

## コーポレート・ガバナンス規制の論拠を問う動き

淵田 康之

### ■ 要 約 ■

1. 米国においては、SEC が提案する各種の規則が、コスト・ベネフィット分析が不十分として無効の判決を受ける例が相次いでいる。無効とされた規則には、コーポレート・ガバナンス分野の規則が複数ある。
2. 欧州の金融行政においても、コスト・ベネフィット分析が重視されており、欧州委員会域内市場・サービス担当委員が、導入に向けて強い意欲を示していた一株一議決権の義務付け構想に対して中止の判断が下った事例がある。
3. 会社における独立取締役の比率上昇を重視する考え、株価を反映した経営幹部報酬を重視する考え、ポイズン・ピルや取締役の任期切れの時期をずらすこと（staggered board）を問題視する考えなど、コーポレート・ガバナンス向上の立場からの、他の各種の主張についても、実証研究上は、その経済効果について肯定的な結果もあれば否定的な結果もあり、明確に支持されているとは言い難い。
4. 多くのコーポレート・ガバナンス論は、会社は専ら株主価値の最大化を目的として経営されるべきとの考えに基づいているが、これが理論的にも、現実の制度から考えても、誤っているとの指摘もある。株主は会社のオーナーと言うが、法人は自然人同様、誰かに所有される存在ではない。法制度上も、株主の権限は制限され、取締役の裁量が大きく認められている。さらに株主といっても、その投資目的は多様であり、また株主である以前に、様々な利害や関心を持つ組織や個人として存在する。
5. 会社が主体的に株主価値の向上に配慮した経営を行うことが、望ましいことであることは言うまでもない。しかし、コーポレート・ガバナンス規制を強化し、株主の要求に沿った経営の徹底を会社に義務付けようという動きについては、以上のような指摘に留意して判断することが必要であろう。

## ルール・メイキングにおいて重視される経済分析

### 1. SEC のルール・メイキングと経済分析

会社が自主的に株主価値の向上に配慮した経営を行うことは、通常、評価されることであろう。しかしいわゆるコーポレート・ガバナンス改革として、株主の要求に沿った経営を、法律や制度によって会社に徹底させようという動きについては批判もあり、行政当局による提案が裁判所によって無効とされた事例もある。その際の論拠の一つが、このような改革のコスト・ベネフィットが十分検討されていない、あるいは十分なベネフィットが確認できないということである。

米国においては、コーポレート・ガバナンス分野に限らず、SEC が提案する各種の規則が、コスト・ベネフィット分析が不十分として無効の判決を受ける例が相次いでいる。これは、しっかりした経済分析に基づいた規則策定を行うことが、法律的にも当局に要請されるようになってきていることが背景にある。そこで、コーポレート・ガバナンスの問題に焦点を当てる前に、この点を確認しよう<sup>1</sup>。

米国においては、1971 年以降、一連の大統領指令や行政管理予算局（Office of Management and Budget、OMB）のガイダンスにより、連邦政府各機関は、規制についてのコスト・ベネフィットの検討を求められてきた<sup>2</sup>。SEC は独立機関であるため、連邦政府各省庁のようにこれら大統領指令等の遵守を必ずしも求められていなかった。また各種の法律も、規則制定活動の一環として正式にコスト・ベネフィット分析を行うことを、SEC に明確に求めてはいない<sup>3</sup>。

しかし、少なくとも 1980 年代初頭の段階には、SEC 委員長は、議会に対して、SEC はルール採択の際にはグッド・レギュラトリー・プラクティスとして、潜在的なコストとベネフィットを考慮すると表明し、実際ルール・メイキングのリリースもそうした内容を含むようになっている。

また 1996 年全米証券市場改革法及び 1999 年グラム・リーチ・ブライリー法による証券諸法の改正により、SEC はルール・メイキングにおいて、「効率性、競争、及び資本形成」について考慮することが要請され、ルール導入が公益上必要ないし適切かを考慮ない

<sup>1</sup> 以下、United States Government Accountability Office, “Dodd-Frank Act Regulations Implementation Could Benefit from Additional Analyses and Coordination”, November 11, 2011、SEC Office of Inspector General, “Follow-Up Review of Cost-Benefit Analyses in Selected SEC Dodd-Frank Act Rulemakings”, Report No. 499, January 27, 2012 及び SEC Division of Risk, Strategy, and Financial Innovation and Office of General Counsel によるスタッフ向けメモランダム“Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings,” March 16, 2012 による。

