



Title	親子上場におけるガバナンス問題
Author(s)	高, 澤欣
Citation	北大法政ジャーナル, 41-66
Issue Date	2023-12-07
Doc URL	<a href="http://hdl.handle.net/2115/89485">http://hdl.handle.net/2115/89485</a>
Type	bulletin (article)
File Information	HouseiJournal_29_02_Kou.pdf



[Instructions for use](#)

# 親子上場におけるガバナンス問題

コウ                      タク      キン  
高                      澤      欣

## 目次

序章 問題の所在	43
第一節 親子上場	43
第二節 近年の日本における展開	43
第三節 事件と分岐点	44
第一章 支配株主の法的規律に関する議論	46
第一節 支配株主がいる会社の取引における支配株主の責任	46
(1) 直接取引がある場合の支配株主の責任	46
(2) 直接取引がない場合の支配株主の責任	47
第二節 支配株主が決定権を有する場合の支配株主の責任	47
第三節 日本における新しい発想——株式買取請求権による規制	48
第二章 支配株主の位置付けに関する議論	49
第一節 上場会社におけるコーポレート・ガバナンス	49
(1) バリー・ミーンズとコーポレート・ガバナンスの基本問題	49
(2) 二つのエージェンシー問題	50
第二節 モニタリング・モデルの誕生と定着	52
(1) モニタリング・モデルの誕生	52
(2) モニタリング・モデルの定着	53
(3) モニタリング・モデルの評価	54
(4) なぜモニタリング・モデルが定着したのか？	55
第三章 各国のガバナンスにおける支配株主の扱い	56
第一節 日本のコーポレート・ガバナンス・コードにおける支配株主の扱い	56
第二節 アメリカの上場規則における支配株主の扱い	57
第三節 イギリスのコーポレート・ガバナンス・コードにおける支配株主の扱い	57
結章 仮説と課題	58



## 序章 問題の所在

### 第一節 親子上場

親子上場とは、親会社と子会社が共に上場している状態である。日本における親子上場の数は、欧米諸国と比較して、かなり高い水準にあり、安定的な状態で存在しているといえることができる<sup>1</sup>が、同時に2007年度末から親子上場企業数は14年連続で減少する（すなわち、親子上場を解消する）傾向が見られると指摘されている<sup>2</sup>。親子上場解消の方法は、他社への売却により持株比率を低下させるケースと完全子会社化の二つとなる。近年の解消事例を見ると、特に、完全子会社化により親子上場を解消した企業がより多い<sup>3</sup>。なぜ安定した状態で存在してきた、そして現在もなおそのように評価しうる、日本における親子上場は、しかし2007年度末から連続で減少しており、とりわけ完全子会社化が行われる傾向があるのか。

日本における親子上場解消の問題を分析するにあたり、まず、親子上場は、そもそもなぜ行われるのかという問題を検討しなければならない。日本に限らず、親子上場の仕組みは諸外国の株式市場においても見られる現象であり、従って、まずは一般的な次元で捉えれば、親子上場の形態を選択・維持しているのは、親子会社関係に、他の形態（すなわち、一方で単一の会社の内部で複数の事業・活動を営む形態と、他方で市場において資本関係のない会社間で取引を行う形態<sup>4</sup>）にはない利点があるからだと考えられる<sup>5</sup>。例えば、①親子会社間で経営方針が統一されることによって、独立当事者間の交渉では実現しなかった関係特殊の投資が実現する、②親会社と子会社上場株式を通じた二重のモニタリングにより子会社の経営が改善する、③資金調達方法が多様化するという三つが挙げられる<sup>6</sup>。

他方で、親子上場には問題点も指摘されてきた。すなわち、親会社と子会社少数株主との間の利益相反問題<sup>7</sup>、すなわち、親会社が、子会社に対する支配権を通じて、子会社の少数株主の利益を親会社へ移転する可能性があるという問題であ

る。この利益相反問題は、より具体的には三つの類型に分けられる<sup>8</sup>。すなわち、①親子会社間の利益相反取引において、親会社が不利な条件を押し付けることによって、子会社の利益を吸い上げる、②親会社経営者が企業グループ全体の利益を優先させることに伴い、子会社の事業機会を奪取する、③完全子会社化する際に子会社少数株主を搾取する。

日本の場合に目を移すと、親子上場は「日本の企業システムの重要な構成要素」と称されることがある<sup>9</sup>。すなわち、日本における親子上場を見ると、欧米諸国と比較して、かなり高い水準で安定した状態にあることは冒頭にも見た通りである。このような状況が形成された理由として、日本の証券取引所の株式上場基準が上場子会社について比較的甘く、その株式上場を証券界等が歓迎してきたこと<sup>10</sup>、また、法人税法上、アメリカの Internal Revenue Codeでは<sup>11</sup>、他の内国法人の株式に係る受取配当等が、内国法人の全額益金に不算入となるかどうかの持株基準は八十%であることに對し、日本の法人税法上、内国法人は他の内国法人の株式を二十五%以上有している場合に、当該株式に係る受取配当はその全額が益金に算入されないとされていること、つまり、アメリカでは、発行済株式総数の二十%超を公開すると課税上の不利益を免れないのに対し、日本の支配会社は、持株比率が二十五%を切らない限り課税上の不利はないことが挙げられてきた。しかし、日本の制度がこのように親子上場を優遇してきたとして、そもそもなぜそのように制度が組まれたのかは、必ずしもはっきりしない<sup>12</sup>。

### 第二節 近年の日本における展開

親子上場が日本の株式市場において広範に用いられてきたのは、その仕組みが、親会社にとっても、投資家にとっても、何らかのメリットをもたらしてきたからではないか<sup>13</sup>。例えば、宍戸善一らによる日本における親子上場の経済的帰結を分析した実証研究によると、「親子上場のコスト・ベネフィットは相殺されており、むしろベネフィ

ットが上回っている…少数株主が搾取されていることを示す根拠も検出されなかった」との結論を示している<sup>14</sup>。ただし、この研究は1980年代後半から2000年代後半までを対象としたものであるため、現在では、日本の親子上場において搾取（ひいては親子会社間の利益相反問題）が存在しないのかは明らかでないとも指摘されている<sup>15</sup>。

このような状況を背景として、国内だけでなく海外投資家からの、親子上場という仕組みの合理性と子会社のガバナンスについて疑問視する声がある<sup>16</sup>との指摘を受け、コーポレート・ガバナンス・システム研究会（以下、「CGS研究会」とする。）第2期は2018年の秋から、上場子会社の問題についての議論を進め、また、東京証券取引所によるコーポレートガバナンス・コードの改訂によって、上場子会社を含む企業のガバナンスの強化が要求されたことが注目される<sup>17</sup>。

もともと、CGS研究会では、上場子会社の問題を正面から取り上げて、上場子会社固有のガバナンス問題を整理するということは、必ずしも最初から計画・意図されていたものではなかった<sup>18</sup>。当初の議論は、「グループガバナンスについての考え方や実務（例えば、グループ構成の設計の考え方、グループ企業の管理の手法、事業ポートフォリオの最適化など）の在り方について」<sup>19</sup>等を対象としていた。しかし、研究会の後半に入ってから、上場子会社は独立性があることを前提に、親会社・グループ全体の利益のために自由自在に扱えるわけではなく、その上で、グループの「全体最適」と上場子会社の「部分最適」との間に、構造的な緊張関係があるのではないかという問題が浮上してきたという経緯がある<sup>20</sup>。

すなわち、CGS研究会（第2期）は、2018年10月10日の第10回会議以降、事業ポートフォリオマネジメントにおける上場子会社の扱いに関する課題<sup>21</sup>、上場子会社経営陣の指名の在り方・グループにおける指名委員会の役割<sup>22</sup>、上場子会社経営陣の報酬の在り方・グループにおける報酬委員会の役割<sup>23</sup>、上場子会社のガバナンス<sup>24</sup>等の親子上場に関する課題が論じられた。その中でも注目に

値するのは、上場子会社の独立性と独立社外取締役の役割について、「親会社と上場子会社がそれぞれ独立主体としての対等な立場…という形でグループの運営が行われていくことが適当ではないか」<sup>25</sup>、「独立取締役の存在、機能強化は、唯一の手法ではないにせよ、有力で、かつ最も実効性の高い手法ではないか？」<sup>26</sup>との指摘であり、この指摘を踏まえて上場子会社におけるガバナンス体制を含む<sup>27</sup>実効的なグループガバナンスの在り方に関する「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）」が策定されている。

他方、東京証券取引所によるコーポレートガバナンス・コード（以下、「CGコード」とする。）は、「実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめ」<sup>28</sup>たものであり、会社の自律的な対応を通じて、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現することを目的としている。CGコードについて、最も注目されてきたのは、上場会社における独立社外取締役の設置の強化である。2015年に策定されたCGコードでは、上場会社は「少なくとも2名以上の独立社外取締役を選任すべき」<sup>29</sup>とされたが、本稿の問題との関係で重要なことは、この結果として、一般上場会社だけでなく親会社を有する上場子会社についても、独立社外取締役の設置が強化された<sup>30</sup>ことである。そして、2021年に改正されたCGコードにおいては、親会社そのものを取り上げて、「支配株主は会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならない」という考え方<sup>31</sup>が明確化されるに至った。

### 第三節 事件と分岐点

以上の状況において、2019年に注目すべき事態が生じた。すなわち、ヤフーとその子会社であるアスクルとの間で、ヤフーへの事業譲渡の拒否を背景に、アスクルの取締役指名が問題となった。具体的には以下の経緯を経た。ヤフーとアスクルは2012年4月に業務・資本提携を締結して以来、ヤフーがアスクル社の議決権の42.47%（2021年12

月現在約45.18%)を保有する筆頭株主になっていた。2019年1月にヤフー側からアスクル側に対して、LOHACO事業の譲渡の可能性について検討するよう要請があったが、これに対しアスクル側は、2019年2月に譲渡しないとの回答を行った<sup>32</sup>。そこで2019年6月27日、ヤフー側は、アスクルの創業者である岩田社長に対して退陣を要求し、8月のアスクル株主総会では、ヤフーなどの反対で、岩田社長と3人の独立社外取締役の再任が否決される結果となった<sup>33</sup>。

以上のヤフー経営陣の対応については、学界実務双方で対立する評価がなされた。すなわち、まず、上村達男からアスクルに法律意見書が提出され、これによれば、アスクルの経営陣の指名は、同社のガバナンス・システムに則り、ヤフー社から独立した立場で検討すべき問題である。ガバナンス・システムの信任を受けたアスクル社長の再任拒否というヤフー側の行動は、グローバル・スタンダード及び経産省の実務指針を無視し<sup>34</sup>、ヤフー側の一連の行動は業務・資本提携契約に違反すると指摘された<sup>35</sup>。また、日本取締役協会もヤフー側の行動について、「ヤフーとアスクルの間の社長再任をめぐる対立で…独立社外取締役まで全員不再任としたのは、親子上場企業のガバナンス上、重大な問題である」<sup>36</sup>との意見を発表した。

しかしながら、以上のような議論は、必ずしも自明のものとは言えない。すなわち、支配株主を有する上場会社の経営陣の指名について、アメリカに目を転じると、アメリカのNYSE上場規則は、独立取締役からなる指名・報酬委員会を設置する規制は、監査委員会については異なっており、上場子会社には適用が免除されており<sup>37</sup>、NASDAQにおいても同様の扱いがなされている<sup>38</sup>。すなわち、これら規則は、監査の問題とは異なって、「誰を取締役にして、どういう経営方針の下で経営するかは株主が資本多数決で決めること」であるという考え方<sup>39</sup>に基づいていると言えよう。日本においても、田中亘は、ヤフーとアスク

