

コーポレート・ガバナンスにおける法と 社会規範についての一考察

野田 博
一橋大学大学院法学研究科・法学部

2004年9月

コーポレート・ガバナンスにおける法と社会規範についての一考察

一橋大学 野田 博

はじめに

授権モデルの考え方と法的構造

近時の英米における「法の拡張」にみられる相違について

効果的なエンフォースメントの達成と柔軟性の維持の間の衝突とその対処

コーポレート・ガバナンスにおける法と社会規範の相互作用についての一考察

おわりに

はじめに

コーポレート・ガバナンスにおいても、コーポレート・ファイナンス等他の会社法の領域と同様、実務の対応・取り組みという側面が重要なことはいうまでもなく、法規制によるエンフォースメントをどこまで及ぼすかという問題を考える場合にも、実務の対応・取り組みによる実験・創意工夫の芽を摘む結果にならないということ（柔軟性の維持）に配慮する必要がある。もちろん、法規制といわゆる私的な秩序形成（private ordering）の境界はそのことのみで決まるわけではない。法規制を及ぼすことが直ちに柔軟性の維持の要請に反することを意味するわけではなく、法規制の枠内でも柔軟性に配慮する方策は存在する。他方、エンフォースメントの達成は法規制の専売特許というわけではなく、私的な秩序形成に委ねられた領域においても、あるルールや基準の遵守が自主規制や社会規範を通じてなされることを期待しうる場合もあると考えられる。

これらのことは、コーポレート・ガバナンスについて法規制をどのような仕方でもどこまで及ぼすかという制度設計を考える際に必要な観点であり、またよく認識されている観点でもあると思われる。とりわけ、効果的なエンフォースメントの達成と柔軟性の維持の間の衝突という問題において上記の観点は、その問題を解きほぐす上で一定の役割を果たすのではないかと考えている。ただ、そうした観点から具体的に議論を展開するために解明しなければならない点は少なくない。本稿は、そのような観点からの議論の具体的展開には至らないが、そのためのいわば基礎作業として有益と思われる若干の点につき、わが国における近時の会社法自由化・弾力化の改正に際し考え方において参考にされたと思われる英米会社法に主要な考察の素材を求めつつ、検討しようとするものである。

はじめに前提として、英米会社法の授権法的アプローチの考え方と法的構造につき、その中での私的な秩序形成の位置付けにも配慮しながら、若干の整理を試みる（ ）。その後、次の2つのテーマを取り上げる。まず、効果的なエンフォースメントの達成と柔軟性の維持の間の衝突という問題への対処方法、なかんずくその場合の法の役割についての考察である（ ）。考察に際しては、英米における近時の法改正においてみられる「法の拡張（juridification）」の動きに着眼する。両者の「法の拡張」の内容には相当の相違が見られ、その相違をめぐる考察が上記問題に接近する1つの視点を提供してくれるのではないかと考えるためである。つぎに、法と社会規範の相互作用についてである（ ）。上述したところからも明らかなよ

うに、効果的なエンフォースメントの達成と柔軟性の維持の間の衝突という問題を考える上でも、社会規範等の法以外の要素は無視できない(注1)。ここでは、とくに社会規範と法とは相互に作用する側面が認められることに着目し、規範の維持に法が役立つとすれば、それはどのような形においてであるかを中心に検討する。以上のうち、およびは、別稿(注2)において行った検討を簡略化すると同時に、若干の考察を付け加えたものである。考察の際の参考文献を含め、詳細は別稿を参照頂ければ幸いである。なお、表題にコーポレート・ガバナンスと掲げたが、おもに取締役会と信認義務を具体化する司法の役割の中から若干の素材を求めることにとどまることをお断りしておきたい(注3)。

- (1) 本文での社会規範の役割の取り上げ方は限定的であるが、コーポレート・ガバナンスにおけるその意義がそれにとどまることを意味するものではない。なお、コーポレート・ガバナンスを論じる際に法以外に社会規範の観点も重要であることを示唆する近時の文献として、たとえば、大杉謙一「アメリカのコーポレート・ガバナンス論・再論(下 その一) および『日本の経営』の法と経済学」都法44巻2号(2004)145頁、192頁。
- (2) 拙稿「コーポレート・ガバナンスにおける法の役割」柴田和史=野田博(編)『会社法の現代的課題』(2004、法政大学現代法研究所)59頁。
- (3) 考察の素材を求める対象の1つである取締役会はまず間違いなくガバナンスの中心的手段であり、各国において行われているコーポレート・ガバナンス改革においてもその努力の焦点の1つは取締役会である。取締役会をみる視点は様々な存在する。取締役会の構造としては、その規模と構成、取締役会の内部委員会の存在といった事項がある。また、取締役会の役割としては、全体としての取締役会の役割とともに個々のメンバーの役割も対象となり、後者との関係で取締役の義務、とりわけ注意義務が密接に関わってくる。また司法の役割であるが、これは取締役会と並んで今日の授権モデルにおいて、少なくとも米国のデラウェア州の会社法において、最終的な拠り所とされている。司法の役割が重視されることは、特に米国において顕著であり、株主は取締役の信認義務の法実現における司法の役割に一定の期待を有しているといわれる。本稿は其中で話題を絞って検討する。大企業のガバナンスに影響する他の要素には、株主および他の会社関係者の役割、会社の支配権市場、会社の金融システムならびに国際的規制等がある。

