

株主利益の観点からの 法規整の枠組みの今日的意義

コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会

要 旨

本稿は、日本銀行金融研究所が設置した「コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会」（メンバー〈50音順、敬称略〉：石綿学、井上聡、大杉謙一、加藤貴仁、神作裕之、神田秀樹、後藤元、田中亘、前田庸〈座長〉、森田果、柳川範之、事務局：日本銀行金融研究所）の報告書である。

わが国においては、上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けた法制等の整備が進められてきている。その際の視点としては、企業の健全性の観点に加え、企業の収益向上のための意思決定の仕組みのあり方という観点も重視されている。

さらに、近年では、コーポレート・ガバナンスを巡る新たな展開がみられる。すなわち、今般の国際金融危機を受け、欧米を中心に、取締役等の報酬制度や経営監視体制等のあり方にも問題があったことが広く意識されている。また、従来、株式持合いについて問題とされてきた企業価値を損なう議決権行使の可能性が、近年出現した持合解消信託のスキームやエンプティ・ボートイングにおいてより尖鋭化するおそれが生じている。これらを通じて、株主利益の観点からの法規整の枠組みや「株主利益」そのものの意義が問われているように思われる。さらに、株主利益の観点からの会社法上の規整と労働法や金融規制といったその他の法規整との関係のあり方も問われているように思われる。

わが国の経済の持続的な発展の観点からは、企業の収益向上をサポートするための制度基盤のあり方を問い続けていく必要がある。本報告書では、こうした観点から、上記のような新たな展開を踏まえ、株主利益の観点からのコーポレート・ガバナンスに関する会社法上の規整の機能やその他の法規整との関係につき検討を行っている。

本報告書の内容や意見は、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

1. 問題意識

コーポレート・ガバナンス（企業統治）という言葉は多義的であるが、コーポレート・ガバナンスの問題とは、主に、企業、とくに上場会社等の大企業において、経営を牽制する仕組みをどのように作り上げるかということであるとされる¹。

近年のわが国においては、上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて、法制や取引所ルール等の整備が進められ、また各上場会社等においても、コーポレート・ガバナンス強化に向けて各種の取組みが行われてきた。これらの改革の視点としては、不祥事の再発防止といった企業の健全性の観点に加え、企業が収益を上げていくためにどのような意思決定の仕組みを設けたらよいかという効率性の観点も重視されている。

コーポレート・ガバナンスに関する法制は、会社法および金融商品取引法によるほか、取引所ルール等の市場法制、労働法制、業法など多岐に亘っているが、中心的な法規整は会社法にある。すなわち、会社法の主な部分は、会社の各種関係者間の利害調整——株主相互間、株主と債権者の間、株主と経営者の間の利害調整——のためのルールであり、これらのルールを通じて会社関係者の利益を保護し、もって健全かつ効率的な企業活動を可能とすることをその目的としている。なかでも、株主利益の観点から、事業活動の意思決定と執行、監査・監督を行う機関（株主総会、取締役（会）、監査役（会）等）について定める会社法の規整は、コーポレート・ガバナンスに関する法規整の中心を成すものといえる²。

もともと近年では、コーポレート・ガバナンスを巡り以下のような新たな展開がみられ、従来の株主利益の観点からのコーポレート・ガバナンスに関する規整枠組みの意義があらためて問われているように思われる。

すなわち、今般の国際金融危機を受けて、欧米を中心に、金融規制監督体制の大幅な見直しが行われる傍ら、取締役等の報酬制度や経営監視体制等、コーポレート・ガバナンスのあり方にも問題があったことが広く意識されるに至り、近年、国際機関の報告書等においてその改善策が提案されている。こうした状況を眺め、一部には、国際金融危機によって、従来の株主利益の観点からのコーポレート・ガバナンスに関する規整枠組みの機能に問題があったと捉える見方もある³。

また、仮にそうした規整枠組みに問題がなかったとしても、その中核たる「株主利益」そのものの意義が問われるような事象もみられる。例えば、わが国の株式持合いは総じて減少傾向にあるが、事業会社を中心に、買収防衛策としての利用や取引先との関係強化を目的とした新規の株式持合いも引き続きみられている。従来、株

1 神田 [2010] 21 頁。なお、本報告書では、とくに断りのない限り、上場会社を念頭に置いて議論することとする。

2 神田 [2011] 28～29、164～165 頁。

3 例えば、2010 年 9 月 28 日に東京大学で開催された東京大学公共政策大学院公開シンポジウム「コーポレート・ガバナンスと日本経済～会社はこれからどうしていったらよいか～」(<http://www.pp/u-tokyo.ac.jp/CMPP?2010-9-28/index.html>) では、こうした見方が示されている。

主に議決権が付与される根拠として、会社の限界損益の帰属先である株主には企業価値を最大化するインセンティブがあるとの説明がなされてきたが、株式持合いにおいては、株主としての地位に基づく利益以外の利益の追求を目的とし、企業価値を損なうかたちで議決権が行使される可能性が指摘されている。また、近年出現した、持合解消信託のスキームやエンプティ・ボートディングでは、株価下落リスクを負わない状態で議決権を行使することが可能となり、株主利益と企業価値の乖離の問題がより尖鋭化するおそれがある。

さらに、経済・金融情勢の変化を受けて、コーポレート・ガバナンスに関する規制のあり方を巡る議論も盛んであり、そこでは、株主利益を中心とした会社法上の法規整と、労働法や金融規制といったその他の法規整との関係のあり方も問われているように思われる。

すなわち、従来のコーポレート・ガバナンスを巡る議論においては、従業員は会社の利害関係者のなかでも企業価値を高めるインセンティブを持ちうる主体であることから、その利益に配慮する必要性が指摘されてきた。そして、近年のわが国では、非正規雇用の増加や賃金格差の拡大といった雇用慣行の変化、外部労働市場の流動性の低さへの関心の高まり等を背景に、従業員の利益に関する議論が盛んに行われている。そうした議論はさまざまな制度分野に及んでおり、例えば、労働法制や社会保障の拡充によって従業員の利益保護を図ることのほか、会社法上で経営者の義務の内容の拡大を認めることや、従業員の経営参加制度（従業員監査役制度⁴）を創設することも提案されている。

また、例えば、金融機関は、会社法に加え、金融規制⁵の適用を受ける。既に述べたように今般の国際金融危機を受けて欧米を中心に従前の金融規制監督体制の不備が認識され、大幅な見直しが行われているが、将来生じうる事象をすべて予測することは困難であること等を考えれば、常に規制が完全であることを期待することもまた困難であると考えられる。規制についてその不断の見直しを行っていくことは当然としても、仮に規制に不備があったと事後的に判断される場合に、会社法がそれを補完する機能を果たすべきかが問題となりうるように思われる。

わが国の経済の持続的な発展の観点からは、わが国の企業が収益を上げていくことをサポートするにはどのような制度基盤を用意することが望ましいかを問い続けていく必要があり、コーポレート・ガバナンスに関する法規整は、そうした制度基盤の最も重要な要素の1つといえる。したがって、上記のような近年の展開を踏まえ、株主利益の観点からの会社法上の法規整の機能やその他の法規整との関係についてあらためて考察することは、上記のような制度基盤に関する不断の検討の一環

4 なお、法制審議会会社法制部会において一部の委員から提案されている従業員指名監査役制度（後掲注 255 参照）は、従業員のみ利益保護を図るための制度ではなく、従業員によって選任された監査役を置くことにより、企業の不祥事等についての従業員による内部通報を確保することが意図されている。法制審議会会社法制部会第2回会議（平成22年5月26日）議事録参照。同部会におけるその後の議論の整理については、会社法制部会資料2第1の2、会社法制部会資料10第2の3参照。

5 本報告書では、銀行法等のいわゆる業法を通じて行われる金融機関に対する競争制限的規制（参入規制、業務分野規制等）、バランスシート規制（自己資本規制等）等を念頭に置いている。

として有益な作業と考えられよう。

本報告書は、こうした問題意識のもと、日本銀行金融研究所に2010年1月に設けられた「コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会」（以下「本研究会」という。）における議論を事務局の責任において取り纏めたものである。なお、本報告書において意見に亘る部分は、日本銀行または金融研究所の公式見解を示すものではない。

「コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会」メンバー

（五十音順、敬称略、2011年7月時点）

| | |
|----------|-------------------------|
| 石綿 学 | 弁護士（森・濱田松本法律事務所パートナー） |
| 井上 聡 | 弁護士（長島・大野・常松法律事務所パートナー） |
| 大杉謙一 | 中央大学法科大学院教授 |
| 加藤貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 神作裕之 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 神田秀樹 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 後藤 元 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 田中 亘 | 東京大学社会科学研究所准教授 |
| （座長）前田 庸 | 学習院大学名誉教授 |
| 森田 果 | 東北大学大学院法学研究科准教授 |
| 柳川範之 | 東京大学大学院経済学研究科准教授 |

（事務局）⁶

| | |
|------|---|
| 高橋 亘 | 神戸大学経済経営研究所教授（前 日本銀行金融研究所長） |
| 吉田知生 | 日本銀行金融研究所長 |
| 鮎瀬典夫 | 日本銀行情報サービス局長（前 日本銀行金融研究所審議役） |
| 小高 咲 | 日本銀行決済機構局新日銀ネット企画課長 （前 日本銀行金融研究所制度基盤研究課長） |
| 播本慶子 | 日本銀行決済機構局決済システム課オーバーサイトグループ長 （前 日本銀行金融研究所法制度研究グループ長） |
| 高野裕幸 | 日本銀行金融研究所企画役 |
| 山本慶子 | 日本銀行金融研究所主査 |
| 瀧口圭亮 | 日本銀行金融研究所 |
| 丸山靖代 | 日本銀行金融研究所 |

本報告書の構成は次のとおりである。2.では、今般の国際金融危機を受けて、近年、国際機関等により提言された改善策と各国における法制度の見直しの内容を検証することを通じ、これらが従来の株主利益の観点からのコーポレート・ガバナ

6 このほか、米谷達哉（現 日本銀行広島支店長）、高橋治大（現 日本銀行ニューヨーク事務所）が金融研究所在籍期間中、事務局メンバーとして議論に参画した。

ンスに関する規整枠組みにいかなる示唆を与えるかを検討する。3.では、企業価値と乖離した株主利益に基づく議決権行使が行われうる事例として、株式持合い、持合解消信託、エンプティ・ボートイングを取り上げ、これらに関する問題の所在と法的対応のあり方について検討する。4.では、従業員の利益保護が問題となりうるさまざまな局面のうち、企業特殊的人的資本への投資を巡る従業員と株主の利益対立の可能性を取り上げ、従来の理論状況等を踏まえつつ、会社法上の対応のあり方について検討する。5.では、金融規制の適用を受ける株式会社の例として銀行を取り上げ、銀行の取締役の法令遵守義務を巡る問題の考察を通じて、金融規制と会社法の関係について検討を行う。最後に6.では以上の検討の結果を簡単に総括する。

2. 国際機関等によるコーポレート・ガバナンスに関する提言に みる株主の位置付け：わが国の制度との比較を踏まえて

今般の国際金融危機の背景についてはさまざまな議論がなされてきたが⁷、今日では、おおよその合意が形成されている⁸。すなわち、1985年から2005年頃までのマクロ経済的な変動性の低い状態の持続や、国際的な経常収支不均衡の拡大を受けて、米国やEU諸国の多くで不動産バブルが発生し、米国では、サブプライム・ローン（信用力の低い借り手に対する住宅抵当貸付）が急激に拡大したほか、これを原資産とする多様な証券化商品への積極的な投資が行われた。2006年半ばより、米国の住宅価格が全国的に下落傾向に転じ、同ローンの延滞が広範にみられるようになると、関連する証券化商品の価格下落が生じ、市場流動性の低下というかたちで危機が表面化した。こうした状況のもと、金融機関等の経営悪化は進み、2008年9月に大手投資銀行であるリーマン・ブラザーズが破綻すると、国際金融市場の混乱が生じ、深刻な金融危機に発展した。

こうした経験を通じ、従来の金融規制監督体制に欠陥があったことが広く認識されるに至り、欧米を中心にその大幅な見直しが行われている⁹。さらに、近年の国際機関の報告書等では、金融機関のコーポレート・ガバナンスについて、経営者の暴走、すなわち過剰なリスク・テイキングを抑止できなかった等の問題があったことが指摘され、改善策が提言されている。その内容は、個々の企業体レベルでのリスク管理およびガバナンス構造から¹⁰、不適切なリスク・テイクのインセンティブを作

7 例えば、2009年に英国FSAによって公表されたターナー・レビュー（2008年9月に英国FSA会長に就任したターナー卿が取り纏めたもの。FSA [2009]、邦語による紹介文献として、小立 [2009]）、著名な経済学者の有志グループによって公表された2009年のジュネーブ・レポート（Brunnermeier *et al.* [2009]）、同じく2010年のスクアム・レイク・レポート（French *et al.* [2010]）等がある。わが国で金融危機の背景分析を紹介したのも多数あるが、本報告書では、翁 [2010]、池尾 [2010]、岩原 [2010] を参照している。

8 池尾 [2010] 18頁。

9 規制の見直しについては、下記5.参照。

10 FSA [2009] ch. 2.8, Brunnermeier *et al.* [2009] pp. 50–51.

り出しうる報酬設計¹¹等のコーポレート・ガバナンスに関する見直しまで、多岐に亘っている。もっともこれらの提言は、銀行をはじめとする金融機関のみに妥当するものばかりではなく、一般事業会社と共通するものも多い。こうした状況を眺め、一部には、国際金融危機によって、従来の株主利益の観点からのコーポレート・ガバナンスに関する規整枠組みに問題があったことが示されたと捉える見方もある。

以下では、コーポレート・ガバナンスに関する近年の国際機関の報告書等の提言のうち、取締役会の経営監視機能の強化、報酬制度の改善、株主による会社経営への関与の強化に関するものを取り上げ¹²、その前提たる主要国の制度をわが国との比較を交えつつ概観したうえで、提言の内容や各国における制度の見直しの動きが、コーポレート・ガバナンスに関する株主利益の観点からの規整枠組みにいかなる示唆を与えるかを検討する。

(1) 取締役会の経営監視機能の強化

イ. 取締役会に関する制度の現状

(イ) 海外の主要国の現状

取締役会の構造は各国で異なるが、大別すると、業務執行機能と業務執行に対する監視機能（経営監視機能）を同一の機関に所掌させる一層制（unitary board system）と、これらの機能をそれぞれ別の機関に所掌させる二層制（dual board system）がある¹³。

例えば、英米の公開会社の多くは一層制をとる。その取締役会は、業務執行取締役（社内取締役）と非業務執行取締役（社外取締役または独立取締役）から構成され¹⁴、

11 FSA [2009] ch. 2.5(ii), Brunnermeier *et al.* [2009] pp. 52–53, 66.

12 以下での国際機関の報告書等の提言としては、主に、Walker [2009]、Basel Committee on Banking Supervision [2010]、European Commission [2010, 2011]、OECD [2010] を取り上げている。

13 European Commission [2010] では、「経営陣（management）」または「執行役員／業務執行取締役（executive board members/executive directors）」とは、英米法上の一層制における業務執行役員（executive members of unitary board）、大陸法上の二層制における取締役（members of management board in dual board structure）をいい、「非業務執行役員／非業務執行取締役（non-executive board members/non-executive directors）」とは、英米法上の一層制における非業務執行役員（non-executive members of unitary board）、大陸法上の二層制における監査役（members of supervisory board in dual board structure）をいうものとされている。European Commission [2010] p. 6 n. 14. 同 [2011] p. 5 も同旨。

本報告書の用語法もこれに倣い、個別の法制度を前提としない記述においては、前者を「業務執行取締役」、後者を「非業務執行取締役」としている。

14 英国では、上場規則（Listing Rule. LR）において、上場会社は英国コーポレート・ガバナンス・コード（UK Corporate Governance Code）に従うこと（従わない場合にはその理由を開示すること。いわゆる“comply or explain”）が求められており（LR 9.8.6(6)）、同コードにおいて、取締役会議長を除く取締役の過半数が独立取締役であることが求められている（Code B.1.2）。

米国では、ニューヨーク証券取引所規則において、上場基準として、取締役の過半数を独立取締役（independent director）とすること（NYSE Listed Company Manual § 303A.01）、独立取締役から構成される指名委員会・報酬委員会・監査委員会を設置することが義務付けられている（NYSE Listed Company Manual §§ 303A.04–06）。

取締役会は、経営の基本方針の決定のほか、業績評価等の経営監視を行う。

他方、ドイツの公開会社は二層制をとり、業務執行機能を担う取締役から経営監視機能を担う監査役会を分離させている^{15,16}。

一層制と二層制にはこのような違いがあるものの、一層制における取締役会および二層制における監査役会は、いずれも経営監視機能を発揮することが期待されたものであり¹⁷、こうした機関設計はモニタリング・モデルと呼ばれる¹⁸。これらの監視権限は業務執行の妥当性に及ぶほか、業務執行機能を担う機関の構成員についての任免権も認められている¹⁹。

そもそも、経営者は、株主利益の観点からみて妥当な業務執行を行うことが期待されている。モニタリング・モデルは、経営者に対するこうした期待の保護を目的とし、株主に代わり経営監視を行うための機関を設けるものである²⁰。取締役会がその経営監視機能を十分に発揮するため、とくに非業務執行取締役には、経営者の業務執行の妥当性を判断するための高い専門性、および、経営者に対して意見を述べるための十分な独立性を有することが求められる²¹。

(ロ) わが国の現状

わが国の公開会社のうち、とくに大会社がとりうる会社法上の主な機関設計としては、監査役会設置会社と委員会設置会社²²がある。

15 ドイツでは、ドイツ株式法 (AktG) において、取締役と監査役の職務権限が明確に区分されている (AktG §§ 76, 111)。

16 ドイツには、共同決定制度と呼ばれる従業員の経営参加制度が存在し、監査役会の構成員たる監査役の一定期合は、従業員代表から選出された従業員代表監査役から構成される。共同決定制度の概要等については、下記 4. (2) ロ、参照。

なお、ドイツでも、ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コード (Deutscher Corporate Governance Kodex, DCGK) において、監査役会が適切と考える数の独立監査役の設置が求められている (DCGK 5.4.2)。

17 前田 [1998] 559 頁参照。

18 江頭 [2009] 357~358 頁。また、川濱 [1997] 参照。

19 大杉 [2007] 5 頁。

20 落合 [2008] 228 頁。所有と経営が分離した大会社においては、経営と株主の利益対立の可能性から経営者と株主とのエージェンシー問題が生じうるため、その問題解決の一環として、株主に代わって経営者の業務執行を監視する機関が求められると説明されている。同 228~229 頁。

21 米国における取締役会の監視機能は、独立性および専門性を備えた非業務執行取締役たる社外取締役の関与によって担保されている旨を指摘するものとして、川口 [2004] 194 頁等。

22 わが国では、平成 14 年商法改正により創設された委員会設置会社によって、米国型の一層制モニタリング・モデルの採用が可能となったが、上場会社における導入例は少なく、2010 年 10 月時点で、委員会設置会社の形態をとる上場会社は 45 社にとどまっている。社団法人日本監査役協会 HP (2010 年 10 月 6 日付「委員会設置会社リスト」) 参照。金融機関についてみると、委員会設置会社の形態をとるものもあるが、監査役会設置会社の形態をとりつつ任意で委員会を設置するものがある。

なお、委員会設置会社への移行がその企業のパフォーマンスに与える影響を分析した実証研究 (例えば、Eberhart [2011] は、1999~2007 年度の企業データより、委員会設置会社と監査役設置会社の Tobin's Q (株式時価総額と総負債簿価の和を総資産簿価で除したものを) を指標としてパフォーマンスを比較したところ、委員会設置会社を選択した企業のパフォーマンスには有意な上昇がみられるとする。また、清水 [2011] は、2004~08 年の企業データより、委員会設置会社形態の選択と Tobin's Q には有意な負の相関があるとする) や、1998~2004 年度の企業データより、委員会設置会社または執行役員制へ移行する企業は、外部環境の変化、取締役会の規模の拡大および連結子会社数の増加等と有意な関係を持つとする実証研究 (宮島・新田 [2007]) がある。

まず、監査役会設置会社については、取締役会は、業務執行の決定を行うとともに、取締役の職務執行の監督を行い²³、その監督権限は職務執行の適法性および妥当性に及ぶ^{24, 25}。他方、監査役会は取締役の職務執行の監査を行う²⁶。監査役には、監査を行ううえで必要となる強力な調査権限が認められているものの²⁷、その監督権限は、会計監査および業務執行の適法性監査に限定され²⁸、また、業務執行者の選解任権も認められていない^{29, 30}。

次に、委員会設置会社については、業務執行は取締役会が選解任しうる執行役（いわゆる経営者に該当）に委任され、主に取締役会が監督機能を担いつつ、その実効的監督を可能にするために社外取締役が過半数を占める三委員会（指名委員会・監査委員会・報酬委員会）が置かれる。このうち、監査委員会は、執行役等の職務執行を監査するものであり³¹、その権限は業務執行の適法性監査のみならず妥当性監査に及ぶと解されている^{32, 33}。

このようなわが国の委員会設置会社は一種のモニタリング・モデルを採用したものであるといわれている³⁴。モニタリング・モデルを採用している欧米諸国においても、その具体的な制度内容には差異がみられるが、わが国の委員会設置会社の特色としては、第1に、執行役と取締役との兼任が禁止されていないこと³⁵、第2に、

23 会社法 362 条 2 項 2 号。

24 前田 [2009] 496 頁、伊藤ほか [2011] 168 頁 [大杉謙一]。

25 上場会社の取締役会の実態としても、取締役の人数が多く実質的意思決定の場とするに適さず、セレモニー化していることが少なくないこと、また、職務執行の監督の面においても構成員のほぼ全員が代表取締役を頂点とする執行担当階層組織の一員であるため、その頂点にいる代表取締役を効果的に監督することは事実上困難なことが多いこと等を理由に、取締役会は職務執行に対する監督機能を十分に実現していないことが指摘されている。江頭 [2009] 356 頁。

26 会社法 381 条 1 項、390 条 1 項。その構成員たる監査役は業務執行者（取締役、支配人その他使用人等）を兼任することが禁止されている。会社法 335 条 2 項。

27 会社法 381 条 2 項。

28 江頭 [2009] 484 頁。もっとも、近時は、監査役に業務執行の効率性の監査、企業集団の業務の適正の確保等の監査等の権限が与えられている（会社法施行規則 129 条 1 項 6 号）ことを理由に、その権限は妥当性監査にも及ぶという考え方も主張されている。前田 [2009] 496 頁。

29 代表取締役等の業務執行取締役の選解任の権限は取締役会が有している。会社法 362 条 2 項 3 号。なお、監査役の権限を拡大すべきとの議論が存在するが、むしろ取締役制度そのものの改革が必要である旨の指摘がなされている。岩原 [2009] 43 頁等。

30 監査役には取締役の職務執行についての監督権限があり、取締役会にも取締役の職務執行についての監督権限があるため、両者の関係が問題となりうる。会社法は、監査役に対しては監査の手段として各種の権限を与え、かつその地位の独立性を保障していることから、監査役による監査には取締役会による監督に比べてより精緻な監査が期待される一方、取締役会には業務執行取締役等の選解任および業務執行の決定を通じて大局的な立場から業務執行を監督することが期待されていると解されている。前田 [2009] 495～498 頁。

31 会社法 404 条 2 項。

32 江頭 [2009] 520～521 頁。

33 前掲注 30 と同様、ここでも、取締役会の取締役および執行役の職務執行についての監督権限と、監査委員会の取締役および執行役の職務執行についての監督権限の関係が問題となりうる。監査委員会の構成員たる取締役は、適法性監査のみならず妥当性監査の権限も有しており、その独立性も保障されていることから、上記と同様、より精緻な監査が期待され、加えて指名委員会と報酬委員会の権限行使とあわせて、取締役会において強力な監督権限が行使されると解されている。前田 [2009] 498 頁。

34 江頭 [2009] 358 頁。

35 これに対し、ドイツでは執行機関と監督機関の兼任が一切禁止されている（前掲注 15 参照）。

委員会についてのみその構成員の過半数が社外取締役であることが求められ、取締役会の構成員についてはそうした求めがないこと³⁶、第3に、指名委員会および報酬委員会の決定を取締役会が覆すことが認められていない等、委員会の権限が極めて強力であること³⁷、第4に、親会社関係者・重要な取引先の関係者等であっても社外取締役の要件を満たすこと³⁸が挙げられている³⁹。

ロ. 国際機関の報告書等の提言の内容

近年の国際機関の報告書等では、今般の国際金融危機において、とくに金融機関において過剰なリスク・テイキングが行われた背景には、流動性資産のリスク評価方法といったリスク管理に技術上の問題があったことに加え、取締役会の経営監視機能が十分に発揮されなかったことにより、経営者の暴走を許したというコーポレート・ガバナンスに関する問題があったことが指摘されている。具体的には、取締役会が、リスク戦略およびそれに基づくリスク選好度を適切に設定していなかったこと、そして非業務執行取締役の専門性や独立性に問題があったこと等が挙げられている。

これらの国際機関の報告書等では、金融機関の非業務執行取締役の専門性や独立性の向上のため、例えば、非業務執行取締役の選任に当たってはその経験および資質を考慮すべきこと⁴⁰、非業務執行取締役の選任プロセスを厳格化すること⁴¹、非業務執行取締役への委任事項を制限すること⁴²、非業務執行取締役に対して個別の研修を定例的に実施すること⁴³等が提案されている。このほか、外部独立機関を用いた取締役会の業績評価を実施すること⁴⁴、取締役会議長の指導力を強化すること⁴⁵、監

わが国の委員会設置会社における監査委員会の構成員たる取締役については、その過半数が社外取締役であることに加え、全員が、当該委員会設置会社または子会社の執行役・業務執行取締役・支配人その他使用人・会計参与ではないことが求められているが（会社法400条3、4項、331条3項、333条3項1号）、他の委員会の構成員についてはこのような兼任禁止規定は置かれていない。この点、米国はわが国と同様である（江頭 [2009] 508頁）。もっとも、米国では、CEO（執行役員）が取締役会議長を兼任することが多いことは、取締役会によるCEO等の執行役員に対する経営監視機能を実現するうえで問題があるとの指摘がなされている。ミルハウプト [2009] 64頁注28。

36 これに対し、英米では取締役会の構成員の過半数が独立取締役であることが要求されている。前掲注14参照。

37 江頭 [2009] 508頁。わが国でこのような制度が創設された背景については、わが国の現状では取締役に於いて社外取締役が過半数を占めるよう義務付けることは困難であり、したがって委員会レベルにおいてのみ社外取締役の過半数の義務付けを行い、同時に委員会に強い権限を与えることによって、その実効的な監督の実現が意図されたといわれている。同頁、落合 [2010] 127頁。

38 これに対し、英米では社外取締役が「独立性」の要件を満たすことが要求されており（前掲注14参照）、こうした独立取締役からは、親会社関係者・重要な取引先の関係者等は除外されることとなる。

39 以上、江頭 [2009] 508頁、落合 [2010] 127～128頁参照。

40 Walker [2009] pp. 43–46, Basel Committee on Banking Supervision [2010] p. 10.

41 Walker [2009] p. 50 (recommendation 4).

42 金融機関について、European Commission [2010] p. 10。上場会社一般についても同旨の指摘がなされている。European Commission [2011] p. 8.

