して配当を支払う前には、すべての債権者に対して完全に弁済するか十分な担保を提供しなければならない。さらに、株式会社は、資本の10分の1に達するまで、毎年利益の少なくとも5%を法定準備金として積み立てなければならない。この法定準備金は将来の配当に用いることはできない。原則として、株式会社は自己株式を買い戻すことはできない。 ○ 会計原則は、債権者、従業員を含む利害関係人を保護するために、会社の純資産を余裕を持って評価し、配当支払を制限することに重点を置いている。多くの市場性証券は通常取得原価で評価されるが、時価が取得原価を下回ったときには時価が用いられる。会計原則は、すべての未実現の譲渡損失を認識し、すべての未実現の譲渡利益を認識しないことを要求している。税制は会計原則に対して多大な影響を及ぼしている。
イ	
ツ	
フ	○ 払い込まれた資本から配当を支払うことは法律によって厳格に規制されている。払い込まれた資本から株主に対して配当を支払う前には、その支払いに異議を述べたすべての債権者に対して完全に弁済するか十分な担保を提供しなければならない。さらに、株式会社は、資本の10分の1に達するまで、配当可能利益の少なくとも5%を法定準備金として積み立てなければならない。この法定準備金は将来の配当原資に充てることができない。 ○ 会計原則は、債権者、従業員を含む利害関係人を保護するために、会社の純資産を余裕を持って評価し、配当支払を制限することに重点を置いている。多くの市場性証券は通常取得原価で評価されるが、時価が取得原価を下回った時には時価が用いられる。もっとも、連結勘定は、保守主義の影響をさほど受けていない。税制は会計原則に対して多大な影響を及ぼしている。
ラ	
ン	
ス	

II. 報告論文

英 国	○ 1980年まで、配当支払いに関するコモン・ローによる法的な規制は非常に緩やかであったが、1980年制定の会社法とその後の改正によって、会社は実現純利益を蓄積した範囲内でのみ配当を行いうることになった。その結果、払い込まれた資本（株主によって支払われた全額を指す。株式の額面を上回るプレミアム分も含む）から配当を支払うことは法律によって厳格に規制されている。自己株式の買入は、配当可能利益の範囲内であれば可能である。
	○ 会計原則は、投資家（とりわけ株主）に対して会社の状態について情報を与えることを主な目的としている。市場性証券の多くは、通常、過去の価格ではなく時価で評価される。税制が会計原則に与える影響は比較的小さい。
E C	○ 1978年に採択された会社法に関する第4指令によって、会計の様式と原則の調和を試みたが、この指令では例えば資産の評価法等の多くの事項について裁量を認めたため、ECの会社の財務諸表の国際的な比較はなお困難である。1983年に採択された会社法に関する第7指令では、連結の範囲と方法についてある程度調和させるようにしたが、かなりの相違が今でも残っている。

(A11) 倒産手続き

日 本	○ 倒産法には、清算型と再建型がある。倒産に関する法律の改正が何度も行われた結果、現在の制度はかなり複雑で実務に適用し難くなっているうえ、裁判所における公的な倒産手続きにはかなりコストがかかることもあって、債権者と経営陣の間での私的整理が公的な裁判所の手続きよりも好んで用いられる。この私的整理手続きには、銀行が関与することが多い。倒産手続きにおける担保の保護は比較的強いが、会社更生法 ⁷²⁾ においては、会社の維持更生を促進するために担保の保護は幾分制限される。
米 国	○ 倒産法には清算型と再建型があるが、大会社の倒産では後者の方が好まれる傾向にある。米国の倒産法制は他の国に比べると、債務者にとって使い勝手のよい法制となっている。すなわち、第1に、債務者は支払不能の証明をせずに、簡単に債権者からの強制執行を免れることができる。
米 国	第2に、倒産手続きの申立てがあれば、原則として債務者財産に対する一切の取立行為、担保権実行が自動的に停止され、この停止効を逃れるためには利害関係人の方で、裁判所に個別的に救済を申し立てなければならない。第3に、再建手続き（倒産法第11章）においては、他の多くの国とは異なり、倒産企業の経営陣（Debtor in Possession 〈DIP〉と呼ばれる）は、会社の支配権を保持し続けることができる。すなわち、DIPは、他の国では裁判所によって既存の経営陣以外から任命されることが多い管財人の権限を有するのが通常であり、手続き開始後120日間は、DIPのみが再建計画を提出することができる。
ド イ ツ	○ 銀行が債務者に対して、支配力を行使していたと認定された場合には、裁判所は制裁として、銀行の請求権を他の債権者の権利よりも劣後するものとして扱うことができる。こういった裁判所による優先順序の変更は、倒産法第11章の定める再建手続きにおいて適用されることが多い。このため困難に陥った会社に対して、銀行が積極的に経営を再建しようとすることは少ない。
ド イ ツ	○ 倒産法は清算型が主体で、再建型の手続きは十分に整備されていない。この法律における担保の保護は非常に強く、この結果、倒産した企業を法的に再建することが困難になっている。したがって、債権者と経営陣の間での私的整理が公的な裁判所の手続きよりも好んで用いられ、この私的整理手続きには、銀行が関与することが多い。現在、倒産法の改正について検討中である。