<sup>2</sup> 現在、中核に位置づけられているのが、1993 年 9 月、クリントン大統領時代に出された大統領指令 12866 である。2003 年、同指令に基づき、OMB が Circular A-4 というガイダンスを出している。

<sup>3</sup> 金融当局も対象として、限定的なコスト分析を求めている法律として 1995 年に成立した Paper Reduction Act と 1980 年に成立した Regulatory Flexibility Act がある。前者は、ペーパーワークの負担を最小化するため、一般から情報を収集する場合にその正当性を示すことを求めている。後者は、規制が小規模会社や団体に与える影響を評価することを求めている。

し明確にしなければならないとされた<sup>4</sup>。また 34 年証券取引所法 23 条(a)(2)は、SEC に対して、同法に基づき制定されるいかなるルールについて、それが競争にもたらす影響を考慮し、そのルールが競争にもたらすいかなる負担も、同法の目的を果たす上で必要かつ適切であることを、ルールの根拠と目的に関する文書に盛り込むことを求めている。

また米国の行政手続法の下では、行政機関の行為は、それが「恣意的、気紛れ、裁量の濫用、その他法の違反」(arbitrary, capricious, an abuse of discretion, or otherwise not in accordance with law)があるときに、裁判所により無効とされる(5. U.S.C. § 706(2)(A))。

## 2. 相次ぐ SEC ルールの見直し・無効判決

近年、以上の規定を根拠とし、経済効果の観点から SEC ルールが裁判で見直しを求められたり、無効となったりするケースが相次いでいる。

2005 年 6 月には、ミューチュアル・ファンド(米国の会社型投資信託)の取締役会の 4 分の 3 以上を外部取締役とし、取締役会の会長も外部取締役とすべきとしたルールが、遵守コストや代替案を適切に考慮していないという理由で、SEC に見直しを求める判決が下された<sup>5</sup>。

2010 年 7 月には、証券の定義から除外されるアニュイティの定義に関するルールが無効とされた<sup>6</sup>。これはある保険会社が、株価インデックスにリンクしたアニュイティを販売していたところ、SEC が同商品は証券に該当するとしたため、同保険会社が訴えていたものである。裁判所は、既存の州法による規制に比べて新たな規制が効率性や競争を高めるかどうかについて、SEC が分析をしていないことを問題とした。

2010 年 7 月に成立したドッド・フランク法により、SEC をはじめとする金融当局は膨大な関連ルールを策定中であるが、ここでも、経済分析が十分行われていないという理由で、裁判で無効とされるケースが生じている。

すなわち 2011 年 7 月には、株主による取締役候補者推薦を容易にするためのプロキシ・アクセス・ルールが、やはりコスト・ベネフィット分析が不十分として無効とされた<sup>7</sup>。2005 年のミューチュアル・ファンドのケースと、このプロキシ・アクセスのケースについては、次節で詳しく紹介することとする。

また 2012 年 10 月には、資源採取を行なう発行者が、外国政府ないし米国政府に行なっている支払いの開示を求めるドッド・フランク法 1504 条に関する SEC の最終規則に対して、American Petroleum Institute や全米商工会議所が、裁判所にこれを無効とするよう申し立てを行なっている。この場合の論拠の一つも、コスト・ベネフィット分析が不十分ということである。

なお CFTC が提案した 28 商品の先物、オプション、スワップ取引に関するポジショ

<sup>4</sup> 34 年証券取引所法 3 条(f)など。

<sup>5</sup> *Chamber of Commerce v. SEC*, 412 F. 3d 133 (D.C. Cir. 2005)

<sup>6</sup> *American Equity Investment Life Insurance Company v. SEC*, 613 F. 3d 166 (D.C. Cir. 2010)

<sup>7</sup> *Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144, 1150 (D.C. Cir. 2011)

ン・リミット規制についても、適切なコスト・ベネフィット分析が省略されているとして、2012年9月に無効判決が出されている。また2012年10月には、投信会社やETFがヘッジ以外で商品先物取引を行う場合、CFTCへの登録を求めるCFTCルールに対しても、同様な理由で訴訟が提起されている。

これら一連の訴訟において、申立人の弁護士として議論をリードしてきたのがGibson, Dunn & Crutcher法律事務所のパートナー、ユージン・スカリア氏である。同氏はウォール・ストリート・ジャーナル紙に、「なぜドッド・フランク法のルールは裁判で負け続けているのか」という小論を寄せているが、そこで、SECには、全米証券市場改革法によりルールが効率性、競争、及び資本形成に与える影響を顧慮することが要請されているにも関わらず、経済分析に注意を払っていないと指摘している<sup>8</sup>。