43 金融機関について、Walker [2009] p. 46 (recommendation 1)、European Commission [2010] p. 11、Basel Committee on Banking Supervision [2010] p. 10.

44 金融機関について、European Commission [2010] pp. 12–13。上場会社一般についても同旨の指摘がなされている。European Commission [2011] p. 8.

45 Walker [2009] p. 16 (recommendation 9)、OECD [2010] pp. 18–19。また、OECDのコーポレート・ガバナンス原則V.I.Eの注釈参照。

督当局による取締役の適格性審査にかかる基準の充実や手続の透明性を図ること⁴⁶等も提案されている。

ハ. 考察

上記の国際機関の報告書等における取締役会の機能強化に関する提案は、今般の国際金融危機の経験を踏まえ、取締役会が経営監視機能を十分に発揮するためには、非業務執行取締役が、経営者の経営判断を監視するための高い「専門性」と、経営者に対して意見を述べるための十分な「独立性」を備える必要があることをあらためて確認するとともに、そうした「専門性」、「独立性」の内容およびその向上の観点から行うべき対応について検討したものとみることができる。

(イ) 専門性の意義

非業務執行取締役が、その経営監視機能を果たすうえで備えるべき「専門性」として、経営判断の妥当性を判断するために必要な当該企業の事業内容等に関する専門的知見を有することが期待されることはいうまでもないが、これに加え、それまでの職歴における経験知識等に基づいた経営に関する知見を有することもまた重要であると考えられる。これらの知見を併せ持つことで、経営者の経営判断が取締役会で承認された経営の基本方針にそっているかどうかを独立した立場から監視するとともに、経営戦略に対し、大局的な見地から助言を行うことが可能となろう⁴⁷。

非業務執行取締役の選任時において、前者の知見、すなわち当該企業の事業内容等に通暁していることを厳格に要求すると、人材を関係会社等に求めることになりがちであり、その独立性の低下、ひいては、取締役会の経営監視機能の低下に繋がるとおそれがある⁴⁸。したがって、非業務執行取締役については、選任の時点で当該企業の事業内容等に関する専門的知見を必ずしも十分に備えていなくとも、経営一般に関する高い識見を有する人材であれば、これを幅広い分野から登用しうることとするのが望ましく、そのためにも、上記のような専門的知見は、選任後に確保することも可能とするような手立てを用意することが適当であると考えられる。

具体的には、非業務執行取締役の業務従事時間には制約がありうることを踏まえ、上記の国際機関の報告書等による提言にあるような個別の研修の定例的な実施等の施策を講じることが考えられる。これに加え、取締役会の開催に先立ち、非業務執

46 OECD [2010] p. 20.

47 現に、わが国の社外取締役にはこうした機能が期待されてきたといえる。商事法務 [2004] 30頁〔久保利英明〕。

48 企業統治研究会 [2009] 4頁は、監視の実効性を確保する観点からは、取引先の銀行、親会社といった当該企業の企業価値の向上に実際の多大な利害を有する者が、当該企業についての知見を有し、かつ、監視にかける努力量が大きいと、専門性を優先した場合の独立性の低下を指摘している。

金融審議会金融分科会 [2009] 10頁は、「社外取締役をめぐることは、当該企業の経営に必ずしも通暁していない者を取締役として選任することには疑問があるとの指摘もあるが、平時における経営者の説明責任の確保、有事における社外の視点を入れた判断の担保や経営者の暴走等の防止・安全弁といった役割が期待され、監督機能の強化の観点からその有効性が指摘されている」とし、独立性を優先した場合の専門性の低下を指摘している。

行取締役の意思決定に必要な事業内容等に関する専門的な情報を内部者が伝達しておくことがとくに重要であろう⁴⁹。

なお、今般の国際金融危機の経験に照らすと、事業内容等に関する専門的知見の向上を図ったとしても、解決に繋がらない問題もあると考えられる。すなわち、今般の国際金融危機の原因の1つとして、サブプライム・ローンの証券化商品の正常な価格形成が困難となったことがあるが⁵⁰、さらにその背景として、証券化商品の裏付け資産についての情報開示が不十分であったという問題が指摘されている。証券化商品の裏付け資産について、投資家に対する十分な情報開示がなされていない以上、金融機関は、投資家として自ら保有する証券化商品はもちろん、そうした商品を用いて自ら組成した証券化商品の適切な評価に必要な情報を入手することはできないと考えられる。したがって、証券化商品を組成した内部者であっても事前に非業務執行取締役に対して正確な情報を伝達することは困難であったといえる。このような問題については、開示制度の拡充による手当が必要であると考えられる⁵¹。

また、今般の国際金融危機のように「業界横断的な熱狂下」にあり正当な判断を下すことが期待できない場合も考えられる⁵²。このような場合については、下記5.で述べるとおり、会社法による対応は難しく、規制による対応が必要であると考えられる。

(ロ) 独立性の意義

既に述べたように、経営者は、その業務執行について株主利益の観点からの妥当性を確保することが期待されているが、株主に代わって経営監視機能を担う取締役会およびその構成員たる非業務執行取締役もまた、株主利益の観点から経営監視を行うことが期待されている。非業務執行取締役の「独立性」は、株主のこうした期

49 上記（前掲注 25 およびそれに対応する本文参照）のとおり、わが国の監査役会設置会社における取締役会の経営監視機能には限界があるといわれているものの、その構成員に内部監査役を含む監査役会は、こうした観点では相当程度の「専門性」を確保するものであると評価できる。また、監査役の調査権限（前掲注 27）は、「専門性」の確保の点で一定の意義を果たしているともみることできる。他方、委員会設置会社の場合には、監査委員会が選定する監査委員についてしか、報告徴収権、業務財産状況調査権等が認められていない（会社法 405 条）。

50 ABCP 市場で流通される証券化商品の価格評価には専門的能力が必要であり、当該商品を扱うトレーダーがその本来価値の評価に基づき購入価格を決定することを通じて、その市場価格は形成される。しかし、サブプライム・ローン問題の顕在化によって生じた流動性スパイラル（liquidity spiral、後掲注 281 参照）により、トレーダーの資金調達力が低下したことから、証券化商品の正常な価格形成が困難となったといわれる。池尾 [2010] 21～22 頁参照。

51 既に証券化商品の裏付け資産情報の透明性ないし追跡可能性の向上のための検討が進んでおり（横山 [2009] 参照）、例えば、わが国では 2009 年 3 月に日本証券業協会により「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ最終報告書」が公表され、日証協自主規制規則が改正されているほか、2009 年 9 月には証券監督者国際機構（IOSCO）により市中協議報告書「証券化商品の流通市場における透明性」が公表されている。

52 例えば、2008 年 9 月に米国連邦倒産法第 11 章手続を申し立てた米国大手証券会社のリーマン・ブラザーズに関する調査報告書によれば、同社においても一定のリスク管理手法が採用され、組織として許容可能なリスクの上限があらかじめ設けられていたが、経営陣によって、かかるリスクの上限の意図的な超過がなされ、また同社に設置されていたリスク管理委員会（Risk Committee）もこれを黙認していたといわれている。安江 [2010] 66 頁。こうした経営判断の是非を裁判所が審査する場合には、「後知恵のバイアス」（後掲注 304 参照）が働く可能性がある。

待を保護するために求められているものと考えられる。

英米においては、証券取引所の上場規則等において、独立性の形式的要件が定められているが、それらが上記のような期待を保護するうえで十分なものであるかどうかについて、今日においても議論がある⁵³。

わが国では、現行会社法における「社外性」の要件は、主に会社との雇用関係という意味での経営陣への従属性を問題とするものであるため、それ以外の利害関係や、親会社への従属性等も問題とする「独立性」を要件とした「独立取締役」を導入すべきとの提言がなされている⁵⁴。わが国の会社は欧米のようなモニタリング・モデルを採用するものではないが、わが国の社外取締役ないしは独立取締役が果たすべき機能を明確化したうえで、それに必要な要件を検討していくことが必要であると考えられる⁵⁵。

(2) 報酬制度の改善

イ. 国際金融危機に至るまでの報酬規制

(イ) 英米における報酬規制の変遷

英米の大規模公開会社においては、経営者（英国における業務執行取締役や米国における CEO 等の執行役員）の報酬の決定権限は、原則として取締役会が有するが、多くの場合、独立取締役から構成される報酬委員会に委譲されてきた⁵⁶。

53 米国においては証券取引所の上場規則、英国においてはコーポレート・ガバナンス・コードにおいて独立性の形式的要件が定められているが（前掲注 14 参照）、これらの形式的要件を満たす「独立取締役」であるからといって、株主の期待に当然に答えられるわけではないとの指摘がある。Zingales [2009] p. 414. 形式的な要件に加えて、実質的な要件を組み合わせた「独立性」の基準を主張するもある。落合 [2008] 233～234 頁。

54 こうした提言は、金融庁、経済産業省、日本取締役協会等によりなされており、東京証券取引所では、独立役員（一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役または社外監査役）を 1 名以上確保することを企業行動規範の遵守すべき事項として規定するに至っている。ただし、こうした動きの前提として、取締役会に期待される役割の内容は必ずしも明らかではない。

55 現在、法制審議会会社法制部会では、社外取締役に期待される機能（例えば、助言機能、経営全般の監督機能、利益相反の監督機能）に鑑み、監査役会設置会社において、取締役のうち一定数、一定割合を社外取締役とすることを義務付けることの是非が検討されている。法制審議会会社法制部会第 4 回会議（平成 22 年 8 月 25 日）資料および議事録ならびに同第 9 回会議（平成 23 年 1 月 26 日）資料および議事録参照。

なお、わが国の企業について社外取締役に導入した企業等にはパフォーマンスの改善がみられるとする実証研究がある（例えば、内田 [2009] は、2003、2004 年度に社外取締役に新規導入または増員した企業には、導入前年度から 3 年後にかけて、会計ベースのパフォーマンス指標である ROE（自己資本利益率）には有意な上昇がみられなかったものの、株式市場ベースのパフォーマンス指標である Tobin's Q（株式時価総額と総負債簿価の和を総資産簿価で除したもの）には有意な上昇がみられるとする。Saito [2010] は、1996～2006 年の間に社外取締役に新規導入した企業について、社外取締役がまったく存在しなかった企業がその導入を発表した際には正の株価反応がみられ、また、ROE には、その後数年に亘り、有意な上昇がみられるとする）。

56 伊藤 [1997b] 421 頁。あるいは、報酬委員会には取締役会が決定した報酬に対して勧告を行う権限のみが付与される場合もある。

これらの会社の報酬制度をみると、今般の国際金融危機の発生以前より、経営者に対する業績向上のインセンティブ付与の観点から、業績連動型報酬や、ストック・オプション等のエクイティ報酬が積極的に利用されてきた。これに伴い報酬の高額化が顕著となったことから、報酬制度のあり方に関する議論が盛んに行われるようになり、これを受けた規制の発展もみられるに至った⁵⁷。

英米における報酬規制の手段としてとくに重視されてきたのが開示制度である。英国では、2002年に、取締役の報酬に関する情報開示の拡充を目的とした取締役報酬報告書（Directors' Remuneration Report: DRR）の作成および開示が求められた⁵⁸。米国でも、1990年代より、漸次、CEO等の執行役員に対する報酬開示規則の厳格化が進められ⁵⁹、要約報酬表（Summary Compensation Table）等による役員の報酬額の開示、報酬委員会報告書による株主への説明、会社業績と市場全体の動向を比較する資料の開示等、極めて詳細な開示が求められた⁶⁰。

さらに、英国では、2002年に、エクイティ報酬以外の報酬について株主投票の実施を義務付ける制度（advisory vote of shareholders）が導入され（いわゆる「say on pay」）、取締役報酬報告書が年次株主総会の決議に付されることとなった⁶¹。当該決議の効力は勧告的なものに過ぎないが、株主が経営者報酬に対し意見を述べる機会を設けることを通じて、経営者による業務執行、および経営者報酬の決定権限を有する取締役会⁶²による経営監視について、株主利益の観点からの妥当性を確保すること

57 米国では、経営者の報酬額と業績の連動に対する機関投資家を中心とした株主の関心の高まり等を背景として、1990年代初頭より経営者の高額報酬が問題となっていた。伊藤 [1997a] 230頁。英国でも、ほぼ同時期に経営者の高額報酬に対する批判の高まりがみられている。伊藤 [1997b] 404頁以下。

58 UK Companies Act 2006 s. 420. LR 9.8.8. Davies [2008] p. 385.

59 1992年に、SECは、証券取引法上の開示項目について統一的な定めを置くレギュレーション S-K のアイテム 402（SEC Regulation S-K Item 402, 17 C.F.R. § 229.402）を改正し、報酬開示規制を大幅に拡充した。伊藤 [2006] 1026~1027頁。

このほか、1993年には内国歳入法典が改正され（Internal Revenue Code § 162(m), 26 U.S.C. § 162(m)）、報酬のうち業績連動型報酬ではないがその金額が100万ドルを超える部分についての損金算入が認められなくなった。他方、業績連動型報酬については、一定の要件を満たせば、金額にかかわらず損金算入が認められることになった。さらに、2001年末から2002年にかけてのエンロン等の企業不祥事と破綻に対応して制定された2002年のサーベンス・オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）によって、1933年証券法（Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § 77a et seq.）および1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78a et seq.）が改正されるとともに、それを受けたSEC規則の改正、さらにニューヨーク証券取引所等の上場規則の改正がなされた。同規則では、上場の要件として、取締役の独立性、独立取締役によって構成される監査委員会、指名・コーポレート・ガバナンス委員会（nominating/corporate governance committee）および報酬委員会の設置が求められたほか、報酬委員会の権限と義務が定められた（前掲注14参照）。以上、伊藤 [2006] 1038~1039頁参照。

60 SEC Regulation S-K Item 402, 17 C.F.R. § 229.402. 現在では、例えば、開示対象となる執行役員とは、CEO、CFOおよびその他報酬の高い3人の執行役員（ただし最新事業年度の給与および賞与の合計額が10万ドルを超えている場合）等となっている。17 C.F.R. § 229.402(a)(3). なお、2010年の金融規制改革法（通称「ドッド=フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）」。「ドッド=フランク法」とも呼ばれる）によって、実際に支払われた報酬と会社の業績との関係を開示事項に追加することとされている。Dodd-Frank Act § 953(a), adding Securities Exchange Act of 1934 § 14(i), 15 U.S.C. § 78n(i). SEC Regulation S-K Item 402, 17 C.F.R. § 229.402.

61 UK Companies Act 2006 s. 439.

62 前掲注56およびそれに対応する本文参照。

を目的としたものといわれている⁶³。なお、米国においても、こうした制度を導入すべきとの議論は存在していたが、今般の国際金融危機以前は実現に至らなかった⁶⁴。

これに対し、エクイティ報酬については、株主の持分を希釈化する可能性があるため、勧告的決議にとどまらず、株主による承認決議を求めるという規律を設けることが有用であるとされてきた。すなわち、将来に亘る会社の業績により生じる株主の利益を取締役の報酬に投入し、株主の持分を希釈化するような効果を持つストック・オプションの付与といったエクイティ報酬については株主の承認が求められるべきと考えられた⁶⁵。このため、英国では、取締役に対するエクイティ報酬の付与は、株主の承認に付すこととされてきた⁶⁶。米国も、同様の状況であった⁶⁷。

(口) わが国の状況

わが国の会社法は、監査役会設置会社の取締役の報酬額あるいは報酬の算定方法を、定款または株主総会の決議で定めることとしている⁶⁸。その趣旨は、取締役自らが高額な報酬を定めることによって株主の利益を害することを防止すること（お手盛り防止）にあると解されてきた^{69,70}。

これに対し、委員会設置会社については、定款または株主総会決議ではなく、報酬委員会が、執行役等の個人別の報酬等の内容を決定することとしている⁷¹。すな

63 伊藤 [2003] 31 頁参照。株主総会において取締役の報酬を決定する機会を株主に付与できないこととして、取締役の報酬は株主による賛成・反対という票決になじむものではなく、実務上、取締役はその選任時に報酬について合意する必要があることが挙げられている。Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance [1992] para. 4.43 (Cadbury Report)。伊藤 [2003] 16～17 頁。

64 米国における「say on pay」の導入の是非を巡る議論の概要は、尾崎 [2010] 177～185 頁。後掲注 101 に対応する本文参照。

65 Study Group on Director's Remuneration [1995] paras. 5.28–33 (Greenbury Report), Hampel Committee [1998] paras. 4.20–21 (Hampel Report)。伊藤 [2003] 17 頁。

66 LR 9.4.

67 ニューヨーク証券取引所では、従来、ストック・オプション等のエクイティ報酬の付与に伴う希釈化の可能性への対応策としては株主による承認が必要であるとして、以前より一定のエクイティ報酬については株主の承認を要することとされていたが、2003年に改正された上場規則では、株主の承認を要するエクイティ報酬の範囲が拡大された。

68 会社法 361 条 1 項。

69 例えば、上柳・鴻・竹内 [1987] 386 頁〔浜田道代〕。

当該規定の目的は、高額な報酬が株主の利益を害する危険を排除することにあるため、定款または株主総会決議によって、個々の取締役ごとに各事項を定める必要はなく、取締役全員に支給する総額等のみを定め、各取締役に対する具体的配分は取締役の協議等に委ねることでよいとする見解もある。江頭 [2009] 416 頁。

なお、そもそも取締役は株主総会が選任するのであるから、報酬についても選任の条件として株主総会が決定すると考えるべきとの指摘もある。神田 [2011] 215 頁。

70 わが国の取締役の報酬がもたら「お手盛り防止」の観点からの議論がなされてきた要因としては、第 1 に、従来わが国の取締役の報酬の実態、すなわち、役職に応じてゆるやかに増額していく固定給中心のものであり、金額もさほど高くないという実態からは、取締役の報酬の決定が経営者の監督・インセンティブ付与手段としての機能を有するという発想は生まれにくいということ、第 2 に、会社法 361 条 1 項が「お手盛り防止」を目的とした規定であることが強調されることにより、かえって、取締役の報酬の決定が経営者の監督手段やインセンティブ付与手段としての機能を有することが意識されにくかったということが指摘されている。伊藤 [2003] 45～46 頁。

71 会社法 404 条 3 項。報酬委員会は、執行役等の個人別の報酬等の内容を決定する方針を定めたいうで、それに従って報酬の種類ごとに一定事項を決定する。同法 409 条。

わち、委員会設置会社では、報酬委員会の構成員の過半数を占める社外取締役が中心となって経営に対する監督の一環として、経営者の報酬を決定する⁷²。

また、わが国の会社法は、これらの経営者の報酬について、事業報告における開示を求めてきた⁷³。もっとも、これは、経営者の報酬等の個別開示を義務付けるものではない⁷⁴。

他方、わが国における経営者の報酬の実態をみると、そもそも、その水準が欧米に比して総じて低いうえ⁷⁵、業績に対する感応度も低く⁷⁶、英米のように、業績向上に向けたインセンティブ付けの手段としての積極的な利用はさほど多くはなかったとみられる⁷⁷。その理由については、例えば、法人税法上、役員給与の損金算入が認められるための要件が比較的厳格であったことが、業績連動型報酬の導入の障害になっていたとも考えられる⁷⁸。

ロ. 国際機関の報告書等の提言の内容と各国における制度の見直し

近年の国際機関の報告書等は、報酬制度は、その仕組み次第で、短期的な利益追求を目的とした経営者による過剰なリスク・テイキングを引き起こしうることを指摘している⁷⁹。今般の国際金融危機では、そうした仕組みの実例として、短期の業績に対する賞与に大きく依存した報酬制度が多くみられたことのほか、経営者は、自ら執行した取引による収益あるいはそれにより高く評価された株価に基づいていったん報酬を受領すれば、その後当該取引に伴うリスクが顕現化し、既に受領した報酬が過大であったと評価されることになった場合にも、法的にはその返還を求められなかったこと——いわば「失敗に対する報酬 (rewards for failure)」が支払われていたこと等を挙げている。

72 伊藤ほか [2011] 216 頁 [伊藤靖史]。

73 事業報告において記載すべき事項の1つに、「株式会社の会社役員に関する事項」がある(会社法施行規則119条2号)。当該事項には、当該年度にかかる取締役等の報酬等の総額(同則121条4号)、および、報酬等の額またはその算定方法にかかる決定に関する方針の概要が含まれ(同条5号)、後者については委員会設置会社でない会社は省略することが認められている(同条柱書但書)。

74 相澤・郡谷 [2006] 8 頁。

75 例えば、久保 [2010] 138~139 頁。

76 わが国の経営者(社長)の報酬に占める賞与の割合は小さく、ほとんどが基本給(定期同額給与)であるといわれている。久保 [2010] 148 頁。そうした報酬制度のもとでは、業績悪化による報酬の減額が行われ難いといわれている。

77 近年では、業務執行を監督する機関としての取締役会が、監督のための手段として、取締役の報酬の決定権限を活用すべきとの指摘がなされている。例えば、伊藤 [1997a, b, 2003] 等。

78 米国では、業績連動型報酬については広く損金算入が認められているのに対し(前掲注59参照)、わが国では、法人が役員に対して支給する給与については、定期同額給与、事前確定届出給与、利益連動給与のいずれにも該当しないもの(法人税法34条1項)、および、それらに該当するものであっても、不相当に高額であるもの(同条2項)、仮装隠蔽によるもの(同条3項)は、損金算入が認められていない。

そして、業績連動型報酬が利益連動給与に該当するためには、その法人の業務執行役員のすべてに対して支給し、かつ、その算定根拠をすべての役員について開示する必要がある。白土 [2010] 117~118 頁。もっとも、後掲注97参照。

このほか、そもそも大企業においては年俸制の普及により、賞与を支給するケース自体が減っているとの指摘もある。嶋 [2011] 74 頁。

79 European Commission [2010] pp. 19-20, 同 [2011] p. 9, OECD [2009] p. 12.

こうした認識に基づき、これらの国際機関の報告書等は、金融機関の経営者等⁸⁰については長期的な利益の創出を重視するように動機付ける報酬スキームを確立することを提案しており^{81, 82}、例えば米国では、経営者の短期的利益の追求を促進する可能性のあるストック・オプション等のエクイティ報酬に対する規制が提案されている。すなわち、エクイティ報酬を受ける経営者は、オプションの行使等で得られた株式の売却価格が高いほど多くの利得を得る。このため、経営者は売却時の株価を一時的に高騰させるインセンティブを有しうることから、売却時点の選択について何らかの制約を課すこと（制限付株式賞与（restricted stock）、すなわち、退職後数年間は処分できない株式⁸³や一定期間経過後に段階的にしか処分できない株式⁸⁴の付与）が提案されている。また、経営者は、エクイティ報酬を受け取る時点の株価が低いほど利得を得る可能性が増す。このため、内部情報を利用して、株価が会社の実際の業績に照らして相対的に低い時点をエクイティ報酬を受け取るタイミングとして選択するインセンティブが生じうることから、エクイティ報酬の授与のタイミングの選択についても制約を課すことが提案されている⁸⁵。

このほか、上記の国際機関の報告書等では、報酬に対する取締役会による監視を強化すること等が提案されている⁸⁶。さらに、報酬方針を企業および株主の長期的な利益に即したものとするために、株主に対する報酬方針の開示や⁸⁷、意見の表明の

80 なお、報酬制度が短期的な利益追求を目的とした経営活動をもたらすという問題は、金融機関の経営者だけでなく、トレーダーのようなリスク・テイク活動に携わる地位の者、さらには、一般事業会社にも妥当する問題であるとする。例えば、OECD [2009] pp. 12, 16。

81 もっとも、例えば、OECD 原則等においては、金融危機の発生以前より、業務執行取締役は、株主のインセンティブと合致するように、当該企業の株式を一定数保有すべきである旨が定められていたが、破綻した金融機関において長期的利益の確保に資するような CEO による極めて高い割合の株式保有がみられたことを指摘する調査もあることが紹介されている。OECD [2009] は、報酬およびインセンティブ設計がもたらす影響を指摘しながらも「銀行一般およびコーポレート・ガバナンスにおける報酬制度の実際の位置付けを決するにはさらなる調査が必要である」として、その判断を留保している。OECD [2009] p. 14。このほか、報酬によって、株主の利益と一致するようインセンティブ付けられた経営者の業績は悪くなるとする実証研究もある。Fahlenbrach and Stulz [2011]。

82 European Commission [2010] p. 39。

83 Bhagat and Romano [2009] p. 363。尾崎 [2010] 186～187 頁。これによって、経営者の短期的利益追求は抑制され、仮に長期的利益の向上が見込まれなければ、同株式の処分時には株価が下落することになるため、過払いのボーナスの返還（いわゆるクローバック。後掲注 93 およびそれに対応する本文参照）を求めが必要なくなるとする。Bhagat and Romano [2009] p. 366。

84 エクイティ報酬の処分可能時期を退職にかからしめると、経営者は退職時期をコントロールしうするため、結局のところ、その短期的利益の追求を防ぐことができないと指摘する。Bebchuk and Fried [2010] pp. 1926–1935。

85 Bebchuk and Fried [2010] pp. 1936–1942。

さらに、株価の下落リスクを回避するデリバティブ等の取引は、エクイティ報酬のインセンティブ効果を害しうることから、こうした取引の禁止も提案されている。Bebchuk and Fried [2010] pp. 1951–1956。Bhagat and Romano [2009] pp. 367–368。

また、金融機関の取締役に対するストック・オプションの付与を金融危機の原因の 1 つとして指摘する見解もある。当該見解は、取締役の報酬制度は、株主だけではなくそれ以外のステイクホルダーを含めた利益に連動したものとすべきであるとし、金融機関の取締役の報酬は優先株式や社債といった普通株式以外の証券にも連動して設計すべきであるとしている。Bebchuk and Spamann [2010] pp. 283–285。

86 金融機関について、European Commission [2010] p. 38。

87 OECD [2010] p. 10。OECD のコーポレート・ガバナンス原則では、取締役の報酬決定といった利益相反の

機会の付与⁸⁸を通じ、株主による報酬制度に対するコントロールを強化することが提案されている。

これらの議論を受け、米国では、従来より導入提案のあったいわゆる「say on pay」が、金融規制改革法（ドッド＝フランク法）による1934年証券取引所法の改正によって導入された⁸⁹。具体的には、会社は、少なくとも3年に一度、定時株主総会等において、SECの求める報酬開示の対象となっているCEO等の執行役員⁹⁰の報酬について、株主総会決議に付すこととされている⁹¹。もっとも、英国と同様、当該決議の効力は勧告的なものに過ぎず、会社あるいは取締役会に何らかの義務を発生させるものではないとされている⁹²。さらに、米国では、同じく金融規制改革法による1934年証券取引所法の改正によって、会社と役員との間の報酬契約にリスク調整規定（いわゆるクローバック（clawback）条項）⁹³を設けることが義務付けられた⁹⁴。

わが国では、従来から、取締役の報酬につき株主総会の決議で定める等の規制がなされてきた（会社法361条1項）⁹⁵。そのほか、金融危機発生後、経営者の報酬はそのインセンティブ構造等の観点から株主等にとって重要な情報であり、非常に高額な報酬やストック・オプションの付与は経営者の経営姿勢を過度に短期的なものとするおそれがあるとして、報酬開示規制の充実の必要性が指摘された⁹⁶。上述のとおり、会社法は、同法上の開示書類である事業報告における取締役等の報酬等の個別開示を義務付けていないことから、金融商品取引法において、「企業内容等の開示に関する内閣府令」（以下「企業内容開示府令」という。）の改正を通じ、取締役等の報酬の決定方針の開示や一定額を超える報酬の個別開示が義務付けられることとなった^{97, 98}。

可能性がある事項については、非業務執行取締役を任命し、これを決定させることを検討すべきとされていたが（OECDのコーポレート・ガバナンス原則V.I.E.1）、多くの場合、そういうかたちの決定は行われていなかったと指摘されている。OECD [2010] p. 10.

