

Ⅲ. コメント論文

深尾・森田論文に対するコメント

神 田 秀 樹

1. 総論的コメント
2. 各論的コメント
3. 結びに代えて

1. 総論的コメント

本論文で取り上げられているガバナンスにかかわる各国の制度の紹介は正確かつ詳細で、本論文はコーポレート・ガバナンスについてわが国で議論をしていく際の基礎作業として極めて有益な論文であると評価できる。

まず最初に、本論文の基本的なアプローチについて、若干の指摘をしておきたい。

第1に、コーポレート・ガバナンスに関係を有すると考えられる「制度」は無限にあり、そのすべてについて紹介や検討を行うことは不可能に近い。一口に「法制」といっても関係する法制は無限にあるし、会計制度や税制も軽視できない。¹⁾したがって、本論文のような各国の制度比較を行う際には、まず、どのような問題意識で制度の比較・検討を行うかを明らかにすることによって、取り上げるべき制度の範囲を画定する作業が必要と考えられる。このような見地からいうと、本論文における問題意識はやや不明確であり、その

結果、なぜ本論文で取り上げた範囲に検討の対象を限定したのかがいまひとつ明確でないように思われる。

第2に、制度は空に存在するわけではない。ある国においてある制度が存在するとしても、それがその国においてどのように運用されているかを検討しないと、その制度がコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響や効果を把握することはできない。この点に関連して、本論文は、制度の紹介・検討にとどまらず、その「機能」をも分析しようとしているものと見受けられ、そのことは評価に値する。しかしながら、そうなると、どこの国でも制度とその運用との間には何らかの乖離が存在する。したがって、制度と実態ないし運用との乖離の度合いについての各国比較を行うという作業が重要となる。ところが、本論文においては、この点の検討が十分とはいえない。

以上に関連する本論文の問題点を具体的に若干指摘すると、例えば、各国における大株主の実態についての記述があるが（5.(1)）、

1) 例えば税制について、Repetti, James, "Corporate Governance and Stockholder Abdiction: Missing Factors in Tax Policy Analysis," *Notre Dame Law Review* 67, 1992, p. 971 参照。

その前提となる大株主に関する制度の紹介が見当たらない。また、例えば、日本企業の経営者の報酬が米国企業ほど高くない理由を経営者の報酬についての株主のコントロールの強弱から説明しているかのような記述がみられるが (5.(4))、このようなかたちで制度と実態とを関係づける説明には、賛成しがたい。

以上のほか、総論的なコメントを1点付け加えると、いまなぜコーポレート・ガバナンスが盛んに議論されるのかというと、その背景にあるのは、単に経済活動の国際化等 (1. 参照) だけではなく、各国それぞれにおいてその国に固有の歴史的な背景や事情があると見受けられる。²⁾ 例えば、イギリスでは大規模な不祥事が直接の契機となっている面がある。³⁾ また、会社制度についていえば、EUにおける会社関係法制の調整のための作業 (とくに会社法の調整のうち第5指令および第13指令関係) がEU各国における会社法改正に影響を与え、また各国でのガバナンスに関する議論を盛り上げている一大要因である。⁴⁾ これらの点、すなわち、各国においてどのような事情との関係でこの分野が議論され、その結果、関係する制度の改正等が行われてきたのかという点についての整理がなされていれば、本論文は一層分かりやすく、またその比較検討にも厚みを増したものと考えられる。

2. 各論的コメント

① ヨーロッパおよび日本の会社法は、アメリカ法と比較すると、会社の債権者を保護する目的で強行規定を多数設けている点に特徴がある。本論文でもこの点についての言及はなされていると考えられるが、そこで想定されている債権者とはどのような債権者を念頭に置いているのか。銀行も債権者の1人ではあるが、銀行は会社法による債権者保護規定を必要とはせず、実際には、貸出取引の中で担保設定等の契約的な対応をしているはずである。そうだとすれば、誰が会社法の債権者保護規定の恩恵を受けている債権者なのかは、各国のコーポレート・ファイナンスの実態に応じて (銀行借入が強い国と資本市場調達が強い国との対照等) 異なるものと考えられる。この点についての分析がほしかった。