また同氏は、SECやSECの支持者の間には、「実証分析にはあまり価値がない、都合の良い数字はいくらでも作れる、コスト・ベネフィット分析は難しい」、といった意見があることを紹介した上で、他の諸官庁においては、大統領令に従い、洗練されたコスト・ベネフィット分析が過去何十年も行われているのではないかと批判している。

### 3. GAO及びSEC監察総監室による報告書

2011年4月に制定された国防総省の2011年歳出法（The Department of Defense and Full-Year Continuing Appropriation Act of 2011）において、ドッド・フランク法が改正され、米国政府監査院（Government Accountability Office、GAO）が毎年、金融サービス規制についての調査を行なうこととされ、特に当局がルールの制定において健全なコスト・ベネフィット分析を行っているかどうかという点を含む、規制の金融市場へのインパクト、重複ないし矛盾したルール・メイキング、情報要求、検査を避けるための努力、その他適切と考えられる関連事項について分析すべきとされた<sup>9</sup>。

GAOは、この規定に基づき、ドッド・フランク法に基づきSEC等の金融当局が策定した最終規則とそのルール・メイキング・ポリシーをレビューし、その結果を2011年11月に報告した<sup>10</sup>。これによれば、各当局は、OMBのガイダンスによる詳細なコスト・ベネフィット分析を求められてはいないものの、その精神ないし原則に従おうとしているとGAOに述べたという。しかしGAOが調査したところ、OMBのガイダンスと不整合な点を確認されたという。

例えばOMBのガイダンスは、コスト・ベネフィットを金額で示すこと、それが困難である場合は、数量化して示すこと、さらにどちらも困難な場合は、コスト・ベネフィットに関する質的な情報をその強みと限界に関するディスカッションを含めて示すことを推奨しているが、多くの場合、このいずれも示されていない<sup>11</sup>。

<sup>8</sup> Eugene Scalia, "Why Dodd-Frank Rules Keep Losing in Court," *Wall Street Journal*, October 4, 2012.

<sup>9</sup> 国防総省2011年歳出法の1573条(a)により、ドッド・フランク法1016条A、Bが追加された。

<sup>10</sup> 前掲 United States Government Accountability Office (2011)。

<sup>11</sup> 2012年12月に、GAOは2012年版の報告書を発表しているが、引き続き同様の問題が指摘されている。

また SEC の監察総監室 ( Office of Inspector General、OIG )<sup>12</sup>も、議会の要請により SEC のドッド・フランク法に関するルール・メイキングのいくつかについて、そのコスト・ベネフィット分析を行い、2011 年に 6 月に最初の報告書を発表し、そのフォローアップ・レビューの結果を 2012 年 1 月に発表している<sup>13</sup>。

これによれば、コスト・ベネフィット分析における数量的な議論の程度が、ルール・メイキングごとに異なっていること、また Paper Reduction Act で求められている情報収集コスト以外の数量化の試みが見られないという。また OMB のガイダンスと異なり、代替的なルールを採択した場合のコスト・ベネフィットが示されていない点なども問題とされている。

## 4 . SEC の対応

以上のような指摘を踏まえ、SEC のリスク・戦略・金融イノベーション局 ( Division of Risk, Strategy, and Financial Innovation、RSFI ) と法律顧問室は、2012 年 3 月に SEC のルール・メイキングにおける経済分析についてのガイダンスについてのメモランダムを、規則作成に関与する部署のスタッフ向けに発出している<sup>14</sup>。

RSFI は、2009 年 9 月、当時のシャピロ委員長が、SEC のコアとなるミッションの実現のために、金融経済学と厳格なデータ分析の機能を導入することを目的とし、SEC の「シンクタンク」として設立したものである。企業金融室、市場室、投資・仲介業者室、訴訟サポート室、クオンツ・リサーチ室、リスク評価・データ室、首席顧問室の 7 室で構成される。SEC としては 37 年ぶりの新部局設立であった。

メモランダムでは、前述した法規制等による要請について概観した上で、SEC の全てのルール・メイキングにおいては、以下の 4 つの要素が含まれなければならないとし、その詳細についての説明が展開されている。