88 OECD [2010] pp. 11–12. 報酬方針に対する株主の関与についても、OECDのコーポレート・ガバナンス原則に定めがあったものの（OECDのコーポレート・ガバナンス原則II.C.3）、当該原則は必ずしも広く実施されていたわけではなかったことが指摘されている。すなわち、いわゆる「say on pay」制度は、いくつかの法域でさまざまなかたちによって導入されていたが、当該制度のみでは報酬水準の急速な上昇の抑止に積極的な役割を果たしえなかったことが指摘されている。

89 Dodd-Frank Act § 951, adding Securities Exchange Act of 1934 § 14A, 15 U.S.C. § 78n-1.

90 前掲注 60 参照。

91 Securities Exchange Act of 1934 § 14A(a), 15 U.S.C. § 78n-1(a).

92 Securities Exchange Act of 1934 § 14A(c), 15 U.S.C. § 78n-1(c).

93 クローバック条項とは、一般には、業績連動報酬の基礎となる業績に誤りがあったとき、あるいは、エクイティ報酬の基礎となる株価が不当であったときに、水増しされた業績連動報酬またはエクイティ報酬分を会社に返還させることであるといわれている。ここで念頭に置かれているのは主に財務諸表の不実記載の場合であるが、そのほかにも、ある業務に伴うリスクがその執行の時点では顕在化していなかったために、株式が過大評価されていた場合、後にそのリスクが顕在化したときに、当該過大評価分を返還させる手段として利用されることが想定されている。以上、尾崎 [2010] 193 頁参照。

94 Dodd-Frank Act § 954, adding Securities Exchange Act of 1934 § 10D, 15 U.S.C. § 78j-4.

95 前掲注 68 およびそれに対応する本文参照。

96 金融審議会金融分科会 [2009] 13 頁。

97 個別開示については、総額1億円以上の者については、役員ごとに、氏名、役員の区分、提出会社の役員としての報酬等の総額およびその総額の種類別の額を個別に開示することが義務付けられている（企業内容開示府令2号様式・記載上の注意(57) a (d)）。

この間、経営者は、報酬を受領した後にその基礎となった取引に伴うリスクが顕現化した場合であっても、当該報酬の返還を求められないという点においては、わが国も欧米と同様の問題状況にあるといえるが、上述のとおり、わが国の報酬水準が概して低いことや業績に対する感応度も低いこと等もあって、クローバック条項の義務付けに向けた議論は現時点ではあまり聞かれないうちに思われる。

ハ. 考察

上述のとおり、英米の報酬規制は開示規制を中心としながら、近年では、開示された情報に基づき株主が報酬制度に関与すること、いわゆる「say on pay」制度の導入がみられている。同制度のもとでは、株主は、株主総会決議を通じて、経営者の報酬についての意思を示すことができる。もっとも、その決議の効力は勧告的なものにとどまり、会社ないし取締役会に対する何らかの義務を課すものではない。

既に述べたように、このような「say on pay」制度は、経営者による業務執行および取締役会による経営監視に関する株主利益の観点からの妥当性の確保に資するものと考えられているが、これに対しては、株主は報酬について適切な判断を行うのに十分な材料を有していないこと⁹⁹、その結果、議決権行使助言会社の作成したガイドラインに基づく一律的な議決権行使が行われ、それによる弊害が発生しうること¹⁰⁰、勧告的な決議によっては報酬に対する意見を会社に対して十分に伝えることはできないことといった限界が指摘されている¹⁰¹。

英米において、従来、報酬制度が経営者の業績向上へのインセンティブ付与の手段として積極的に利用されてきた背景には、株価の上昇は株主の利益となり、経営者の報酬を株価と連動させることは株主利益に資するという見方があったようにみえる。しかしながら、今般の国際金融危機においては、経営者の報酬と株主利益との関係について、必ずしもそうした見方に即したものではないものもみられたといえる。すなわち、経営者は、住宅価格の全国的下落というテール・リスク（極めてまれにしか起こらないものの顕在化すれば多大な損失が生じるリスク）を伴う取引を行うことにより収益を上げれば、上昇した株価に基づいて多額の報酬を受け取ることができ¹⁰²、その任期終了後に当該リスクが顕在化し会社に多大な損失が発生し

これにより、総額1億円以上の報酬については、法人税法上の利益連動給与（前掲注78参照）に該当し、損金参入が可能となるため、業績連動型報酬を導入するうえでの障害はなくなったといえる。

98 わが国の公開会社（委員会設置会社を除く）では、株主が取締役等の報酬の決定に深く関与していること（前掲注68に対応する本文）、さらに、報酬開示規制の強化とあいまって、英米のいわゆる「say on pay」に比べ、より進んだ状態にあると評価する見解がある。松尾・太田 [2010] 25頁。他方、委員会設置会社については、報酬委員会が、執行役等の個人別の報酬内容の決定に関する方針を定めたうえ、それに従って、執行役等の報酬を個人別に決定する（前掲注71参照）。会社法および同施行規則においては、当該方針はその「概要」のみを事業報告書で開示すればよいとされているため（前掲注73参照）、この点は米国の報酬開示規制の方が厳しいとする。松尾・太田 [2010] 25頁。

99 Gordon [2009] pp. 329–335.

100 Gordon [2009] pp. 347–348.

101 尾崎 [2010] 182–183頁参照。

102 池尾 [2010] 20頁。

でも既に受け取った報酬を返還させられることはなかったのに対し、株主は、損失が発生すれば常にそれを蒙る立場にあったといえる。

こうした問題に対しては、経営者について長期的な利益の創出を重視するように動機付ける報酬スキーム（クローバック条項等）を導入することが有効な対応の1つとなりうる。また、株式市場が効率的であれば、テール・リスクは株価に反映されると考えられることから、株主には、そうしたリスクを伴う取引の実施に繋がりを要するような、短期的な業績に連動した報酬制度を承認しないインセンティブがあると考えられる。そうであるとすれば、経営者の報酬に、株主によるコントロールを認めることにも一定の意義があると考えられる¹⁰³。

他方、株式市場は効率的でなく、短期的な業績に反応して株価が動き、株主はもっぱら株価上昇時に売り抜けることによって利益を獲得しようとするという前提に立つと、株主はテール・リスクを伴う取引の実施に繋がりを要する報酬制度であっても、それを承認するインセンティブがあると考えられる。また、今般の国際金融危機では、経営者だけでなく、株主によってもまた短期的な利益追求がなされたとの指摘も存在する。仮にそうした株主を前提とするならば、報酬制度に関する株主の権限強化は、むしろ経営者による短期的利益の追求を助長するとの見方もありえよう。ただ、そうした見方を裏付ける実証的な研究は見当たらず、他方で、機関投資家が増加すれば経営者による短期的な利益追求が減少することを裏付ける実証研究があるとの指摘がなされている¹⁰⁴。

(3) 株主による会社経営への関与の強化

イ. 株主提案権に関する制度の現状

(イ) 英米の現状

株主は主に議決権の行使を通じて会社経営に関与する。これに加え、株主の会社に対する議案の提案権（株主提案権）も重要な意義を有する。

こうした株主提案権の実効性を確保するためには、株主から会社に対する議案の提案が広く認められ、かつ、株主が提案した議案を他の株主に通知するよう会社に対して請求することが認められる必要がある¹⁰⁵。とくに後者の観点から各国では、一定の株主提案を株主総会の招集通知等に記載することを会社に義務付ける立法例がみられる。主要国の例をみると、①提案権者である株主の持株要件を高く設定する一方、株主総会の招集通知等への記載義務の対象となる提案事項を制限しないケース

103 もっとも金融機関については、セーフティネットの存在により株主のリスク許容度が増しうると考えられることから、報酬に対する株主の関与が、過剰なリスク・テイキングに対する十分な対処となるかについて疑問が呈示されている。尾崎 [2010] 159～160 頁。

104 Zingales [2009] p. 415.

105 なお、わが国では、前者の権利は議案提案権、後者の権利は議案要領通知請求権と呼ばれ、両者をあわせたものが株主提案権と呼ばれている。後掲注 120 参照。

(英国、フランス等)と、②提案権者である株主の持株要件を低く設定する一方、株主総会の招集通知等への記載義務の対象となる提案事項に制限を加えるケース(米国、ドイツ等)に分類される¹⁰⁶。

例えば、英国では、原則として、会社は、議決権付株式の5%以上を有する株主等¹⁰⁷によってなされた提案事項はすべて¹⁰⁸、株主総会の招集通知に記載する義務を負うとされている¹⁰⁹。それに加えて、株主総会の開催日前の会計年度末までに株主提案が提出された場合には、会社が株主提案にかかる費用を負担することとされている¹¹⁰。これに対し、米国では、会社は、議決権付株式の1%以上を有する等の株主¹¹¹によってなされた提案事項のうち、一定のものについてのみ¹¹²、委任状説明書に記載する義務を負うとされている¹¹³。

英米における取締役の選解任に関する株主提案権をみると、英国では、取締役の選任権については、会社法ではなく定款により定めることとされており、必ずしも株主に認められるものではない¹¹⁴。これに対し、取締役の解任権については、会社法において株主に認められており¹¹⁵、会社は、これにかかる株主提案を株主総会の招集通知に記載する義務を負う。他方、米国では、取締役の選解任権はいずれも会社法において株主に認められているが¹¹⁶、従来は、株主による取締役の選解任に関する提案について、会社は委任状説明書へ記載する義務を負わないものとされていた¹¹⁷。そうしたなか、近年に至ってようやく、会社は、一定の株主によってなされた取締役の選任手続に関する提案を委任状説明書に記載する義務を負うものとされ¹¹⁸、

106 江頭 [2009] 308 頁。

107 提案権者は、議決権付株式の5%以上を保有する株主、または1人当たり平均100ポンド以上の払込済株式を保有する100人以上の株主に限定されている(UK Companies Act 2006 s. 338(3))。

108 例外として、提案事項については、決議が可決されたとしても法令や定款等に反する等の理由により有効ではないもの、名誉を棄損するもの、および詐害的あるいは濫用的なものは除外されている(UK Companies Act 2006 s. 338(2))。

109 UK Companies Act 2006 s. 339.

110 UK Companies Act 2006 s. 340.

111 提案権者は、株主提案がなされた日において、既に1年以上の間、議決権付株式の1%以上、あるいは市場価値にして2,000ドル以上の議決権付株式を保有し、かつ株主総会開催日まで継続保有している者に限定されている(17 C.F.R. § 240.14a-8(b))。

112 詳細かつ広範な例外が定められており、取締役の選解任に関する提案についても除外されている。17 C.F.R. § 240.14a-8(i)。

113 Securities Exchange Act of 1934 § 14(a), 15 U.S.C. § 78n(a). 17 C.F.R. § 240.14a-8.

114 Davies [2008] p. 378.

115 UK Companies Act 2006 s. 168.

116 例えば、デラウェア州会社法(Delaware General Corporation Law)では、原則として、株主は取締役を選任しうる(8 Del. C. § 216(3))、および、株主は、理由の有無にかかわらず取締役を解任しうるが、期差制取締役制度(取締役の任期満了年をずらし、毎年一部の取締役についてのみ任期が満了する制度)が採用されている場合は、定款に別段の定めがない限り、株主は理由がなければ取締役を解任することができない(8 Del. C. § 141(k))。

117 従来は、取締役の選解任に関する提案は、会社が委任状説明書に記載する義務を負う株主提案の範囲から除外されており、会社は、株主の要求により、その株主に株主名簿を提供するか、株主提案に関する資料をその株主の費用負担により全株主に対して送付することとされていた。ミルハウプト [2009] 113~115頁。

118 金融制度改革法により、会社は、一定の株主によってなされた取締役の選任に関する提案を委任状説明書に記載するものとする(Proxy Accessと呼ばれる)ための規則を制定する権限がSECに付与され

取締役の選任に関する株主提案権の拡充が図られたといえる。もっとも、取締役の解任に関しては、未だこうした義務は定められていない。

(ロ) わが国の現状

わが国では、従来、会社法により、株主は、株主総会において、株主総会の目的である事項につき議案を提出することが認められている¹¹⁹。さらに、会社法では、議決権付株式の1%以上を有する等の株主は、取締役に対し、一定の事項を株主総会の目的とすることを請求することができ、また、その提案内容を株主総会の招集通知に記載するよう請求できると定められている¹²⁰。かかる提案事項は、当該株主が議決権を行使することができる事項に限られるが、わが国の会社法では株主に取締役の選解任権が認められており¹²¹、かつ、上記の規定によって、会社は、株主による取締役の選解任に関する株主提案を株主総会の招集通知に記載する義務を負うこととされている。

ロ. 国際機関の報告書等の提言の内容

近年の国際機関の報告書等では、今般の国際金融危機において、株主のなかには、短期的な投資戦略を持っていた者や会社経営に適切に関与していなかった者がみられたことが指摘されている¹²²。そこで、これらの国際機関の報告書等では、株主は長期的な視点から会社の業績向上に向けた建設的な関与を行うことのほか¹²³、株主は議決権行使指針や行使結果を開示すること¹²⁴、さらに株主が協力し合うための何らかの仕組みを創設すること¹²⁵等が提案されている。

(Dodd-Frank Act § 971, amending Securities Exchange Act of 1934 § 14(a), 15 U.S.C. § 78n(a))、SECはProxy Accessを義務付ける旨の規則(17 C.F.R. § 240.14a-11)の制定やその他の株主提案に関する規則(17 C.F.R. § 240.14a-8)の改正を行った。しかし、前者の規則については、その取消訴訟が提起され、2011年7月22日に連邦控訴裁判所により同規則は違法・無効であるとの判決が下された(Business Roundtable and Chamber of Commerce of the U.S. v. Securities and Exchange Commission, No. 10-1305 (D.C. Cir. July 22, 2011))。このため、当該規則の施行は断念されたが、後者の規則(17 C.F.R. § 240.14a-8)は引き続き有効であるほか(当該規則により、株主は定款変更によるProxy Accessの導入を提案しやすくなった)、SECは引き続き株主による取締役の選任に関する提案を容易化する方法の模索を行う旨表明している(<http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-179.htm>)。

119 会社法 304 条。

120 公開会社においては、総株主の議決権の1%以上または300個以上の議決権を6ヵ月前から有する株主は、取締役に対し、株主総会の日の8週間前までに、一定事項を株主総会の目的とするよう請求することができる(会社法 303 条 2 項、325 条。議案提案権と呼ばれる)ほか、その議案の要領を株主に通知するよう請求することもできる(305 条 1 項、325 条。議案要領通知請求権と呼ばれる)。両者をあわせたものが株主提案権と呼ばれている。江頭 [2009] 307 頁。

121 会社法 329 条 1 項、339 条 1 項。

122 金融機関について、European Commission [2010] pp. 23, 25、上場会社一般について European Commission [2011] p. 11。

123 Walker [2009] pp. 87-89 (recommendation 22)。

124 European Commission [2010] pp. 26-27。機関投資家およびアセット・マネージャーは、2009年11月に英国のInstitutional Shareholder Committeeによって定められた規範(「Stewardship Code」と呼ばれる)を遵守することが提案されている。また、European Commission [2011] pp. 11-12。

125 European Commission [2010] pp. 28-29、同 [2011] p. 14。

八. 考察

取締役会がその経営監視機能を十分に発揮しえず、経営者による過剰なリスク・テイキングを抑止できないといった問題の背景には、取締役による業務執行および取締役会による経営監視が、株主利益の観点からみて妥当なものではなかったという問題があると考えられる¹²⁶。そうした問題に対処するためには、上記の国際機関の報告書等による提言にあるように、株主の議決権等の行使をより有効なものとするための方策を講じることのほか、取締役の選解任に関する株主提案権等を通じ、株主の権限を強化することが有効であると考えられる。こうした観点から、取締役が株主の影響力から保護される度合いを現在よりも弱め、株主による取締役の交替の脅威をより現実的なものとするべきであるとの見解も示されている^{127, 128}。

(4) 小括

近年の国際機関の報告書等は、従来のコーポレート・ガバナンスによっては経営者による過剰なリスク・テイキングを抑止できなかったとの認識に立ち、その改善策を提言している。もっとも、主要な提言の内容やその後の立法対応をみる限り、これらは、従来の株主利益の観点からの規整枠組みを否定するものではなく、むしろその機能向上のための方策を検討したものと評価できる。

すなわち、取締役会は、いわゆるモニタリング・モデルのもと、非業務執行取締役を中心として、経営者の業務執行の成果が株主利益最大化の観点から妥当なものかどうかを株主に代わって監視する役割を負う。上記の国際機関の報告書等は、今般の国際金融危機においては、こうした取締役会の経営監視機能が十分に発揮されなかったとの認識のもと、非業務執行取締役の専門性や独立性の向上のための方策を提案しており、これは従来の株主利益の観点からの規整枠組みを強化する試みであるといえる。

また、これらの報告書等は、報酬制度の仕組みによっては短期的な利益追求を目的とした経営者による過剰なリスク・テイキングが引き起こされうるとの認識から、取締役会による報酬制度への監視の強化や長期的な利益の創出を重視するように動機付ける報酬制度の確立等を提案している。そのための方策として挙げられた、開示制度の充実や株主に対する意見表明の機会の付与（いわゆる「say on pay」）については、主要国において立法対応がとられている。

126 Zingales [2009] p. 414 参照。

127 例えば、一定の持株要件を満たす株主については、現在の取締役を全員入れ替えることができる数の取締役候補の選任提案を行うようにすることが主張されている。Bebchuk and Fried [2004] pp. 210–212. 伊藤 [2006] 1055 頁。

128 米国では、期差制取締役制度（前掲注 116 参照）の廃止が提案されている（Bebchuk and Fried [2004] pp. 211–212）。このほか、金融制度改革法により SEC にその導入のための規則制定権限が付与された Proxy Access（前掲注 118 参照）、すなわち、一定の要件を満たす株主によってなされた取締役の選任提案を委任状説明書に記載する義務を会社側に負わせることは、株主の取締役選解任に対するコントロールを強化するものであるといえる。

さらに、株主の議決権等の行使をより有効なものとするための方策を講じることを通じ、株主による会社経営に対する関与を強化することが提言されていたほか、米国では、取締役の選任に関する株主提案権の拡充が図られていた。

以上より、国際金融危機後も、コーポレート・ガバナンスに関する株主利益の観点からの規整枠組みに大きな揺らぎは生じていないとみることができるが、このことは、コーポレート・ガバナンスを巡るその他のさまざまな法益保護のための法規整を維持しうることを必ずしも意味しない。近年、国際金融危機によって明らかになった問題に対処するため、欧米を中心に規制監督体制の大幅な見直しが行われているのは、その証左といえる（詳しくは下記5.参照）。

また、今後も、コーポレート・ガバナンスに関する会社法の規整は、世界的に、株主利益を一応の中心に置く従来の枠組みを維持しつつ、発展していくこととなるとしても、欧米とわが国とでは、置かれている状況に異なる面があり、直面する具体的な課題とそれへの対処のあり方も異なりうることは意識する必要がある。

例えば、株主による取締役の報酬への関与や取締役の選解任について、わが国では、株主に対し従来一定の権限が与えられてきたが、実際にそうした権限が十分に発揮されているとは必ずしもいえない状況である。その背景には、株式持合いといったわが国の株式保有のあり方に起因する問題も影響している可能性があり、現行制度の機能向上の観点からは、こうした市場構造の改善も課題となりうる。

また、欧米では、従来、企業経営の収益性が重視される傾向にあったが、今般の国際金融危機では、短期的な利益追求のための過度なリスク・テイキングの問題が生じ、現在は、その是正が主な課題として意識されている。これに対し日本では、バブル期には経営者による過度なリスク・テイクが問題となり、金融危機時にもそうした問題が一部にみられたものの、現在は企業経営の収益性の低さに対して強い関心が向けられ、その向上が大きな課題の1つとされている。例えば、わが国の経営者の報酬については、そもそもその水準が欧米に比して総じて低いほか、業績に対する報酬の感応度も低いため、欧米のような過剰なリスク・テイキングに繋がるような状況にはないが、企業経営の収益性の観点からは問題があるといえる。したがって、わが国の経営者の報酬のあり方を巡っては、むしろ、より適正なかたちで報酬を業績に連動させることにより、取締役の収益向上へのインセンティブ付けを行うことを課題として意識すべきであると考えられる。

3. 企業価値と乖離した株主利益に基づく議決権行使行動を巡る問題

株主は、株主総会における議決権行使を通じて、取締役の選解任、定款変更や組織変更、剰余金配当、取締役の報酬の決定といった組織の重要な意思決定を行うことができる。議決権の配分について、会社法では、原則として¹²⁹出資額に比例するというルールが採用されており（一株一議決権、会社法 308 条 1 項）、このように株式の経済的利益との比例関係を要求することにより、最適な議決権行使の枠組みが担保されると考えられている¹³⁰。

そもそも、議決権が株主に与えられる根拠については、株主がいわゆる残余権者（residual claimants）であることから説明されている。

すなわち、株主は、会社と会社の株主以外のステイクホルダーとの間の事前の契約によって、その発生が確定している債権の額を、会社の全財産から差し引いた残余財産について権利を有する者（残余権者）といえる¹³¹。残余権者には限界損益が帰属（会社の価値の限界的な増減に応じて自らの損益が増減）していることから、企業価値を最大化するインセンティブがある。したがって、株主に会社の支配権（議決権等）を与えるのが望ましく¹³²、また、株主の利益を最大化するために経営され

129 わが国では、株式による資金調達が多様化や支配関係の多様化のため、平成 13、14 年の商法改正および平成 17 年の会社法制定により、議決権制限株式（会社法 108 条 1 項 3 号）等の種類株式の発行が認められる等、一定の条件のもとで一株一議決権原則の例外が認められている。

130 藤田 [2002] 1851 頁。Easterbrook and Fischel [1991], Grossman and Hart [1988]。

一株一議決権原則のもとでは、会社支配権を得るためには多くの出資が必要になる。そして、議決権行使が会社の利益を損なうことに繋がれば、それは自ら所有する株式価値の下落を意味する。このため、同原則のもとでは、企業価値を向上させるよう議決権を行使するインセンティブを有する者が会社の支配権を獲得することになるとする。加藤 [2007] 441~442 頁。伊藤ほか [2011] 145 頁 [松井秀征] では、「各自が負担する経済的リスクに応じて慎重に意思決定に参加することが期待できるから、最も意思決定のゆがみが生じにくく、経済的に合理的な意思決定が導かれる」と説明されている。

もっとも、会社の価値を最大化させるインセンティブは株式の経済的利益の大きさに当然に比例するものではないこと、また、投下資本額に比して判断に要する費用が高ければ議決権を行使するインセンティブがないことから、株式の経済的利益と議決権を必ずしも厳密な比例関係とすべきとの帰結には至らないとの指摘もある。藤田 [1996] 21 頁。