72) 会社更生法は、1952年に、アメリカの1898年倒産法第10章をもとに定められた。

フランス	○ 1985年の倒産法は、雇用を守るという観点から、会社の清算よりは、更生（営業権の譲渡等）による再建を中心としている。この結果、倒産手続きにおける債権者の地位は従業員の地位に比べて弱いものとなっている。更生計画は商事裁判所が任命した裁判上の管理人が作成するが、その作成過程に債権者が参加することは難しく、担保付の債権者も含めて、債権者の請求権は大きく削減されることがしばしばある。 ○ 倒産企業の経営者に対する制裁は厳しい。経営者（親会社や支配的銀行といった事実上の経営者を含む）の過失が原因で倒産を招いたと認定されるときには、裁判所はその経営者に対して、純資産の不足分を補償するように求めることができる。また、法人を支払停止に導くほかにような赤字経営なのに自己の個人的利益のために濫りに営業を続ける等、法人格の濫用があったと判断される場合は、裁判所は経営者個人に対して破産を宣告し、その破産手続きに会社債権者の参加を許すことができる。さらに、経営判断に重大な過ちがあったと認められるときには、商事裁判所はその経営者に少なくとも5年間は事業の経営を行わないように命じることができる。
英国	○ 1986年倒産法には、清算手続きと再建手続きの双方が含まれている。行政命令による最も強い再建手続きにおいても、債権の優先順序は一般に守られており、債権者はよく保護されている。不公正な倒産手続きを防ぐために、倒産手続きを行う管財人の国家資格が導入された。 ○ 倒産企業の取締役に対する制裁は比較的厳しい。倒産企業の取締役の行為が不適切であった場合（すなわち、会社が倒産を回避できる合理的の見込みがないと予期した後で、取締役が会社の損害を最小限にするために必要な行為を行わなかった場合）には、裁判所は取締役の私的な責任を問う。倒産企業の経営を実質的に支配していた金融機関も、「実質的に会社経営に携わっていた者（影の取締役）」として、すべての債権者にとっての潜在的な損害を最小限にする義務があるとされ、これに反した時には責任を負わされることがありうる。こういう危険性があるため、銀行は裁判上の手続外での会社再建を実質的に指導することには慎重である。倒産企業の取締役の行為が不適切であったと判断されるときは、裁判所は、取締役資格の剥奪命令（その後最大15年間会社経営に関与することを禁止する命令）を出さなければならない。

(A12) 株主代表訴訟

日本	○ 6 か月前より引続き株式を有する株主は、取締役等⁷³⁾の会社に対する責任（会社財産に損害を与えたことを理由とする損害賠償責任など）を追及する訴えを提起するように会社（具体的には監査役、商法275条ノ4後段）に対して請求することができ（商法267条1項）、会社（監査役）がこの請求の日から30日以内に訴えを提起しないときには、当該請求をした株主が会社のために訴えを提起することができる（商法267条2項）。また、30日間の経過によって会社財産に回復できない損害が生ずるおそれがある場合には、6 か月前から引続き株式を有する株主は、訴えの提起を会社（監査役）に対して請求する手続きをとることなく、直ちに代表訴訟を提起することが
----	---

73) 代表訴訟に関する規定は、発起人、監査役、清算人にも準用されている（商法196条、280条1項、430条2項）。また、取締役と通謀して不公正な価格で新株を引き受けた者に対して、株主が公正な価額との差額を会社に払い込むよう請求する場合にも、この訴訟手続きを利用することができる（商法280条ノ11第2項）。さらに、1981年の商法改正により、会社が株主の権利行使に関して供与した利益を会社に返還させる場合にも、この訴訟手続きを利用できることとした（商法294条ノ2第4項）。