ルの問題はガバナンスについて特に深刻な問題が提起された事件ではなく、LOHACOの譲渡拒否を背景とした経営陣の退陣は、むしろ普通の経営上の判断をヤフーが行ったものであると指摘している<sup>40</sup>。ヤフーとアスクルの事件は、単に社外取締役の有用性一般を強調したり、子会社の独立を強調するだけでは、問題の検討としては不十分であり、「独立社外取締役がどのような役割を果たすべきか」、「どの部分で機能させることが望ましいか」をより正確に検討する重要な機会を提供していると言えよう<sup>41</sup>。

しかし、以上を考える前提として、そもそも、子会社取締役の選解任の問題やガバナンスコードの問題以前に、支配株主の法的規律の次元では、親子会社の関係はどのように考えられてきたのだろうか。この点、日本では長く、比較法を通じて議論が行われてきた。例えば、アメリカの場合、支配株主が会社や少数株主に対して信託義務(fiduciary duty)を負うことが判例法上確立されていることが知られる。この信託義務を負う結果として、支配株主は会社との間で取引をする場合には「完全に公正な」基準(entire fairness)を満たすことが求められる<sup>42</sup>。また、取締役が決定権を有する取引においても、会社に対する忠実義務を負う取締役・支配株主等による利益相反を伴う行為は、厳密な規制に服してきた<sup>43</sup>。以上のアメリカ法との比較において、日本法の場合、アメリカ法のような支配株主の信託義務等の規制がないことに加え、取締役の利益相反規制の範囲や効果が限定されており、また、競業禁止に関する規制<sup>44</sup>もアメリカの「会社の機会の侵害」法理に比して対象が限定されることから、日本の親子会社間の利益相反に対する関連規制は不十分であると評価されてきた<sup>45</sup>。

他方で、日本では、近年コーポレート・ガバナンス・コードでの議論が進んでいる。ガバナンス・コードはまた、アメリカに発するモニタリング・モデルを主要な中身として世界的に普及したものであるところ、そのアメリカでは、上場子会社の規制について、NYSE上場会社規則<sup>46</sup>では、一



般の上場会社が、取締役会において独立社外取締役を過半数選任すること、全員が独立社外取締役である指名委員会と報酬委員会の設置が義務付けられているのに対し、支配株主を有する被支配会社ではこうした義務が免除されている（NASDAQ上場規則にも同様の規制がある<sup>47)</sup>）ことは先に見た通りである。しかしながら、日本は、CGS研究会においても、そして、コーポレート・ガバナンス・コードの改訂においても、上場子会社を含む上場会社の独立社外取締役の設置を、その役割を問わず、アメリカの上場規則にはない水準にまで強化しつつある。そうだとすると、法的規律の面では、アメリカとの比較において、支配株主規制の不十分さが長年課題とされてきたにも関わらず、やはりアメリカ発のモニタリング・モデルの影響を受けて導入されつつある独立社外取締役の規律においては、上場子会社に対する独立社外取締役の規律がむしろ強化されているという、言わば「逆転現象」が生じていると言える。なぜこのような逆転が生じてしまったのであろうか。

親子上場のガバナンスの問題は、支配株主の法的規律という伝統的な問題と、モニタリング・モデルを背景としたガバナンス・コードという、二つの問題群の交錯点に位置している。しかし、支配株主の法的規律と、モニタリング・モデルに由来するガバナンス・コードが、それぞれに比較法から摂取されてきた経緯に鑑みると、日本の親子上場問題、さらには世界市場における日本の親子会社の位置付けは極めて不十分にしか認識されていないのではないかと疑問は拭い難いように思える。本稿は、諸外国の支配株主に対する伝統的な規制（アメリカ法を中心）を参考にして、支配株主の位置付けに関する議論、アメリカ以外の各国のコーポレート・ガバナンス・コード、上場規則における子会社・独立社外取締役の位置付けについての議論を踏まえ、日本の親子上場の問題点、及び日本の親子上場におけるガバナンスの在り方について検討してみる。

## 第一章 支配株主の法的規律に関する議論

支配株主（会社）を有する上場会社においては、少数株主がいることから、支配株主と従属会社の間取引が発生する場合、支配株主が自己利益を追求することにより従属会社の少数株主に損害を与える恐れがある<sup>48)</sup>。これらの利益相反<sup>49)</sup>については、諸国において様々な規制が存在しているが、アメリカの法規制は、想像以上の歴史を有するだけでなく、豊富な民事裁判例を有しており、日本の問題状況を考える際にも十分な参考になるとの考え<sup>50)</sup>から、これまでも学説ではアメリカの法規制が参考にされてきた。本稿でも、これらの先行研究を足がかりとして、利益相反がある場合における支配株主への伝統的な規制を検討する。

### 第一節 支配株主がいる会社の取引における支配株主の責任

#### (1) 直接取引がある場合の支配株主の責任

支配株主とその支配株主がいる会社（典型的には親子会社）との間では、日常的に様々な取引が行われることが通常である。そして、これら会社の取引を決定するのは、通常、（両会社の）代表取締役ないし取締役会である。しかし、にも拘らずアメリカの判例法及び州会社法では、子会社の取締役及び取締役会に支配株主が与える影響、さらには直接取引が行われる場合には従属会社の損失の反面として、支配株主が利益を得る関係にあることから、支配株主にも責任が認められてきた。すなわち、取締役が決定権を有する取引が、不公正な条件で行われたと判断された場合、いかなる責任が生じるかについては、アメリカ州法の場合、取引条件の客観的不公正が認定されれば、支配会社は当該取引により従属会社に生じた損害に当然に責任を負う（無過失責任）というのが判例であると考えられている<sup>51)</sup>。そして、同判例によると、従属会社の取締役はむしろ、相当の注意を持って、取引条件の公正性に通常の注意義務を尽くした場合に、会社に対する責任を免れることができる（過失責任）<sup>52)</sup>。

日本法の規制を見ると、以上のアメリカの規制と同様なものが望ましいとの主張が学説上有力になされ<sup>53</sup>、アメリカ法のような支配株主の忠実義務の規制がないことに加え、取締役の利益相反規制の範囲や効果が限定されていることから、日本の親子会社間の直接利益相反に対する関連規制は不十分であると評価されてきた<sup>54</sup>。すなわち、日本法における関連する規律については、支配株主の忠実義務が規定されず、取締役に対する規律は、取締役の忠実義務<sup>55</sup>と、取締役が会社と取引をしようとする際の開示義務<sup>56</sup>という二つの内容に止まっている。

## (2) 直接取引がない場合の支配株主の責任

支配株主とその支配株主がいる会社との間で直接取引をする場合のみではなく、支配株主が間接に影響力を行使して、支配株主のいる会社（従属会社）に支配株主に有利な取引をさせる場合にも、支配株主の責任が問題となりうる。例えば、支配株主の開始した事業が、従属会社の先行する事業との間に、競業の関係が生じうる場合には、支配株主の競業禁止義務が問題となりうる。

ドイツ法においては、連邦通常裁判所が支配企業の競業禁止義務を認める判決を下し<sup>57</sup>、その判決に対する見解は一致しないものの、一定の場合に支配企業が従属会社に対して競業禁止義務を負うということについては一般に認められている<sup>58</sup>。

そして、アメリカの各州法においては、日本法やドイツ法のような競業禁止義務は存在しないが、競業禁止義務の代わりに、「会社の機会の侵害」の法理が発展してきた<sup>59</sup>。すなわち、「その会社が基礎的知識・経験を持ち、資金的能力を持ち、かつ事業拡張についてのその会社の合理的欲求および抱負と一致する」<sup>60</sup>ところの事業活動は会社の機会と見なす上で、忠実義務を負う者には、取締役だけでなく、支配株主に対しても、このような日本の競業禁止義務の定義よりも広い範囲における「会社の機会の侵害」の行為を禁止する<sup>61</sup>。

日本法における競業禁止義務は、取締役のみを対象として会社の事業の部類に属する取引を規律しており<sup>62</sup>、アメリカの「会社の機会の侵害」法理に比して対象が限定されると言える。

## 第二節 支配株主が決定権を有する場合の支配株主の責任

アメリカでは、例えば、デラウェア州の判例法では、支配株主が一般的に信託義務（fiduciary duty）を負うことは広く知られていると言えよう。すなわち、支配株主が決定権を有する場合においては、支配株主が会社や少数株主に対して信託義務を負うとされている。そして、デラウェア州では、支配株主が会社との間で取引をする際、支配株主の信託義務が認められることを基礎として、「完全に公正な基準」（entire fairness）という厳しい規制が裁判例<sup>63</sup>によって確立され、この「完全に公正な」基準においては、公正な価格（fair price）と公正な交渉（fair dealing）という二つの要件が要求されてきた<sup>64</sup>。

この基準は、とりわけ合併の場面を対象とし、その規律の精緻化を図っている<sup>65</sup>。通常の合併は、当事会社の取締役会が合併の条件を交渉し、株主総会の承認・決議によって行われる<sup>66</sup>一方、支配株主による合併（親子合併）では、この両者は、支配株主の直接・間接の影響により機能しない危険が高く、従って、自己取引と同視されて完全に公正な基準に基づいて、公正な価格と公正な交渉を支配株主・取締役側が証明しなければならない<sup>67</sup>。しかし、デラウェア州判例法は、この枠組みをさらに進展させて、この支配株主による合併でも、独立取締役の委員会による対等な交渉・承認と、完全な情報開示を受けた利害関係のない株主（少数株主）による承認（Majority of Minority）を備えた場合には、完全に公正な基準による審査は免れないものの、立証責任を転換することを認め<sup>68</sup>、さらには以上を備えた取引は交渉が十分になされたと見なし、合併の条件が尊重され経営判断原則によって保護されるとの取り扱いへと移行していった<sup>69</sup>。また、合併に際し



て一定の株主は、株式買取請求権を行使し、裁判所に「公正な価格」の決定を請求する権利を有する<sup>70</sup>。

このようにして、支配株主とその支配株主がいる会社との間では、支配株主が決定権を有する取引に対しては、第1に、支配株主に信認義務を課し、完全に公正な基準という厳格な基準を適用し、第2に、この枠組みを基礎に、独立取締役委員会の承認と、少数株主の承認という「公正な交渉」を実務に定着させることを通じて、支配権の濫用を抑制するのみならず、公正かつ合理的な交渉過程を仕組むことで、少数株主の利益を実現している。

日本法の規制においては、支配株主の信認義務は規定されず、また裁判例においても認められていない。そのため、支配株主の権利行使による利益の供与に関する規制<sup>71</sup>、株主総会等の決議の取消しの訴訟<sup>72</sup>、反対株主の株式買取請求権<sup>73</sup>、株主平等原則<sup>74</sup>によって、支配株主と少数株主の利害関係を規律することとなる。しかしながら、このような日本法の規律では、1990年代以後、純粋持株会社の解禁に伴う組織再編の活発化、そしてとりわけ平成17年会社法改正による合併対価の柔軟化、全部取得条項付種類株式の導入に際して、支配株主と少数株主の間の対立を調整する規制は不十分だと懸念が高まり、少数株主の利益を保護するため、取引の公正さについては、アメリカのような、専門家による検査制度の導入や、独立取締役の決議あるいは少数株主の多数決を要求するなどの対処が必要であると指摘されてきた<sup>75</sup>。

### 第三節 日本における新しい発想——株式買取請求権による規制

以上の文脈の中で成立した平成17年新会社法では株式買取請求権に、支配株主の信認義務が認められないという前提では、企業再編での支配株主と少数株主の間の利害関係を調整する性格を有する数少ない有力な制度として、大きく注目が集まることとなった<sup>76</sup>。