131 「会社とは、諸主体（株主、経営者、従業員、取引先あるいは貸し手等）が取り結ぶ契約の結び目（nexus of contracts）である」と捉える立場からは、株主も会社を結び目として契約で結びついている主体の 1 つに過ぎないが、会社を取り巻く諸主体のうち、株主以外の者はすべて、会社との間で完備な契約（complete contracts）を締結しうる一方で、株主は、会社の収益から諸主体への契約上の給付を差し引いた残余を受け取るという不完備な契約しか締結しえず、株主は、残余に対する唯一の権利者となるとされる。こうした見解に対しては、実際には従業員等の債権額は必ずしも確定しているわけではないため、株主が唯一の残余権者とはいえないとの指摘がある。柳川 [2006] 33 頁。

132 藤田 [1996] 19~20 頁、得津 [2009] 2034~2035 頁。このような説明は、「株主は危険資本の担い手である」という従来の説明（例えば、龍田 [2007] 156 頁）を言い換えたものである。藤田 [1996] 19 頁参照。

なお、伝統的には、「株主は会社の実質的所有者であり、会社は基本的には株主の利益最大化のために運営されるべき」という説明がなされてきたが（鈴木・竹内 [1994] 4 頁）、これに対しては、株主を実質的所有者とする論拠および会社が株主の利益最大化のために運営されるべきとする規範的主張の論拠が明らかでないとの指摘がなされている。落合 [1998] 7 頁参照。

ることが企業価値の最大化に繋がることが多い^{133, 134}。

しかしながら現実には、株主が、株主としての地位に基づく経済的利益（以下「株式の経済的利益」という。）以外の利益（以下「私的利益」という¹³⁵。）の追求を目的として、会社の利益を損なうような案件を成立させることや会社にとって有益な案件を不成立にすることがありうる¹³⁶。上記の株主に対する議決権付与の根拠に関する説明とは異なり、こうした企業価値と乖離した「株主利益」が存在することは、わが国では、いわゆる持合株主の議決権行使行動を巡りかねて問題とされてきた¹³⁷。さらに近年出現した、持合解消信託のスキームやエンプティ・ボーディングでは、株価下落リスクを負わない状態で議決権を行使することが可能となり、株主利益と企業価値の乖離の問題がより尖鋭化するおそれがある。

私的利益を有する者が株主となることを厳格に禁止することは、株式保有目的を純粹投資に限定すること、例えば、株式から生じるキャッシュ・フローの授受以外の関係を会社との間で持つ者は株主となりえないことを意味するが¹³⁸、これは非現実的であろう¹³⁹。また、私的利益を有する株主による議決権行使がなされたとしても、多数決ルール¹⁴⁰により調整されることで、問題の発生が回避される場合もある。もっとも、私的利益を有する株主による個々の議決権行使のなかには、こうした多数決のルールによっても対処しえない問題がありうると思われる。

以下では、私的利益の追求を目的とする議決権行使の具体的場面として、株式持合い、持合解消信託、エンプティ・ボーディングを取り上げ、それぞれに関する問題の所在と法的対応のあり方について検討する。

133 例えば、田中 [2007a] 4～5 頁参照。

134 このほか、株主は事後的な交渉においてかなり脆弱な存在であることを根拠として、会社の所有権および意思決定権を株主に付与するとの見解もある。柳川 [2006] 32～33 頁。

135 「株主としての地位に基づく利益」とは、株式の議決権割合（株式保有割合）に応じて分配されるキャッシュ・フロー（具体的には、利益配当（剰余金分配）や清算時の残余財産の分配を受けること、株式を譲渡すること、平等取扱機会の確保された自己株式取得に応ずること等を通じて株主が受け取る利益）を指す。私的利益について同旨の定義をするものとして、得津 [2009] 2049 頁。

136 例えば、一見すると、株主総会の手続に適正を欠く点はなく、また、株主は自由な意思決定に基づいて議決権を行使しているように見えるが、非合理的な意思決定が観察されるケース（例えば、ブルドックソースによるスティール・パートナーズに対する買収防衛策が問題となった 2007 年の一連の事件）は、背景にこうした私的利益が存在するとの見方も可能かもしれない。集合的意思決定のメカニズムを踏まえ、法ルールへの応用可能性や、上記のような事象への対応のあり方について検討を行ったものとして、森田 [2011]。

137 得津 [2009] 2050～2051 頁、同 [2010] 203 頁。こうした問題状況は、わが国では、利益供与禁止（会社法 120 条）、議決権代理権授権制限（同法 310 条 2 項）等に関する議論からも窺える。同 201 頁。

また、Grossman and Hart [1988] や Hart [1995] によっても、会社の支配者が会社のキャッシュ・フローから受ける利益よりも会社の業績とは関係のないところから受ける私的利益が大きいと、会社の支配者は私的利益を最大化するように行動するおそれがあることが指摘されている。

138 得津 [2009] 2051 頁。

139 もちろん、わが国の会社法においては、株主としての関係以外にも会社と利害関係を有する株主による議決権行使の可能性が認識されていると考えられる。その例として、会社法では、特別利害関係人の議決権行使によって成立した著しく不当な株主総会決議の取消しが規定されていることが挙げられている。加藤 [2006] 7～8 頁。

140 多数決ルールについては、神田 [1981] 参照。

(1) 株式持合い

イ. 問題の所在

株式持合いとは、一般には、相互的資本参加、すなわち2つの会社の双方がそれぞれ他方の会社の株式を保有することを指す¹⁴¹。さらに、株式持合いには、株式が環状的に保有されている形態のもの（「環状的株式保有」という。）¹⁴²や3社以上の会社が、相互に他の2社以上の株式を保有しているという形態のもの（「マトリックス的株式保有」という。）¹⁴³がある。

株式持合いは、わが国だけでなくドイツやフランス等のヨーロッパ諸国にも存在するといわれている¹⁴⁴。わが国の株式持合いは、1990年代の終盤から2000年代の半ばにかけての大規模な持合株式の解消売りにより、急速に縮小しつつあるといわれているが¹⁴⁵、引き続き新規の株式持合いもみられている¹⁴⁶。

株式持合いについては、「資本の空洞化」、「支配の不公正」といった問題の存在が指摘されているほか¹⁴⁷、株主軽視の経営、株価形成の非効率性といった日本の証券市場、経済全体への弊害も指摘されている¹⁴⁸。他方で、株式持合いには、買収防衛機能¹⁴⁹、取引先との関係強化・安定化機能¹⁵⁰、「系列」や「企業集団」を通じたモニ

141 大隅 [1962] 215~216 頁。なお、取引先に一方的に株式を保有してもらう場合（一方的資本参加）には、本報告書で問題として扱っている企業価値を損なうような議決権行使と同様の問題が発生しうるものと考えられる。

142 竹内 [1983] 90 頁参照。例えば、A 会社が B 会社の、B 会社が C 会社の、C 会社が D 会社の、そして D 会社が A 会社や B 会社の株式を保有するという形態がありうる。

143 江頭 [1983] 78~79 頁参照。

144 英米においては、株式持合いはほとんどみられないといわれている。例えば、La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer [1999] pp. 499 (Table IV), 500。なお、わが国の株式持合いは、規制の適用を受けない程度の割合のものが多数存在している点、支配者の存在が判然としないケースが多い点が特徴的である。

145 新田 [2009] 10 頁。銀行による株式保有残高は、2001年に成立した「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」によって銀行の保有する株式の売却が推し進められた結果、2000年代初めに半減したのち、同年代半ばからはほぼ横ばいで推移している。日本銀行 [2010] 60~61 頁。銀行による株式保有については、その財務の健全性の観点からの問題が強調されてきた。コーポレート・ガバナンスの観点から問題があることもまた、強く認識されるべきであろう。

これに対し、事業会社同士の株式相互保有はそれほど縮小していないという評価もあり、買収防衛策としての機能が注目されて以降、株式持合い強化の流れが加速しているとの見方も示されている。得津 [2008] 486~487 頁。

146 例えば、ルノー・日産アライアンス（ルノーと日産は、1999年より資本提携を行い、アライアンスを締結。2011年4月現在では、ルノーが日産の44.3%、日産がルノーの15%の株式を保有）とダイムラーは、2010年4月7日に、小型商用車領域での協業等を目的として幅広い分野での戦略的な協力関係を結ぶことを決定し、その協力関係をより確かなものとするため、両者の間で資本提携をすることをあわせて決定している（「ルノー及びダイムラー AG との業務・資本提携を伴う第三者割当による自己株式の処分に関するお知らせ」（available at: <http://www.nissan-global.com/JP/DOCUMENT/PDF/FINANCIAL/TSE/2010/100407tosh001-j.pdf>）参照）。

147 大隅 [1962] 218~219 頁、前田 [2009] 380~381 頁、江頭 [2009] 313 頁等。

148 星川 [1977] 47 頁。なお、同趣旨のものとして江川 [2008] 103 頁以下参照。

149 得津 [2008] 503 頁。

150 得津 [2008] 508 頁。取引先との関係強化機能については、会社にとって取引先との継続的取引が企業価値最大化に資するものであり、取引が切断されると当該会社の企業価値が減少することが見込まれる場合、①取引先に自社の株式を保有させることにより、取引の一方的切断といった取引先の裏切り行為に

タリング機能¹⁵¹等があるといわれ、これらが株式持合いの目的となっていると考えられる¹⁵²。

持合株式の議決権行使に際しては、経営者の保身、会社支配の安定化といった私的利益が強く働き、発行会社（経営者）たる持合先にとって有利な議決権行使を行う見返りとして、当該発行会社が保有する自社の株式については、自社（経営者）にとって有利なかたちでその議決権を行使させるといったことが行われる結果、企業価値に照らして適切な議決権行使が期待できない場合があると考えられる。

例えば、相互に株式を保有し合う A 社と B 社があり、B 社が A 社株式の議決権を、A 社の経営者の保身を通じた自社経営者の保身には繋がるものの、A 社の企業価値を損なうおそれのあるかたちで行使する場合について考える。

まず、B 社についてみると、A 社株式の議決権行使に関し、B 社の経営者の保身という目的に加え、A 社との間に取引関係の維持・強化や取引関係の新規開拓を通じたビジネスチャンスの拡大といった目的が存在しており、当該議決権行使によって生じる A 社の株価の下落に比し、それによって得られる利益が大きければ、その議決権行使は B 社の企業価値の向上に資するものであるといえる。

これに対し、B 社にとって、B 社の経営者の保身以外の目的を見出し難ければ、B 社の企業価値の向上に資するとはいえない。このような場合について、B 社の株主としては、A 社の株価下落を通じた B 社の企業価値の毀損を防ぐため何らかの法的対応を行う必要が生じうると考えられる。

次に、B 社により自社株式の議決権を行使される側の A 社についてみると、B 社による議決権行使によって A 社の株価が下落し、B 社以外の A 社株主の利益が害されるおそれがあるため、A 社の株主としても、何らかの法的対応を行う必要が生じうると考えられる。

なお、会社法では、「支配の不正」を防止する目的のもと、相互保有株式について、議決権行使の制限が行われている。すなわち、会社法では、「株式会社とその総株主の議決権の 4 分の 1 以上を有することその他の事由を通じて株式会社がその経営

よって生じた当該会社の企業価値毀損を、当該会社の株式の保有割合に応じて取引先に負わせることが可能となること（財産権的コミットメント）、②取引先の株式を保有することにより、取引先によって裏切り行為が行われた場合に株主総会で経営者の提出提案への反対票を投じることが可能になることを通じ、取引先の裏切り行為を抑止する効果がある（議決権的コミットメント）といった説明がなされている。

151 得津 [2008] 515 頁。環狀的株式保有やマトリックス的株式保有において、そのうちのある会社の業績が悪化した場合、他社が一致団結して当該会社の救済に乗り出す反面、当該会社の経営者の交代等のモニタリング行為を行うことで、一般株主によるモニタリングよりも実効的なモニタリングができるといわれている。

152 これに対しては、理論的には株式持合いの買収防衛機能が認められる場合は限定的であると考えられること（得津 [2008] 505～506 頁）、株式持合いが取引関係の維持強化・安定化機能を果たすメカニズムは必ずしも確かなものではないこと（「仮に、株式保有割合が 5% であれば、相手から 100 万円を搾取しても、財産的コミットメントを通じて負う損失は 5 万円だけである」と考えれば、単に株式を持ち合っているからといって裏切りを抑止しようとはいえない）、モニタリング機能を果たす主体と考えられている「系列」「企業集団」による株式保有割合は、発行会社に対して十分な影響力を及ぼしうる程度ではないとの指摘（三輪・ラムザイヤー [2001] 174 頁）に基づけば、事業会社による株式持合いを通じたモニタリング機能の存在は確かではないこと（得津 [2008] 515～516 頁）が指摘されている。

を実質的に支配することが可能な関係にあるものとして法務省令で定める株主」は、議決権を有しないものと規定されている¹⁵³。当該規定は1981（昭和56）年の商法改正によって導入されたものであるが¹⁵⁴、立法当初より、当該規定の実効性を疑問視する向きもあり¹⁵⁵、4分の1に満たない割合での相互株式保有や環状的株式保有等の場合が多いという実務を前提とすれば、このような規制によっては、上記の例のような問題は解決しえないといえる。

また、A社がB社に取引上の便益を供与することを条件としてA社に有利なかたちでの議決権行使の働きかけを行い、B社がこれに応じて議決権を行使したという事実がある場合は、利益供与¹⁵⁶に該当する可能性もある。その場合には、当該利益供与を受けた者は当該利益を返還すること、また、利益供与をしたA社の取締役はその責任を追及されることになる。もっとも、株式持合いの場合、そうした事実があったことを明らかにすることは難しいと考えられる。

ロ. 法的対応のあり方

わが国における持合株式の議決権行使については、現行会社法上の相互保有株式規制や利益供与規制に抵触しないケースが多く存在すると考えられる。そこで、以下では、そうしたケースを前提として、B社の株主およびA社の株主の利益保護にかかる法的対応のあり方を考える。

（イ）現行法のもとでの対応

B社による議決権行使がもたら同社の経営者の保身を目的としたものであり、これにより、B社の企業価値が損なわれた場合、B社の株主としては、株主代表訴訟によって取締役等の責任を追及することが考えられる。すなわち、取締役等は会社に対して注意義務（善管注意義務）および忠実義務を負っているところ、B社によるこうした議決権行使は、取締役等のこれらの義務の違反（任務懈怠）に該当する可能性がある。それによって会社に損害が生じれば、損害賠償責任を負うことから¹⁵⁷、株主は会社に対し当該責任を追及する訴訟の提起を請求することができると考えられる。その場合、会社がその請求を受けて一定期間内に訴訟を提起しない場合には、株主は会社のために自ら訴訟を提起することができる¹⁵⁸。

こうした責任が認められるためには、任務懈怠があることのほか、会社に損害があること、任務懈怠と損害の間に因果関係があることを、責任を追及する側すなわち

153 会社法 308 条 1 項括弧書、同法施行規則 67 条。なお、子会社による親会社株式の取得は原則として会社法により禁止されており（同法 135 条 1 項）、例外的にこれが許容される場合には（同条 2 項、同法施行規則 23 条）、子会社による親会社株式の議決権の行使は制限されている（同法 308 条 1 項）。

154 平成 17 年改正前商法 241 条 3 項。

155 奥村 [1981] 988 頁、関 [1983] 199 頁。また、「商法は株式の相互保有を好ましくないものと見做しているという趣旨を宣明した規定に外ならない」との指摘もなされている。竹内 [1987] 32 頁。

156 会社法 120 条。

157 会社法 423 条 1 項。

158 会社法 847 条 1、3 項。

B社株主が証明する必要がある。このうち、任務懈怠の有無の判断に際しては、判例では、裁判所は経営判断に事後的に介入しないという考え方（経営判断原則）¹⁵⁹が採用されていることから、上記責任追及のための立証は容易ではないと考えられる。

もっとも、B社取締役等は、自己の保身という利益相反状況にあるとも考えられることから、経営判断原則の適用を通じて取締役等に広い裁量を認めることは、適当ではないとの考え方もありうる。そうした考え方にてば、取締役の注意義務違反の判断に当たっては、その経営判断の合理性について厳格な審査が行われる可能性があると考えられる¹⁶⁰。

次に、B社の議決権行使により、B社以外のA社株主の利益を害する内容の議案が可決された場合、A社株主としては、当該決議が著しく不当なものであれば、特別利害関係人が議決権を行使したことによって著しく不当な決議がなされた場合¹⁶¹に該当するとして、その取消しの訴えを提起することが考えられる¹⁶²。

株主総会決議取消しの訴えによる対応については、議決権行使者が「特別利害関係人」に該当するか否か、および、「著しく不当な決議」に該当するか否かが問題となりうる。このうち、「特別利害関係人」の範囲については広く解される傾向がある一方¹⁶³、「著しく不当な決議」に該当するか否かを判断する指針は明らかではなく、現実には、その立証は容易ではないと考えられる。また、一般に、決議取消しのための手続は相当の期間を要するほか、決議取消しの判決の効力は第三者にも及ぶことから¹⁶⁴、いったん成立した決議をもとに形成された法律関係にも影響が生じかねない。したがって、株主総会決議取消しの訴えは、A社株主の利益保護の観点から必ずしも実効的な対応とはなり難いうえ、法律関係の安定性の観点からも望ましいものとはいえない。

なお、以上はB社による議決権行使によって議案が可決された場合の対応であるが、B社による議決権行使によって、成立すべき議案が否決された場合にはそもそも

159 経営判断原則については、下記5.参照。

160 例えば、A社の企業価値の向上に資するような合併提案等がC社からA社の取締役会になされ、A社とC社が締結した合併契約等の承認がA社の株主総会において提案された場合に、A社の株主総会においてA社株主たるB社がその提案に反対したときは、B社取締役等は、A社株式が、合併においてC社が提示した買取価額よりも将来値上がりすることを合理的な理由に基づいて予測したことについて、または、A社株式を保有し続けることがA社との関係の維持・強化に繋がり、ひいてはB社の企業価値の向上に資するものであると判断したことについて、厳格な審査が行われる可能性があると考えられる。

161 会社法831条1項3号。

162 後掲注215参照。

163 特別利害関係人の範囲については変遷がある。かつての昭和56年改正前商法では、決議につき特別利害関係人の議決権行使を排除する代わりに、その結果著しく不当な決議がなされた場合にはこの者を事後的に救済する訴えが設けられていたため、特別利害関係人の範囲は制限的に解されていた。しかし、こうした規定への批判もあり、昭和56年改正商法は、特別利害関係人の議決権行使を認め、その結果著しく不当な決議がなされた場合には取消事由に当たることとした。このため、特別利害関係人の範囲については上記のような制限は不要となっている。もっとも、その後の平成6年改正・平成13年6月改正で、相対で自己株式を取得する場合には総会決議でその相手方の株主の議決権を排除することとされ、この場合に限り特別利害関係人の議決権排除という考え方が復活している。前田〔2009〕152、393～395頁、神田〔2011〕175頁。

164 会社法838条。

取り消しうる決議が存在しないこととなる。このような場合にも対処するには、事前に B 社による議決権行使を排除する手段が必要となる。

現行法上、B 社株主がとりうる手段として、取締役等の行為に対する差止制度（会社法 360、422 条）がある。しかし、その要件である「会社に回復することができない損害が生じるおそれ」の立証¹⁶⁵は必ずしも容易ではないため、ここでの問題への対応としては、その有効性には疑問がある。また、A 社¹⁶⁶がとりうる手段として、議決権行使禁止の仮処分命令を求めることが考えられる¹⁶⁷。しかし、仮処分の申立要件として、高度の保全の必要性が求められていること、そして、議決権濫用を理由とする議決権行使禁止の仮処分が認められる場合は限定的と考えられていることからすれば¹⁶⁸、ここでの問題への対応としては、これも必ずしも有効な手段とはなり難いように思われる。

（ロ）立法による対応

以上のように、現行法上の対応については実効性等において問題があると考えられるなか、立法論としては、以下のような対応が考えられる。

第 1 に、A 社の利益保護の観点からは、議決権行使についての差止制度を創設し、これによって事前に企業価値を損なうような議決権行使を防止するという方法が考えられる。

第 2 に、昭和 56 年改正前商法では認められていた特別利害関係人の議決権排除の規定¹⁶⁹を、こうした場面にも適用しうるものとして復活させ、一定の利害関係を有する者による企業価値を損なうような議決権行使を防止するという方法が考えられる。

165 現行法のもとでは、取締役等が、「株式会社の目的の範囲外の行為その他法令若しくは定款に違反する行為」をし、または「これらの行為をするおそれがある場合」において、その行為によって「会社に回復することができない損害が生ずるおそれがあるとき」には、6 ヶ月前から引き続き株式を保有する株主は、その取締役等に対して、行為の差止めを請求することが認められている（会社法 360、422 条）。上記の事例に即していえば、B 社株主は、B 社の取締役等による議決権行使が、「会社の目的の範囲外の行為」に該当し、かつ、その行為によって「会社に回復することができない損害が生じるおそれがある」ものであることを立証する必要がある。

166 本文に挙げた事例のように、A 社の経営者にとって有利なかたちで議決権行使がなされる場合には、会社の代表権限を有する A 社の代表取締役（会社法 349 条 4 項）がそうした仮処分命令を求めることは想定し難い。取締役に対して会社が訴えを提起する場合（同法 386 条 1 項）に準じ、監査役が会社を代表し、そうした仮処分命令を求めることができるかが問題となる。

167 民事保全法 23 条 2 項。株式の帰属につき争いがある場合、株主名簿上の現株主の総会における議決権行使の禁止を命ずる仮処分がなされることがある。こうした仮処分命令は、争いがある権利関係について債権者に生ずる著しい損害または急迫の危険を避けるためこれを必要とするときに発せられるものである。

168 議決権濫用を議決権行使禁止事由とすることは、まったく認められないわけではないが、その判断は慎重であるべきとされる。江頭 [2009] 327 頁注 19。

会社が申し立てた議決権行使禁止の仮処分申請を容認した事案として、東京地決昭和 63 年 6 月 28 日判時 1277 号 106 頁がある。本件は、仕手筋 Y（被告）が後に上場会社 X（原告）の株式の高値による買戻しを要求することを目的として、X 社株式の買占めを行ったが、X は買戻し要求に応じなかったため、Y は X の株主総会における議決権行使により経営陣を一新する意思を表明したところ、X によって当該議決権行使は権利の濫用に当たるとして議決権行使禁止の仮処分を求める申請がなされたという事案である。

169 前掲注 163 参照。

第3に、一定の株主（例えば支配株主）に対し、企業価値を毀損するような議決権行使をしてはならないといった義務（信認義務）¹⁷⁰を課し、当該義務違反については、その他の株主による損害賠償責任の追及を認めるという方法が考えられる^{171, 172}。

もっとも、第1から第3の対応のいずれについても、損害（企業価値の毀損）あるいはそれが生じる可能性を事前に具体的に示すことは難しい場合もあると考えられること等から、どの程度有効な対応となりうるか、その実効性は必ずしも明らかではない。とくに、第3の対応については、実際には、相互保有株式規制の適用を受けない4分の1未満の相互株式保有が多いことからすれば、支配株主を対象とするこの方法は有効なアプローチとはならないと考えられる。

(ハ) 開示による対応

既に、金融商品取引法による株式持合いの開示は徐々に強化される傾向にある¹⁷³。このような開示結果を利用し、持合株主が参加して成立した株主総会決議の効力が争われる場合には、開示された株式持合い状況に照らし、その効力を厳格に判断していくということも考えられる。なお、株式持合いのうち、環状的株式保有やマトリックス的株式保有と呼ばれる形態のものはいずれも開示による対応が難しいため、こうしたアプローチ以外によって対応を図る必要があるといえる。

(二) 相互保有株式規制の見直し

株式持合いについては相互保有株式規制があるが、上述のとおりその実効性は疑問があり、当該規制に抵触しない程度の株式持合いが多数積み重なることによって、

170 なお、企業価値を損なうような議決権行使への対応として、他に有効なルールがあれば、こうした信認義務に代わる機能を果たしうると考えられる。例えば、わが国には、米国のような多数株主の少数株主に対する忠実義務に関するルールは存在しないものの、そうしたルールの不存在は有利発行に関する事前ルールによって補完されているとの指摘がある。神田・藤田 [1998] 470～472頁。

171 こうしたアプローチについては、明確に権利の濫用と評価できる場合を除き、事後的に裁判所が株主の議決権行使の動機を審査したうえで、信認義務違反を認定するのは困難であるとの指摘が想定される。加藤 [2007] 70頁参照。もっとも、事業目的での株式持合いでは、例えば、業務・資本提携契約書を作成し、あるいは業務提携契約書に一条項設けて合意内容を明確にすることが多いのに対し、安定株主の確保（経営者の保身）目的での株式持合いでは、契約書を作成して合意内容を明確にすることはほぼないとの指摘（堀 [2008] 15頁）を前提とすれば、事後的に、裁判所が株主の議決権行使の動機を審査しうるとも考えられる。

172 例えば、米国では、年金基金等の受託機関については、1974年従業員退職所得保障法（ERISA: Employee Retirement Income Security Act of 1974）等によって受託者責任（信認義務）が課された。具体的には、年金基金等の受託機関は、保有株式にかかる議決権行使方法についてガイドラインを作成し、それに従うことが求められている。

173 金融庁は、企業内容開示府令（前掲注97に対応する本文参照）の改正によって、上場会社に、有価証券届出書、有価証券報告書等において、株式保有状況の記載を義務付けることとした（第2号様式・記載上の注意57a(e)）。純投資目的以外の目的で保有する上場投資株式（特定投資株式）および提出会社が所有権は有しないものの議決権行使権限を有する上場銘柄（みなし保有株式）のうち、当事業年度および前事業年度のそれぞれにおいて、銘柄別に貸借対照表計上額が資本金額の1%を超えるものを、特定投資株式とみなし保有株式に区分して、銘柄・株式数・貸借対照表計上額・具体的な保有目的を記載することとされている。

また、金融庁は相互保有により議決権のない株式も大量保有報告の対象となることを示している。金融庁総務企画局、「株券等の大量保有報告に関するQ&A」（平成22年3月31日）（問6）。

証券市場・経済全体への弊害¹⁷⁴が生じるおそれがある。

既に述べたように株式持合いには、買収防衛機能、取引先との関係強化・安定化機能、「系列」や「企業集団」を通じたモニタリング機能等があると考えられている。個々の株式持合いについて仮に積極的な意義を見出しうるとしても、それらの機能を他の弊害のない手段¹⁷⁵によっても実現できるならば、相互保有株式規制の強化を通じ、株式持合いに対し、より厳格に対処することも考えられる。