Ⅱ．報告論文

日本	できる（商法267条3項）。⁷⁴⁾ ○ 1993年10月の商法改正前は、株主代表訴訟を提起しようとする株主は提起する損害賠償額に応じてかなり高額な訴訟費用を納めなければならないうえ、⁷⁵⁾ 訴訟のために株主が支出した費用のうち弁護士報酬以外について会社に請求することはできなかったため、株主代表訴訟が提起されることは極めて稀で、1950年の制度導入以降1990年代に入るまでの約40年間に提起された代表訴訟の件数は40件程度にすぎなかった。⁷⁶⁾ このような状況を改善するため、1993年10月の商法改正によって、株主代表訴訟の申立手数料が一律8,200円とされる（商法267条4項、民訴費用法4条2項）とともに、勝訴した株主は、弁護士報酬のほか、訴訟を行うのに必要と認められる費用で訴訟費用⁷⁷⁾でないもの（例えば、訴訟の遂行に必要な事実関係の調査費用、弁護士への訴訟委任に赴くための旅費等）を支出したときにはその費用の額の範囲内において相当額の支払いを会社に請求できることとなった（商法268条ノ2第1項）。
米国	○ 取締役等が会社に損害を与えるような行為をした時点から引き続いて株主であった者は、会社のために取締役等の責任を追及する訴訟を提起することができる。ただし、原告になった株主が同様の状態にある株主の利益を公正かつ適切に代表できるかどうかを裁判所が実質的に判断し、できないと判断されれば訴えが却下される。また、代表訴訟を提起するためには、原則として、まず会社（取締役会）に対して提訴要求を行うことが必要であり、訴えを現実提起すべきかどうかについての取締役会の判断は経営判断の原則によって保護されるため、取締役会が訴え提起をすべきでないと決定したときには、株主が代表訴訟を提起することは認められない。例外として、取締役に対する訴えを提起するか否かについて取締役会で独立・公正な判断を期待できないような事情がある場合（例えば、被告とされた取締役らが取締役会の過半数を構成ないし支配している場合）には、株主は提訴要求を経ることなく、直ちに代表訴訟を提起することができる。もっともこの場合でも、利害関係のない取締役から成る訴訟委員会で代表訴訟を行わないことが会社の最善の利益にかなうとの結論に達した場合には、取締役会は裁判所に対して代表訴訟を却下するように申し立てることができる。
ドイツ	○ 会社が取締役、監査役に対して有する賠償請求権は、株主総会が議決するとき、または発行済株式総数の10分の1以上の少数株主の要求があるときには行使されなければならないとされているが、会社（監査役会）が賠償請求権を行使しないときに株主が代表訴訟を提起できるという制度はない。
フランス	○ 株主は、取締役に対して、その行為によって会社財産が被った全損害を賠償すべきことを求めることができる。株主はこの訴えを行うに際して、事前に株主総会の意見や許可を求める必要はない。また、このような訴えを行うために株主総会の事前の許可が必要とする定款の条項や、このような訴えを行う権利を予め放棄することを認める定款の条項は、無効とされる。

74) 6か月間引続き株式を保有していることが要件とされているのは代表訴訟制度の濫用防止のためであるが、取締役の責任発生当時において株主であった必要はないと解されており、ある会社が取締役の行為により損害を被ったことを知った後にその会社の株式を購入した者でも容易に代表訴訟を提起できるため、代表訴訟制度の濫用防止にはあまり効果がないと批判されている（狛[1994]、p.43参照）。

75) 例えば400億円余りの損害賠償を請求する株主は2億円余りの訴訟費用を支払うことになっていた（近藤[1994]参照）。

76) 狛[1994]、p.5参照。

77) 訴訟費用（申立手数料等）は敗訴当事者の負担とされ（民事訴訟法89条）、代表訴訟に勝訴した株主は被告取締役または監査役から訴訟費用を回収することができる。

英 国	○ 取締役等の会社に対する責任を追及する訴訟は、会社（取締役）が提起することを原則とするが、衡平の観点から必要と思われるときには、株主が代表訴訟を提起することができる。 ○ 訴訟を提起した時点で代表訴訟を遂行することが会社の利益に適うと認められた場合には、結果的に敗訴したとしても、裁判所は会社に対して、訴訟費用を原告株主に支払うように命じなければならない。
--------	---