新会社法のもとでは、株式買取請求権の文言の

うち、買取価格を従来の「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」<sup>77</sup>から「公正な価格」<sup>78</sup>に変更し、請求権者の範囲は従来の株主総会で一定の手続きに従い反対した株主<sup>79</sup>に加え、議決権を行使する機会のない株主に拡張された<sup>80</sup>。

この改正は、株式買取請求権制度の存在意義そのものに関わる本質的なものであると指摘された<sup>81</sup>。改正前の文言では、（例えば）合併が行われなかった場合の価格が保証されたに過ぎないため、合併に不満な少数株主は、合併前の基準での価格により退出することしか認められず、また、合併のチェック機能も、合併そのものの合理性に止まるものであった。これに対して改正後の文言では、もはや合併が行われなかったことを前提にする必要はないため、合併があったことを前提に、しかし少数株主により公正な（例えばシナジーの）分配を求めることができることになる。そうすると、従来の株式買取請求権制度は、株主の地位に大きな影響を与える重要な決定が行われた場合（例えば、合併の場合）に「投下資本の回収」という意義を有し、チェック機能は合併の合理性に止まっていたのに対し、新会社法におけるこの制度は、組織再編条件のもとで、経営者あるいは多数株主による合併条件決定権そのものに対するチェック機能ないしは「損害補填」機能を有すると考えることになるからである<sup>82</sup>。このようにして、「公正な価格」の解釈論を通じて、新会社法のもとでの株式買取請求権は、従来の企業再編がなされなかった場合の経済状態の保証機能を含んだ上で、企業再編シナジーの再分配機能をも有すると考えられることになったのである<sup>83</sup>。

そして、以上の理解を前提として、この株式買取請求権の運用には、以下のような工夫が提案された。すなわち、この株式買取請求権が認められる取引（例えば合併）が、支配株主によって行われる場合には、先にアメリカ法で述べたのと同様に、支配株主が有する直接・間接の影響力により、合併契約の承認を行う取締役会、株主総会の両者が機能しない危険が高いが、この場合の株式買取請求権の価格の算定にあたっては、裁判所

がゼロから評価をし直すことを前提に、当事者が「公正な手続き」を自主的に用いたと認められる場合には、当事者の決定した価格を「公正な価格」としてそのまま認める、という運用が提案された。このようにして、裁判所の負担の軽減を図るとともに、当事者が自主的に「公正な手続き」を採用するようになることを通じて、公正な実務が定着することが狙われたのである。

その後、この学説の提案は裁判例上も定着し、その結果として「公正な実務」もかなりの程度定着したと言える。そうすると、日本法では、支配株主の信認義務は認められなかったにも拘らず、それを基礎としてデラウェア州が確保しようとした、公正かつ合理的な交渉過程を実現することには成功したと言える。

このように、アメリカの信認義務、ドイツの誠実義務との比較において、日本法における支配株主の関連規制の不十分さが長年課題とされてきた。その中で、日本法では、上記の株式買取請求権の運用を通じて、支配株主の信認義務があるのと同様な結果を得る<sup>84</sup>重要な試みもあった。しかし、この試みも株式買取請求権が認められる場合のみに射程は限定され、その限りで場当たりの対応とならざるを得ない点に限界もある、と言える。加えて、この試み自体がアメリカ法の規律を大いに参考にして工夫されたものであり、日本法における支配株主の規律は、全体として見れば、アメリカ法を参考に追いかけて、多かれ少なかれ未完に止まっているという評価をすることとなる。

これに対して、序章で見たように、アメリカ発のモニタリング・モデルの影響を受けて導入されつつある日本の独立社外取締役の規律においては、上場子会社に対する独立社外取締役の規律がむしろ強化されているという「逆転現象」が生じていると言える。それでは、以上に見てきた支配株主への法的規律に対して、モニタリング・モデルひいてはガバナンスにおいて、支配株主はどう位置付けることができるだろうか。この「逆転現象」は、やはり序章で見たように、伝統的な支配

株主の法規制と近年展開しているモニタリング・モデルを中心とするガバナンスの問題の交錯点にあると考えられるため、次章では支配株主とモニタリング・モデルないしはガバナンスの関係について、考察することとしたい。

## 第二章 支配株主の位置付けに関する議論

本章は、学界の議論を参考に、一般の上場会社における社外取締役の役割を前提として、支配株主を有する会社における、支配株主の位置付け、社外取締役の位置付けについて、検討してみる。その上で、独立社外取締役についてアメリカにおける上場規則の立場と近時の日本の展開とを分析する。

### 第一節 上場会社におけるコーポレート・ガバナンス

#### (1) バリー・ミーンズとコーポレート・ガバナンスの基本問題

現代のコーポレート・ガバナンスの出発点とされることが少なくない、バリー・ミーンズによる「所有と支配の分離 (separation of ownership and control)」<sup>85</sup>という定式、すなわち、経営者支配論は、20世紀前半の株式保有が分散されている上場会社について、株主は会社資産の所有者であり、専門的知識・能力のある経営者（すなわち、取締役）は株主からの受託者として会社経営を行う、と状況を把握することから始めた。この経営者支配論は、株式会社支配に関する唯一の理論ではなく、そしてこれに対する批判も存在するものの、法律家とエコノミストの見方が結合され、株式会社支配論に対してユニークな考え方が提出された嚆矢的存在<sup>86</sup>として、今日までの株式会社制度に多大な影響を及ぼしてきた。

バリー・ミーンズの経営者支配論の背景として、アメリカでは、株式会社は、19世紀初期に、産業分野に始まり、公益事業、運送業、銀行・保険事業等へと参入し、1930年代までに人的サービスや農業にまで進んできたという状況がある<sup>87</sup>。

この過程において、まず一方において、株式会社は、富を絶えずさらなる規模の拡大へと展開させ続けたため、1930年までには、アメリカの全株式会社中わずか0.07%にすぎない非金融株式会社最大200社の資産の合計は、全株式会社の富の半分近くを占めていたとされる<sup>88</sup>。

他方で、株式会社による経済力の集中に伴って、株式保有の広範な分散が起こった。特に、この分散が急速に展開されてきた特大規模の企業、例えば、電話電信、鉄道会社、鉄鋼会社において、筆頭株主は発行済株式の1%以下を保有するにすぎず、残りの株式は十万人さらに五十万人以上の株主個人々に保有されてきた<sup>89</sup>。この結果、1930年代初めのアメリカにおける200大企業の支配と所有の状況を見ると、その大部分の会社のほとんどの支配者は、もはや有力な所有者ではなく、むしろ有力な所有者は存在せず、支配は所有から大きく分離して維持されていた<sup>90</sup>。これが、所謂「所有と支配の分離」である。バーリ・ミーンズは、このような経営者による支配が、エリートとしての知識・能力・経験という少数者の優越的な属性と、経営に関心が薄い株主の資本をつなぎながら、一連の収益を両方に割り当てるものであり、株式会社の究極的な形態であると論じたのである。

このような「所有と支配（経営）の分離」の議論の背景にあったのは、専門的知識・能力のある経営者（取締役）への信頼である。すなわち、経営者は、株主からの受託者として、会社（株主全体）の利益最大化を目的として、慎重に職務を遂行しなければならない義務があるところ、株主と経営者の間では、利害関係が完全に一致するわけではないはずであるが<sup>91</sup>、専門的経営者による高度かつ適切な裁量行使への信頼に、この問題は委ねられていたと言える。

しかしながら、このような専門的知識・能力のある経営者への信頼は、1950年代にアメリカ大企業が経営者覇権の時代をもたらす一方で<sup>92</sup>、1960年代さらに1970年代には一連の企業不祥事が発覚したことにより、経営者への不信へと転じていっ

た。すなわち、1970年代には、ペン・セントラル鉄道会社の破綻<sup>93</sup>と、ウォーターゲート事件<sup>94</sup>などの不祥事によって、過大な裁量のある経営者に対する規律が欠けており、株主の利益に反した経営をしていたという経営者支配のマイナス面に対する批判が生じてきた。このような経営者支配の非効率に対して、バーリ・ミーンズの理論においては、有効的な規律手段が提出されていたわけではない。このような状況において、株主・経営者のエージェンシー理論が登場することとなった。

## (2) 二つのエージェンシー問題

### ① 株主・経営者のエージェンシー問題

先に述べた通り、「所有と支配の分離」に伴う問題の一つは、株主と経営者の間では、両者の利益が完全に一致するわけではなく、利害の不一致が生じる可能性がある。エージェンシー理論は、この利害の不一致を問題として取り上げるものであるが、この問題は、上述したように特に1970年代の企業不祥事の発生による経営者への社会的非難の高まりを通じて、株式会社の主要な関心を形成するようになった。

エージェンシー理論<sup>95</sup>は、その基礎であるエージェンシー関係として、ある人（プリンシパル）が、自分の目的を達成するための行為を他人（エージェント）に委託する関係を想定する。プリンシパルにとって、一番重要なのは、エージェントの行為が私的利益よりプリンシパルの利益に沿って行われることである。しかし、エージェントは、常にプリンシパルの利益最大化のために行動するとは限らないところ（モラル・ハザード）、プリンシパルは、相手の努力の程度を直接に観察できず、そして、情報源との距離があるという、いわゆる情報非対称性が存在すると問題が認識される。このモラル・ハザードの解決策として、プリンシパルは、エージェントに自己の利益に沿う行動をするインセンティブを与えることと、相手の逸脱行動を制御するメカニズムを作る必要がある<sup>96</sup>ところ、この過程において、プリンシパルによるモニタリングコストや、エージェントによる



ボンディングコストといったエージェンシーコストが発生するため、これをいかに最小化しうるか、と論じられることになる<sup>97</sup>。

このエージェンシー理論は、法学や組織論に大きく採り入れられ、経営者をエージェント、株主をプリンシパルとして<sup>98</sup>、同様に株主と経営者の間でもエージェンシー問題が論じられてきた<sup>99</sup>。

以上に加えて、株式保有が分散している上場会社においては、もう一つの問題——集合行為問題（collective action problem）が存在する。すなわち、伝統的なガバナンスの発想では、不特定多数に分散している株主が株主総会で、取締役の選任・解任を通じて、取締役の行動を監督するということになっているが、実際には、株式保有が分散していると、個々の株主による監督は、時間・労力・費用などのコストが高く、実効的に機能しがたい<sup>100</sup>。また、僅かな株式しか持っていない株主は、モニタリングを行っても、その便益は株主全員に享受される一方で、コストをかけた株主が得られるのは持株割合に応じた比例配分での便益に限られる<sup>101</sup>。したがって、個々の株主によるモニタリングのベネフィットがコストを下回るため、合理的な株主は、わざわざコストをかけて、経営陣の行動を監督するインセンティブがないという「集合行為問題」と呼ばれるガバナンス問題が生じ、エージェンシー問題はさらに深刻になる<sup>102</sup>。

このような株式保有が分散されている上場会社のエージェンシー問題の解決策としては、（株主の利益との一致を計る）経営者のインセンティブ設計と、経営者行動に対する監視・監督のメカニズムの二つが議論されてきた。

1つ目の、経営者にインセンティブを与える方式は、経営結果すなわち会社業績と連動する報酬制度（いわゆる業績連動報酬制度）である。すなわち、株主は、経営者の行動を直接に観察することはできないが、その行動の結果を観察することはできることから、良い結果と連動する報酬を与えれば、経営者に株主の利益のために行動するようにインセンティブを与えることが可能にな

る<sup>103</sup>。その結果、経営者がこのインセンティブ下で企業価値向上を追求するように行動することになり、経営者の行動が株主の目的と合致することとなる<sup>104</sup>。