提案されているアクションの必要性についての説明。

提案された規制の予想される経済的影響を測定する上で、比較の基準となるベースラインについての定義。

代替的な規制アプローチを特定すること。

提案されたアクション及び主たる代替的規制アプローチについての、量的及び質的なコスト・ベネフィット分析。

また同メモランダムでは、RSFI が、ルール・メイキングの一番最初の段階からルール案や最終ルールの策定に至るまで、ルール・メイキング・チームの一員として関与するようにはしていくとされている。

<sup>12</sup> OIG は、1978 年監察総監法 ( Inspector General Act ) に基づき、連邦政府の各省および各機関に設置されているもので、各省・各庁のプログラム及び業務運営に関して監査・調査を行い、監督する組織である。各 OIG の長が監察総監 ( Inspector General ) であり、上院の助言と承認を得て大統領により任命される。

<sup>13</sup> 前掲 SEC Office of Inspector General ( 2012 )。

<sup>14</sup> 前掲 SEC Division of Risk, Strategy and Financial Innovation and Office of General Counsel ( 2012 )。

## コスト・ベネフィットの観点からのコーポレート・ガバナンス改革論の見直し

### 1. 投信ガバナンス・ルール

上記のように、訴訟によって無効とされた SEC ルールのうち 2 つがコーポレート・ガバナンス関連のルールであった。

ミューチュアル・ファンドの外部取締役増強を求める 2004 年の SEC ルールに対しては、全米商工会議所が、規則のコストや影響に関する重要な情報を無視していることや、会長を独立取締役とすることは、ファンドのパフォーマンスにマイナスとなる傾向があるという証拠を考慮していないこと等を問題視し、提訴していた。2005 年 6 月、コロンビア特別区連邦控訴裁判所も、SEC が行政手続法に違反しているとして、SEC に再検討を求める判決を下したのである。これに対して SEC は、再検討の結果、規則修正の必要はないとする決定をしたため、全米商工会議所が再度提訴したところ、2006 年 4 月、裁判所は SEC が予想されるコスト負担についてパブリック・コメントを求めることのないまま、こうした決定をしたことは行政手続法違反として、規則の一部を無効とする判決を下した。この判決を受け、SEC は 2006 年 6 月と 12 月にパブリック・コメントを行なった。

2006 年 12 月のパブリック・コメントの際には、SEC の経済分析室 (Office of Economic Analysis) が二つのペーパーを提示したが、これに対してフィデリティがハーバード大学の Coates 教授とともに SEC に提出したコメント・レターでは、次のような指摘がなされている (一部のみ抜粋)<sup>15</sup>。

- SEC は、独立取締役を 4 分の 3 以上とすることや会長を独立取締役とすることを義務付けることの必要性をサポートする実証的データが無いことを認めた。
- SEC は、最適なガバナンス構造はファンドによって異なることを認めた。
- SEC は、現行のファンドの取締役構造が最適ではないことをサポートするエビデンスを示していない。
- SEC は、投信ガバナンスにおいて大きなエージェンシー・コストがあるという考えのエビデンスを示していない。
- 独立取締役への依存を強めることが、過剰なリスク回避、取締役間のコンフリクトの増大やマネジャーへの報酬の増大といった、追加的なエージェンシー・コストの増大をもたらすことを認めていない。

このコメント・レターは、結論として、SEC の投信ガバナンス・ルールは、ネットでみてベネフィットを生まないとし、ワンサイズ・フィット・オールガバナンス・ルールを全ての投信に課す前に、少なくとも、ファンドのエージェンシー・コストの高さについての直接的エビデンスが得られるのを待つべきであると主張している。

結局 SEC は、その後、このルールを再提案するに至っていない。一方、大部分の

<sup>15</sup> フィデリティ及びハーバード大学 Coates 教授による SEC へのコメント・レター (2007 年 3 月 2 日) 及び “Comments on the SEC’s Mutual Fund Governance Rules,” posted by John Coates, on Friday March 16, 2007, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation 参照。

ミューチャル・ファンドにおいては、SEC がルール化しようとしたガバナンスの要件は、自主的に遵守されるようになってきているのが現状である<sup>16</sup>。

## 2．プロキシ・アクセス・ルール

コーポレート・ガバナンス関連の SEC 規則が無効とされたもう一つの例は、プロキシ・アクセス・ルールである。2011 年 7 月、やはりコロンビア特別区連邦控訴裁判所の判決で無効とされた。プロキシ・アクセスとは、株主による取締役指名提案を容易にするため、株主が取締役候補者を会社の委任状説明書に記載させることができるようにすることである。現状、株主が取締役候補者を提案しようと考えても、自ら委任状勧誘の費用を負担しなければならない点が障害となっていた点を改めようというのが、同ルール導入の背景である<sup>17</sup>。