(2) 持合解消信託

イ. 問題の所在

近時、株式持合いの機能の一部を維持しつつ、株式持合いの解消を図るための仕組みとして「信託」を利用する例（以下「持合解消信託」という。）がみられる。こうした仕組みには主に2つの類型がある¹⁷⁶。

第1の類型は、他社の株式を保有する会社が委託者兼受益者となって、当該株式を信託受託者（信託銀行）に信託し、当該会社が信託受益権を証券会社等に売却する仕組みのものである。その際、元の株主である委託者に議決権行使に関する指図権が残るような仕組みがとられる¹⁷⁷。

第2の類型は、他社の株式を保有する会社が委託者となって、当該株式を信託受託者（信託銀行）に信託し、信託受託者が2種類の信託受益権（①議決権行使の指図権および利益配当請求権（第1受益権）および②信託終了時に株式を受け取る権利（第2受益権））を組成し委託者に交付し、委託者は、第2受益権のみを証券会社等の第三者に売却するという仕組みのものである¹⁷⁸。これにより、委託者は、譲渡後の株価変動リスクを当該売却先に転嫁しつつ、信託期間中、第1受益権（議決権行使の指図権および利益配当請求権）は、委託者に留保することが可能となる。

こうした仕組みの利用には、株式会社が他の会社の株式を保有するメリット（①他社との資本提携、②取引関係の維持・強化、③安定株主づくり等）を維持しつつ、株式保有のデメリットである財務上の負担（株価変動リスク、会社資産の固定化）を軽減するという狙いがあるといわれている¹⁷⁹。

174 前掲注 147 および 148 ならびにそれらに対応する本文参照。

175 例えば、業務提携機能であれば合弁会社の設立、取引関係の安定化機能であれば長期的な契約の締結が考えられる。なお、日産は、従来よりルノーと資本提携を行っていたが（前掲注 146 参照）、2011年3月30日にルノーと共同持株会社を設立する方向で検討に入ったことを明らかにしている。

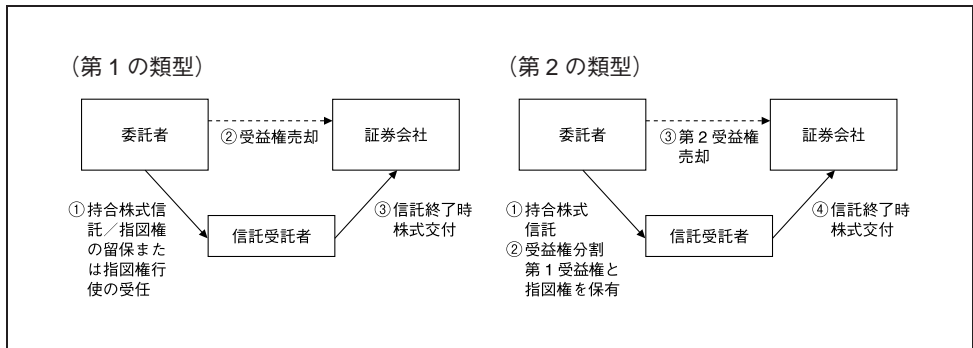
176 井上 [2010] 161～162 頁。

177 信託契約に、委託者兼受益者は、受益権を売却した後も委託者として議決権行使に関し受託者に対して指図ができる旨、あるいは、議決権を含め株主としての権利に関する指図権が委託者に属する旨の規定を置くこと、あるいは、議決権行使に関する指図権は受益者に帰属するものの、受益権の売買後も受益権の買主（証券会社等）が議決権行使に関する指図権の行使を元の株主に委託すること等が考えられる。井上 [2010] 162 頁。

178 井上 [2010] 162 頁。2009年11月より住友信託銀行では、こうした仕組みを用いた「株式流動化信託」という商品の取扱いを開始している。福岡 [2009] 参照。

179 福岡 [2009] 30、32 頁。

図 持合解消信託の仕組み



資料：井上 [2010] をもとに作成

一般的には、株式自体を保有しつつ、議決権のみを分離して信託することは認められないと解されているが¹⁸⁰、「持合解消信託」のように、議決権行使の指図権を留保しつつ株式を信託することは、原則として認められるとする見解が多い¹⁸¹。こうした考え方を前提に、持合解消信託は形式的には会社法違反に当たらないとする見解が趨勢であるように思われる¹⁸²。

株式を信託した場合、当該株式の保有者とされるのは誰になるかが問題となりうるが、持合解消信託では、一般投資家が実質的な株式保有者が誰であるかを知りうるよう、また、開示逃れのために持合解消信託が利用されないよう、そもそも、発行会社の株主名簿において、株式保有者である信託銀行に加えて委託者たる会社名も公表することとなっている¹⁸³。また、持合解消信託では、同信託が発行会社の株主構成や株価に大きな影響を与えないよう、①金融商品取引法における大量保有報告義務が発生する総株式の5%以上の株式の信託¹⁸⁴、②同法における株式売買報告義務が課せられる10%以上の株式を保有する大株主からの株式の信託¹⁸⁵を受けないこととされている。他方で、企業内容開示府令において、上場会社には、有価証券届出書等における株式保有状況の記載が義務付けられている¹⁸⁶。その際、「みなし保有株式」として「例えば、保有株式を信託に出して信託受益権を譲渡したが、当該

180 その理由として、株式に表章される権利は一体を成すものであること（鈴木 [1971] 97頁）、議決権は信託法上の財産権ではないこと（四宮 [1989] 133～135頁）が挙げられている。

181 四宮 [1989] 133頁。その理由として、こうした信託は、議決権行使を目的とした株式の信託であり、議決権のみの信託とは区別されることを挙げている。同 134頁注(9)。

182 井上 [2010] 163頁、福岡 [2009] 33頁も同旨。

183 具体的には、発行会社の株主名簿には、株式保有者である信託銀行とあわせて委託者たる会社名も表示される。このため、発行会社のほか投資家からも委託者を識別することが可能となっている。福岡 [2009] 34頁。

184 上場または店頭登録している法人の株券等を保有する者については、株券等保有割合が5%を超える場合は、大量保有報告書の提出が求められる（金融商品取引法 27条の23第1項）。

185 自己または他人の名義で総株主等の議決権の10%以上を保有している主要株主は、株式の売買に関する取引報告書の提出が求められる（金融商品取引法 163条1項）。

186 前掲注 173 参照。

株式に係る議決権行使の指図権限を有するもの」の記載も義務付けられている。

持合解消信託では、信託された株式について、その経済的利益が帰属する主体と議決権が実質的に帰属する主体に分離が生じている。すなわち、このスキームでは、実質的には、委託者が、株価変動リスクをヘッジしつつ議決権行使の指図権を確保している。このため、委託者が、議決権行使の指図によって得る私的利益が持合解消信託の利用コスト（手数料等）を上回っている限り、株式持合いについては問題となりえた、保有株式の価値下落による議決権行使側の企業価値の減少のおそれはなく、発行会社側の企業価値の減少のおそれのみが問題となりうる^{187、188}。

ロ. 法的対応のあり方

持合解消信託のなかには、信託期間を限定し信託期間終了後には証券会社等の第三者に受益権を交付することを予定しているものもあるほか¹⁸⁹、委託者が受領できる配当にあらかじめ上限が設けられたものもあるといわれているが、持合解消信託の商品設計によっては、株式持合いの解消には繋がらず、会社の業績や株価変動に利害関係を持たない者による議決権行使が増加する結果となる懸念がある¹⁹⁰。

そうした懸念のある持合解消信託であって、委託者の指図に基づき、発行会社の株主の利益を害するような議決権行使がなされるおそれが生じた場合の対応については、上記株式持合いの例における A 社株主の利益保護にかかる法的対応のあり方に関する議論が当てはまる¹⁹¹。すなわち、現行法のもとでの対応としては、株主総会決議取消しの訴えの提起が考えられるほか、当該議決権行使の指図によって成立すべき議案が否決される可能性がある場合には発行会社による議決権行使禁止の仮処分申立てが考えられるが、いずれも実効的で望ましい対応とはなり難い。また、立法による対応としては、株主による議決権行使の差止制度やこうした場面に適用しうる議決権排除規定の創設、一定の株主に対する信託義務の制定等が考えられるが、上記 3. (1)ロ. (ロ)でもみたように、事前に損害（企業価値の毀損）のおそれを示すことには困難が伴うものと考えられる。

187 もっとも、こうした問題に鑑み、議決権行使に関しガイドラインを設けたり、委託者に対し受益者の利益を害する指図権の行使を禁じたうえ、それらに反する指図に従わないことを受託者に期待する仕組みもある。

188 発行会社のイニシアティブによって、こうした信託が利用される場合等には、その懸念によっては利益供与に該当する可能性が指摘されている。井上 [2010] 163 頁。

189 福岡 [2009] 31 頁、井上 [2010] 161~162 頁参照。

190 井上 [2010] 165 頁では、持合解消信託は、使いようによってはエンプティ・ポーティングと同様の問題をもたらすものであることが指摘されている。また、こうした信託は株式持合いの解消を目的とするものであるが、会社の業績や株価変動に利害関係を持たない者が行使する議決権が増加するおそれがあるとの懸念も示されている。日本経済新聞（日刊）2010年4月8日付17面（「大機小機 持ち合い株受け皿商品への懸念」より）。

191 井上 [2010] 165~166 頁。同 [2010] は、こうした議決権行使は、信託銀行あるいは信託会社の信託引受審査（委託者の目的の確認あるいは目的の適正さの確認、規制・監督（コンプライアンス））の問題と整理すべきとしている。

(3) エンプティ・ボートティング

イ. 問題の所在

近年、米国ではデリバティブ等を用いて、株式保有に伴う経済的利益にかかる権利¹⁹²の全部または一部を他の主体に移転することを通じ、株価下落リスクを負わない状態で議決権を行使する事例（「empty voting（空議決権行使）」、「naked voting（裸の議決権）」と呼ばれる）の存在が明らかとなった¹⁹³。

このように保有株式の株価下落リスクを負わない状態を作り出す主な方法としては、株式の取得・保有と同時に、エクイティ・スワップ（株式保有に伴う収益と変動金利の交換）取引を行うことが挙げられる。例えば、エンプティ・ボートティングの代表的な事案として挙げられることの多い Perry-Mylan 事件では、King Pharmaceutical 社（買収対象会社。以下「King 社」という。）と Mylan Laboratories 社（買収会社。以下「Mylan 社」という。）との間の合併につき、Mylan 社の株主間において賛否が分かれていたところ、King 社の大株主である Perry 社が、自らが保有する Mylan 社の株式について、エクイティ・スワップを用いて株価下落リスクを回避したうえで、Mylan 社の株主総会で賛成票を投じようとした¹⁹⁴。

このほか、株式のプット・オプション（将来の一定時点で当該株式を一定価格で売却する権利）を購入することや、株主総会における議決権行使が認められる株主を決めるための基準日以前に株式を取得ないし借り入れ、株主総会までに売却ないし返還すること（「基準日づかみ（record date capture）」、「基準日問題」とも呼ばれ

192 エンプティ・ボートティングに関する先行研究においては、経済的持分権（economic ownership）と呼ばれている。例えば、Hu and Black [2006a] p. 824。

193 株式の経済的利益と議決権を分離する取引は、「新たな議決権買い（new vote buying）」と呼ばれている。エンプティ・ボートティングに関するわが国の先行研究として、武井 [2008]、太田 [2008]、武井・中山・星 [2008]、仮屋 [2008]、嘉村 [2008a, b]、酒井 [2009]、得津 [2009] 等。

194 2004年7月、Mylan社はKing社と株式交換による合併を行うことを合意した。Mylan社の大株主であるCarl Icahn氏は合併に反対していたため、市場は当該合併はMylan社にとって不利であると判断し、当該合併合意の公表後のMylan社の株価は急落した。他方、King社の大株主であるPerry社は、同合併が成功すれば2,800万ドルを利得できる見込みを持っていたことから同合併に賛成していた。そこで、Perry社は、合併を成立させることを目的に、Mylan社の株式を9.9%購入すると同時に、エクイティ・スワップにより、Mylan社の株価下落リスクを回避し（本件のエクイティ・スワップの反対当事者は、Bear SternsおよびGoldman Sachsといわれており、これらの反対当事者もMylan社株の株価下落リスクを回避していたものと考えられている。Kahan and Rock [2007] p. 1075, Hu and Black [2006a] p. 828）、その他のヘッジファンドもこれに倣い同様の行動をとったといわれている。こうしたことから、Mylan社の大株主のIcahn氏は、Mylan社とPerry社に対して、1934年証券取引所法13条(d)（15 U.S.C. § 78m. 公開会社の持分証券の5%を超える実質的所有者につき、SEC、関係する証券取引所および当該証券の発行者に対して一定の書式による報告書を提出する義務を定める）に基づく開示義務違反等を根拠とする訴訟を提起した。その理由として、①Perry社とその他のファンドは経済的利益の伴わないMylan社の議決権の19%を取得していること、②Perry社らはMylan社に対してネガティブな経済的権益（negative overall economic interest）を有していること、および③Perry社らはMylan社の企業価値が減少するものであってもMylan社とKing社との合併の成立を望むことを主張した。なお、その後、合併契約が解除されたことから訴訟取下げとなり、Perry社が実際に議決権を行使することはなかった。Hu and Black [2006a] pp. 828–829, Kahan and Rock [2007] pp. 1075–1076. 邦語による同事例の紹介としては、武井・中山・星 [2008] 421–423 頁が詳しい。

る)によっても¹⁹⁵、当該株式の価格下落リスクを回避することができる。

さらに、エンプティ・ボートイングでは、あらかじめ株価の下落により利得を得るための取引(空売り取引)¹⁹⁶を行ったうえで企業価値を損なうような議決権行使をすることにより、当該議決権行使による株価の減少額分の利得を図る例もみられている¹⁹⁷。

しかしながら、エンプティ・ボートイングを行う株主は、議決権の行使時点において株価下落リスクを負っていないことから、私的利益の追求を目的として、株価を下落させるような議案に賛成する、あるいは、株価を上昇させるような議案に反対する可能性があり、その場合、企業価値が毀損され、その他の株主の利益が侵害されるおそれがある。さらに、空売り取引等により、株価下落分の利得が可能となっている場合には、問題がより尖鋭化する可能性がある。また、従来の会社法は、株主が企業価値の増加を望むことを前提として株主に対する議決権付与のあり方を考えてきたが¹⁹⁸、エンプティ・ボートイングのような株式の経済的利益の伴わない議決権行使を考慮すると、このような前提を維持し難いとも考えられる^{199,200}。

ロ. エンプティ・ボートイングに関する先行研究

エンプティ・ボートイングの存在を最初に指摘した Martin and Partnoy [2005] は、株式の経済的利益が帰属しない主体が議決権を行使することは一株一議決権の原則に反するため、そうした議決権を制限する方法を検討すべきであると主張した²⁰¹。Katz [2006] は、エンプティ・ボートイングは、個々の株主の議決権行使のインセンティブを低下させるものであり、株主の「合理的無関心の問題」²⁰²を悪化させると

195 とくに、基準日と議決権行使日までの期間が諸外国に比べて長いわが国では、基準日づかみを利用したエンプティ・ボートイングを行いやすい環境にあるとの指摘がある。田中 [2007b] 440~442 頁参照。

196 空売り取引 (short selling) とは、売り手が所有していない株式または商品売ることをいう。ダウズ=グッドマン [2009] 439 頁。株価下落を見込んだ投資家が、証券会社から株式を借りたうえでそれを第三者に売却(空売り)し、将来株価が下落した時点で新たに同じ株式を買い入れ、証券会社への返済に充てれば、借りた時点と返す時点の株価の差額を利得することが可能になる。

197 2006 年、香港で不動産業を営む Henderson Land Development が、その子会社である Henderson Investment の非公開化を目的とした買収を計画していたところ、あるヘッジファンドによるエンプティ・ボートイングによって当該買収は阻止され、Henderson Investment の株価は急落した。同ファンドは、あらかじめ、エンプティ・ボートイングによる買収阻止による株価下落を見込み空売り取引を行い、株価下落分の利得を図ったといわれている。Hu and Black [2006a] pp. 834-835.

198 前掲注 132 に対応する本文参照。

199 Martin and Partnoy [2005] pp. 776-778. これによって、コーポレート・ガバナンス・モデルの前提が揺らいでいるとの指摘もなされている。仮屋 [2008] 48 頁。

200 ここで述べているようなエンプティ・ボートイングに関する問題状況は、持合解消信託にも通ずるものといえる。

201 Martin and Partnoy [2005] p. 794. Skeel [2005] も議決権行使によって生じる株価下落リスクを回避する契約を締結した株主の議決権行使は認めないことがエンプティ・ボートイングに対する最も明確な解決策となると主張している。他方で、こうした解決策の採用は、コーポレート・ガバナンスへの裁判所の関与を強めるものであり、かつ、通常の議決権行使においてもデリバティブが利用されうることにより鑑みれば、過剰な対応であるとの指摘がなされている。Cohen [2008] p. 252.

202 意思決定を行うことにより受ける便益が適切な意思決定を行うための費用を上回っていない場合、当該費用を負担してまで意思決定を行わないという事象が生じうる。このような事象は、一般的に合理的無

いった問題等を指摘し²⁰³、エンプティ・ボーティングを意図したヘッジ取引の禁止を提案している²⁰⁴。

これに対して、Hu and Black [2006a, b, 2007] は、エンプティ・ボーティングには企業価値を損なうおそれがあると考えられるものの、エンプティ・ボーティングでは、これを行う者に多くの議決権が集中し、議決権行使による便益が費用を上回ることから、株主の「合理的無関心の問題」を改善する面があるとする²⁰⁵。また、エンプティ・ボーティングを規制するうえでは、デリバティブと空売りに対する規制への影響も考慮しなければならないため、エンプティ・ボーティングの実態を十分に理解する目的で開示制度の拡充を提案した²⁰⁶。しかし、後に、Hu and Black [2008] は、各会社の定款または会社法によってエンプティ・ボーティングによる議決権行使を禁止することを提案するに至っている²⁰⁷。

こうした議論を背景に、米国では、エンプティ・ボーティングへの対応として、エンプティ・ボーティングによって権利を害された株主による私的訴権の創設²⁰⁸、新たな審査基準の定立とそれを前提とした裁判所による介入²⁰⁹、定款や裁判所ルール(judicial rule)によるエンプティ・ボーティング自体の禁止²¹⁰、空売り規制の強化、貸株による議決権行使の禁止²¹¹等が提案されている。

関心の問題と呼ばれる。

203 Katz [2006] pp. 1515–1516. Cohen [2008] pp. 239, 242 も同旨。Perry-Mylan 事件（前掲注 194 参照）について、Icahn 氏のような大株主がいなければ、Mylan 社の個人株主は、Perry 社によるエンプティ・ボーティングに対して無力であったと指摘している。Katz [2006] p. 1516.

204 Katz [2006] p. 1517.

205 Hu and Black [2006a] p. 852. また、Dombalagian [2009] は、同様の立場から、エンプティ・ボーティングを、機関投資家がコーポレート・ガバナンスの改善に寄与していくための一手段として活用しようとする主張している。Dombalagian [2009] pp. 1259–1260, 1273. こうしたエンプティ・ボーティングの効率性を示す理論モデルもある。Brav and Mathews [2011].

206 Hu and Black [2006a] pp. 864–886. Kahan and Rock [2007] は、Hu and Black [2006a] と同様にエンプティ・ボーティングの規制には慎重な立場をとり、エンプティ・ボーティングを組成するスキームを開示させる規制が必要であると主張した。Kahan and Rock [2007] p. 1077.

これに対して、開示制度による対応はコストが高く、風評リスクをおそれないヘッジファンド等によるエンプティ・ボーティングへの対応は十分な抑止策とはならないとの指摘がなされた。Cohen [2008] pp. 249–252, Thompson and Edelman [2009] pp. 156–157.

207 経済的利益の実質的な帰属主体に議決権を行使させるという定款の定めを置くことや、デリバティブ等により、会社の価値と株式の形式上の保有者の経済的インセンティブが正反対の場合には議決権行使を禁止するという規定を会社法に置くことが提案されている。Hu and Black [2008] pp. 697–703.

208 Cohen [2008] p. 254. 原告たる株主は、エンプティ・ボーティングによる議決権が行使された時点において当該株式についての「beneficial ownership」を有することを証明できた場合には、被告がエンプティ・ボーティングを行ったこと、被告が原告の利益を侵害するような議決権行使を行ったことを主張する必要があるとされる。

209 Cunningham [2008] p. 337. 実際の訴訟による紛争解決のなかで、裁判所が個別に対応していくことが最も有効な対応策であるとして、議決権買回に関する Schreiber 判決（Schreiber v. Carney, 447 A.2d 17 (Del. Ch. 1982)）を参考として新たな審査基準を定立する必要を指摘している。同判決の詳細は、加藤 [2007] 232～238 頁参照。

210 Thompson and Edelman [2009] pp. 165–166.

211 Cohen [2008] p. 253 n. 94 参照。英国では、基準日づかみを目的とした貸株取引の制限が、インフォーマルな規範として認められているといわれている。

ハ. わが国における法的対応のあり方

わが国においてエンプティ・ボートイングがどれほど行われているかは明らかではないものの、エンプティ・ボートイングを行う者は、会社の価値の向上と無関係な自らの利益を図る可能性が高く、他の株主との間で利益相反関係にあることが多いとの見方から、対応の必要性が指摘されている²¹²。

こうした議決権行使は企業価値に影響を及ぼしうるものであるにもかかわらず、その意図や背後にある取引が必ずしも明らかではないという問題がある。すなわち、実質上の決定権の移動といった重大な事象が生じていても、それが市場全体に周知されないために、他の市場参加者が誤った意思決定を行うというコストが発生しうる。

わが国におけるエンプティ・ボートイングへの対応としては、大量保有報告制度等の情報開示規制を充実させることにより、エンプティ・ボートイングを行おうとする者の意図を、比較的短時間のうちに他の投資家に明らかにし、エンプティ・ボートイングのために行われる取引自体を抑制することが考えられる²¹³。

しかし、エンプティ・ボートイングについて開示の対象とすべきは、議決権の保有のみならず、議決権の背後に経済的利益があるか否かであるため、そうした情報をすべて開示させることについては、それに伴うコストを考慮することも必要である²¹⁴。

次に、エンプティ・ボートイングの基本的な問題状況が、持合解消信託と同様であることに鑑み、法的対応としてもこれと同様に以下のような手段をとることが考えられる。すなわち、現行法のもとでの対応としては、エンプティ・ボートイングの対象となった会社の他の株主による特別利害関係人であることを理由とする株主総会決議取消しの訴えの提起²¹⁵、およびエンプティ・ボートイングによって成立すべき議案が否決される可能性がある場合については議決権行使禁止の仮処分²¹⁶を認めることが考えられる。また、立法による対応としては、株主による議決権行使についての差止制度やこうした場面に適用しうる議決権排除規定の創設、企業価値を毀損するような議決権行使をしてはならないといった信認義務を一定の株主に対して課すこと等が考えられる。もっとも、いずれについても実効性等の面で難があることは、既にみたとおりである²¹⁷。

212 野崎・有吉・池田 [2010] 36 頁。

213 エンプティ・ボートイングを行う者が、それに伴うレピュテーション・リスクを考慮するようになることも取引の抑制に繋がるとする見解がある。Hu and Black [2006a] p. 886.