2つ目の、経営者行動に対する監視・監督のメカニズムについては、会社内部メカニズムと外部メカニズムがある。外部メカニズムは資本市場の評価を通じて機能しており、また内部メカニズムにも、様々な形態があると指摘されてきた<sup>105</sup>が、特に、所有と支配の分離によって、取締役会は、会社の意思決定を行い、その執行をモニタリングする機能を有することから、重要な鍵となる。

もちろん、以上の解決策においても、株主が情報の非対称性を軽減するための情報費用や、経営者が自分の情報優位性を維持するために費やした会社資源などのコストの発生は避けられないが、株主は、一定の条件のもとで（例えば、生じる利益がコストを上回る）、このエージェンシーコストの存在を容認しうる。したがって、問題は、どのように経営者を効率的に行動させ、そしてエージェンシーコストを最小限にするのかということになり、このことが、コーポレートガバナンスの主な課題の一つとなる。

## ② 支配株主・少数株主のエージェンシー問題

以上で見たように、株式保有が分散されている上場会社においては、単純なエージェンシー関係に加えて、集合行為問題の存在により、個々の株主によるモニタリングが難しくそのインセンティブがないことから問題が深刻になっていた。これに対して、支配株主を有する会社においては、支配株主がモニタリングを行うにあたり、集合行為問題は生じない<sup>106</sup>。むしろ、そうであれば、支配株主にとって保有する従属会社の株式が重要な資産である以上、支配株主は、積極的に従属会社の経営陣の行動を監督し、自身の資産価値の維持・向上を図るインセンティブが生じることになる。

他方、支配株主を有する会社には、利益相反問題が伝統的に強く指摘されてきた。すなわち、株主と経営者の利益が完全に一致しないことと同様

に、支配株主を有する会社においても、支配株主と少数株主の利益は、完全に一致するわけではない。特に、支配株主は、多数の議決権を持っているため、第1に、従属会社の経営者の指名や報酬に対して事実上の影響を与える可能性があり、支配株主は、この影響力を通じて、第2に、直接的に議決権の行使により、少数株主の利益の犠牲のもとに、単に支配会社の利益を追求する恐れがある。このようなエージェンシー問題は、支配株主と少数株主の間の利益相反問題とも呼ばれる<sup>107</sup>。この利益相反問題に対して、少数株主の利益保護の観点から、支配株主に対する厳しい規制が主張されてきた<sup>108</sup>。

しかしながら、支配株主への規律を厳しくすることにはデメリットもある。すなわち、支配株主への規律を強めていった結果、支配株主になるメリットがなくなるとすれば、支配株主として、モニタリングコストを払う主体がいなくなってしまう。すなわち、前述の集合行為問題の解決手段は失われてしまう、というわけである。

そこで、支配株主にモニタリングのインセンティブを与える（モニタリングコストを補填する）手段として、支配株主にも相応の利益が認められるべきであるとの主張がなされ、この利益は、私的支配利益（private benefits of control）<sup>109</sup>と呼ばれ、議論の対象となってきた。私的支配利益の源泉は、支配株主規律の厳しさ（緩さ）<sup>110</sup>は勿論、法制度以外のあらゆる要素でありうるため、各国における私的支配利益については様々な議論が喚起されてきた<sup>111</sup>。

すなわち、支配株主の規律を厳しくすると、支配株主の私的支配利益も小さくなり、少数株主への利益が大きくなる。では、私的支配利益は小さければ小さいほどが適切なのかと言うと、必ずしも適切であるとは言えない。なぜなら、少数株主の利益を上げて支配株主への規律を厳しくすると、支配株主によるモニタリングのインセンティブがなくなり、そもそも企業価値自体が損なわれるため、少数株主の利益が減少する、ということになりかねないからである。これに対して、支配

株主のモニタリングを十二分に調達するべく、私的支配利益を大きくする（企業価値が向上する時支配株主に大きく利益を与える）ならば、少数株主への利益は少なくなる。すなわち、少数株主の利益保護と支配株主のモニタリングのインセンティブの間には、トレード・オフの関係が存在しているのである。

そうだとすると、支配株主の存在する会社では、株主・経営者のエージェンシー問題は後退するが、私的支配利益のエージェンシー問題が発生する。そして、一般的に言えば、株主・経営者のエージェンシー問題のコスト軽減による利益が私的支配利益のコストを上回る限り、非支配株主は、支配株主の存在を望むと整理されることになる<sup>112</sup>。

## 第二節 モニタリング・モデルの誕生と定着

### (1) モニタリング・モデルの誕生

第二次世界大戦後の1950年代は、アメリカの会社は経営者主義（Corporate Managerialism）が最も優勢であった時期にあり、大戦後の経済の繁栄を分かち合う雰囲気が社会に盛んになったとともに、会社においてステークホルダー資本主義（Stakeholder Capitalism）が全盛期となっていた<sup>113</sup>。1961年のHarvard Business Reviewの調査によると、1700人の経営者の83%が「経営者が株主の利益のみを考え、従業員や消費者の利益を考えずに行動することは、非倫理的である」と回答した<sup>114</sup>。そして、その時期には、取締役会はCEOの受動的な道具であり、取締役がCEOに選任され、CEOの決定や権限に抵抗することはほぼあり得ない状況にあったと指摘されてきた<sup>115</sup>。すなわち、現在のCEOの行動を監視できるという監督取締役会（monitoring board）ではなく、CEOの信認を得ることが重要となる助言取締役会（advisory board）が形成されていた<sup>116</sup>。このように、取締役会はCEOに対して従属的な地位に置かれることになっていた<sup>117</sup>。

モニタリング・モデルが提唱されるきっかけとして、1970年代には、ペン・セントラル事件やウ



ウォーターゲート事件といった企業不祥事が発生した<sup>118</sup>ほか、企業の社会的責任論、すなわち、工場を建設し雇用を生み出すことの意義や人種対立問題について企業の対処の意義が強調されてきた<sup>119</sup>。その結果として、先述の通り、経営者への信頼は低下し、企業不祥事の再発を防止するため、例えば、急進的な社会改革派は、会社経営者の社会責任の強化を主張し、学界・政府の重鎮は、州会社法の競争から法規制が不十分になっている（下へ向かっての競争）として、連邦法の制定により経営者の株主に対する責任の強化を主張するという解決策が提案されていた<sup>120</sup>。

モニタリング・モデルの提唱者と一般に考えられているEisenbergの議論は、このような状況で提出された<sup>121</sup>。Eisenbergはまず、取締役会の機能について、当時の法的理解と実際との間に乖離を認識することから始める<sup>122</sup>。一般的な法的モデルによると、アメリカの各州会社法は通常、「会社の事業および業務は取締役会によって経営されるものとする」と定めており、取締役会は、会社の経営方針の決定と会社事業の経営をするものとされる<sup>123</sup>。それにも関わらず、実務上、取締役会は、会社の経営それ自体を行っていないだけでなく、経営方針の決定もほとんど、あるいは全く行っていない現実がある<sup>124</sup>。この乖離が生じた原因<sup>125</sup>は、取締役会の開催頻度と開催時間が不足していること、十分な情報の収集が困難であること、CEOが取締役の選解任に関する事実上の権限を有していたことという点である。従って、もし取締役会という機関に何らかの役割を期待するのであれば、取締役会が業務執行・経営方針決定の機能を有すべきであるとの前提に代わって、他の機能が期待されるべきではないかと論じられた。そして、Eisenbergの見解によると、その役割としては、監督機能は期待することが可能であり、取締役会がそのような機能を十分に果たすには、監督者が、監督される経営者から独立していることと、経営者に関する適切で客観的な情報を入手できることという二つが必要である<sup>126</sup>。

そして、その上で、監督においては、経営者の

選任・解任を通じた成果のモニタリングが、会社にとって決定的な重要性を有し、取締役会のみが遂行するに適した機能である<sup>127</sup>、と論じられた。すなわち、Eisenbergによれば、第1に、取締役会の果たすべき機能は、業務執行・経営方針の決定機能ではなく、監督機能である。そして第2に、その監督機能とは指名・解任を通じたものであり、したがって、Eisenbergに提唱されたモニタリング・モデルは、指名・解任を核として展開していた。以上の内容として、モニタリング・モデルという言葉にEisenbergによって初めて明確な定義が与えられ、またこの考え方を基礎としてモニタリング・モデルは展開してきた。

## (2) モニタリング・モデルの定着

「機関投資家化現象（Institutionalization）」という用語は1960年代の半ばには既に一般的に用いられており、その時代には、機関投資家は株式投資額および持株比率を増大させ、その株式市場に対する影響が注目されつつあった<sup>128</sup>。このような機関投資家の資産規模の拡大は1980年代も続くとともに、1980年代に、レバレッジド・バイアウトなどを利用した敵対的買収が活発化していた。敵対的買収は、市場のモニタリングによって怠惰で非効率な経営者を是正し、被買収会社の資源を再配分することを実現するというメリットがあるが、様々な買収手段やそれに対する買収防衛策が運用される結果として、経営者が、株価を維持しなければならない株式市場からの圧力を受け、常に長期的な発展ではなく、短期的な株価あるいは自身の利益・地位を維持するように経営を行うようになるという短期主義（short-termism）問題も指摘されるようになった。このようにして、敵対的買収が盛んになった1980時代には、機関投資家の利益、株主の利益、経営者の防衛策の妥当性、取締役の役割と会社の利害関係者への責任に関する議論が浮上してきた<sup>129</sup>。

以上の問題状況において、いわゆる「取引の10年（“Deal Decade”）」を通じて、会社の究極的な目的が株式価値最大化にあるという認識が共

有されるとともに、会社法の最先端にあるデラウェア州裁判所における司法審査の発展を通じて、社外取締役による「監督取締役会（monitoring board）」が最善の買収防衛策と認められ<sup>130</sup>、このようにして、社外取締役の役割が株主価値と結びつく形で「結晶化（crystallized）」した<sup>131</sup>と指摘されてきた。すなわち、敵対的買収という市場を中心とする経営者への規律に代わって、取締役会を中心とするガバナンスメカニズムが提出され<sup>132</sup>、そして、デラウェア州の裁判例は、1980年代半ば以後、敵対的買収に対する司法審査において、取締役会の過半数を独立者が占める場合に、その独立した専門家の意見・助言を受け、また独立者のみで集まり、全員一致で判断を下した場合に、その判断を尊重する旨を判示したのである<sup>133</sup>。その結果、社外取締役・各種委員会を含む取締役会は、敵対的買収のセーフハーバーとして機能しており、社外取締役の判断は、経営者の業績の良し悪しの評価に対する重要な依拠となっていた。

1990年代に入ると、社外取締役を含む独立委員会は、三つのパラドックスを解決したと考えられた<sup>134</sup>。第一に、株式価値の最大化は、会社の最終的な目標、また業績の評価（CEOの報酬と解任）に対する最終的な標準である、という価値観が普及していた。第二に、ビジネスエリートは、株式価値最大化の推進力である敵対的買収の防衛策に対して、常に裁判所の許可を得た。そして第三に、敵対的買収は、会社経営管理の問題を解決するメリットがあるが、コストが高すぎると指摘されていた。したがって、1990年代では、敵対的買収が下火になった一方で、株主利益促進を目的とした社外取締役の任用がさらに拡大し、経営者の選解任やインセンティブ報酬によって取締役会が経営者を監督するというモデルが普及・定着していった<sup>135</sup>。

### (3) モニタリング・モデルの評価

取締役会の監督機能と社外取締役の任用については、現在までに世界的にも広く関連する制度

が普及しているが、これらに対する認識、すなわち、取締役会の監督機能の合理性・有効性、そして社外取締役が「企業価値を向上させるため望ましい」ものであるという暗黙の前提は、必ずしも正しいわけではないとの指摘もなされていた<sup>136</sup>。