② 「制度」という場合に「判例法」は含まれないのか。例えば、①アメリカにおけるレンダー・ライアビリティに関する判例理論、②ドイツにおける企業倒産時における銀行の責任についての判例理論、③日本における取締役の監視義務に関する判例理論、④アメリカにおける「ビジネス・ジャッジメント・ルール」とその限界に関する判例理論などは、コーポレート・ガバナンス

2) Wymeersch, Eddy, "The Corporate Governance Discussion in Some European States," in D. D. Prentice and P. R. J. Holland, eds., *Contemporary Issues in Corporate Governance* 3, 1993 参照。

3) Cadbury, Adrian, "Highlights of the Proposals of the Committee on Financial Aspects of Corporate Governance," in D. D. Prentice and P. R. J. Holland, eds., *Contemporary Issues in Corporate Governance* 45, 1993 参照。

4) Wymeersch, supra note 2; Gisbert Wolff, "The Commission's Programme for Company Law Harmonisation: The Winding Road to a Uniform European Company Law?" in Mads Andenas and Stephen Kenyon-Slade, eds., *E.C. Financial Market Regulation and Company Law* 19, 1993 参照。

Ⅲ. コメント論文

に大きな影響を及ぼしているものと考えられる。これらについても検討をしてほしいかった。

- ③ 各「ステーク・ホルダー」のコーポレート・ガバナンスにかかわる制度的な側面での比較がやや不十分であり、また、制度と実態との関係についての分析があまりみられないのが残念である。すなわち、第1に、例えば、銀行は貸付債権者としてどのような法律上の権利を有し、またその権利行使の実態はどうか（債務者に対して、および、他の債権者との関係で）。日本では、例えば、銀行は「銀行取引約定書」の徴求や強力な担保権取得を可能とする法制度のもとで、法律上の強力な債権者としての地位とは一見矛盾するような行動をとってきた（社債デフォルト時における社債権者からの社債の買取り、担保付社債発行時における社債権者への担保の順位の譲渡など）。このような点はガバナンス論に不可欠な重要な論点と考えられる。

第2に、従業員は雇用先の企業の意思決定について制度上どのような権利を有し、またその権利行使の実態はどうか。日本でいえば、終身雇用制、年功賃金および企業別組合という「3点セット」についての整理がほしい。

第3に、株主についていえば、一口に株主といっても、いろいろな株主がある。各

主体の間で利害の衝突が生ずる（2.）だけでなく、同じ主体（例えば株主）の間でも利害の衝突が生じうる。例えば、機関投資家は、株主として議決権を行使できる制度になっているのか（例えば証券投資信託法17条の2参照）。またその実態はどうか。投資信託や年金は背後に多数の実質株主とも呼べる投資家をかかえており、彼らの選好が異なるとすれば、現在の制度は、投資信託や年金による議決権行使についてどのようなインセンティブ（またはディスインセンティブ）を与える仕組みとなっているのか。

やや一般的にいえば、株主構成についての記述（5.(1)）は重要な論点であるが、各国の株主構成を生み出している制度的な側面の指摘がない。例えば、日本では特定金銭信託という制度（簿価分離を認める制度）が法人の株式投資を助長した感がある。⁵⁾同様に、金融機関が安定株主としてとどまることを可能とする制度的な背景はないか否かも重要な論点である。また、アメリカでは、銀行だけでなく、すべての金融仲介機関について、一般事業会社の株式の保有を制限するような制度が設けられてきているが、⁶⁾この点の紹介が十分とはいえない。

- ④ アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの議論において最も重視されているのは取締役会の役割である。⁷⁾この点につい

5) 簡単には、Kanda, Hideki, *Taxes and the Structure of Japanese Firms: The Hidden Aspects of Income Taxation* (unpublished), 1993 (on file with author) 参照。