214 前掲注 206 参照。

215 前掲注 162 に対応する本文参照。エンプティ・ボートイングに伴う問題について、株主総会決議取消しによる対応を支持するものとして、酒井 [2009] 202 頁、嘉村 [2008b] 111~112 頁。

216 前掲注 167 およびそれに対応する本文参照。こうした対応を支持する見解として、太田 [2008] 28 頁、嘉村 [2008b] 116~118 頁。太田 [2008] 28 頁は、議決権のみを保有する者は、対象会社の価値向上について何のインセンティブも持っておらず、自らの利益のみを図るインセンティブしか有していない点で、他の通常の株主とは利害相反があり、その議決権行使は「株主共同の利益」に反するおそれが高いこと等に鑑みると、そうした議決権行使の合理性を裏付けるような特段の事情が存しない限りは、当該議決権行使は、会社法上正当な議決権行使と認められないことをその理由とする。

217 上記 3. (1) 口、(ロ) 参照。

(4) 小括

従来、株主に議決権が付与されている根拠として、残余権者である株主には企業価値を最大化するインセンティブがあることが挙げられてきた。しかし、株主は、株式の経済的利益以外の利益すなわち私的利益を優先し、企業価値を損なうようなかたちで議決権を行使する可能性がある。

そうした可能性のある議決権行使としては、株式持合い、持合解消信託やエンブティ・ポーティングが挙げられる。なかでも持合解消信託やエンブティ・ポーティングでは、株価下落リスクを負わない状態で議決権を行使することが可能である。さらに、エンブティ・ポーティングについては、あらかじめ株価の下落により利得を得るための取引（空売り取引）を行ったうえで企業価値を損なうようなかたちで議決権を行使することにより、当該議決権行使による株価の減少額の利得を図る例もみられている。

私的利益を有する株主による議決権行使がなされたとしても、多数決のルールによって調整されることで、問題の発生は回避できるものが多いと考えられる。もっとも、私的利益を有する株主による個々の議決権行使のなかには、多数決ルールによっては対処しえない問題があると考えられる。

こうした議決権行使のなかには、企業価値に影響を及ぼしうるにもかかわらず、その意図や背後にある取引が必ずしも明らかではないという問題がある。すなわち、実質上の決定権の移動といった重大な事象が生じていても、それが市場全体に周知されないために、他の市場参加者が誤った意思決定を行うというコストが発生しうる。このため、こうした議決権の存在を開示できれば、当該議決権行使による企業価値の減少の発生に備えることが可能と考えられるが、環状的株式保有やマトリックス的株式保有、および、エンブティ・ポーティングについては、その実態を開示させるためのコストが極めて高いと考えられるため、開示による対応は難しい。

次に、こうした議決権行使によって企業価値が減少するおそれが生じる場合の法的対応についてみると、当該株式の発行会社の株主がとりうる現行法のもとの対応としては、株主総会決議取消しの訴えの提起が考えられるほか、当該議決権行使によって成立すべき議案が否決される可能性がある場合には発行会社による議決権行使禁止の仮処分申請が考えられるが、いずれも実効的で望ましい対応とはなり難い。また、立法による対応としては、株主による議決権行使の差止制度やこうした場面に適用しうる特別利害関係人の議決権排除規定の創設、企業価値を毀損するような議決権行使をしてはならないといった一定の株主に対する信認義務の制定等が考えられるが、事前に損害（企業価値の毀損）のおそれを示すことには困難が伴うものと考えられる²¹⁸。

しかしながら、そうしたなかであって、株式持合いについては、証券市場・経済全体への弊害がかねて指摘されていることもあり、その目的である買収防衛機能、取引

218 上記3.(1)ロ.(ロ)参照。

先との関係強化・安定化機能、モニタリング機能を他の弊害の少ない手段²¹⁹で代替することが可能であれば、現行会社法上の相互保有株式規制の強化を通じ、より厳格に対処することも考えられる。その場合には、当該規制の実効性の観点から、環状の株式保有やマトリックス的株式保有と呼ばれる形態の株式持合いに関する対処も必要であろう。

4. 従業員の利益と会社法：企業特殊的人的資本への投資を巡って

わが国の会社法では、従業員は、ごく一部の例外を除き²²⁰、会社債権者として位置付けられるにとどまり、従業員と会社との関係は、主に民法や、労働契約法および労働基準法といった労働法の分野に属するルールによって規律されている。他方、他国の例をみると、従業員の会社経営への参加を通じて従業員の利益保護を図るドイツのような制度設計のほか、従業員の年金加入と年金基金による運用を前提に、証券取引規制による投資家保護を通じて従業員の利益保護を図る米国のような制度設計もみられる²²¹。

従業員は、会社のさまざまなステイクホルダーのなかでも企業価値を高めるインセンティブを持ちうる主体である一方²²²、現実には、従業員と株主の間で利益が対立する場面がみられる。従来のコーポレート・ガバナンスを巡る議論においては、従業員の利益にも配慮する必要性が指摘され、さらに近年のわが国では、非正規雇用の増加や賃金格差の拡大といった雇用慣行の変化、外部労働市場の流動性の低さ等に関する問題関心の高まりもあって、従業員の利益に関して、盛んに議論されている。そうした議論はさまざまな制度分野に及んでおり、例えば、労働法制や社会保障の拡充によって従業員の利益保護を図ることのほか、会社法上で経営者の義務の内容を拡大することや、従業員の経営参加制度（従業員監査役制度）を創設することも提案されている²²³。

従業員の利益保護はさまざまな局面において問題となりうるが、以下ではとくに企業特殊的人的資本への投資を巡る従業員と株主の利益対立の可能性を取り上げ、従来の理論状況等を踏まえつつ、会社法上の対応のあり方について検討する。

219 前掲注 175 参照。

220 「使用人」に関する規定がある。例えば、会社法 10 条。

221 広渡 [2009] 15～16 頁参照。

222 藤田 [1996] 20 頁参照。

223 前掲注 4 参照。また、2009 年に民主党公開会社法プロジェクト・チームが作成した「公開会社法（仮称）制定に向けて」では、従業員監査役制度が提案されている。

(1) ステイクホルダーとしての従業員の位置付け

イ. 会社と従業員の関係：暗黙の契約

会社と従業員の関係は、両者の間で締結される雇用契約に基づいている。もっとも、将来発生しうるあらゆる事柄を契約に定めておくことは困難である²²⁴。そこで、会社と従業員は、「暗黙の契約 (implicit contract)」によって、雇用契約を補完することがあるとされてきた²²⁵。

会社と従業員の間「暗黙の契約」の主な例として、企業特殊的人的資本への投資、すなわち当該会社にとってのみ有用な技能²²⁶を従業員に習得させることを目的とし、従業員がそうした技能を習得することに対して会社が十分な対価を支払うことを内容とするものが挙げられる²²⁷。例えば、従業員はそのキャリアの前半で企業特殊的人的資本に投資し、後半で会社から限界生産性を超える賃金を受け取ることで、このように当該投資の対価を得ることとする場合、このような投資の内容や賃金をあらかじめ明示の契約で保障することは難しく、「暗黙の契約」というかたちをとらざるをえない²²⁸。

ロ. 「暗黙の契約」の機能

こうした「暗黙の契約」は、裁判所や第三者により執行されるものでもないため、それが有効に機能するためには、当事者双方がそれを破るインセンティブを有さないような内容である必要がある。この点、通常であれば従業員による企業特殊的人的資本への投資は、会社の生産性向上に繋がるため、会社は、その利益²²⁹を確保しうる限り、上記のような内容の暗黙の契約を破るインセンティブを有さないであろう²³⁰。従業員もまた、企業特殊的人的資本への投資を行うことで、他の機会から得られるよりも望ましい状態（例えば、当該会社で得られる賃金が、転職先の賃金より高い状態）²³¹が得られる限りは、これを破るインセンティブを有さないと考えら

224 ミルグロム＝ロバーツ [1997] 366 頁参照。不完備契約については、柳川 [2000] 17 頁以下参照。

225 ミルグロム＝ロバーツ [1997] 369～370 頁参照。

226 ミルグロム＝ロバーツ [1997] 364 頁。

227 Stone [2001] pp. 535-537.

228 Ibid. 内部労働市場における暗黙の契約について、例えば、Williamson [1985] p. 249.

229 会社は、従業員の企業特殊的人的資本からの追加産出量に 100% 見合った賃金を支払わない限り、雇用関係を継続させることで十分な利益（準レント）を得ることができる。ミルグロム＝ロバーツ [1997] 370 頁。

230 反対に、例えば、会社の成長機会が縮小した場合には、会社側の暗黙の契約を破るインセンティブは強まることになる。

231 従業員が払っている労力を容易に監視できるならば、適切な労力を払わなかった従業員を解雇するという「鞭」が機能する。しかし、たえず監視するのはコストが高いため、その頻度を下げる代わりに、従業員が適切な労力を払っていない場合のペナルティを大きくすることが考えられる。例えば、適切な労力を払っている限りは市場賃金を上回る賃金を支払うこととすれば、解雇された場合には従業員はより大きな所得損失を被ることになり、従業員に対するペナルティが大きくなる。

高額の賃金には、従業員の転職を減らすと同時に忠誠心と高い質の仕事を行うインセンティブを付与する効果と、企業にとっても、より生産性の高い従業員を集めることが可能になるという効果がある。こうした理論は、効率賃金理論、効率性賃金仮説と呼ばれる。スティグリッツ＝ウォルシュ [2006] 510～511 頁。

れる²³²。

また、「暗黙の契約」は、会社の経営者が、従業員との間の取決めを守ることで、信頼に値する経営者であるとの評判を得ようとすることによってその機能が維持されるという説明もある²³³。さらに、会社の経営者には、単に「評判」による規律付けだけでなく、信頼に応えようとする義務感による規律付け（loyalty filter）が働くという考え方もある²³⁴。

しかし、そのような考え方にたっただとしても、「暗黙の契約」がうまく機能せず、従業員と会社ひいては株主との間に利益対立を生じさせる可能性があると言われている。そうした可能性を説明する考えとして、例えば、いわゆる「信頼の裏切り（breach of trust）」理論²³⁵がある。同理論によれば、株主の利益を最大化するような経営決定が、従業員にとっては不利益である場合があり、上記のような企業特殊的人的資本への投資の促進を目的とする「暗黙の契約」は、既に従業員が当該投資を行った後は、株主利益の追求のために破られる可能性があると言われる²³⁶。とくに、敵対的買収のように、会社の支配権が交代する局面、すなわち株式が買収者に集中し合理的無関心の問題が解消されることにより株主が経営に積極的に関与するようになる局面では、買収者たる株主が「暗黙の契約」に基づく信頼²³⁷を守るインセンティブを有する現経営陣を、そうしたインセンティブを有さない新たな経営陣に置き換え、従業員との間の暗黙の契約を破る（従業員の信頼を裏切る）ことで、利益を得ようとする言われる²³⁸。

もっとも、暗黙の契約を破り、賃金の引下げや解雇を行うという決定は、一時的には株主の利益の向上に繋がるようにみえたとしても、将来の企業特殊的人的資本への投資のインセンティブを損ない、長期的には企業価値の低下という結果をもたらされる可能性が高い²³⁹。そして、株式市場が効率的であることを前提とすれば、

232 反対に、例えば、転職先で得られる賃金が当該会社において企業特殊的人的資本への投資により得られる賃金よりも高い場合等には、従業員側の暗黙の契約を破るインセンティブが強まることになる。

233 Kreps [1996]。反対に、経営者にとって将来の信頼が重要でなければ、経営者が暗黙の契約を破る可能性が生じる。

234 Shleifer and Summers [1988] pp. 39-40。田中 [2006a] 274-276 頁。

235 Shleifer and Summers [1988]。この理論は、従業員その他のステイクホルダーから株主への所得の移転を狙った敵対的買収を説明するものとして提唱されたものである。同見解を紹介するものとして、田中 [2005, 2006a, 2007a]。わが国でも、敵対的買収や投資家による発言の増大がいわゆる日本の経営に与える影響を懸念するものがある。この問題を論じたものとして、柳川ほか [2009] 参照。

もっとも、理論的には「信頼の裏切り」が行われうるとしても、後述するように（後掲注 241 およびそれに対応する本文参照）、敵対的買収の局面における従業員から株主への単なる所得移転が企業価値の増加に繋がるという実証的な支持があるわけではない。ミルグロム＝ロバーツ [1997] 575 頁、田中 [2006a] 281-286 頁。

236 既に投資が行われた後に、不利な条件を押し付けられるという問題（ホールド・アップ問題）である。ミルグロム＝ロバーツ [1997] 146 頁。

237 前掲注 233 および 234 ならびにそれらに対応する本文参照。

238 「信頼の裏切り」理論については、現経営陣と新経営陣の選好について非対称的な前提が置かれていることに対する批判があるが、こうした前提を置かなくとも、信頼の裏切りが発生する可能性があるとの指摘がなされている。田中 [2006a] 278-281 頁。

239 ミルグロム＝ロバーツ [1997] 574-575 頁。

市場は長期的に企業価値が低下する可能性を考慮し株価は下落する可能性が高いため、そもそも、従業員から株主への単純な所得移転を目的とした敵対的買収は起こりにくいと考えられる。こうしたことから、敵対的買収の局面において、従業員から株主への利益移転を目的とした「信頼の裏切り」行為が行われやすいとの考え方は、理論的にも支持し難い面があるともいえる。

ただし、「信頼の裏切り」行為によって得られる利益が、それによって将来に亘って生じる損失よりも大きい場合には、当該行為は株価の上昇をもたらすことになるため、それを目的とした敵対的買収が理論的には起こりうる²⁴⁰。しかしながら、こうした場面が実際にどれだけあるかは必ずしも明らかでなく、「信頼の裏切り」理論に基づいた敵対的買収の可能性は、実証研究においても支持が得られているとはいえない²⁴¹。

もっとも、敵対的買収の可能性がなくても、会社の成長機会が縮小した場合には会社側の暗黙の契約を破るインセンティブが強まる可能性はある²⁴²。また、暗黙の契約が機能していたとしても、従業員が他の企業へ転職する機会がない（あるいは限定されている）場合すなわち外部労働市場が未成熟である場合には、従業員の賃金を相当程度引き下げたとしても他の機会でも得られる水準を下回ることはないため、会社は、最初から低い水準の賃金しか支払わなくなると考えられる。

(2) 会社法上の対応の余地

上記 4. (1) ロ. でみたように、会社と従業員との利益対立が生じる可能性があるとして、その解決を会社法で図るべきかが問題となりうる。

わが国の外部労働市場については、かねてその流動性の低さが問題視されており、そのことによる従業員利益の阻害の問題が発生しうる構造にあるといえる²⁴³。これ

240 田中 [2007a] 9 頁。

241 前掲注 235 参照。田中 [2006a] 309 頁、同 [2007a] 9 頁および注 16 参照。同理論の提唱者のひとりである Andrei Shleifer は、解雇による人件費の節約や 1980 年代の敵対的買収は、同理論によって説明できるとは考えられないとしており、むしろ、非効率に多角化した諸資産を分割し、同一の事業ラインをよりよい経営陣の手に移すことによって効率性を改善したという見方と整合的である旨を述べている。

このため、「信頼の裏切り」理論は、わが国においては敵対的買収の弊害を論証するものとして引用されることが多いが、米国で敵対的買収に関する法規整を論じる研究者間では顧みられることが少ないといわれている。田中 [2006a] 281～282 頁。

242 前掲注 230 参照。

243 もっとも、これに対しては、わが国では、各企業が、その管理構造において、集団としての従業員にかなりの権限を与え、従業員たちが自分たちの地位を守ることを可能とすることによって企業特殊的人的資本への投資が促進されており、外部労働市場が未成熟であるからといって、会社による暗黙の契約違反が生じやすいとは必ずしもいえないとの見方も示されている。ミルグロム＝ロバーツ [1997] 390 頁。例えば、典型的な取締役会は、もっぱら企業生え抜きの重役で構成されていること、重役たちは株主の利益と従業員の利益を同等に考慮すべきと思っていること、経営決定権の下部委譲が進んでいること等を挙げている。

また、日本企業の実態は「従業員中心（従業員主権）モデル」であるという見方が存在しており（例えば、伊丹 [2000] 49 頁）、それを踏まえコア従業員による経営参加を制度化すべきとの提言もなされてい

については、まずその原因である外部労働市場の改善によって対処すべきであり、会社法以外の法制度による対応の余地を考えることが適当と考えられる²⁴⁴。

もっとも、仮に会社にとって従業員の企業特殊な技能が重要であれば、そうした技能への投資を促進する仕組みを採用することが、従業員の利益保護に資すると同時に、当該企業の価値最大化に資すると考えられることから²⁴⁵、むしろ、会社法においては、こうした仕組みの採用を可能とするような手立てを講じることが重要であると考えられる。例えば、そのような会社法上の対応としては、取締役が負う義務の名宛人に従業員を含めることや従業員に経営への参加²⁴⁶を認めることが考えられる²⁴⁷。

イ. 取締役の義務の内容の拡大

取締役の善管注意義務・忠実義務とは株主の利益最大化を図るものと解されているが²⁴⁸、これを「ステイクホルダーの利益の総体の最大化」を図るものと解することを通じ、取締役に従業員の利益を考慮する義務を負わせることが考えられる。

例えば、英国では、会社法上、取締役は「会社」に対し義務を負うものとされており²⁴⁹、さらに、取締役は、その義務を遂行する過程で、「従業員の利益」を考慮することが定められている²⁵⁰。米国では、判例法上、合理的に株主の利益に結びつくものであればステイクホルダーの利益を考慮することを認めているものがあるほか²⁵¹、ペンシルバニア州法では、取締役は会社の最善の利益を考慮する際に、株主、従業

る。しかし、そもそも、そのような見方が適切であるかという問題があり、仮に適切だとしても、後述（後掲注 270 に対応する本文参照）するとおり、従業員の利益保護に資するようなガバナンス構造の採用を会社法によって一律に制度化することの妥当性には疑問がある。

244 こうした会社法以外の法制度による対応のあり方を検討するに当たっては、従業員の利益を保護するルールがかえって従業員の保護を弱めているとの指摘も考慮する必要があると考えられる。例えば、労働者の解雇、雇用保障を厳しくするほど、雇用調整に苦しまないような非正規従業員を採用し、非正規従業員の比率が増すことが挙げられている。大内ほか [2009] 42~43 頁。

245 田中 [2005] 56 頁参照。

また、従業員の人的資本に「リスク」が多ければ、従業員に残余決定権を与えることが効率的であり、大学、会計・コンサルティング・建築・医療に関する企業は、人的資本の所有者が残余決定権を持つ共同経営体として組織されていることが多いように、現に、多くの人的資本集約的企業ではこうしたことが経営の効率性を確保するために行われているとの指摘もなされている。ミルグロム＝ロバーツ [1997] 368 頁。

246 ドイツの共同決定制度は、従業員のインセンティブの確保に資するという評価もあるといわれている。後掲注 263 参照。

247 このほかの方法として、従業員による株式の保有を認めることも考える。従業員の株式保有のメリット・デメリットを検討したものと、武井・有吉 [2010] 参照。

248 江頭 [2009] 20 頁。

249 UK Companies Act 2006 s. 170.

250 UK Companies Act 2006 s. 172(1)(b). 2006 年の会社法改正により、取締役は、企業の構成員全体の利益のために、企業の成功を促進するよう誠実に行動するものとされ、その過程において、会社の従業員の利益、供給者や顧客等との関係、地域社会や環境にもたらすインパクト、評判の維持等について考慮しなければならないこととされている。UK Companies Act 2006 s. 172(1). こうした規定は「啓蒙的株主価値 (enlightened shareholder value: ESV)」アプローチを採用したものであるといわれている。英国会社法で「啓蒙的株主価値」アプローチが採用された経緯の概要について、Keay [2007] pp. 588-591。

251 例えば、Paramount Comm., Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1990), Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)。

員、取引先および会社の事務所の所在する共同体を含むすべての集団の利益を考慮できることが定められている²⁵²。

上記のような対応については、取締役の善管注意義務および忠実義務は企業価値を高めるためのものと解しうることから、これに加えて取締役に従業員の利益を考慮する義務を課さなくとも、取締役等は、従業員の士気向上を通じた企業価値の向上を図るため、当然に従業員の利益に配慮するとも考えられる。

むしろ、会社法において取締役が株主以外のステイクホルダーの利益をも考慮する義務を負うと解することになると、これらのステイクホルダーについては利害が共通していないこともあるため、取締役の義務が遂行されているかどうかの判断が困難となり、結局誰の利益も考慮されないおそれもあると指摘されている²⁵³。仮に取締役が株主以外のステイクホルダーの利益をも考慮する義務を負うと解したとしても、そのことによって、ステイクホルダーに何らかの積極的かつ明確な権利が生じるとは考え難く、「ステイクホルダーの利益の総体の最大化」を考慮した取締役の行為に対する、ステイクホルダーからの責任追及を否定するもの（取締役の免責事由）として機能するに過ぎないとも考えられる²⁵⁴。

ロ. 従業員の経営参加

海外において従業員の経営参加を認める立法例が存在すること等を理由として、会社法上で従業員に経営に参加する権限を与えることについて一定の合理性を示唆する見解がある²⁵⁵。

ドイツには、共同決定制度と呼ばれる従業員の経営参加制度が存在する²⁵⁶。当該制度のもとでは²⁵⁷、監査役は従業員により選任され²⁵⁸、さらに、その半数が従業員

252 15 Pa. C.S. § 1715(a).

253 取締役が株主以外のステイクホルダーの利益を考慮する義務を負う場合の弊害を指摘するものとして、Hansmann and Kraakman [2001] p. 448.

254 英国会社法では、取締役が株主以外のステイクホルダーの利益を考慮することが求められているが、だからといって、ステイクホルダーの利益が、取締役の意思決定において独立した意義を有するというわけではないといわれている。Davies [2008] p. 509.

以前の1985年英国会社法309条では、従業員に対する取締役の義務が定められていたが、当該規定は、取締役の従業員に対する義務を強化するものではなく、むしろ取締役に対する株主の期待を弱めるものであったと解されている。また、従業員が当該規定を根拠として権利主張をすることは困難である一方、従業員の利益が図られた結果、株主にとって明らかに望ましくない決定がなされたことを理由とした権利主張が株主よりなされた場合には、取締役が当該規定をそうした権利主張への抗弁として活用することは認められていたとされている。Id. pp. 518–519. 現行英国会社法には、旧法309条に相当する規定はなく、むしろ従業員の地位は弱められたとの見方もある。Id. p. 518.

255 前掲注223参照。このほか、2010年5月26日に開催された法制審議会会社法制部会第2回会議において、一部の委員より従業員指名監査役制度（社会的に大きな影響を持つ会社について、従業員が監査役の指名権を有する制度）の創設が提案されている。前掲注4参照。

また、経営学の議論においては、従業員への決定権限の委譲を積極的に主張する見解がみられる。例えば、伊丹 [2000] 291～327頁参照。

256 前掲注16参照。ドイツの共同決定制度の概要については、正井 [1990] 参照。

257 ドイツの共同決定制度には、大別して企業レベルのものと事業所レベルのものがあり、ここでは企業レベルの制度を念頭に置いている。この間、事業所レベルの共同決定制度は、事業所規則法に基づく事業所委員会を中心に従業員が個別の企業レベルに固有の問題（労働条件の変更や組織変更といった重大な経済

や労働組合から選出されることとされている（こうした監査役を以下「従業員代表監査役」という。）²⁵⁹。ドイツにおける監査役会の重要な任務の1つは取締役の選解任であり、共同決定制度は、その要件を監査役の総議決権の3分の2以上とすることにより、少なくとも従業員代表監査役全員が反対している状況下で取締役人事が直ちに成立することがないようにしているといわれている²⁶⁰。

このような共同決定制度に類似した制度を、わが国の現行会社法のもとで実現することは可能であると考えられている。具体的には、2種類の株主がおのの一定数の取締役を選任する制度（クラスポーティング）を採用し、一方の種類株式を従業員に対して1人1株発行することによって、従業員と株主の共同決定を実現できるとされる²⁶¹。

共同決定制度のメリットとしては、従業員の交渉力を強めることで長期的な観点からのコミットメントを可能にし、場合によっては企業特殊的人的資本の投資の促進に資すること²⁶²、意思決定の迅速な実現を可能にすること等が挙げられている²⁶³。

これに対し、近時のドイツでは、従業員代表監査役の問題点として、経営に関する専門的な知識・情報・経験を欠いていること、保守的な経営戦略を支持する傾向が強く適切な判断を行わない可能性があること、選出母体の利益代表という色合いが強いことのほか、従業員の多様な利益を代表することが困難になっていること²⁶⁴等が指摘されている²⁶⁵。また、こうした状況を受け、共同決定制度を縮小するか、あ

的事項等）に関する情報の提供等を受け、一定の事項について従業員の同意を要する制度であるといわれる。神作 [2010] 311~312 頁。ドイツでは、産業別労働組合（後掲注 267 参照）による産業別の交渉によって労働条件が交渉されるため、個別企業に固有の問題は事業所委員会を通じた労使協調型のモデルが適用される。神作 [2010] 316 頁注 20。ドイツにおける共同決定制度の沿革については、神作 [2010] 312~314 頁。

258 さらに、企業レベルにおける共同決定制度には、1976 年の共同決定法に基づく準同数共同決定制度、2004 年の 3分の1 参加法に基づく 3分の1 制度、および 1947 年の石炭・鉄鋼業共同決定法に基づく共同決定制度がある。以下では、より一般的であるといわれる準同数共同決定制度と 3分の1 参加制度を念頭に置いている。

259 ドイツでは、会社の従業員が 2,000 人を超える場合には監査役の半分が、500 人を超え 2,000 人以下の場合には監査役の 3分の1 が従業員・労働組合により選任される。

なお、ドイツの従業員代表監査役は、従業員が監査役を兼任しているのに対し、日本の現行会社法では、監査役の独立性を確保するため、従業員が監査役を兼任することは禁止されている（会社法 335 条 2 項）。ドイツの従業員代表監査役が執行に対する監督機能を果たしている理由としては、監査役が従業員や産業別の組合（後掲注 267 参照）等から選挙によって選出されることを通じて独立性を確保していることが挙げられる。

260 神作 [2010] 328 頁。

261 田中 [2005] 56 頁。会社法 108 条 1 項 9 号。もっとも、現行法のもとではこのタイプの種類株式は株式譲渡制限会社でしか発行できず、公開会社では利用できない。同法 108 条 1 項但書。

262 Gelter [2010] p. 805 参照。

263 神作 [2010] 343、350 頁。このほか、ドイツでは、同制度は企業価値の増大に繋がりうるもの、少なくとも、企業価値を増大させるインセンティブを従業員に付与しうるものであるとの見方もある。同 315 頁。

264 わが国でも、従業員に決定権限を与える場合の問題点として、誰にどれだけの議決権を与え、どのような方法で多数の者の間の意見を調整すればよいかは難しい問題であるとの指摘がなされている。藤田 [1996] 21 頁、神作 [2010] 308~309 頁。

265 神作 [2010] 344 頁。なお、ドイツの企業レベルの共同決定制度においては、従業員代表監査役の選出母体は、事業所委員会、管理部門従業員および労働組合の 3つに大別され、従業員の数に応じて、その数が規定されている。神作 [2010] 325 頁。

るいは従業員代表監査役選任の強制を廃止し、合意ベースの共同決定制度を導入することも提案されている²⁶⁶。

また、ドイツの共同決定制度は、会社法における手当てだけでなく、産業別組合²⁶⁷等、会社法以外のドイツ特有の諸要素との組み合わせにより成り立っている。したがって、わが国で共同決定制度に類似した制度を実現するためには、こうした諸要素もあわせて構築する必要があり、そのコストにも留意する必要があるとの指摘がなされている²⁶⁸。

このように、共同決定制度には、なお検討を要すべき点があることから、わが国で類似の制度を導入するに当たっては、まず企業特殊的人的資本への投資を促進するための他の方法との比較を行う等、慎重な検討が必要であると考えられる²⁶⁹。また、その導入の仕方についても、効率的なガバナンス構造は一義的に決まるものではないと考えられることから、会社法によって一律に制度化するのではなく、個々の企業ごとに、定款の変更によって採用しうることとするのが適切ではないかとの考え方もあろう²⁷⁰。

(3) 小括

従業員と株主との利益対立の可能性に関する従来の理論状況をみると、主に企業特殊的人的資本への投資を巡る問題に着目するものとして、例えば「信頼の裏切り」理論がある。同理論によれば、従業員が企業特殊的人的資本に投資することに対して会社が十分な賃金を支払うという両者の間の黙示の合意（「暗黙の契約」）は、従業員が実際にそうした投資を行った後は、株主利益の追求のために破られる可能性があり、とくに買収の局面においてそうした傾向があるとされる。