まず、先に見た通り、1990年代のアメリカにおいて、敵対的買収が収束する一方で、社外取締役の任用が拡大したという二つの動きが見られる。これらの動きについて、1990年代に減少した敵対的買収の規律効果を補うため、社外取締役が規律手段の一つとして活用されるようになったとの説明がなされてきた<sup>137</sup>。この論理関係に対しては、逆に、社外取締役の活用によって、経営者の行為を強く規律する効果があるため、コストが高い敵対的買収を利用する必要性がなくなり、敵対的買収が減少した、との指摘もある<sup>138</sup>。

そして、取締役会の監督機能の有効性、すなわち、取締役会が、企業価値・株主利益を効果的に改善できるのかについては、異なる見解が見られる。

一方で、第1に、敵対的買収の規律効果よりも、社外取締役の任用によるモニタリングが、すべての利害関係者にとって望ましいものであった。すなわち、買収者にとっては、インセンティブ報酬契約に基づく経営者の報酬は、価格の予算に算入でき、その金額はCEOにとっては多額だが、投資銀行手数料と同じ程度であり、取引価格に比して比較的小さな割合になる。株主にとっては、経営者が株主利益最大化という意識を受け入れるようになり、友好的買収によって大きなプレミアムを取得できるようになる。さらに、潜在的な買収対象会社の経営者にとっては、買収によって解任された場合、オプションとゴールデンパラシュートを利用できるようになる<sup>139</sup>。第2に、これは経営者と株主の双方が支持している双方向性的な手段にあたるため、双方の利益の増加を実現できるメリットがある。このような見解がある<sup>140</sup>。この見解によると、上述した1990年代における二つの動きは正しい方向へ発展するものであり、企業価値を向上させた結論づける<sup>141</sup>。

他方で、コーポレート・ガバナンスにとって取締役会・社外取締役などの有効性は低いと考える見解もある<sup>142</sup>。すなわち、経営機能と監督機能の両者を取締役に求めることは、「時間的不整合性の問題（time-inconsistency problem）」（すなわち、取締役が自分自身の判断を監督・評価する）<sup>143</sup>が存在すると指摘される<sup>144</sup>。そのため、この論者からは、監督機能と経営機能が分けられる二層式取締役会（dual board）が、上述の問題を解決する手段として、高く評価される<sup>145</sup>。そして、取締役会を完全に信頼できるわけではない以上、取締役会の監督機能を補うため、会社支配権市場などの客観的メカニズムはやはり必要であるとされ、したがって、上述した1990年代の二つの動きは必ずしも望ましいものではないと評価されていることになる<sup>146</sup>。

さらに一般的に言って、社外取締役によるモニタリングが、企業価値を向上させる役割を果たすとの認識は普及していると言えるが、社外取締役によるモニタリングは、必ずしも先述したエージェンシー問題及び集合行為問題を十分に解決するまでのものではないとの認識もまた多くの論者に否定されていない。例えば、社外取締役には、経営者からの独立性を有するメリットがある一方で、情報やインセンティブの不足などのデメリットもある。このような社外取締役による監視は、そもそも社外取締役を置かず社内取締役の相互監視に任せる場合に比べ、利益が必ずしも費用を上回るとは限らず、また実証研究においても、社外取締役を任用した後の会社において、業績が向上した結果は見られるものの、それは社外取締役の任用という要因によって生じたものとは必ずしも言えない、との指摘は少なくない<sup>147</sup>。

#### （4）なぜモニタリング・モデルが定着したのか？

以上のように、取締役会の監督機能、特に社外取締役の役割は十分な解決策ではなく、ましてやこれに対する疑念を抱く有力な議論が存在するにもかかわらず、取締役会の監督機能を中心とする

モニタリング・モデルが定着し、社外取締役の設置が強化されつつあるのは世界的な流れとなっている。

モニタリング・モデルは、コーポレート・ガバナンスを解決する唯一の手段というわけではない。例えば、日本の伝統的なガバナンス構造、すなわち、取締役会がかなり具体的な業務執行の決定まで行うというマネジメント・モデルは、アメリカに誕生したモニタリング・モデルと大きく異なる<sup>148</sup>。このようなマネジメント・モデルによると<sup>149</sup>、①取締役会は業務執行の決定と取締役の職務の執行に対する監督の両方を行う、②重要な業務執行の決定について、比較的具体的な内容まで取締役会では決定する、③業務執行の決定に関与しない監査役による業務監査はあわせて行われることとなっている。そして、その後の商法（会社法）改正によっても、取締役会が業務執行の決定を行うという伝統的なガバナンスの特徴は変更されていない。

では、なぜ、取締役会の監督機能、とりわけ社外取締役の活用を重視するモニタリング・モデルが世界的に定着し、そして近年の日本においても、モニタリング・モデルが受容され、取締役会の監督機能と社外取締役の設置が強化される傾向が生じているのか。

1つの説明は、田中亘による以下のものである。

一方で、社外取締役の活用が世界的に拡大したのは、1990年代には上場会社における株式保有構造（株主構成）が変化し、すなわち機関投資家をはじめとした株式リターンを得る目的で株式を保有する経済主体が急増したことからである<sup>150</sup>。そして、受託者意識の高まりに伴い、機関投資家は、受託者として受益者の利益のために資産を大事に管理するのみではなく、積極的に投資先企業の経営に関与・監視をしなければならないという考え方が普及するに至った<sup>151</sup>。そこで、投資先企業を監視する手段として、二つの選択肢に直面することとなった<sup>152</sup>。1つ目は、株主（機関投資家）自ら投資先企業の経営に関する情報を集め、



株主権利の行使によって経営者の行動を監視する直接モニタリングである。2つ目は、株主は、自己の代理人を選任し、その代理人に自分に代わって監督させる間接モニタリングである。しかし、株主による直接モニタリングには、先述の集合行為問題が存在し、さらに深刻なのは株主自らが情報を集めてしまうと株式を売りたい時にインサイダー取引の問題が生じうるため、機関投資家のような株主による直接モニタリングは現実的ではないと言える<sup>153</sup>。このような理由により、社外取締役を株主に代わる者として取締役会に送り込んで経営者をモニタリングさせることが、現実的な監視手段として選ばれていったのだという説明である<sup>154</sup>。

他方で、日本における事情としては、マネジメント・モデルからモニタリング・モデルへの移行については、以上の社外取締役の活用を経緯のほか、日本の伝統的なガバナンス・モデルの枠内での改革には限界が感じられたこと、そして、監査役という日本にしかない制度ではなく海外でも広く認知されている社外取締役によるモデルを採用することは、海外投資家の信認を得やすいことが指摘されていた<sup>155</sup>。

以上の説明によれば、モニタリング・モデルは、それ自体が論理的に正しいものと言うよりは、80年代以後の市場環境に適合的であったこと、加えて日本においては、マネジメント・モデル以外の選択肢が探求されたことによって、普及したものだと言える。

### 第三章 各国のガバナンスにおける支配株主の扱い

日本では、コーポレート・ガバナンス・コードと、コードを補完するものと位置付けられる「グループガイドライン」を通じて、支配株主の行為を制約することとなっている。それに対して、アメリカでは、コーポレート・ガバナンス・コードのようなものが存在せず、上場会社のガバナンスに関する規制は、様々な上場規則によって規定さ

れ、そして、イギリスでは、日本版のコーポレート・ガバナンス・コードの参考になるコーポレート・ガバナンス・コードが存在するものの、非常に特徴的なこととして、イギリスの支配株主がいる上場会社の数はゼロであるとされている。

#### 第一節 日本のコーポレート・ガバナンス・コードにおける支配株主の扱い

日本のコーポレート・ガバナンス・コードにおける支配株主への規律（すなわち、上場子会社のガバナンスの整備）は、大きく三つの方面に分けられる。すなわち、支配株主がいる上場会社においては、上場子会社の取締役会の構成、上場子会社経営陣の指名、上場子会社経営陣の報酬という三つの点を通じて、上場子会社の少数株主の利益に配慮し、支配株主に一定の制約を求めている。

第1に、上場子会社の取締役会の構成について、コーポレートガバナンス・コードでは、一般の上場会社においては、「独立社外取締役を少なくとも2名以上選任」、プライム市場上場会社は「独立社外取締役を少なくとも3分の1以上選任すべき」ものとされている<sup>156</sup>。そして、支配株主を有する上場会社においては、取締役会の構成については、二つの選択肢がある<sup>157</sup>。すなわち、①取締役会の構成として、「支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任する」、あるいは、②「支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべき」とされる。このようにして、一般の上場会社に比べて、支配株主を有する上場会社は、取締役会における独立社外取締役の比率と独立性を高めることによって、子会社における他の株主（とりわけ少数株主）の利益を十分に保護する役割が期待されている。

第2に、上場子会社経営陣の指名については、一般の上場会社の場合、コーポレートガバナンス・コードでは、指名委員会等設置会社では、独

立社外取締役が過半数を占める指名委員会により行われ、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社では、「独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない」場合には、経営陣の指名に係る取締役会の機能の独立性などを強化するため、「取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする指名委員会を設置する」ことが求められている<sup>158</sup>。そして、支配株主を有する上場会社の場合、支配株主が実質的には、上場子会社の経営陣の選任権限を有しており、その指名プロセスにも大きな影響を与えているとの指摘があり<sup>159</sup>、先述の「グループガイドライン」<sup>160</sup>は、上場子会社の経営陣の指名について、「上場子会社の企業価値向上に貢献するかという観点から、上場子会社が独立した立場で、その後継者計画を策定し、候補者の指名を行うべき」ことを求めている<sup>161</sup>。

第3に、上場子会社経営陣の報酬については、上場子会社経営陣の指名と同様に、一般の上場会社の場合、指名委員会等設置会社では、報酬委員会により行われ、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社では、「取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする報酬委員会を設置する」ことが求められている<sup>162</sup>。そして、支配株主を有する上場会社の場合、上場子会社の経営陣の報酬については、「上場子会社としての企業価値の向上への適切なインセンティブとなるよう、上場子会社において独立した立場で検討されるべき」ことが求められている<sup>163</sup>。

このようにして、日本では、「コンプライ・オア・エクスペイン」の基本性格を有するコーポレート・ガバナンス・コードと、コードを補完するものと位置付けられる「グループガイドライン」を通じて、支配株主の行為を制約し、その支配株主がいる上場会社における指名・報酬の独立性を確保することとなっている。

## 第二節 アメリカの上場規則における支配株主の扱い

アメリカでは、コーポレート・ガバナンス・コードのようなものが存在せず、上場会社のガバ

ナンスに関する規制は、様々な上場規則によって規定されている。例えば、先述のニューヨーク証券取引所の上場規則（NYSE Listed Company Manual）においては、一般の上場会社に、取締役会において独立社外取締役を過半数選任することが求められ<sup>164</sup>、全員が独立社外取締役である指名委員会<sup>165</sup>と報酬委員会<sup>166</sup>の設置が義務付けられている。これに対して、支配株主を有する上場会社に対しては、NYSEは、上記の義務を免除している<sup>167</sup>。

以上の規制については、NASDAQにおいても同様の扱いがなされている。すなわち、一般の上場会社に対して、過半数の独立社外取締役がある取締役会<sup>168</sup>、全員が独立社外取締役である報酬委員会<sup>169</sup>の設置が義務付けられ、そして、取締役の選任議案の決定が、全員が独立社外取締役である指名委員会又は取締役会における独立社外取締役の過半数によってなされるべきことが求められている<sup>170</sup>。これに対して、支配株主を有する上場会社については、NASDAQは、NYSEの規制と同様に、以上の義務を免除している<sup>171</sup>。