6) Roe, Mark J., "A Political Theory of American Corporate Finance," *Columbia Law Review* 91, 1991, p. 10 参照。

7) Veasey, E. Norman, *et al.*, "Symposium on Corporate Governance," *Business Lawyer* 48, 1993, p. 1267 参照。

ての制度・実態面での分析、とくに社外取締役の制度と実態についての分析、がなされていないが、この点は是非行ってほしかった。

- ⑤ ヨーロッパにおけるガバナンス論議のひとつのポイントは、株式市場の未発達性にある。この点についても、制度（証券取引所制度等）と実態の紹介がほしい。⁸⁾ また、アメリカについても証券取引所の役割は重要であって、例えば、一般には、社外取締役を要求するのは証券取引所の規制である。⁹⁾
- ⑥ ドイツにおける銀行は、本論文で指摘されている諸点のほかに、証券発行時の引受業務を行うという点も重要である。¹⁰⁾ 銀行が企業のファイナンスを「支配」している原因の1つはここにある。この点についての言及がほしかった。

3. 結びに代えて

以上を要するに、制度の紹介としては、なお触れてほしかった側面がいくつかある。また、制度の機能という点についていえば、制度と実態の乖離の状況について、コーポレート・ガバナンス論議に即した各国比較を行ってほしかった。

その意味では、本論文が取り上げている範囲における記述は正確かつ詳細で有益なものであるが、なお特定の問題意識に基づいて関連する制度（そしてその運用実態）の全体像

を取り上げることに成功しているとはいえないように思われる。その結果、本論文の結論部分における指摘は、必ずしも説得力のある指摘であるとはいえないように思われる。

すなわち、第1に、株主代表訴訟制度を小株主の意向を経営に反映する制度と捉えているようであるが（7.）、記述がやや不正確であるように思われる。株主代表訴訟制度は小株主の意向を経営に反映する制度ではない。取締役が会社に対して責任を負うのは法令または定款に違反する行為がある場合だけであって（商法266条1項参照）、株主代表訴訟制度は経営が「妥当」かどうかを問題とする制度ではない。

第2に、従業員についての日本のシステムのメリット・デメリットを云々しているが（7.）、これらが「制度」から出てきているのかどうかは明確にされていない。アメリカの制度のもとでも同じ状況が出現可能なのではなからうか。そうだとすれば、実際に日米の状況が異なるとすれば、それはなぜかが具体的な制度およびその運用に即して明らかにされなければならない。

第3に、日本では銀行が大株主としての役割を果たしてきたとの記述があるが（7.）、いかなる面においてそういえるのか。評者には、本論文の記述からだけでは、銀行が大株主としての役割を果たしてきたとは思えない。この分野における最近の研究によれば、¹¹⁾ 銀行は何らかの意味で自らの債権の回

8) Wymeersch, Eddy, *Elements of Comparative Corporate Governance in Western Europe*, forthcoming 1994, (on file with author) 参照。

9) 吉川 満、「米国のコーポレート・ガバナンス〔上〕」、『商事法務』、No.1299、1992年、p. 21 参照。

10) Hopt, Klaus J., *Corporate Governance in Europe: A German View*, forthcoming 1994, (on file with author) 参照。

11) 例えば、Sheard, Paul, "Reciprocal Delegated Monitoring in the Japanese Main Bank System," *Journal of the Japanese and International Economies* 8, 1994, p. 1 参照。

Ⅲ. コメント論文

収のために必要と考えられる程度を超えて貸出先の企業をモニターしてきたとはいえるかもしれない。しかしながら、銀行が役員派遣等に及ぶのは取引先企業の経営が悪化した場合であって、銀行の行動は、企業の経営が悪化していない場合であっても一層の効率的な

経営が可能と考えられる時に登場するような M & A（すなわち資本市場によるモニタリング）とは、その性格はかなり異なるのではなかろうか。

以 上

[東京大学法学部教授]