以 上

〔(深尾) 日本銀行調査統計局企画調査課長
(森田) 日本銀行金融研究所研究第1課副調査役〕

【参考文献】

- 相沢幸悦、『ユニバーサル・バンキング』、日本経済新聞社、1989年
- 青木昌彦、『日本経済の制度分析』、永易浩一（訳）、薩摩書房、1992年（*Information Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press, 1988の邦訳）
- 伊藤元重・石黒一憲、『提言 通商摩擦』、N T T 出版、1993年
- 岸田雅雄、『ゼミナール 会社法入門』第2版、日本経済新聞社、1994年
- 経済同友会、『昭和63年度企業白書』、1988年12月
- 国際金融情報センター、『主要国の倒産法制』、1991年3月
- 後藤雅一・中村正孝・岩沢昌一、「新しい英国倒産法の概要」、『N B L』、No.431～434、1989年
- 近藤光男、「株主代表訴訟とコーポレート・ガバナンス」、『企業会計』、Vol.46, No.2、1994年
- 日本経済新聞社（編）、『株主の反乱』、日本経済新聞社、1993年
- 日本銀行調査統計局、「わが国の雇用システムについて」、『日本銀行月報』、1994年3月
- 前田 庸、『会社法入門 [第3版]』、有斐閣、1993年
- 森田泰子、「担保の機能に関する覚書」（未定稿）、日本銀行金融研究所、1994年
- 森本 滋、「コーポレートガバナンスと商法改正」、龍田 節・森本 滋（編）、『商法・経済法の諸問題』、商事法務研究会、1994年
- 渡辺 茂・山本 功、「日本企業のコーポレート・ガバナンス——戦後最低のR O E から——」、『財界観測』、野村総合研究所、1992年9月
- Dertouzos, Michael, Richard K. Lester, Robert M. Solow, and the MIT Commission on Industrial Productivity, *Made in America: Regaining the Productive Edge*, Cambridge, The MIT Press, 1989.
- Easterbrook, Frank H., and Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991.
- Franks, Julian, and Colin Mayer, “Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany, and the UK,” *Economic Policy* 10, April 1990.
- , and Walter N. Torous, “Lessons from a Comparison of US and UK Insolvency Codes,” *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 8, No. 3, 1992.
- Froot, Kenneth A., Andre F. Perold, and Jeremy C. Stein, “Shareholder Trading Practices and Corporate Investment Horizons,” NBER Working Paper Series No. 3638, March 1991.
- Fukao, Mitsuhiro, “Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Firms,” paper prepared for the Brookings project on Integrating the World Economy, 1993.

Ⅱ. 報告論文

- Institutional Investor Project, Columbia University Center for Law and Economic Studies, "Institutional Concentration of Economic Power," A Study of Institutional Holdings and Voting Authority in U.S. Publicly Held Corporations, October 1991.
- Jacobs, M., *Short-Term America*, Boston: Harvard Business School Press, 1991.
- Jensen, Michael C., "Corporate Control and the Politics of Finance," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4 No. 2, Summer 1991, pp. 13-33.
- Kester, Carl W., *Japanese Takeover*, Boston: Harvard Business School Press, 1991.
- , "The Industrial Groups as Systems of Contractual Governance," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 8, No. 3, 1992.
- Porter, Michael, E., *Capital Choice: Changing the Way America Invests in Industry*, Washington, D.C.: Council on Competitiveness, June 1992.
- Prowse, Stephen, "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 1, 1990.
- Ripert, Georges et René Roblot, *Traité de Droit Commercial Tome 1*, 14^e ed. L.G.D J. (Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence), 1991.
- Roe, Mark J., "Takeover Politics," in Margaret M. Blair, ed., *The Deal Decade*, the Brookings Institution, 1993.
- Romano, Roberta, *The Genius of American Corporate Law*, American Enterprise Institute for Public Research, January 1993.
- Rubin, Paul H., *Managing Business Transactions*, New York: The Free Press, 1990.
- Schmalenbach, Dirk, "Federal Republic of Germany," in Joseph C.F. Lufkin and David Gallagher, eds., *International Corporate Governance*, Euromoney Book, 1990.
- Schneider-Lenne, Ellen R., "Corporate Control in Germany," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 8, No. 3, 1992.
- Seridan, Thomas, and Nigel Kendall, *Corporate Governance*, Pitman: London, 1992.
- Womack, James P., Daniel T. Jones, and Daniel Roos, *The Machine that Changed the World*, New York: Macmillan, 1990.