すなわち、アメリカの上場規則では、支配株主を有する上場会社には、指名・報酬・監督のうち、監督委員会は免除されていない。このことは、どのように理解しうのだろうか<sup>172</sup>。そもそも、モニタリング・モデルでは、第二章で見たように、その有力な基盤を提供したEisenbergに典型的に見られるように、指名・報酬・監督の中でも、指名、1980年代以後にはこれに加えて報酬が中心的な役割を果たすという有力な理解がある。これに対して、監督は、モニタリング・モデルと並行して、1990年代以降をサーベンス・オクスリー法（SOX法）など企業不祥事に対応して発展してきた、内部統制システムの流れに位置付けることもできるのではないだろうか。

## 第三節 イギリスのコーポレート・ガバナンス・コードにおける支配株主の扱い

イギリスのコーポレート・ガバナンス・コードは、日本版のコーポレート・ガバナンス・コー



ドの参考になると考えられるものの、イギリスでは強制TOBと全部買付義務のM&Aに関するルール<sup>173</sup>が存在するため、日米と比較して非常に特徴的なこととして、イギリスの支配株主がいる上場会社の数はゼロであるとされている<sup>174</sup>。一般の上場会社のガバナンスに関する規制については、イギリスのコーポレート・ガバナンス・コードにおいて、取締役会の構成、取締役の任命（指名）と取締役の報酬という三つがある。

第1に、取締役会の構成については、取締役会とその下にある委員会は、スキル、経験、会社からの独立性、会社についての知識に関して適正なバランスを有し、その義務と責務を効果的に果たせるようになっていくべきであり<sup>175</sup>、そして、少なくとも半数の取締役会メンバー（比較的小規模な上場会社の場合には、少なくとも2名の独立非業務執行取締役）は、取締役会が独立取締役と判断した非業務執行取締役から構成されるべき<sup>176</sup>ことが求められている。

第2に、取締役の任命（指名）については、新たな取締役の任命については、正式で厳格かつ透明性ある手続が定められるべきであり<sup>177</sup>、そして、メンバーの過半数が独立非業務執行取締役である指名委員会を設置することによって、取締役の任命プロセスをリードし、取締役会への推薦を行うべき<sup>178</sup>ことが求められている。

第3に、取締役の報酬については、業務執行役員の報酬方針を策定し、また、個々の取締役の報酬パッケージを確定するに当たっては、正式かつ透明性ある手続が定められているべき、いかなる取締役も、自らの報酬決定には関与すべきではないとされ<sup>179</sup>、そして、取締役会は、少なくとも3名の、または小規模な会社の場合には2名の、独立非業務執行取締役から構成される報酬委員会を設立すべくことが求められている<sup>180</sup>。

以上からは、第1に、モニタリング・モデルの特徴としてよく言われるように、アメリカ、イギリスのコードや上場規則では、独立社外取締役の活用によって、取締役会の独立性ひいては上場会社のガバナンスを向上させる機能が期待されてい

ることが確認できる。しかし第2に、支配株主との関係は、両国で大きく異なる。すなわち、アメリカでは、先に見た通り、支配株主を有する上場会社では、指名・報酬というモニタリング・モデルの基礎となる事項については、すなわちモニタリング機能は、支配株主に委ねられていると言え、他方でイギリスはそもそも上場会社に支配株主が存在することを想定（許容）していない。そうすると、やや極論になるが、アメリカでは、独立社外取締役がモニタリングをする会社と支配株主がモニタリングをする会社の二つが想定されているのに対して、イギリスでは、独立社外取締役がモニタリングをする会社のみが想定されているということになる。

## 結章 仮説と課題

先述のように、日本では支配株主への法的規律を見ると、アメリカのような支配株主の信託義務は規定されず、実際に取引規制においても支配株主への規律は不十分であるとの認識は、程度の差はあっても一般的であると思われる。しかし、日本のコーポレート・ガバナンス・コードは、一般の上場会社に対して、独立社外取締役の設置を求めるだけでなく、さらに、支配株主がいる上場会社に対しても、その設置義務が強化されつつある傾向が見られる。そうすると、支配株主の法的規律と同様に、アメリカ発と言えるモニタリング・モデルの影響を受けて導入されつつある独立社外取締役の規律においては、日本では、上場子会社に対する独立社外取締役の規律がむしろ強化されているという「逆転現象」が生じていると言える。では、なぜ、このような「逆転現象」が生じてしまったのであろうか。

1つの仮説は、田中亘による以下のものである。

まず、先述の通り、アメリカのNYSEとNASDAQの上場規制においては、支配株主がいる上場会社に一部設置義務の免除、すなわち、独立社外取締役が過半数のある取締役会、全員が独立社外取締役である指名委員会・報酬委員会の設置

義務は、支配株主がいる上場会社では適用が免除されている。そして、この免除の理由としては、「誰を取締役にし、どういう方針の下で経営するかということは、（独立社外取締役でなく）株主が資本多数決で決めることである」という認識があるからだ指摘する<sup>181</sup>。

しかし、アメリカでは、上記の設置義務は、支配株主がいる上場会社であっても独立社外取締役のみで構成される監査委員会の設置義務は免除されていない。そして、この理由については、支配株主が違法行為をする、あるいは子会社との間で不公正な行為をする可能性があるため、独立した取締役による監査が必要であると指摘するのである<sup>182</sup>。

以上に対して、日本では、アメリカのような支配株主の信託義務が確立されていないからこそ、まだ数が少ない独立社外取締役の数を増やすこと、そしてより機能させるようにすることが優先課題になっているのではないかと、いうのである<sup>183</sup>。

しかしながら、そうだとすると、疑問もまた生じてくる。第1に、田中亘の説明によれば、そもそも指名・報酬委員会と監査委員会とでは、求められる、あるいは実際の機能は異なっているのであり、そしてこのことはまた、モニタリング・モデルの有力な基本思想を提供したEisenberg以来、沿革とも整合的な理解であると言える。そうであれば、第2に、もし支配株主の法的規律の不十分を補うとすれば、監督（査）委員会の機能が注目され強調されるべきではないだろうか。そして第3に、にもかかわらず、監督委員会ではなく指名・報酬・監督を一括りに論じる日本の議論では、モニタリング・モデルそのものの理解がまだまだ表面的であって、より根本的な理解が求められていることを示すものではないだろうか。

他方で、支配株主の機能についても、十分な理解がなされていないのではないだろうか。第二章で見たように<sup>184</sup>、支配株主規律については、支配株主のモニタリングと少数株主の利益保護の間にはトレードオフの関係がある。このことを踏ま

えて第三章のアメリカとイギリスの比較を考えると、アメリカのように、支配株主にある程度の裁量とモニタリング権能を与えるか、もしくは、イギリスのように、全く支配株主に期待しないという在り方は理論的には自然なものであると言えるだろう。そうだとすると、そもそも、日本では、どのような支配株主像を目指すのであろうか。アメリカのように一定の決定権を支配株主に与えるのか、それともイギリスのように支配株主存在しない市場を構想するのか。日本では、序章で見た江頭憲治郎らの指摘のように、日本には独自の親子上場があったとされてきた<sup>185</sup>。そうだとすると、以上の、モニタリング・モデルと支配株主の理論的位置づけを基に、日本の独自の支配株主像を、いま一度考え直す必要があるのではないだろうか。

具体的にも、例えば、独立社外取締役は、株主からも独立した存在になると、つまり、独立社外取締役の決定に株主も従わなければならないと、取締役が株主に対して説明責任を負うという株式会社の基本原則が否定されるおそれがある<sup>186</sup>。そして、ヤフーとアスクルの事件は、ガバナンスに関する深刻な問題が提起されたものより、筆頭株主であるヤフーが普通の経営上の判断をした問題にとどまっているとの理解があったことは序章でも見た通りである<sup>187</sup>。

親子上場のガバナンスに関する問題は、支配株主の伝統的な法的規律と、モニタリング・モデルを背景としたコーポレート・ガバナンス・コードという、二つの問題の交錯点にある。日本では近年、独立社外取締役の設置が強化されつつある傾向が見られるが、その意味や評価はまだ一致しているというには程遠いと言えよう。本稿は、直接的には日本における親子上場に現在生じているガバナンス上の問題を出発点としたものであるが、これを検討することは、また理解が不確かなモニタリング・モデルそのもの、さらには伝統的な支配株主の法的規律の有り方についても、再検討するための新たな視点を提供するものとなれば幸いである。

- <sup>1</sup> 経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（2019年6月28日）118頁。
- <sup>2</sup> 西山賢吾「親子上場の状況（2020年度末）-4年ぶりに2桁の純減に-」野村サステナビリティクォーターリー 2021年夏号133頁、図表1。
- <sup>3</sup> 西山・前掲注(2) 134頁、図表2。
- <sup>4</sup> 津野田一馬「親子上場再考（上）-子会社役員人事の視点から-」商事法務2277号6頁。
- <sup>5</sup> 津野田一馬・前掲注(4) 6頁。
- <sup>6</sup> 津野田一馬・前掲注(4) 9頁。
- <sup>7</sup> 宍戸善一・新田敬祐・宮島英昭「親子上場をめぐる議論に対する問題提起（中）-法と経済学の観点から」商事法務1899号5頁。
- <sup>8</sup> 宍戸善一・新田敬祐・宮島英昭・前掲注(7) 6頁。
- <sup>9</sup> 津野田一馬・前掲注(4) 4頁。
- <sup>10</sup> 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』有斐閣（1995年）2頁。
- <sup>11</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 2頁、6頁。
- <sup>12</sup> ただし、その要因につき、江頭憲治郎は、日本における親子上場の多くは、完全子会社の株式公開により形成され、子会社の少数株主は、同社の剰余権者である地位の変更ではなく、子会社が経済的にも独立した会社であるがごとく行動するよう確保することを望むこと、そして、日本の企業グループにおける従属会社管理の特色は、従属会社に大きな自由裁量権を与え、従属会社の独立を促進することにより産業界の活力を生んできたとの指摘がある。江頭憲治郎・前掲注(10) 15頁、16頁。
- <sup>13</sup> 宍戸善一・新田敬祐・宮島英昭「親子上場をめぐる議論に対する問題提起（上）-法と経済学の観点から」商事法務1898号38頁。
- <sup>14</sup> 宍戸善一・新田敬祐・宮島英昭「親子上場をめぐる議論に対する問題提起（下）-法と経済学の観点から」商事法務1900号44頁。
- <sup>15</sup> 津野田一馬「親子上場再考（下）-子会社役員人事の視点から-」商事法務2278号14頁。
- <sup>16</sup> 経済産業省・前掲注(1) 123-124頁。
- <sup>17</sup> 「コーポレートガバナンス・コード原案」は2015年に金融庁と東京証券取引所により公表され、2018年に1回目の改訂、2021年に2回目の改訂が実施される。
- <sup>18</sup> 上村達男・神作裕之・斉藤淳・坂本里和・澁谷展由「座談会 コーポレート・ガバナンス改革の進展を踏まえ、親子上場問題をどう考えるか-アスクール・ヤフー事件の検証-」別冊商事法務452号4頁（坂本里和発言）。
- <sup>19</sup> 経済産業政策局「コーポレート・ガバナンス・システム（CGS）研究会（第2期）について（案）」（2017年12月）
- <sup>20</sup> 上村達男・神作裕之・斉藤淳・坂本里和・澁谷展由・前掲注(18) 4頁。
- <sup>21</sup> CGS研究会第2期 第10回「事務局説明資料（グループガバナンスにおける「攻め」の論点について）」最後ページの「主な論点」。
- <sup>22</sup> CGS研究会第2期 第11回「事務局説明資料」。
- <sup>23</sup> CGS研究会第2期 第12回「事務局説明資料」。
- <sup>24</sup> CGS研究会第2期 第13回「事務局説明資料」、「今後のスケジュール（案）」。
- <sup>25</sup> CGS研究会第2期 第14回「事務局資料」8頁（青委員）。
- <sup>26</sup> 前掲注(25) 15頁（大杉委員）。
- <sup>27</sup> 「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）」6.3上場子会社に関するガバナンスの在り方 6.3.1基本的な考え方「上場子会社においては、親会社と一般株主との間に利益相反リスクがあることを踏まえ、上場子会社としての独立した意思決定を担保するための実効的なガバナンス体制が構築されるべきである」。
- <sup>28</sup> 「コーポレートガバナンス・コード」（2021年）1頁。
- <sup>29</sup> 前掲注（28）（2015年）基本原則4-8。
- <sup>30</sup> 前掲注（28）（2021年）基本原則4-8。
- <sup>31</sup> 前掲注（28）（2021年）基本原則4考え方。
- <sup>32</sup> 拒否の理由については、アスクール株式会社が公表した「よくいただくご質問および当社からの回答について」（2019年7月22日）によると、