SEC は 1942 年以来、同ルールの提案を繰り返し行ってきたが、実現に至らなかった。しかし、2010 年 7 月に成立したドッド・フランク法が、SEC に対して同ルールの規則制定権限を付与したことを受けて、同年 8 月に初めて規則（34 年法 Rule14a-11）制定にこぎつけた。同規則は、同年 11 月施行予定とされていたが、これに対して、ビジネス・ラウンド・テーブルと米国商工会議所が、SEC に同規則の施行停止の申立てを提出し、また連邦控訴裁判所に審査申立てを行なったため、規則発効も停止されていた。

裁判所は、申立人が訴えた通り、SEC が同規則導入によるコスト・ベネフィットを十分考慮しなかったとし、行政手続法に違反するとした。すなわち SEC が規則制定にあたり、会社が株主提案に反対する場合に負担する費用を考慮しておらず、また反対派取締役が取締役会に席を得た場合に会社の業績が低下することを示す数多くの研究を過小評価し、説得力のない二つの研究に大幅に依拠したとした。そして「実証研究の結果が分かれていることに照らすと、SEC は、株主の指名する取締役が選任される可能性が増すことが、取締役会および会社のパフォーマンスと株主価値を改善するという結論を十分に支えることができなかつたと我々は考える。」としている。

2011 年 9 月、SEC はこの決定に対し、大法廷での審理を求めることや上訴を行なわないことを発表しており、同ルールの導入論が再浮上する可能性は当面無い。

## 3．欧州委員会の一株一議決権義務付け構想

コーポレート・ガバナンス分野の改革の動きが、コスト・ベネフィットの検討を踏まえて頓挫した例は、欧州にもある。欧州委員会は、複数議決権株など、経済的持分、すなわち持株比率に関係なく、特定の株主が支配権を強化することを可能にする仕組みを

<sup>16</sup> Investment Company Institute and Independent Directors Council, *Overview of Fund Governance Practices*, 1994-2010, October 2011

<sup>17</sup> 株主は株主総会において直接取締役候補者を提案することもできるが、多くの株主が総会前に委任状用紙を会社に返送し、総会には出席しないため、株主総会での提案は効果が薄い。

Control-Enhancing Mechanism (CEM) と呼び、この是正を試みたのである<sup>18</sup>。欧州では CEM を採用する会社が珍しくなく、これに対して、比例性原則、すなわち支配権を経済的持分に応じたものとするという原則 (proportionality principle、その典型が一株一議決権の原則) を重視する欧米の機関投資家は批判を強めていた。

そこで、2006 年 9 月、欧州委員会域内市場・サービス担当のマクリビー委員は、一株一議決権を域内上場会社に義務付けることを念頭に、EU 上場会社の CEM の活用実態や制度的枠組みの調査、理論的分析などを指示した。欧州においても、米国同様、規制のコスト・ベネフィット分析が重視されており<sup>19</sup>、綿密な調査・分析は不可欠だったのである。

欧州委員会の調査委託を受けた、ISS Europe、European Corporate Governance Institute (ECGI)、Shearman & Sterling LLP (法律事務所) による報告書は 2007 年 6 月に発表されたが、その内容は、一株一議決権原則からの乖離が、企業価値を破壊したり、コーポレート・ガバナンスを悪化させたりするとは一概には言えない、というものであった。

この報告書を受けて、2007 年 10 月に、マクリビー域内市場・サービス担当委員は、比例性原則に関して、EU としては CEM の規制措置を導入しないことを表明した。2007 年 12 月には、EU の影響評価審議会 (Impact Assessment Board)<sup>20</sup>も、EU の最終的な判断として、CEM を禁止することを正当化する理由が十分に存在しないため、比例性原則に関する新規の政策を導入しないと結論づけた。

この EU における比例性原則を巡る一連の検討においては、多くの実証研究が分析されているが、比例性原則からの乖離の是非については明確な結論は見出せない結論付けられている。また、IPO によって創業者等の経営支配権が大きく希薄化されるのであれば、IPO が不活発になる可能性があること、安定株主の存在により経営監視コストが低下したり、長期的視点からの経営を促す効果が期待されること、支配株主は経済的利益だけを目的に所有しているわけではない場合も多いこと、一株一議決権原則を強制しても株式持合等、他の CEM が選択される可能性があり、規制の徹底は困難であること等、比例性原則のコスト・ベネフィットを詳細に評価した上で、上記の結論が導かれたのである。