【参考文献】（補論）

(1) 基本構造

日 本

- 上野久徳、『新倒産処理と法的技法』、商事法務研究会、1992年
- 上柳克郎・鴻 常夫・竹内昭夫(編)、『新版 注釈会社法(5) 株式会社の機関(1)』、有斐閣、1986年
- 神崎克郎、「企業買収—総論」、『商事法務』、No.1259、商事法務研究会、1991年8月25日
- 岸田雅雄、『ゼミナール 会社法入門』、日本経済新聞社、1991年
- 北沢正啓、『会社法 [新版]』、青林書院新社、1982年
- 近藤光男、「企業買収と対象会社(経営者)の対応」、『商事法務』、No.1259、商事法務研究会、1991年8月25日
- 鈴木竹雄・竹内昭夫、『会社法 [第三版]』、有斐閣、1994年
- 橘 光伸、「公開買付制度に係る政省令の解説」、『商事法務』、No.1238、1241、1242、商事法務研究会、1991年1月5・15日、2月15日、2月25日
- 谷口安平、『現代倒産法入門』、法律文化社、1987年
- 内藤純一、「株式公開買付制度の改正」、『商事法務』、No.1208、商事法務研究会、1990年2月25日
- 並木俊守、『日米インサイダー取引法と企業買収法』、中央経済社、1989年
- 前田 庸、『会社法入門 [第3版]』、有斐閣、1993年
- 松井 勝、「改正証取法下の株式公開買付手続」、『商事法務』、No.1246、商事法務研究会、1991年4月5日

- 森田 章、「企業買収の総論的課題」、『商事法務』、No.1259、商事法務研究会、1991年8月25日
森本 滋、「企業買収にかかる行為規制」、『商事法務』、No.1259、商事法務研究会、1991年8月25日
Ishiguro, Toru, "Japan," in Joseph C.F. Lufkin and David Gallagher, eds., *International Corporate Governance*, Euromoney Book, 1990, pp.153-170.

米 国

- 並木俊守、『日米インサイダー取引法と企業買収法』、中央経済社、1989年
——・並木和夫、『現代アメリカ会社法』、中央経済社、1989年
日本証券経済研究所、「アメリカ会社法セミナーについて」、『証券経済時報』特別号、No.61、1978年4月
Easterbrook, Frank H., and Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991.
Heard, James E., "Institutional Investors and Corporate Governance: The US Perspective," in Joseph C.F. Lufkin and David Gallagher, eds., *International Corporate Governance*, Euromoney Book, 1990, pp.153-170.
Jacobs, M., *Short-Term America*, Boston: Harvard Business School Press, 1991.
Jensen, Michael C., "Takeovers: Their Causes and Consequences," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, No.1, Winter 1988, pp. 21-48.
——, "Corporate Control and the Politics of Finance," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.4, No.2, Summer 1991, pp. 13-33.
Pickens, T. Boone, "The Shareholders Proposal Process," in Joseph C.F. Lufkin and David Gallagher, eds., *International Corporate Governance*, Euromoney Book, 1990, pp.153-170.
Roe, Mark J., "Takeover Politics," in Margaret M. Blain, ed., *The Deal Decade*, the Brookings Institution, 1993.
Rubin, Paul H., *Managing Business Transactions*, The Free Press, 1990.
Weston, J. Fred, Kwang S. Chung, and Susan E. Hoag, *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*, Prentice-Hall, 1990.

ドイツ

- 神作裕之、「ドイツ第二次資本市場振興法案の概略」、『商事法務』、No.1348、1353、商事法務研究会、1994年3月5日、4月25日
慶應義塾大学商法研究会、『西独株式法』、慶應義塾大学法学研究会、1969年
日本証券経済研究所、「ドイツ会社法セミナーについて」、『証券経済時報』特別号、No.51、1976年3月
「ドイツで第二次資本市場振興法等が成立」〈海外情報〉、『商事法務』、No.1363、商事法務研究会、1994年8月5日
The Federal Office of Trade Information of Germany, *Doing Business in Germany's New Federal States, 2nd Revised and Extended Edition*, Cologne, 1991.
Jura Europae Gesellschaftsrecht, Band I, Verlag C.H. Beck, 1990.
Schmalenbach, Dirk, "Federal Republic of Germany," in Joseph C.F. Lufkin and David Gallagher, eds., *International Corporate Governance*, Euromoney Book, 1990.
Schneider-Lenne, Ellen R., "Corporate Control in Germany," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.8, No.3, 1992.