- 「B to B事業、B to C事業（LOHACO含む）、物流事業は三位一体となって価値が最大化されるものであり、単純な切り離しが困難であり、また、切り離した場合に価値が毀損してしまいます。リアルなEC事業の構造として全てが繋がっています。」とされている。
- <sup>33</sup> 上村達男・神作裕之・斉藤淳・坂本里和・澁谷展由・前掲注(18) 23頁、アスクル・ヤフー事件時系列図表。
- <sup>34</sup> 上村達男「法律意見書」（2019年7月18日）11頁。
- <sup>35</sup> 上村達男・前掲注(34) 18頁。
- <sup>36</sup> 日本取締役協会「緊急意見 日本の上場子会社のコーポレートガバナンスの在り方」。
- <sup>37</sup> NYSE Listed Company Manual 303A.00 Section 303A applies in full to all companies listing common equity securities, with the following exceptions: Controlled Companies.
- <sup>38</sup> NASDAQ Listing Rule 5615(c) (2) Exemptions Afforded to a Controlled Company. 以上につき、後掲第三章第二節参照。
- <sup>39</sup> 田中亘・倉橋雄作「コーポレートガバナンス改革の本質を問い直す（下）」商事法務2217号35頁。
- <sup>40</sup> 田中亘・倉橋雄作・前掲注(39) 34頁（田中亘発言）。
- <sup>41</sup> 田中亘・倉橋雄作・前掲注(39) 35頁。
- <sup>42</sup> 加藤貴仁・久保田安彦・清水円香・得津晶・船津浩司「グループガバナンスの在り方に関する調査研究業務報告書」（2020年3月）5頁。また、アメリカでは、日本のような競業避止義務の代わりに、「会社の機会の侵害」と呼ばれる法理が発展してきた。
- <sup>43</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 98頁。
- <sup>44</sup> 日本会社法356条、江頭憲治郎・前掲注(10) 103頁、137頁-139頁、147頁-149頁。
- <sup>45</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 172頁。
- <sup>46</sup> NYSE Listed Company Manual 前掲注(37)。
- <sup>47</sup> NASDAQ Listing Rule 前掲注(38)。
- <sup>48</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 6頁。
- <sup>49</sup> 支配株主に少数株主への義務が認められる場合に、このように観念することとなる。後述するように、日本法では支配株主にこのような義務は認められていないが、支配株主の利益追求の問題を指すため、以下では日本法についてもこのように表現することがある。
- <sup>50</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 18頁。
- <sup>51</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 98頁；Chelrob v. Barrett事件。
- <sup>52</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 98頁。
- <sup>53</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 100頁。
- <sup>54</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 172頁。
- <sup>55</sup> 会社法355条。
- <sup>56</sup> 会社法356条1項2号。
- <sup>57</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 164頁-168頁；1983年にHeumann-Ogilvy事件。
- <sup>58</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 170頁。
- <sup>59</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 172頁。
- <sup>60</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 172頁；Guth v. Loft, Inc. 23 Del. Ch. 255, 279, 5 A. 2d 503, 514 (Sup. Ct. 1939)；Rosenblum v. Judson Engineering Corp., 99N. H. 267, 109 A. 2d 558 (1954)；Miller v. Miller, 301 Minn. 207, 222 N. W. 2d 71 (1974)。
- <sup>61</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 172頁。
- <sup>62</sup> 会社法356条1項1号。
- <sup>63</sup> Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983)。
- <sup>64</sup> 江頭憲治郎・前掲注(10) 284頁。
- <sup>65</sup> 加藤貴仁・久保田安彦・清水円香・得津晶・船津浩司・前掲注(42) 5頁。
- <sup>66</sup> 松中学「アメリカの企業結合形成過程に関する規制」商事法務1832号（2008年）7頁。
- <sup>67</sup> 松中学・前掲注(66) 7頁；Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983)。
- <sup>68</sup> 松中学・前掲注(66) 7頁；Kahn v. Lynch Commc' n Sys., Inc., 638 A.2d 1110, 1117 (Del. 1994)；Rosenblatt v. Gety Oil Co., 493 a.2d 929, 937 (Del. 1985)。
- <sup>69</sup> Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014)。



- <sup>70</sup> 松中学・前掲注(66) 7頁。
- <sup>71</sup> 支配株主が、株主の権利行使により不当な利益を得たと判断されれば、支配株主は、従属会社にその利益を返還すべき義務を負うことになる、と解されている。会社法120条；江頭憲治郎・前掲注(10) 33頁。
- <sup>72</sup> 会社法831条1項3号。
- <sup>73</sup> 会社法785条、797条。
- <sup>74</sup> 会社法109条。
- <sup>75</sup> 北村雅史「企業結合の形成過程」森本滋『企業結合法の総合的研究』商事法務（2009年）19頁。
- <sup>76</sup> 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の理論：江頭憲治郎先生還暦記念（上）』276頁、282頁。
- <sup>77</sup> 商法408条ノ3第1項。
- <sup>78</sup> 会社法785条1項、797条1項。
- <sup>79</sup> 会社法785条2項1号イ。
- <sup>80</sup> 会社法785条2項1号ロ、2号。
- <sup>81</sup> 藤田友敬・前掲注(76) 276頁。
- <sup>82</sup> 藤田友敬・前掲注(76) 276頁。
- <sup>83</sup> 藤田友敬・前掲注(76) 288頁。
- <sup>84</sup> 江頭憲治郎『株式会社法（第8版）』有斐閣（2021年）910頁-911頁。
- <sup>85</sup> Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan, 1932.
- <sup>86</sup> 正木久司『株式会社支配論の展開〔アメリカ編〕』文真堂（1983年）46頁。
- <sup>87</sup> 株式会社は、初期に鉄道、鉱山など大量の固定資本を要する部門に現れて、のちに大部分の資本が手持ち商品からなる商業部門に至った。Berle & Means, supra note 85, p17; A.A.バーリ＝G.C.ミーンズ（森果訳）『現代株式会社と私有財産』北海道大学出版会（2014年）19頁。
- <sup>88</sup> バーリとミーンズの研究結果によると、1930年の非金融株式会社最大200社の同年初めの資産総計額は810億7400万ドルとなるのに対し、同年初めの全非金融株式会社の資産総計は1650億ドルであった。つまり、200大企業は全非金融株式会

- 社の富の半分近い49.2%を支配してきたということになる。Berle & Means, supra note 85, p30.
- <sup>89</sup> 当時アメリカの最大の鉄道会社であるペンシルヴェニア鉄道、最大の公益事業会社であるアメリカ電話電信、最大の工業会社であるU.S.スチールの株主名簿によると、3社の最大株主の保有が、各々0.34%, 0.7%, 0.9%である。残りの株式は、電話会社で50万人の株主、鉄道会社で19万6119人の株主、鉄鋼会社で18万2585人の株主に保有されてきた。Berle & Means, supra note 85, p47-48.
- <sup>90</sup> Berle & Means, supra note 85, p110-111; 北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂書店（1958年）143頁。株式会社が発展して以来の経済力の集中と株式保有の分散を背景として、株式会社支配は所有者支配から経営者支配へ移行してきた。そして、株式の高度分散により、株式所有を通じて会社を支配するための十分な株式を保有する個人、または小集団が存在しないため、支配は「取締役を選出できる委任状委員会を統御している経営者」の手中にある。正木久司・前掲注(86) 54頁。
- <sup>91</sup> 加藤貴仁「支配株主と少数株主のエージェンシー問題に関する覚書－社外取締役などにどこまで期待できるのか？－」東京大学法科大学院ローレビュー11巻 223頁。
- <sup>92</sup> 大杉謙一「コーポレート・ガバナンスと日本経済：モニタリング・モデル、金融危機、日本的経営」金融研究32巻4号123頁。
- <sup>93</sup> ペン・セントラル鉄道会社は、アメリカの北東部の三つの鉄道会社が合併して誕生した大企業であるが、わずか2年の営業の後、1970年6月21日に経営破綻し、アメリカの金融システムに衝撃を与えることになった。後に判明したところでは、同社の経営者たちは、会社の資金繰りの悪化を全く知らず、取締役会が全く機能していなかった。大杉謙一・前掲注(92)122頁。
- <sup>94</sup> ウォーターゲート事件の調査により、多数の上場会社が、国内での違法な政治献金、国外での政府職員への不明朗な支出に関与していたこと



- が判明された。大杉謙一・前掲注(92)123頁。
- <sup>95</sup> エージェンシー理論は、JensenとMecklingの論文で初めて提出された。Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics* 3(4), 1976.
- <sup>96</sup> Jensen & Meckling, *supra* note 95, p308; 藤田友敬「会社法と関係する経済学の諸領域（1）」*法学教室*259号50頁。
- <sup>97</sup> JensenとMecklingは、エージェンシーコストを三つに分けた。①the monitoring expenditures by the principal, ②the bonding expenditures by the agent, ③the residual loss. Jensen & Meckling, *supra* note 95, p308.
- <sup>98</sup> Rakesh Khurana, *From Higher Aims to Hired Hands: The Social Transformation of American Business Schools and the Unfulfilled Promise of Management as a Profession*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2007, p.316.
- <sup>99</sup> すなわち、所有と支配の分離によって、専門的・機能的経営者は、意思決定の権限が付与され、自由裁量的な行動を行うことが可能になる。そして、経営者が株主より会社経営に関する情報に接近している情報非対称性により、この自由裁量的な行動を観察することは困難になる。したがって、経営者が、株主からの委託を受けたにも関わらず、株主利益のために行動せず、むしろ私的利益（例えば、経営者の非金銭役得の追求、過度のリスク回避、行動の短期化）を追求するというモラル・ハザードが生じうる。
- <sup>100</sup> 倉橋雄作「支配株主の存在をめぐるガバナンス問題（上）－株主間の利益相反問題への実務対応－」*商事法務*2212号9頁。
- <sup>101</sup> 倉橋雄作・前掲注(100)9頁。
- <sup>102</sup> 田中亘・倉橋雄作「コーポレートガバナンス改革の本質を問い直す（上）」倉橋雄作「II適切なリスクテイクを推進するための実務対応」*商事法務*2215号17頁。
- <sup>103</sup> 津野田一馬『役員人事の法制度—経営者選解任と報酬を通じた企業統治の理論と機能』*商事法務*（2020年）8頁。
- <sup>104</sup> 以上の金銭的な報酬以外、非金銭的な報酬も動機付けで重要な意味がある。例えば、経営者の昇進は、経営者に努力のインセンティブを付与するだけでなく、会社の人的資源の再配分を実現させ会社の効率を向上させることができる。翟林瑜『企業のエージェンシー理論』*同文館*（1991年）64頁。
- <sup>105</sup> FamaとJensenは、ピラミッド型組織としての企業において、上からのモニタリング、相互監視と、下からのモニタリングがあると指摘した。Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, *Journal of Law and Economics* 26(2), 1983, p. 301-326.
- <sup>106</sup> 加藤貴仁・前掲注(91)223頁。
- <sup>107</sup> 倉橋雄作・前掲注(100)11頁。
- <sup>108</sup> 加藤貴仁・前掲注(91)224頁。
- <sup>109</sup> Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders*, *Symposium: Corporate Control Transactions: Doctrines and Markets*, *University of Pennsylvania Law Review* 152(2), 2003, p.785.
- <sup>110</sup> 例えば、Gilson & Gordonは、支配株主の私的支配利益を獲得する方式が、“by taking a disproportionate amount of the corporation's ongoing earnings, by freezing out the minority, or by selling control”という三つを挙げた。Gilson & Gordon, *supra* note 109, p.786.
- <sup>111</sup> 1990年代から2000年代にかけて、諸国にはその私的支配利益が多くあるいは少なくする法律制度があることによって、どちらの市場制度が適切なのか（私的支配利益への規律が厳しいことが良いのか緩いことが良いのか）という議論が行われた。
- <sup>112</sup> Gilson & Gordon, *supra* note 109, p.785.
- <sup>113</sup> Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59

STAN.L.REV 1465, 2007, p1511.