#### 4. 改革論へのその他の反証

投資信託におけるガバナンス強化や一株一議決権以外の分野でも、コーポレート・ガバナンス強化論の妥当性が、実証研究上、明確に支持されていない場合が多い。会社における独立取締役の比率上昇を重視する考え、ストック・オプション等株式による経営幹部報酬を重視する考え、買収防衛のためのポイズン・ピルを問題視する考え、取締役の任期切れの時期をずらすことで一気に経営権を変更しにくくすること (staggered board) を問題視する考えなど、コーポレート・ガバナンス向上の立場から長年主張されてきたわけであ

<sup>18</sup> 岩谷賢伸「一株一議決権原則は貫徹されるべきか」『資本市場クォーターリー』2007年夏号参照。

<sup>19</sup> 杉浦宣彦・近藤哲夫「海外における金融規制に関する政策評価の動向」金融庁金融研究研修センター『FSA リサーチ・レビュー』第6号、2010年3月参照。

<sup>20</sup> 規制影響評価の品質を担保するための仕組みとして、2006年に設置された組織。



るが、いずれについても、実証研究上は、その経済効果について肯定的な結果もあれば否定的な結果もあり、明確に支持されていないという状況である<sup>21</sup>。

実証的なサポートが欠如していることから、SOX 法やドッド・フランク法に基づくコーポレート・ガバナンス強化策を「いかさま (quack)」と批判する議論もある<sup>22</sup>。

ドッド・フランク法の成立につながった今回の金融危機などは、むしろ一部のコーポレート・ガバナンス強化論に重大な弊害があることの証左となっているとの見方もある。特にストック・オプション等、株式による経営幹部やトレーダー等への報酬の制度が、短期的な収益拡大を目指した金融機関の行動の蔓延につながり、金融危機の一因となったとの指摘がされている。

## 理論的批判と新たな発想

### 1. 株主主権論は誤りとの指摘

多くのコーポレート・ガバナンス強化論は、会社が専ら株主価値の最大化を目的として経営されるべきとの考えに基づいているが、このいわゆる株主主権論自体が理論的にも、現実の制度から考えても、誤っているとの指摘もある<sup>23</sup>。

まず法律論の観点からは、株主主権論が最も普及していると見られる米国においても、会社法が取締役株主価値の最大化を求めていることはなく、またそうすべきと断じた裁判もない。むしろ会社が株主価値最大化を怠ったという訴えに対して、ビジネス・ジャッジメント・ルールにより経営陣に幅広い裁量を認め、これを退けるケースが多い。

また経済学では、株主が会社の所有者であり、経営者はそのエージェントであるというプリンシプル・エージェント・モデルが普及し、これが会社は株主価値最大化を目的とすべきという主張や、エージェント・コストの低下を目指すコーポレート・ガバナンス論の論拠ともなってきたが、同モデルも批判されている。

まず株主が会社を所有している、会社のオーナーであるという考え方は、法人の定義に反する。法人は自然人同様、誰かに所有や支配されるものではなく、自ら意思決定し、契約の主体となり、財産を保有し、訴訟能力や子孫（新たな会社）を生む能力もある。その

<sup>21</sup> 各種の実証研究をサーベイし、この点を確認した論文として、Sanjai Bhagat, Brian Bolton and Roberta Romano, "The Promise and Peril of Corporate Governance Indices," *Columbia Law Review*, Vol. 108(8), p1803-1882, 2008 がある。

<sup>22</sup> Roberta Romano, "The Sarbanes Oxley Act and the Makings of Quack Corporate Governance," *Yale Law Journal*, Vol.114, p1521-1612, 2005 及び Stephen M. Bainbridge, "Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II," September 7, 2010, UCLA School of Law, *Law-Econ Research Paper* No. 10-12. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1673575>

<sup>23</sup> ここで紹介する指摘は、主として Lynn Stout, *The Shareholder Value Myth*, Berrett-Koehler Publishers, Inc., 2012 による。株主主権論が理論的に誤っているという主張は、岩井克人教授も『会社はだれのものか』平凡社、2005 年、『会社はこれからどうなるのか』平凡社、2009 年などを通じ、繰り返し強調している。岩井教授は、既に『二十一世紀の資本主義論』筑摩書房、2000 年において、株式会社は法人であり、株主の所有物ではない点を指摘している。岩井教授は同時に、21 世紀の資本主義においては、資金の供給者が従来ほど重要ではなくなっているとし、この点からも株主主権論を批判している。