266 神作 [2010] 337～341 頁。こうした一部の提案の背景には、2001 年「欧州株式会社法制のための EU 規則 (Council Regulation (EC) No 2157/2001 of 8 October 2001 on the Statute for a European company (SE), OJ L 294, 10.11.2001, p. 1-21)」および「欧州株式会社法制のための従業員参加に関する EU 指令 (Council Directive 2001/86/EC of 8 October 2001 supplementing the Statute for a European company with regard to the involvement of employees, OJ L 294, 10.11.2001, p. 22-32)」により、欧州株式会社について、労使の合意に基づく共同決定制度が導入されることとなったことがありとされている。同 339 頁。

267 ドイツでは、企業別労働組合ではなく、産業別労働組合が前提とされている。神作 [2010] 325 頁。

268 神作 [2010] 350～351 頁。このほか、事業所レベルの共同決定制度（前掲注 257 参照）が存在し、かつ、機能していることも、企業レベルの共同決定制度が機能するための前提条件であるといわれることがある。同 350 頁。

269 こうした指摘を行うものとして、神作 [2010] 350 頁。

270 共同決定制度に対しては、仮にこうした制度の導入が株主と従業員の双方にとって利益になるのであれば自主的に採用されるはずであるとして、同制度を法により強制することを否定的に捉える見解がある。Jensen and Meckling [1979] p. 474。

これに対して、従業員は、株主に比してフリーライド問題に陥りにくく、情報を十分に有していれば、共同決定制度が株主と従業員の利益が一致する方向に活用されうる可能性もある。Renaud [2007] p. 692。また、共同決定制度が効率性を高めるか否かについて、実証研究結果は分かれているものの、同制度に問題があるとの決定的な証拠もないということ（例えば、Renaud [2007] p. 708）が、ドイツにおける到達点であるといわれている。神作 [2010] 347～348 頁および注 95。

ただし、「信頼の裏切り」行為は、従業員の企業特殊的人的資本への投資インセンティブを損なうことを通じて企業価値の低下を招き、会社および株主にとって不利に働く。したがって、株式市場が効率的であることを前提とすれば、「信頼の裏切り」行為が株主にとって合理的なものとなるのは、企業の成長機会の縮小等により、企業特殊的人的資本への投資を促進することが株主の長期的な利益とならなくなった場合等、特殊なケースに限られる。そうした場面が実際にどれだけあるかは必ずしも明らかでなく、実証研究により支持が得られているとはいえない。

もっとも、現実には株主と従業員との間で利益対立が生じる場面はみられ、外部労働市場の未成熟といった問題により、従業員が、企業特殊的人的資本への投資を行ううえで会社に対して不利な立場に置かれる可能性があるものと考えられる。

こうした問題への対応としては、まずは会社法以外の法制度により、外部労働市場の改善等を図ることが適当と考えられる。ただし、会社にとって従業員の企業特殊的な技能が重要であれば、そうした技能への投資をインセンティブ付けるガバナンス構造（例えば従業員の経営参加制度）を採用することが、従業員の利益保護に資すると同時に、当該企業の価値最大化に資すると考えられることから、このような場合については、会社法により対応を図ることも否定されないと考えられる。その際、そうしたガバナンス構造の採用を会社法により一律に制度化することは、ガバナンスの柔軟性を損なうおそれがあるため、個々の企業が定款の変更によって採用しうることにすることが望ましいのではないか。

5. 金融規制と会社法：金融機関のガバナンス

およそいかなる会社も、何かしら規制との関係を有し、会社法に加え、会社法以外の規制の適用を受けるといえる。ことに、金融機関は、会社法に加え、金融規制²⁷¹の適用を受ける。

上記2.で述べたように、今般の国際金融危機を受けて欧米を中心に金融規制監督体制の不備が認識され、その大幅な見直しが行われている。しかしながら、将来生じうる事象をすべて予測することは困難であること等を考えれば、常に規制が完全であることを期待することもまた困難であると考えられる。規制は、会社法上の取締役の義務（法令遵守義務）を通じて、その責任の範囲に影響しうるが、過去の判例²⁷²には、明確な規制条項に対する違反がない場合であっても、規制の趣旨を勘案し、会社法上の取締役の責任の有無を判断しているようにみえるものもある。こう

271 前掲注5参照。

272 拓銀事件最高裁判決（最判平成21年11月9日刑集63巻9号1117頁）は、規制条項に対する違反がないにもかかわらず、規制の「趣旨」を勘案し、会社法上の取締役の責任の有無を判断しているようにもみえる。もっとも、本件は、銀行の取締役の特別背任罪の成否を判断した刑事事件である。特別背任罪の構成要件としては、行為の任務違背性が求められるところ、本判決は、取締役の行為の任務違背性の判断には経営判断原則（後掲注296参照）が適用され、特別背任罪の成立が否定される可能性があることを示したものである。高山〔2010〕17～18頁。

した例に鑑みると、仮に規制に不備があったと事後的に判断される場合に、会社法がそれを補完する機能を果たすべきかが問題となりうるように思われる。

以下では、銀行を例に取り上げ、金融規制の意義と近年の金融規制の見直しの動きを確認したうえで、取締役、とくに銀行の取締役の法令遵守義務違反の有無の判断を巡る問題を検討することを通じ、規制と会社法との関係——会社法が規制の機能を補完することの是非——について検討を行う。

(1) 会社法の限界と金融規制

イ. 会社法上の枠組みによる経営者の規律付けの限界

上記 2. でみたとおり、今般の国際金融危機においては、金融機関のコーポレート・ガバナンスについて、経営者の暴走、すなわち過剰なリスク・テイク行動を抑制できなかった等の問題があったことが指摘されている。このような経営者による過剰なリスク・テイク行動が、株主の利益に照らして問題である場合には、株主利益の観点からの会社法上の規整枠組みの改善によって対処することが可能であると考えられる。これに対し、株主の利益に照らすと必ずしも過剰とはいえないものの、その他の社会的利益に照らすと過剰と捉えられるリスク・テイキングがなされる場合については、会社法上の規整枠組みによって対応することには限界があり²⁷³、当該社会的利益の観点からの規制を適用することにより対処する必要が生じうる。

ロ. 金融規制の意義

一般的に、規制の適用は「市場の失敗」への対処の必要性から正当化される。

すなわち、ある産業に対する公的規制の目的または根拠は、民間部門ないし市場メカニズムの自由に任せておいた場合に発生する「市場の失敗」への対処に求められる²⁷⁴。「市場の失敗」には、①寡占・独占によるもの、②外部性²⁷⁵（外部効果、外部経済性ともいう）によるもの、③情報の非対称性によるものがある²⁷⁶。

そして、銀行業を営む会社に対しても、こうした「市場の失敗」への対処の必要性から、金融規制の適用が正当化される。銀行業における市場の失敗としては、①銀行業における規模の経済性の存在等から、効率性・公平性の面で問題が生じる可能性があること、②個別金融機関の経営破綻は金融部門全体に波及する可能性があること（システムック・リスク）、③銀行と預金者の間には、銀行の経営状態につい

273 大杉 [2010] 53 頁も同旨。ある金融機関のとるべきリスクの水準について、社会全体にとっての最適水準は 10、株主にとっては 20 であったと仮定すると、当該金融機関が 30 のリスクをとっていた場合には、会社法上の枠組みによっては 20 までしか対応できず社会全体にとっての最適化は図られないことが指摘されている。

274 高橋 [1994] 52 頁。

275 一般的に外部性とは、「ある経済主体が財・サービスを生産ないし消費する行動が、他の経済主体に対して付随的な効果（中略）を、市場メカニズムを媒介とせずに及ぼす現象」をいう。鈴木 [2009] 426 頁。

276 高橋 [1994] 52 頁。例えば、筒井 [1992] 177～181 頁。Freixas and Rochet [2008] p. 306。

て情報の非対称性が存在するため、健全な経営を行っている銀行であっても預金者が一斉に払戻しを求める事態（取付け（bank run））が発生し破綻に至る可能性があることが挙げられる²⁷⁷。このほか、負債の多く（要求払い預金）が流動的である一方、資産の多く（貸出）が非流動的であるといった銀行の財務構造の特質に起因する「市場の失敗」を金融規制の根拠とする見解もある²⁷⁸。

ハ．国際金融危機を契機とした金融規制の見直しの動きとその背景

一般の国際金融危機の経験を通じ、従来の金融規制は、とくに負の外部性による市場の失敗に十分対処しうるものではなく、金融規制の見直しにより、こうした負の外部性を金融機関に内部化²⁷⁹するようインセンティブ付ける必要があるとの指摘がなされている²⁸⁰。

具体的には、①従来の規制内容が(i)プロシクリカルであったり、(ii)資産価格の低下に伴う流動性リスク等の影響を十分に考慮するものではなかったこと²⁸¹、および②従来の規制対象が銀行中心であり、システム上重要な影響を持つプレーヤーの一部が対象となっていなかったこと²⁸²等が指摘されている。

金融規制の見直しに関する提案の内容は多岐に亘っているが、主なものとして、カウンター・シクリカルな自己資本規制や流動性リスクに対応しうる自己資本規制の導入、規制対象の見直しのほか、格付規制や店頭デリバティブ規制の見直し（集中決済機関の創設等）、さらには、不適切なリスク・テイクのインセンティブを作り出しうる報酬制度のあり方を見直し、個々の企業体レベルでのリスク管理およびガバナンスのあり方を見直し、潜在的なシステムリスクへの対応策としての破綻処理計画の事前策定（リビング・ウィル（living will））等が提案されている。

277 高橋 [1994] 52 頁。上記②の市場の失敗を回避するためには、公的介入により個々の金融機関の努力水準を引き上げることや、公的当局自らがそれに代替する措置を実施すること、上記③の市場の失敗を回避するためには、積極的なモニタリング活動の実施を期待できない預金者に代わって、公的当局が金融機関に対するモニターとしての役割を果たすことが有効であるとされる。池尾 [1993] 145～149 頁参照。とくに後者に着目し、金融規制の目的は預金者の利益を代表することであるとする見解（代表仮説）がある。ドゥワトリボン＝ティロール [1996] 25 頁以下。

278 Freixas and Rochet [2008] p. 307 参照。

279 後掲注 299 参照。

280 Brunnermeier *et al.* [2009] pp. 23, 63, French *et al.* [2010] pp. 2, 137.

281 一般の国際金融危機で明らかになったシステムリスクの発生要因として、流動性スパイラル（liquidity spiral）が指摘されている。流動性スパイラルとは、資産価格の低下が金融機関の資産売却を導き、それによって資産価格のさらなる低下が引き起こされ、金融機関の資産の流動性の枯渇を招くという自己増幅的な（self-amplifying）プロセスのことをいう。Brunnermeier *et al.* [2009] pp. 5–6, 15–22.

282 金融規制の対象外となっていたシャドー・バンキングの活動が金融危機に与えた影響が大きかったことや（FSA [2009] p. 21）、銀行部門と投資銀行等の部門との間で規制の厳しさに差があることによって規制の裁定行動（regulatory arbitrage）が引き起こされたこと（「境界問題（boundary problem）」）が指摘されている（Brunnermeier *et al.* [2009] pp. 11–12, 25, appendix）。

(2) 金融規制と会社法の関係

イ. 会社法上の法令遵守義務の機能

取締役は、法令²⁸³を遵守する義務（法令遵守義務）を負っている²⁸⁴。規制の内容が明確である限り、取締役の規制に違反する行為（法令違反行為）²⁸⁵の有無を客観的に判断することは容易である。取締役は、法令違反行為による利益と損失を比較して、前者が後者を上回ることを理由に、法令違反行為をするという経営判断を行うことは許されず²⁸⁶、取締役には規制（法令）に従うか否かについての裁量は認められないといえる²⁸⁷。

もっとも、規制の内容について複数の解釈が成り立ち、どのような行為が規制違反に当たるかが明確ではない場合もありうる^{288, 289}。そうした場合において、行為時には規制違反に該当することが明確ではない行為をなすという経営判断を下した取締役が、後にそうした行為は規制違反に当たるものであったとして責任を追及されるかが問題となりうる^{290, 291}。

しかし、規制の内容が明確ではない場合において、わずかでも規制違反と判断される可能性がある行為を一切すべきではないとすること、すなわち、そうした行為をするか否かについての経営判断を行うことについて取締役に一切の裁量を認めな

283 かつては、「法令」にはあらゆる法令が含まれるのか（非限定説）、一定の範囲のものだけが含まれるのか（限定説）について、学説上争いがあったが、最判平成12年7月7日民集54巻6号1767頁によって、商法266条1項5号（当時）の「法令」にはあらゆる法令が含まれるとされた。

284 会社法355条。

285 本報告書で「法令違反行為」とは、取締役の善管注意義務および忠実義務を定める規定（会社法330、355条）を除く会社法その他の法令の規定に違反する行為（を会社にさせるような業務執行を行うこと）の意味で用いる。伊藤〔2009〕50頁注6および53頁注23参照。以下では、会社法以外の規制に違反する行為を念頭に置いて議論している。

286 伊藤ほか〔2011〕221頁〔伊藤靖史〕。

287 これに対し、取締役に法令違反の認識がなかった場合について、判例は、取締役が法令違反の可能性を認識するに至らなかったことに「やむを得ない事情」が認められれば、「過失」なしとして取締役の責任が否定される可能性があることを認めている。例えば、平成12年7月7日最高裁判決（前掲注283参照）。

288 例えば、前掲注273で挙げた例を前提とすると、規制が存在しているものの規制の内容が明確ではないケース（例えば、当該金融機関が許容しうるリスクの範囲は10から20と解しうる余地があるケース）や、規制に欠陥があったことが事後的に判明したケース（例えば、経営判断時の規制によるリスク水準は20であったが、事後的に社会全体の利益にとって望ましいリスク水準は10であることが判明したケース）が考えられる。

289 また、金融規制のなかには、個別的な状況に対応する詳細な規則を定め、個々の規則を具体的な事例に適用することによって政策目的を達成しようとする態様のもの（「ルール・ベースの規制」と呼ばれる）のほかに、政策として達成しようとする結果を主要な原則として示し、その結果を達成する手法については金融機関の自主的な取組みに委ねる態様のもの（「プリンシプル・ベースの規制」と呼ばれる）もある。両者の特質を考察したものととして、例えば、有吉〔2009〕。

290 また、学説には、規制のなかには必ずしも明確とはいえない「プリンシプル（重要な原則）」も含まれるとして、この「プリンシプル」に明らかに違反する行為をするという取締役の裁量は認められないとする見解もある。大杉〔2010〕54～55頁。

291 こうした問題を指摘するものとして、神田〔1994〕67頁。問題の本質は、取締役はごくわずかでも法令違反とされるおそれがある行為は一切すべきではないとするのが、社会にとってあるいは会社にとって望ましいルールであるか否かであるとしている。同頁。

いという制限を課すことは、経営の委縮に繋がり、会社経営に困難をきたすおそれがあるといえる²⁹²。したがって、行為時において、規制の内容が明確ではなく、その行為が規制違反に該当する可能性がゼロではない場合には²⁹³、取締役は、基本的には、その行為が規制違反と判断されたときの損害、違反と判断される可能性、および適法と判断されたときの利益とを比較して、当該行為をするか否かを判断することが認められてしかるべきである²⁹⁴。仮に事後的にそれが規制違反であると判断された場合であっても、こうした行為時の判断について注意義務違反があったと認められない限り、会社法上、取締役は責任を負わないと考えるべきである。

ロ. 銀行の取締役の経営判断における裁量の範囲

銀行の取締役の経営判断については、一般事業会社の取締役と同様、その決定の過程、内容に著しく不合理な点がないかについての判断をもって、その注意義務違反の有無を判断することになる²⁹⁵。従来、わが国の判例・学説では、取締役の任務懈怠を判断する際、裁判所はその経営判断には事後的には介入しないという考え方（経営判断原則）がとられているといわれるが、実態としては、取締役の経営判断の内容の合理性・相当性にまで踏み込んだ裁判所による審査が行われている²⁹⁶。さらに、わが国の判例・学説では、預金者保護の要請といった銀行業務の公共性等から、銀行の取締役の経営判断について認められる裁量は、他の一般事業会社よりも狭いと考えられている²⁹⁷。換言すれば、銀行業の特殊な性格から取締役の裁量の範囲が限定される結果、経営判断原則の適用余地も限定されているといえる²⁹⁸。

292 反対に、少しでも法令違反ではないという解釈がある領域でした行為については、事後的に法令違反を理由とする責任を問わないというのでは、法令違反を理由とする責任はほぼ成立しなくなるため、明らかに不当であると指摘されている。神田 [1994] 67 頁。

293 これに対して、確実に規制違反に該当する行為であると予測される場合には、このような損害と利益とを比較したうえで当該行為をすると判断することは難しいと考えられる。

294 田中 [2006b] 10~11 頁注 52、伊藤 [2009] 56 頁。

295 もっとも、取締役の注意義務の内容や程度は、会社の規模や業種の違いによって異なるという考えのとおり、銀行の取締役には、銀行業務に従事する取締役として期待される注意義務を負うと解することになる。神崎 [1997] 78 頁。

296 こうした考え方をわが国では経営判断原則と呼ぶことが多いが、その実態は、米国型の経営判断原則（business judgment rule）とは異なる。例えば、江頭 [2009] 434~435 頁。米国の経営判断原則は、裁判所は、取締役・会社間に利害対立がないことおよび取締役の意思決定過程に不合理がないことのみを審査し、判断内容の合理性には一切踏み込まないものとされる。

これに対し、日本の経営判断原則は、裁判所は、取締役の判断の内容その他すべての事情を審査すると解されている。神田 [2011] 207~208 頁。例えば、東京地判平成 16 年 9 月 28 日判時 1886 号 111 頁では、「取締役によって当該行為がなされた当時における会社の状況および会社を取り巻く社会、経済等の情勢のもと、当該会社の属する業界における通常の経営者の有すべき知見および経験を基準として、前提としての事実の認識に不注意や誤りがなかったか、およびその事実に基づく行為の選択決定に不合理がなかったか否かという観点から、当該行為をすることが著しく不合理と評価されるか否かによるべき」と判示されている。

297 例えば、岩原 [2004] 211~222 頁。これに対して、銀行の取締役であるからといって、当然に一般事業会社の取締役より注意義務の程度が高いとはいえないとする見解もある。前田ほか [1997] 52~54 頁〔宍戸善一・前田重行発言〕。

298 「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会 [2010] 210 頁。

このような判例・学説の姿勢については、金融規制の内容に不備がある場合に、銀行の取締役の経営判断の裁量の範囲を狭く捉えたうえで、その責任追及を行うことを通じ、銀行経営に伴う負の外部性の金融規制による内部化²⁹⁹を補うこと——金融規制の会社法による補完——が期待されるとして、積極的に評価する考え方もある³⁰⁰。

すなわち、上述のとおり、銀行の経営には負の外部性が伴うものの、銀行の債権者（預金者）には、その経営をモニタリングする適切なインセンティブがない。こうしたこと等から、銀行は、その経営に伴う負の外部性の発生を回避するためにさまざまな金融規制に服することになる。しかしながら、仮に金融規制の内容に不備があり、銀行経営に伴う負の外部性が十分に内部化されていない場合には、これに加えて、会社法により、銀行経営を行う取締役の行為自体を直接コントロールすることが考えられるとの指摘がある³⁰¹。より具体的には、銀行の取締役は、ハイリスク・ハイリターンな経営判断をしてはならず、安定的な事業活動を展開しなければならないというかたちで、一般事業会社よりも裁量の幅を狭めていくことが必要であると説明されている³⁰²。

しかしながら、金融規制の内容が明確ではない場合において、規制違反はないと判断してなされた取締役の行為について、銀行の利益を超えた社会的利益を勘案して、銀行の取締役の責任の成否を考えてよいかということは必ずしも自明ではない³⁰³。さらに、そもそも、金融規制によって外部性が十分に内部化されていない場合かどうかを裁判所が判断することは容易ではない。取締役が行った経営判断の内容の合理性、相当性を審査するために必要な情報および能力を、裁判所が備えることは困難な場合があると考えられる。経営の専門家ではない裁判所が行う審査は「後知恵のバイアス（hindsight bias）」³⁰⁴が働き、いわゆる結果責任を問う可能性があり、その結果、経営に対する委縮効果が生じるおそれがある。銀行の取締役に限らず一般事業会社の取締役の経営判断についても、その経営判断の内容の合理性・相当性

299 なお、本報告書において、負の外部性の内部化とは、負の外部性が発生する行為がなされないように規制を課し、これへの違反に対して適切なサンクションが発動される状態にすること等をいう。

300 岩原 [2004] は、会社法上の取締役等の責任追及という私人によるエンフォースメントの活用によって金融監督法の目的を実現するというアプローチを、肯定的に評価している。同 217 頁。

301 岩原 [2004] 218 頁。なお、リスクの高い融資を行うこと等が取締役の注意義務違反に当たり、それによって発生する損害は取締役の責任によって填補されることになると、こうした融資等が行われることが株主にとって好ましいものとなり逆効果ではないかという疑問が想定されるが、こうした疑問に対し、岩原 [2004] は、取締役をコントロールすること自体が重要であるから取締役等の違法行為の責任追及の結果として会社や株主が利益を受けることになってもそれを問題にする必要はないとしている。同頁。

302 森田 [2009] 10 頁。

303 「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会 [2010] 210 頁。また、仮にそうした利益の保護に関し、規制による対応が十分にとられている場合にまで取締役の裁量を狭く捉え、取締役の個人責任を問うことは、その行動に対する過剰な抑止に繋がるとの指摘がなされている。同頁。

304 決定の当否を事後的に判断する人々には、不適切な結果を生じた決定は不適切なものであったという結論を下す傾向、すなわち「後知恵のバイアス」があるといわれている。実験心理学が示すところによれば、人は事後的な視点に立つと往々にして、事前に結果を予想することの「容易さ」を過大評価する傾向や、実際に生じたことに対しては不可避なものであると考える傾向があるといわれている。アイゼンバーク [2008] 203～204 頁。

にまで踏み込んだ裁判所による審査が行われているわが国においては³⁰⁵、以上のような理由から、経営に対する委縮効果が生じている可能性もあるといえる³⁰⁶。

裁判所が取締役の義務違反の有無を事後的に審査することを通じた会社法による規制の補完は、以上のような問題があると考えられる。そうした問題の発生を回避するためには、やはり、規制の不備の問題は、規制の改善によって対応すべきであり、また、その方が法的透明性・安定性に資するものと考えられる。預金者保護の要請や外部性の存在といった問題に対しては、明確かつ具体的な金融規制を必要十分に設け、状況の変化に応じて適宜見直していくことが必要であると考えられる。

(3) 小括

銀行には、銀行業の外部性、預金者との間の情報の非対称性、流動負債の比率の高さ等の特殊性があり、これらに起因する「市場の失敗」に対応するため、金融規制が必要となると説明されている。

銀行は、会社法に加えて金融規制の適用を受ける。すなわち、金融規制を遵守することを条件として、銀行についても、株主利益の観点からのコーポレート・ガバナンス、すなわち、企業価値を高めるコーポレート・ガバナンスが妥当する。その限りにおいて、上記2.で述べたようなコーポレート・ガバナンスの整備・機能向上の必要性は、銀行にも妥当すると考えられる。

規制は取締役が遵守すべき「法令」に該当し、規制の遵守は取締役の法令遵守義務を通じて行われることになる。取締役には、規制に従うか否かについての裁量は認められない。もっとも、規制が十分に明確ではなく、どのような行為が規制違反に当たるかが明らかでない場合において、わずかでも規制違反と判断される可能性がある行為を一切するべきではないと解することは、経営の過度な委縮に繋がることから適切でないといえる。

判例・学説では、銀行業における預金者保護の要請といった銀行業務の公共性等を根拠として、銀行の取締役に認められる裁量は、一般事業会社の取締役に認められる裁量よりも狭いと考えられている。また、取締役の裁量の範囲については、いわゆる経営判断原則の適用を受けるが、従来、わが国の裁判所は、経営判断の内容の合理性・相当性にまで踏み込んだ審査を行っているといわれている。

305 もっとも、アバマンショップホールディングス株主代表訴訟事件最高裁判決（最判平成22年7月15日判時2091号90頁）では、取締役の「決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としての善管注意義務に違反するものではないと解すべき」とされており、取締役の経営判断に関する裁判所の姿勢が、やや変化しつつあるようにも見受けられる。

306 米国における経営判断原則は、経営の専門家ではない裁判所が経営判断の是非を審査し、取締役の責任の有無を判断することとしてしまうと、経営を委縮させ、かえって会社や株主の利益にならないという考え方に基づくものである。森田 [2009] 4、6頁。裁判所による「後知恵」による責任追及から取締役を保護し、取締役の責任とインセンティブのバランスをとることで株主の利益を尊重したものであるとの説明もなされている。アイゼンバーグ [2008] 205～207頁。わが国においても、こうした問題を考慮した経営判断原則のあり方を検討する余地があるといえる。

上記のような判例・学説の姿勢については、取締役の経営判断時点では、規制による対応が十分にとられていない場合に、裁判所が規制の趣旨等を勧告して会社法上の取締役の義務違反の有無を審査することを通じ、規制の機能をいわば補完することが期待されるとして、積極的に評価する考え方もある。

もっとも、預金者保護の要請といった銀行業務の公共性など、銀行の利益を超えた社会的利益を勧告して、銀行の取締役の責任の成否を考えてよいかは必ずしも自明ではない。また、そもそも、取締役の経営判断の是非を審査するために必要な情報および能力を裁判所が備えることは、事実上困難な場合があると考えられる。このような裁判所の判断には「後知恵のバイアス」が働き、いわゆる結果責任を問う可能性があり、経営に対する萎縮効果が生じるおそれがある。裁判所が取締役の義務違反の有無の事後的な審査を通じて規制の機能を補完することは、法的透明性、安定性に欠けると考えられる。したがって、会社法（取締役の義務違反の有無の審査）を通じて、規制の機能を補完することには問題があると考えられる。