<sup>114</sup> 大杉謙一・前掲注(92) 124頁；Gordon, supra note 113, p1512.

<sup>115</sup> Gordon, supra note 113, p1511.

<sup>116</sup> Gordon, supra note 113, p1511.

<sup>117</sup> 津野田一馬・前掲注(103) 42頁。

<sup>118</sup> Gordon, supra note 113, p1515.

<sup>119</sup> 大杉謙一・前掲注(92) 124頁。

<sup>120</sup> 大杉謙一・前掲注(92) 123頁；Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance: In Theory and Practice*, Oxford University Press, 2008, p159.

<sup>121</sup> 大杉謙一・前掲注(92) 123頁。

<sup>122</sup> 津野田一馬・前掲注(103) 41頁；Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Little, Brown and Company, 1976, p139.

<sup>123</sup> 津野田一馬・前掲注(103) 40頁；Eisenberg, supra note 122, p139.

<sup>124</sup> 津野田一馬・前掲注(103) 41頁；Eisenberg, supra note 122, p141.

<sup>125</sup> 津野田一馬・前掲注(103) 41頁-43頁；Eisenberg, supra note 122, p141-p148.

<sup>126</sup> 津野田一馬・前掲注(103) 48頁；Eisenberg, supra note 122, p170.

<sup>127</sup> 津野田一馬・前掲注(103) 46頁；Eisenberg, supra note 122, p170.

<sup>128</sup> 三和裕美子『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス：アメリカにおける史的展開』日本評論社（1999年）121頁；Keith. Funston, *Institutional Investing and the Securities Market*, in *Institutional Investors - An Appraisal of Policies and Practices* -, American Management Association, pp3-6.

<sup>129</sup> 三和裕美子・前掲注(128) 3頁。

<sup>130</sup> Gordon, supra note 113, p1520.

<sup>131</sup> 山中利晃『上場会社の経営監督における法的課題とその検討-経営者と監督者の責任を中心に』商事法務（2018年）112頁；Gordon, supra note 113, p1526.

<sup>132</sup> Gordon, supra note 113, p1522.

<sup>133</sup> 大杉謙一・前掲注(92) 127頁；Gordon, supra note 113, p1523.

<sup>134</sup> Gordon, supra note 113, p1526.

<sup>135</sup> 津野田一馬・前掲注(103) 54頁；Gordon, supra note 113, p1526.

<sup>136</sup> 田中亘「取締役会の監督機能の強化－コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを中心に－」商事法務2062号 6頁。

<sup>137</sup> Gordon, supra note 113, p1526.

<sup>138</sup> 森田果「ファイナンスからみた企業買収」武井一浩・中山龍太郎『企業買収防衛戦略II』商事法務（2006年）231頁；Marcel Kahan & Edward B. Rock, *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*, U. Chi. L. Rev. 69, p871-p915.

<sup>139</sup> 津野田一馬・前掲注(103) 121頁；Kahan & Rock, supra note 138, p899.

<sup>140</sup> Kahan & Rock, supra note 138, p901-p902.

<sup>141</sup> 津野田一馬・前掲注(103) 121頁；Kahan & Rock, supra note 138, p901.

<sup>142</sup> Jonathan R. Macey, *Corporate Governance : Promises Kept, Promises Broken*, Princeton : Princeton University Press, 2008.

<sup>143</sup> この「時間的不整合性」は、一般的な用法と異なって、Macey独自のものであると考えられる。日本では、一般的に、自己監査という用語が用いられる。津野田一馬・前掲注(103) 126頁、127頁。

<sup>144</sup> Macey, supra note 142, p54.

<sup>145</sup> Macey, supra note 142, p55.

<sup>146</sup> Macey, supra note 142, p57.

<sup>147</sup> 田中亘・前掲注(136) 6頁；佐々木弾「ガバナンスの自律と他律－中教審報告・学校教育改正と会社法改正を事例に－」田中亘・中林真幸『企業統治の法と経済』有斐閣（2015年）110頁。

<sup>148</sup> 藤田友敬「『社外取締役・取締役会に期待される役割——日本取締役協会の提言』を読んで」

- 商事法務2038号 5頁。
- <sup>149</sup> 藤田友敬・前掲注(148) 6頁。
- <sup>150</sup> 田中亘・前掲注(136) 5頁。
- <sup>151</sup> 田中亘・前掲注(136) 5頁。
- <sup>152</sup> 田中亘・前掲注(136) 5頁。
- <sup>153</sup> 田中亘・前掲注(136) 5頁；宮島英昭・田中亘・中原裕彦・小口俊朗「座談会 企業統治制度改革のゆくえ（上）」商事法務2045号13頁（田中亘発言）。
- <sup>154</sup> 田中亘・前掲注(136) 5頁。
- <sup>155</sup> 藤田友敬・前掲注(148) 7頁、9頁。
- <sup>156</sup> コーポレート・ガバナンス・コード（2021年）原則4-8。
- <sup>157</sup> 前掲注(156) 補充原則4-8③。
- <sup>158</sup> 前掲注(156) 補充原則4-10①。
- <sup>159</sup> 「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（2019年）134頁。
- <sup>160</sup> 前掲注(159)（「グループガイドライン」）（2019年）；序章の3頁。
- <sup>161</sup> 前掲注(159) 135頁。
- <sup>162</sup> 前掲注(156) 補充原則4-10①。
- <sup>163</sup> 前掲注(159) 137頁。
- <sup>164</sup> NYSE Listed Company Manual.303A.01 Independent Directors: Listed companies must have a majority of independent directors.
- <sup>165</sup> NYSE Listed Company Manual.303A.04 Nominating/Corporate Governance Committee: (a) Listed companies must have a nominating/corporate governance committee composed entirely of independent directors.
- <sup>166</sup> NYSE Listed Company Manual.303A.05 Compensation Committee: (a) Listed companies must have a compensation committee composed entirely of independent directors. Compensation committee members must satisfy the additional independence requirements specific to compensation committee membership set forth in Section 303A.02(a) (ii).
- <sup>167</sup> NYSE Listed Company Manual. 303A.00 Introduction: Equity Listings. Section 303A applies in full to all companies listing common equity securities, with the following exceptions: Controlled Companies. A listed company of which more than 50% of the voting power for the election of directors is held by an individual, a group or another company is not required to comply with the requirements of Sections 303A.01, 303A.04 or 303A.05. Controlled companies must comply with the remaining provisions of Section 303A.
- <sup>168</sup> NASDAQ Listing Rule 5605. Board of Directors and Committees. (b) Independent Directors. (1) Majority Independent Board. A majority of the board of directors must be comprised of Independent Directors as defined in Rule 5605(a) (2).
- <sup>169</sup> NASDAQ Listing Rule 5605. Board of Directors and Committees. (d) Compensation Committee Requirements. (2) Compensation Committee Composition (A) Each Company must have, and certify that it has and will continue to have, a compensation committee of at least two members. Each committee member must be an Independent Director as defined under Rule 5605(a) (2).
- <sup>170</sup> NASDAQ Listing Rule 5605. Board of Directors and Committees. (e) Independent Director Oversight of Director Nominations. (1) Director nominees must either be selected, or recommended for the Board's selection, either by:(A) Independent Directors constituting a majority of the Board's Independent Directors in a vote in which only Independent Directors participate, or (B) a nominations committee comprised solely of Independent Directors.
- <sup>171</sup> NASDAQ Listing Rule 5615. Exemptions from Certain Corporate Governance Requirements. (c) How the Rules Apply to a Controlled Company (2) Exemptions Afforded to a Controlled Company. A Controlled Company

is exempt from the requirements of Rules 5605(b), (d) and (e), except for the requirements of subsection (b) (2) which pertain to executive sessions of Independent Directors.

<sup>172</sup> 以上の点につき、結章注181及びそれに対応する本文の田中亘の議論も参照。

<sup>173</sup> 強制TOBと全部買付義務は、英国におけるM&Aを律する規則集である「企業買収・合併に関するシティ・コード (City Code on Takeovers and Mergers、通称シティ・コード)」によって規制されている。すなわち、シティ・コードによると、強制TOBとは、買収者が単独若くは共同で被買収者の議決権の30%以上を取得する場合、若くは、被買収者の議決権の30%~50%を保有している買収者が単独若くは共同で更なる株式取得を行う場合、被買収者の全株式を対象にTOBを義務付けるルールであり、そして、全部買付義務とは、TOB成立要件の下限は50%の株式取得であり、50%を超える応募があった場合、買収者は応募株式全てを買い付ける義務を負うルールである (シティ・コード第9条)。神山哲也「英国におけるM&Aに係る法規制と執行体制」資本市場クォーターリー (2008年) 203頁。

<sup>174</sup> 前掲注(159) 119頁 参考資料26。

<sup>175</sup> コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議 (第4回) 参考資料1「英国・コーポレート・ガバナンス・コード (改訂版・仮訳)」; 英国・コーポレート・ガバナンス・コードB.1:取締役会の構成 主要原則。

<sup>176</sup> 前掲注(175) B.1:取締役会の構成 各則B.1.2。

<sup>177</sup> 前掲注(175) B.2:取締役の任命 主要原則。

<sup>178</sup> 前掲注(175) B.2:取締役の任命 各則B.2.1。

<sup>179</sup> 前掲注(175) D.2: (報酬の) 手続き 主要原則。

<sup>180</sup> 前掲注(175) D.2: (報酬の) 手続き 各則D.2.1。

<sup>181</sup> 田中亘「コーポレートガバナンス改革の本質を問い直す (上)」商事法務2215号 8頁。

<sup>182</sup> 田中亘・倉橋雄作・前掲注(39) 35頁。

<sup>183</sup> 田中亘・前掲注(181) 8頁。

<sup>184</sup> 第二章第一節2.(2)。

<sup>185</sup> 注9、12及び対応する本文を参照。

<sup>186</sup> 田中亘・倉橋雄作・前掲注(39) 34頁。

<sup>187</sup> 田中亘・倉橋雄作・前掲注(39) 34頁。

(こう たくきん 北海道大学大学院法学研究科  
修士課程修了)