他、様々な権利を持ち、義務を負う存在である。株主が所有しているのは会社ではなく、株式である。

法人の中でも、株式会社は特に出資者の立場が制限されている面がある。パートナーシップの場合、出資者は出資持分の返還を請求できるが、株主は持分を流通市場で換金するしかない。出資者が途中で持分の返還を要求することを認めては、その会社特有の製品を製造するために工場や設備に大きな投資を行い、継続的に事業を発展させることは困難である。そこで、株主は自らの権限が制限されていることを承知で出資するのである。逆に言えば、株式会社という制度は、このように、分割売却しては価値が低下する、その会社固有の資産を動員することによって行われる事業に向けた制度として発達したとも言える。

株主が会社の残余財産請求権者であるという考えも、プリンシプル・エージェント・モデルや、株主価値の最大化を目指すことが企業価値の最大化をもたらすため望ましいという発想につながっているが、これも批判されている。

この考えは、会社破綻時の請求権順位に基づくものであるが、実際には破産裁判所は債権者に対して株主の損失の一部を負担することを求めることが多いとされる。また債務超過の場合は、株主の残余財産請求権は存在せず、債権者が会社を支配することが生じる。

また会社清算時はともかく、正常状態の会社においても、株主が全ての債権者の請求が満たされた後の会社財産を実際に請求できる立場にあるかということ、そうではない。特に米国の法制では、どの程度の配当を株主に支払うか、幹部報酬をどの程度にするか等、取締役の裁量に依存している部分が非常に大きい。

また不完備契約の理論の立場からは、会社と株主以外のステークホルダーとの契約関係が完全（完備契約、complete contract）であれば、株主が会社の唯一の残余請求権者となるが、現実には契約の不完備性があるため、株主以外のステークホルダーも残余財産請求権者となるとの指摘がある<sup>24</sup>。

このようにプリンシプル・エージェント・モデルは、経済学的分析を単純化するための便利な仮定であるかもしれないが、現実の会社の制度とは大きく乖離したものといえる。実際、経済学は、別の場面では、デットとエクイティの違いは、将来利益に対する請求権の違いに過ぎず、異なるキャッシュフローの金融商品として説明する。そこでは、株主は会社の所有者とか、プリンシプルとして位置づけられることはない。

## 2．新たな発想

株主主権論や、それをベースとしたコーポレート・ガバナンス論が実証的に支持されず、また理論的にも現実的にも妥当ではないとすれば、今後、会社の目的をどう位置づけ、

<sup>24</sup> Margaret Blair and Lynn Stout, "A Team Production Theory of Corporate Law," *Virginia Law Review*, Vol.85, No.2 pp. 247-328 及び Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, "The Governance of the New Enterprise," in Vives, X., ed., *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, 2000 など。

コーポレート・ガバナンスをどう論じるべきなのであろうか。

最近の一つの主張は、株主の多様性を強調するものである。株主を重視した経営が重要であるとしても、株主は同質的な存在ではなく、投資のタイムホライズンも流動性に対するニーズも異なる。例えば短期的なリターンの最大化を求めている者もいれば、短期的なリターンを犠牲にしても長期的なリターンの最大化を求めている者もいよう。

効率的市場仮説に立てば、長期的リターンは、短期的リターンに反映されるから、長期的リターンを犠牲にして、短期主義的経営を行うという問題は生じえないことになるが、実際には効率的市場仮説が成立していないことが、近年の多くの実証研究で示されている<sup>25</sup>。従って、短期リターン指向の株主の声高な要求を株主全体の要求と誤解して経営が行われれば、他の株主を害する結果となる。

こうした問題があるからこそ、法制度上も、株主の権限は制限され、取締役会が様々な利害を踏まえて判断できるよう、大きな裁量が認められているというわけである。この論者らの立場からは、この点を十分認識しないコーポレート・ガバナンス強化論が台頭し、株主権限を拡大する方向の制度改正が一部実現してきたことは問題であるとされる。