フランス

- 日本証券経済研究所、「フランス会社法セミナーについて」、『証券経済時報』特別号、No.56、1977年4月
Charbit, Jacques, "France," in Joseph C.F. Lufkin and David Gallagher, eds., *International Corporate Governance*, Euromoney Book, 1990.
Le Gall, Jean-Pierre, and Paul Morel, *French Company Law, 2nd Edition*, Longman, 1992.

Ⅱ. 報告論文

イギリス

- 日本証券経済研究所、「イギリス会社法セミナーについて」、『証券資料』、No.69、1980年8月
- KPMG Peat Marwick McLintock, *The Companies Acts 1985 and 1989: Accounting and Financial Requirements*, 1990.
- , *Creditors' Meetings: For Insolvency Procedures in England and Wales*, 1990.
- Meinhardt, Peter, *Company Law in Great Britain*, Gower, 1982.
- The Norton Rose M5 Group, *Mergers and Acquisitions of Public Companies in the United Kingdom*, March 1990.
- The Panel on Takeovers and Mergers, *The City Code on Takeovers and Mergers*, July 1993.
- Renshall, Michael, and Keith Walmsley, *Butterworths Company Law Guide, Second Edition*, Butterworths, 1990.
- Seridan, Thomas, and Nigel Kendall, *Corporate Governance*, London: Pitman, 1992.
- Simpson, Anne, "Overview of UK Corporate Governance," in Joseph C.F. Lufkin and David Gallagher, eds., *International Corporate Governance*, Euromoney Book, 1990.
- Younghusband, Victoria, and Ian Wilson, "United Kingdom," in Joseph C.F. Lufkin and David Gallagher, eds., *International Corporate Governance*, Euromoney Book, 1990.

E C

- 相沢幸悦、『ユニバーサル・バンキング』、日本経済新聞社、1989年
- ボール・ロマス、「E Cにおけるインサイダー取引規制」、『商事法務』、No.1205、商事法務研究会、1990年1月25日
- Franks, Julian, and Colin Mayer, "Capital market and corporate control: a study of France, Germany, and the UK," *Economic Policy* 10, April, 1990.

(2) 会計原則

- Federation des Experts Comptables Europeans, "Comparison of the Prudence and Matching Principles," Discussion Memorandum for OECD Working Group on Accounting Standards, Paris, May18-19, 1993.
- Nobes, Christopher, and Robert Parker, *Comparative International Accounting, Third Edition*, Prentice Hall, 1991.
- Tzamouranis, Marina, et al., "European Accounting: Bridging the GAAP," *The Journal of International Securities Markets*, Vol.7, Spring/ Summer 1993.

(3) 倒産法の国際比較

- 国際金融情報センター、『主要国の倒産法制』、1991年3月
- 佐藤鉄男、『取締役倒産責任論』、信山社出版、1991年
- Carr, Josephine, ed., "Solving the Insoluble: A Legal Guide to Insolvency Regulations around the World," Special Supplement, *International Financial Law Review*, June 1990.
- Frankel, Allen B., and John D. Montgomery, "Financial Structure; An International Perspective," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 1991, pp.257-310.
- Franks, Julian R., and Walter N. Torous, "Lessons from a Comparison of US and UK Insolvency Codes," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.8, No.3, 1992.

(4) 株主代表訴訟

- 狛 文夫、『ゼミナール 株主代表訴訟 問題と対応』、東洋経済新報社、1994年
- 近藤光男、「代表訴訟に関する一考察」、岩原紳作(編)、『現代企業法の展開』、有斐閣、1990年
- 、「株主代表訴訟とコーポレート・ガバナンス」、『企業会計』、Vol.46、No.2、1994年
- 商事法務研究会、「株主代表訴訟と取締役心得」、『別冊商事法務』、No.155、1994年1月

金 融 研 究

竹内昭夫、『会社法の理論III 総論・株式・機関・合併』、有斐閣、1990年

田中英夫・竹内昭夫、『法の実現における私人の役割』、東京大学出版会、1987年

谷口安平、『株主の代表訴訟』、鈴木忠一・三ヶ月章(監修)、『実務民事訴訟講座5』、日本評論社、1969年

手塚裕之、『米国株主代表訴訟の現代的動向と日本における代表訴訟』、『商事法務』、No.1334、1336、1337、

商事法務研究会、1993年10月5・15日、11月5日、11月15日

吉戒修一、『平成五年改正商法の概要』、『ジュリスト』、No.1027、1993年7月