やはり、規制の不備は規制の改善を通じて図るべきであり、金融規制に関していえば預金者保護の要請や外部性の存在といった問題に対しては、明確かつ具体的な規制を必要十分に設け、状況の変化に応じて適時見直していくことが必要であると考えるべきである³⁰⁷。

6. おわりに

本研究では、①今般の国際金融危機を受けた国際機関等によるコーポレート・ガバナンスに関する改善提案にみる株主の位置付け、②株式持合いや近年出現した持合解消信託、エンプティ・ボートイングにおける、企業価値と乖離した株主利益に基づく議決権行使の問題、③従業員と株主の利益対立の問題、④金融規制と会社法の関係について検討することを通じ、株主利益の観点からの会社法上の規整の機能と、その他の法規整との関係に関し今日的な観点から考察を行った。

以下では、検討の結果を簡単に総括することで、本報告書の結びとしたい。

(1) 株主利益の観点からの会社法上の規整の機能

コーポレート・ガバナンスに関する法規整は、わが国企業の収益向上、ひいてはわが国経済の持続的発展の観点から、重要な制度基盤の1つであり、そうした法規整の中心を成すのは、会社の機関設計等を定める、株主利益の観点からの会社法上の規整であるといえる。

307 以上の考察は銀行を対象としたものであるが、基本的には、それ以外の株式会社における会社法と規制との関係についても当てはまるものと考えられる。

今般の国際金融危機後のコーポレート・ガバナンスを巡る議論に照らしても、上記のような株主利益の観点からの規整枠組みに大きな揺らぎは生じておらず、むしろその機能を強化しようとする取組みが進められているとみることができる。わが国においても、従来の枠組みのもとで、その機能強化のための取組みがなされているとみることができるが、今日のわが国の企業については、企業経営の収益性の低さが問題視され、取締役の収益向上へのインセンティブ付けが課題とされている。わが国におけるコーポレート・ガバナンスを巡る法制度のあり方を検討するに際しては、収益性の観点にも重点を置いた検討が望まれよう³⁰⁸。

また、現行の株主利益の観点からの規整枠組みは、残余権者である株主には企業価値を最大化するインセンティブがあるとの前提に基づくものである。しかしながら、株式持合いや持合解消信託、エンプティ・ボートイングにみられるような企業価値と乖離した株主利益の存在は、こうした前提とは相容れない可能性があるものであって、多数決ルールによる調整が及ばない場合等において、そうした規整枠組みの機能を阻害するおそれがある。とくに、わが国においては、今なお広くみられる株式持合いが、法により与えられた株主権限の十分な発揮を妨げている面があるように思われる。現行の規整枠組みの機能向上の観点からは、こうした市場構造の改善も課題となろう。

(2) 会社法上の規整とその他の法規整との関係

上記のとおり、コーポレート・ガバナンスに関する中心的法規整は、株主利益を中心とした会社法上の規整枠組みであるが、このほかにも多岐に亘る法規整によって、会社経営は規律付けられている。今後も、経済、社会情勢の変化や企業活動の多様化等に伴い、会社経営に関してさまざまな利益の法的保護を図る必要が生じよう。

ただ、会社法は、個々の企業の健全かつ効率的な企業活動を可能とするよう、そのための基本ルールを提供するという重要な機能を有する。そうしたルールの一応の出発点は、企業価値最大化に向けたインセンティブを有するとされる株主の利益であって、企業価値を超えた社会的利益の保護を、会社法のルールにより直接図ることについては、取締役の責任の所在を不明確にし、会社という仕組みのコストを大きなものとするおそれがあるため、慎重な考慮が必要であろう。例えば、従業員が会社に対して不利な立場に置かれる可能性に対処するために、従業員の利益保護に資するようなガバナンス構造の採用を会社法によって一律に制度化することは、ガバナンスの柔軟性を損なうおそれがある。また、事後的にみて規制に不備があった場合に、裁判所が規制の趣旨等を勘案して会社法上の取締役の義務違反の有無を審

308 現在、法制審議会会社法制部会では企業統治のあり方に関する規律等を含め、会社法の見直し作業が進められているが、そこでも、わが国の企業のパフォーマンスの低さが、わが国の資本市場の魅力も低下させていることが指摘されている。法制審議会会社法制部会第9回会議（平成23年1月26日）議事録参照。

査することを通じ、規制の機能をいわば補完することは、いわゆる結果責任を問うことに繋がり、経営の委縮効果を生じさせるおそれがある。

したがって、そうした社会的な利益の保護については、必要に応じて、明確かつ十分な法規整を別に設けることにより対応することを基本とすべきと考えられる。これに加えて会社法により、個々の会社はその企業価値向上の観点からそうした利益に配慮したガバナンス構造を採用する枠組みを提供することは否定されないであろう。いずれにせよ、会社法は、主として株主利益の追求を通じた企業価値の向上のためのコーポレート・ガバナンスを求めるべきである。

参考文献

- 相澤 哲・郡谷大輔、「事業報告（上）」、『商事法務』第 1762 号、2006 年、4～13 頁
- アイゼンバーグ、メルビン A.、「アメリカ会社法における注意義務」、同志社大学日本会社法制研究センター編『日本会社法制への提言』、商事法務、2008 年、187～234 頁
- 有吉尚哉、「ルール・ベースの規制とプリンシプル・ベースの規制」、西村あさひ法律事務所編『最新金融レギュレーション』、商事法務、2009 年、3～19 頁
- 池尾和人、「金融自由化以後のプルーデンス政策」、貝塚啓明・原田 泰編『90 年代の金融政策』、日本評論社、1993 年、145～166 頁
- 、「金融危機とその後の対応——経済学的視点から——」、『金融法務事情』第 1903 号、2010 年、18～26 頁
- 伊丹敬之、『日本型コーポレート・ガバナンス 従業員主権企業の論理と改革』、日本経済新聞社、2000 年
- 伊藤靖史、「業績連動型報酬と取締役の報酬規制（1）——アメリカ及びイギリスの報酬規制改革を参考に——」、『民商法雑誌』第 116 巻第 2 号、1997 年 a、222～254 頁
- 、「業績連動型報酬と取締役の報酬規制（2）——アメリカ及びイギリスの報酬規制改革を参考に——」、『民商法雑誌』第 116 巻第 3 号、1997 年 b、401～425 頁
- 、「取締役・執行役の報酬に関する規制のあり方について——経営者の監督・インセンティブ付与手段という観点からの問題点——」、『同志社法学』第 55 巻第 1 号、2003 年、1～90 頁
- 、「米国における役員報酬をめぐる近年の動向——1990 年代の役員報酬額の増加と 2000 年代初頭の不祥事の後で——」、『同志社法学』第 58 巻第 3 号、2006 年、1019～1080 頁
- 、「法令違反行為と取締役の責任」、『法学教室』第 342 号、2009 年、48～57 頁
- ・大杉謙一・田中 亘・松井秀征、『会社法 第 2 版』、有斐閣、2011 年
- 井上 聡、「最近の新しい信託取引の動向について」、『信託』第 242 号、2010 年、154～180 頁
- 岩原紳作、「金融機関取締役の注意義務——会社法と金融監督法の交錯——」、小塚莊一郎・高橋美加編『落合誠一先生還暦記念 商事法への提言』、商事法務、2004 年、173～224 頁
- 、「監査役制度の見直し」、前田重行・神田秀樹・神作裕之編『前田庸先生喜寿記念 企業法の変遷』、2009 年、1～44 頁
- 、「世界金融危機と金融法制」、『金融法務事情』第 1903 号、2010 年、27～37 頁
- 上柳克郎・鴻 常男・竹内昭夫編、『新版注釈会社法（6）：株式会社の機関（2）』、有斐閣、1987 年
- 内田交謹、「取締役構成変化の決定要因と企業パフォーマンスへの影響」、『商事法務』第 1874 号、2009 年、15～22 頁

- 江頭憲治郎、「日本の企業支配」、『岩波講座基本法学7——企業』、岩波書店、1983年、73～98頁
- 、『株式会社法 第3版』、有斐閣、2009年
- 江川雅子、『株主を重視しない経営——株式市場の歪みが生みだした日本型ガバナンス』、日本経済新聞社、2008年
- 大内伸哉・大杉謙一・大竹文雄・柳川範之、「労働の未来を語る——雇用と企業社会 [法学と経済学の対話]」、『法学セミナー』第654号、2009年、42～51頁
- 大杉謙一、「監査役制度改造論」、『商事法務』第1796号、2007年、4～12頁
- 、「会社法と金融規制その他の業規制との関係——取締役の行動規範の内容」、『法律時報』第82巻第12号、2010年、51～56頁
- 大隅健一郎、「株式の相互保有（持合）について」、『会社法の諸問題 増補版』、有信堂、1962年、211～235頁
- 太田 洋、「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流（下）——英米における対応とわが国上場企業法制への示唆——」、『商事法務』第1842号、2008年、23～30頁
- 翁 百合、『金融危機とプルーデンス政策』、日本経済新聞社、2010年
- 奥村 宏、「商法改正における株式相互持合いの規制について」、『企業会計』第33巻第6号、1981年、987～989頁
- 尾崎悠一、「金融危機と役員報酬規制」、財団法人資本市場研究会編『金融危機後の資本市場法制』、財経詳報社、2010年、129～208頁
- 落合誠一、「企業法の目的——株主利益最大化原則の検討——」、『岩波講座 現代の法7——企業と法』、岩波書店、1998年、3～32頁
- 、「独立取締役の意義」、新堂幸司・山下友信編『会社法と商事法務』、商事法務、2008年、219～246頁
- 、『会社法要説』、有斐閣、2010年
- 加藤貴仁、「議決権・支配権に関する種類株式の規制方法」、『商事法務』第1777号、2006年、4～14頁
- 、『株主間の議決権配分』、商事法務、2007年
- 嘉村雄司、「議決権と経済的利益の新たな分離現象（1）——空議決権行使および隠れた（変形可能な）持分——」、『福岡大学大学院論集』第40巻第1号、2008年a、101～130頁
- 、「議決権と経済的利益の新たな分離現象（2）——空議決権行使および隠れた（変形可能な）持分——」、『福岡大学大学院論集』第40巻第2号、2008年b、105～128頁
- 仮屋広郷、「株主層の変動と株主総会——アクティビズム対応への視座』、『法律時報』第80巻第3号、2008年、46～51頁
- 川口幸美、『社外取締役とコーポレート・ガバナンス』、弘文堂、2004年
- 川濱 昇、「取締役会の監督機能」、森本 滋・川濱 昇・前田雅弘編『企業の健全性確保と取締役の責任』、有斐閣、1997年、3～52頁

- 神崎克郎、「銀行の取締役が融資の決定をする際の善管注意義務」、『金融法務事情』第1492号、1997年、76～79頁
- 神作裕之、「ドイツにおける共同決定制度の沿革と実態」、財団法人資本市場研究会編『金融危機後の資本市場法制』、財經詳報社、2010年、307～352頁
- 神田秀樹、「資本多数決と株主間の利害調整(1)」、『法学協会雑誌』第98巻第6号、1981年、761～815頁
- 、「株主代表訴訟に関する理論的側面」、『ジュリスト』第1038号、1994年、65～71頁
- 、「上場会社に関する会社法制の将来」、『金融法務事情』第1909号、2010年、18～30頁
- 、『会社法 第13版』、弘文堂、2011年
- ・藤田友敬、「株式会社法の特質、多様性、変化」、三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』、1998年、453～477頁
- 企業統治研究会、「企業統治研究会報告書(平成21年6月17日)」、2009年
- 金融審議会金融分科会、「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～(平成21年6月17日)」、2009年
- 「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会、「金融取引の展開と信託の諸相」、『金融研究』第29巻第4号、日本銀行金融研究所、2010年、179～264頁
- 久保克行、『コーポレート・ガバナンス 経営者の交代と報酬はどうあるべきか』、日本経済新聞出版社、2010年
- 小立 敬、「英国FSAのターナー・レビュー——新たな金融監督規制のあり方の検討」、『金融』2009年6月号、2009年、3～9頁
- 酒井太郎、「議決権買収(Vote Buying)について」、布井千博・野田 博・酒井太郎・川口幸美編『川村正幸先生退職記念論文集 会社法・金融法の新展開』、中央経済社、2009年、171～203頁
- 四宮和夫、『信託法[新版]』、有斐閣、1989年
- 嶋 協、「役員給与をめぐる検討」、『税経通信』第66巻第1号(通巻第933号)、2011年、68～76頁
- 清水 一、「社外取締役の導入、委員会制度への移行と企業価値：パネルデータによる分析」、『大阪経大論集』第61巻第5号、2011年、31～47頁
- 商事法務編、『ハンドブックシリーズ3 取締役・執行役』、商事法務、2004年
- 白土英成、「役員給与・退職金に係る留意点」、『税経通信』第65巻第4号(通巻第922号)、2010年、110～119頁
- 鈴木竹雄、「議決権信託の効力」、『商法研究III 会社法(2)』、有斐閣、1971年、95～111頁
- ・竹内昭夫、『法律学全集28 会社法[第3版]』、有斐閣、1994年
- 鈴木興太郎、『厚生経済学の基礎——合理的選択と社会的評価』、岩波書店、2009年

- ステイグリッツ、ジョセフ E.・カール E. ウォルシュ（藪下史郎・秋山太郎・蟻川靖浩・大阿久博・木立 力・清野一治・宮田 亮訳）、『ステイグリッツ ミクロ経済学 第3版』、東洋経済新報社、2006年
- 関 俊彦、「株式の相互保有」、鈴木竹雄・大隅健一郎監修・上柳克郎・鴻 常夫・竹内昭夫編『会社法演習Ⅰ 総論・株式会社（設立・株式）』、有斐閣、1983年、195～206頁
- ダウンズ、ジョン・ジョーダン エリオット グッドマン編（西村信勝監訳）、『バロンス金融用語辞典 第7版』、日経BP社、2009年
- 高橋正彦、「戦後型金融規制の再編成 金融制度改革と独占禁止法」、橘木俊詔・松浦克己編『日本の金融：市場と組織』、日本評論社、1994年、47～77頁
- 高山佳奈子、「金融機関経営者の刑事責任——特別背任罪を中心に——」、『金融法務事情』第1911号、2010年、16～24頁
- 武井一浩、「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流（上）——ウルフパック戦術（群狼戦術）と金融商品取引法——」、『商事法務』第1840号、2008年、74～81頁
- ・有吉尚哉、「従業員の株式保有——日本の経済成長戦略・市場活性化策の観点から——」、財団法人資本市場研究会編『金融危機後の資本市場法制』、財経詳報社、2010年、273～305頁
- ・中山龍太郎・星 明男、「ヘッジ・ファンドと会社法——ヘッジ・ファンドの投資戦略とM&Aにおける議決権行使を例に——」、財団法人資本市場研究会編『ファンド法制——ファンドをめぐる現状と規制上の諸課題——』、財経詳報社、2008年、407～433頁
- 竹内昭夫、『改正会社法解説 新版』、有斐閣、1983年
- 、「親子会社・相互保有会社と持株基準——株式数か議決権数か——」、『商事法務』第1110号、1987年、26～32頁
- 龍田 節、『会社法大要』、有斐閣、2007年
- 田中 亘、「ステークホルダーとガバナンス——会社法の課題』、『企業会計』第57巻第7号、2005年、52～58頁
- 、「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」、武井一浩・中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略Ⅱ』、商事法務、2006年a、243～310頁
- 、「利益相反取引と取締役の責任（下）——任務懈怠と帰責事由の解釈をめぐって——」、『商事法務』第1764号、2006年b、4～11頁
- 、「ステークホルダーとコーポレート・ガバナンス：会社法の課題」、神田秀樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』、2007年a、1～25頁
- 、「定時株主総会はなぜ六月開催なのか」、黒沼悦郎・藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論（上巻）』、商事法務、2007年b、415～497頁
- 筒井義郎、「金融規制」、貝塚啓明・池尾和人編『金融理論と制度改革』、有斐閣、1992年、173～207頁
- ドゥワトリボン、M.・J. ティロール（北村行伸・渡辺 努訳）、『銀行規制の新潮流』、東洋経済新報社、1996年

得津 晶、「持合株式の法的地位（1）——株主たる地位と他の法的地位の併存——」、
『法学協会雑誌』第125巻第3号、2008年、455～540頁
——、「持合株式の法的地位（5）——株主たる地位と他の法的地位の併存——」、
『法学協会雑誌』第126巻第10号、2009年、2027～2075頁
——、「Empty Voting に関する近時の議論状況——Cash Flow と Control Right の
乖離の観点から——」、『北大法学論集』第61巻第1号、2010年、200～203頁
新田敬祐、「持合復活の構図：2008年度株主構成調査より」、『ニッセイ基礎研レポ
ート』November 2009、2009年、10～17頁
日本銀行、「金融システムレポート（2010年3月号）」、2010年
野崎 彰・有吉尚哉・池田賢生、「金融・資本市場の観点から重要と考えられる論
点——会社法制関係——」、『商事法務』第1906号、2010年、36～41頁
広渡清吾、『比較法社会論研究』、日本評論社、2009年
福岡泰彦、『『株式流動化信託』企業による株式保有の新形態』、『金融財政事情』
2009.11.23号、2009年、30～34頁
藤田友敬、「株主の議決権」、『法学教室』第194号、1996年、19～22頁
——、「契約・組織の経済学と法律学」、『北大法学論集』第52巻第5号、2002年、
1884～1837頁
星川長七、「試案にみる『自己株式取得と株式の相互保有』」、『ジュリスト』第646号、
1977年、41～48頁
堀 天子、「株式の持合い」、『判例タイムズ』第1280号、2008年、13～22頁
前田重行、「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの問題」、『民商法雑誌』第
117巻第4・5号、1998年、546～568頁
——・宍戸善一・松下淳一・伊藤 眞、「シンポジウム 金融機関の健全性維持お
よび破綻処理について」、『金融法研究』13巻、1997年、1～59頁
前田 庸、『会社法入門（第12版）』、有斐閣、2009年
正井章彦、『共同決定法と会社法の交錯——ドイツとECにおける論争』、成文堂、
1990年
松尾直彦・太田 洋、「公開会社の役員報酬ガバナンス——グローバルな潮流と今後
の展望——」、『商事法務』第1903号、2010年、20～27頁
宮島英昭・新田敬祐、「日本型取締役会の多元的進化：その決定要因とパフォーマ
ンス効果」、神田秀樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』、き
んざい、2007年、27～77頁
ミルグロム、ポール・ジョン ロバーツ（奥野正寛・伊藤秀文・今井晴雄・西村 理・
八木 甫訳）、『組織の経済学』、NTT出版、1997年
ミルハウプト、カーティス J. 編、『米国会社法』、有斐閣、2009年
三輪芳朗・マーク J. ラムザイヤー、『日本経済論の誤解』、東洋経済新報社、2001年
森田 果、「わが国に経営判断原則は存在していたのか」、『商事法務』第1858号、
2009年、4～13頁

- 、「集団的意思決定と法——会社法を中心に——」、IMES Discussion Paper No. 2011-J-8、2011年
- 安江英行、「リーマン・ブラザーズのコーポレート・ガバナンス——破産調査委員報告書を読んで」、『監査役』第574号、2010年、61～70頁
- 柳川範之、『契約と組織の経済学』、東洋経済新報社、2000年
- 、『法と企業行動の経済分析』、日本経済新聞社、2006年
- ・大竹文雄・大杉謙一・大内伸哉、「企業統治の未来を語る——雇用と企業社会 [法学と経済学の対話]」、『経済セミナー』第648号、2009年、56～69頁
- 横山史生、「〈再開〉に向け情報開示の整備進む証券化商品市場」、『証研レポート』第1656号、2009年、38～50頁
- Basel Committee on Banking Supervision, “Principles for Enhancing Corporate Governance,” 2010.
- Bebchuk, Lucian A., and Jesse M. Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004.
- , and ——, “Paying for Long-Term Performance,” *University of Pennsylvania Law Review*, 158, 2010, pp. 1915–1959.
- , and Holger Spamann, “Regulating Banker’s Pay,” *Georgetown Law Journal*, 98, 2010, pp. 247–287.
- Bhagat, Sanjai, and Roberta Romano, “Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term,” *Yale Journal on Regulation*, 26, 2009, pp. 359–372.
- Brav, Alon, and Richmond D. Mathews, “Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance,” *Journal of Financial Economics*, 99, 2011, pp. 289–307.
- Brunnermeier, Markus, Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud, and Hyun Song Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation: Geneva Reports on the World Economy 11*, Center for Economic Policy Research, 2009.
- Cohen, Jonathan, “Negative Voting: Why It Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It,” *Harvard Journal on Legislation*, 45, 2008, pp. 237–257.
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992 (Cadbury Report).
- Cunningham, Kevin C., “Examination of Judicial Policy on Corporate Vote Buying in the Context of Modern Financial Instruments,” *NYU Annual Survey of American Law*, 64, 2008, pp. 293–342.
- Davies, Paul L., *Gower and Davies’ Principles of Modern Company Law*, Eighth Edition, Sweet & Maxwell, 2008.
- Dombalagian, Onnig H., “Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?” *University of California, Davis Law Review*, 42, 2009, pp. 1231–1313.
- Easterbrook, Frank H., and Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991.

- Eberhart, Robert N., “Corporate Governance Systems and Firm Value: Empirical Evidence from Japan’s Natural Experiment,” Rock Center for Corporate Governance Working Paper Series No. 94, 2011, pp. 1–41.
- European Commission, “Corporate Governance in Financial Institutions: Lessons to Be Drawn from the Current Financial Crisis, Best Practices, Accompanying Document to the Green Paper,” SEC (2010), 669, 2010.
- , “Green Paper the EU Corporate Governance Framework,” COM (2011), 164 final, 2011.
- Fahlenbrach, Rüdiger, and René M. Stulz, “Bank CEO Incentives and the Credit Crisis,” *Journal of Financial Economics*, 99, 2011, pp. 11–26.
- Freixas, Xavier, and Jean-Charles Rochet, *Microeconomics of Banking*, Second Edition, The MIT Press, 2008.
- French, Kenneth R., Martin N. Baily, John Y. Campbell, John H. Cochrane, Douglas W. Diamond, Darrell Duffie, Anil K. Kashyap, Federic S. Mishkin, Raghuram G. Rajan, David S. Scharfstein, Robert J. Shiller, Hyun Song Shin, Matthew J. Slaughter, Jeremy C. Stein, and René M. Stulz, *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, Princeton University Press, 2010.
- FSA (Financial Services Authority), “The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis,” 2009.
- Gelter, Martin, “Tilting the Balance between Capital and Labor? The Effects of Regulatory Arbitrage in European Corporate Law on Employees,” *Fordham International Law Journal*, 33, 2010, pp. 792–857.
- Gordon, Jeffrey N., “‘Say on Pay’: Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-in,” *Harvard Journal on Legislation*, 46, 2009, pp. 323–367.
- Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart, “One Share-One Vote and the Market for Corporate Control,” *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 175–202.
- Hampel Committee, *Final Report*, 1998 (Hampel Report).
- Hansmann, Henry, and Reinier Kraakman, “The End of History for Corporate Law,” *Georgetown Law Journal*, 89, 2001, pp. 439–468.
- Hart, Oliver, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University, 1995.
- Hu, Henry T. C., and Bernard Black, “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership,” *Southern California Law Review*, 79, 2006a, pp. 811–908.
- , and ———, “Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms,” *Business Lawyer*, 61, 2006b, pp. 1011–1070.
- , and ———, “Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership,” *Journal of Corporate Finance*, 13, 2007, pp. 343–367.

- , and ——, “Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions,” *University of Pennsylvania Law Review*, 156, 2008, pp. 625–739.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling, “Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination,” *Journal of Business*, 52, 1979, pp. 469–506.
- Kahan, Marcel, and Edward B. Rock, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control,” *University of Pennsylvania Law Review*, 155, 2007, pp. 1021–1093.
- Katz, Jonathan J., “Barbarians at the Ballot Box: The Use of Hedging to Acquire Low Cost Corporate Influence and Its Effect on Shareholder Apathy,” *Cardozo Law Review*, 28, 2006, pp. 1483–1518.
- Keay, Andrew, “Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom’s ‘Enlightened Shareholder Value Approach,’” *Sydney Law Review*, 29, 2007, pp. 577–612.
- Kreps, David M., “Corporate Culture and Economic Theory,” in Peter J. Buckley, Jonathan Michie, eds. *Firms, Organizations and Contracts: A Reader in Industrial Organization*, Oxford University Press, 1996, pp. 221–275.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, “Corporate Ownership around the World,” *Journal of Finance*, 65, 1999, pp. 471–517.
- Martin, Shaun, and Frank Partnoy, “Encumbered Shares,” *University of Illinois Law Review*, 2005, 2005, pp. 775–813.
- OECD, “The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis,” 2009 (Grant Kirkpatrick).
- , “Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles,” 2010.
- Renaud, Simon, “Dynamic Efficiency of Supervisory Board Codetermination in Germany,” *Labour*, 21, 2007, pp. 689–712.
- Saito, Takuji, “Boards with and without Outside Directors: An Empirical Comparison,” Working Paper, 2010, pp. 1–41.
- Shleifer, Andrei, and Lawrence H. Summers, “Breach of Trust in Hostile Takeovers,” in Alan J. Auerbach, ed. *Corporate Takeovers Causes and Consequences*, University of Chicago Press, 1988, pp. 33–67.
- Skeel, David, “Behind the Hedge,” *Legal Affairs*, Nov.–Dec., 2005.
- Stone, Katherine V. W., “The New Psychological Contract: Implications of the Changing Workplace for Labor and Employment Law,” *UCLA Law Review*, 48, 2001, pp. 519–661.
- Study Group on Director’s Remuneration, *Directors’ Remuneration: Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury*, 1995 (Greenbury Report).

- Thompson, Robert B., and Paul H. Edelman, “Corporate Voting,” *Vanderbilt Law Review*, 62, 2009, pp. 129–175.
- Walker, David, “A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities—Final Recommendations,” 2009.
- Williamson, Oliver E., *The Economic Institutions of American Capitalism*, The Free Press, 1985.
- Zingales, Luigi, “The Future of Securities Regulation,” *Journal of Accounting Research*, 47, 2009, pp. 391–425.