会社の株主は多様であると同時に、株主が必ずしも特定の会社からのリターンのみを追求する存在ではなく、また株主である以前に、様々な経済的・社会的利害関係や関心を持つ生身の人間や組織であることも指摘される。ある会社の株主は、他の会社の株式や他の資産も保有していることが多い。一つの会社が、株主価値最大化の要求に応えるという趣旨で行った判断が、その会社の株主の他の保有資産に悪影響を及ぼすかもしれない。あるいは、会社が利益をあげるため節税行動に走れば、その会社の株主は、保有株からのリターン向上を享受できたとしても、同時に一国民としてより高い税負担を被ることになってしまうかもしれない。

広範な会社の株を保有する大手機関投資家は、こうした経済全体へのメリット・デメリットなど、特定の会社のもたらす外部性を勘案し、会社行動に影響を与えられる存在とも言える。一部の論者はこうした大手機関投資家をユニバーサル・インベスターと呼び、経済、社会問題の解決に寄与することを期待している。これに似た考え方に、社会的責任投資の動きもある<sup>26</sup>。

こうした活動は大いに意義があるが、実際には限界があるとの指摘がある。まずこうした機関投資家にとって、直接の受益者の利益を超えた利益を追求することは、受託者責任の観点から法的に問題となる可能性がある。さらに、会社の行動がもたらす外部性を把握するには、相応のコストや時間がかかる。

もともと株主が会社のオーナーとして影響力を行使できるという発想自体が誤っているという立場からすれば、株主が経済全体・社会全体の利害を踏まえて会社の行動を監視し、適切な影響を与えていけるはずだ、あるいはそうすべきだ、という考えも支持されにくい

<sup>25</sup> 経営者や投資家の短期指向の問題については、淵田康之「短期主義問題と資本市場」『野村資本市場クォーターリー』2012年秋号参照。

<sup>26</sup> Steven Lydenberg, "Universal Investors and Socially Responsible Investors: a tale of emerging affinities," *Corporate Governance*, Volume 15, Number 3, p467-477, May 2007

のである。

会社は複数の目的を追求することは難しく、株主価値最大化という一つの目的に絞るのが望ましいとの議論もあるが、実際には、個人も多くの団体も、様々な目的を持ち、多くの利害関係や様々な責任をバランスさせながら活動しているのが現実の社会である<sup>27</sup>。

会社法は、そうした複雑で微妙で困難な判断を担う存在として取締役を位置づけ、その大きな裁量を認めているのである。これに対して株主主権論の立場から、株主の影響力を高める改革が行われてきたが、これによって、米国企業・産業が強化されるどころか、ストック・オプションのように、かえって個々の会社のみならず、経済、社会に問題をもたらした事例もあると、新たな考え方の論者らは批判する。

### 3．我が国への示唆

我が国の金融行政においては、規制の経済効果に関し、事前に定量的なコスト・ベネフィット分析が行われることが少ないとの指摘がある<sup>28</sup>。コーポレート・ガバナンス規制は、金融行政に留まらない部分も大きいが、全体的に見て、十分な経済効果分析を踏まえた上で、論じられているようには見受けられない。

我が国においてこうした分析が今後、深まることが期待されるが、少なくとも、多くの実証研究が行われてきた米国において、コーポレート・ガバナンスの議論で望ましいとされている仕組みについて、その経済効果が明確にサポートされているとは言えないという事実は、参考となる<sup>29</sup>。

また我が国のコーポレート・ガバナンス強化論も、会社は株主価値最大化を最重視して行動すべきとの発想を、自明の前提としている場合が多いように思われる。しかし本稿で紹介したように、こうした考え方が、理論的にも、また現実の制度からも考えても誤っているという指摘があることに留意する必要があると思われる。

<sup>27</sup> 広田真一『株主主権を超えて：ステークホルダー型企業の理論と実証』東洋経済新報社、2012年は、ROE等の株主の利益指標と他のステークホルダーの利益と満足の間には、負の相関があることを示している。同書は、米国企業も含め、現代の企業は、株主以外のステークホルダーの利益と満足を、企業の目標の一つとして位置づけていると指摘した上で、株主以外のステークホルダーの利益と満足の数値化が難しいため、「人の目」による評価が重要であるとしている。そして「人の目」による評価を基にした総合的な経営の監督が、取締役会が果たすべき役割であるとしている。

<sup>28</sup> 前掲、杉浦・近藤（2010）参照。

<sup>29</sup> 前掲、広田（2012）は、現代の企業はステークホルダー型モデルで描写するのが適切という立場に立ち、主として日本企業を対象として、これを裏付ける実証分析を提示しており、注目される。