授権モデルの考え方と法的構造

1 授権モデルの法的構造 どのような場合に規制介入が必要とされるか

本節の副題に掲げたような問題については、様々な分析がなされうるものと思われるが、ここでは英国における会社法現代化の改正作業を統括し、最終的な責任を負う統括グループの考え方を手がかりとして取り上げる。それは統括グループの最終報告書の中に述べられている(注4)。当該箇所では、まず提案の出発点となる原則がどのような観点において作り上げられているかにつき、「会社法は本来、授権的(enabling)または助長的(facilitative)であるべきである。すなわち、会社法は、事業および他の会社の活動に携わる者が、自らの業務を、共同の成功および効果的な生産活動に導く可能性が最も高いと彼らが信じるやり方でアレンジし、運営する手段を提供すべきなのである」という、会社法の授権法的理解が述べられた後、どのような場合に規制介入が正当化されるかの整理がなされている。そこでは、次の4つの場合が挙げられるとともに、それぞれについて例示がなされている。第1の正当化論拠が生じる場合は、法規定がなければ得ることができない結果を達成するために法規定が必要とされる場合であり、株式会社に独立した法人格を与えることはその典型例であるとされる。第2は、法が当事者にデフォルト規定たとえば模範定款を供することができ、その結果取引コストを減少させるような望ましい結果が

予測できる場合である。第3は、個々の当事者が、いわゆる市場の失敗のゆえ自らの利益を守ることができず、そのため法的に強制された保護が正当化されるような場合である。最後に、公共の利益にとって必要な活動を強制する場合である。

これらの正当化論拠（およびその例示）が、会社法の授権法的アプローチとの関係でどう位置付けられるかであるが（注5）、まず、DTIの検討が会社法の授権的または促進的機能を強調していることとの関係で、最初の2つの正当化論拠がそれを反映していることは明白である。第1の正当化論拠に関する諸規定において会社法は、当事者が会社という形式を通して経済活動を行うことを可能にする構造を提供する。すなわち、ここでの制定法規定の機能は、標準的会社形式、いわば会社の骨格となるものを生み出すことであり、独立した法人格と株主有限責任等がその典型としてあげられる。なお、ここでは触れられていないが、コアのガバナンス問題について第1順位の解決を提供する諸規定もその範疇に入るものと思われる。これについてはDTIの検討を離れて、同様の分析を米国のガバナンス問題との関係で行っているEdward B. RockとMichael L. Wachterの分析が参考になる（注6）。きわめて大雑把な紹介の仕方になるがそれによると、取締役会の創設および事業経営の意思決定権限の取締役会への割り振りを定める規定、株主の役割を明らかにする諸規定、株主の残余請求権者性を定めた規定、株主が行為の主導権をとれる場合が限定されていること等であり、それらにより、集権化された経営の基礎が与えられ、また誰が会社を経営するかの問題にも答えられる（注7）。そして、その構造の枠組みの中で、経営者は私的な秩序形成に委ねられた部分についての選択をすることになる。集権化された経営の役割の中には、法によって強制されない私的な秩序形成を選択することが含まれるのである。そのため当然のことながら、選択された私的な秩序形成は効率的で、社会的に有益なものばかりではなく、また会社の成功に資するものとも限らないことにもなる。上級業務執行者はその選択という重要な決定を、市場の厳格なコントロールや歴史の評価のもとで行うが、しかし彼らはなお大きな裁量権をもって、会社財産の価値を最大化し、そしてさまざまな会社関係者の傷つけられやすい特定の投資を保護する適切な会社の内部秩序を作る最終的な責務を有すると考えられる。会社法は、このような取締役会の裁量権の行使の目的を規定する役割を担い、この関係で株主に残余請求権者性および取締役選解任権を与える制定法規定により、株主の残余請求権を最大化することと一致したやり方でなされるようにしていると考えられる。それゆえ、たとえ以上が強行法的規定

この規定については当事者の交渉の余地はない であつた場合でも、私的な規律と対立するものとはいえず、むしろ基礎的な枠組みを定めるルールが私的な秩序形成の過程を促進し、それを濫用から守るために必要とされるものであるといつてよいと思われる。また、法的介入の第2の正当化論拠に関わる諸規定は、それが授権的規定（“opt in”）であれ、デフォルト規定（“opt out”）であれ、私的な規律を容易にする役割を果たしうることは多言を要さないところである。このようにして、第1、第2いずれの正当化論拠も私的な秩序形成の過程を支援し、容易にするものであつて、会社に関する事項についての国家の狭いが、しかし重要な役割を示すものと捉えられる。

それでは、第3および第4の正当化論拠はどうかであるが、それらは一見して最初の2つの正当化論拠とは性質において異なっているように見える。しかし、たとえば第3の正当化論拠についてみると、その法的介入の基礎は、そのルールの内容が規範的に望ましいとして強制するというところに眼目があるのではなく、むしろ当事者による取り決めが期待できない、言い換えれば機会主義的行動による利益が非常に大きいという可能性があるため、私的な秩序形成の枠組みでの制裁では十分ではないと思われるというところに眼目があるといえ、そうすると、それらを規定する法の機能と模範定款を供給することにおいて法が

果たす機能との質的差異は見出しがたくなると論じることとできるとの捉え方も可能となる(注8)。第4の正当化論拠 公共の利益の侵入 についても、そこで例示されているものが、公衆への強行法的な情報開示および詐欺および不誠実を違法とするルールであることに照らすと、留保をつけなければならない部分は残るものの、本質的には、私的な、内部的見地に立つものと捉え得ることができるとされている(注9)。

以上、DTIの提示する考え方の枠組みにおいて、授権モデルにおける法的介入の構造の概略をみた。そのような構造の中で、たとえば取締役会の構成についてみると、米国各州会社法においても英国会社法においても法は多くを語らない(注10)。取締役会の構成それ自体が私的な秩序形成の表れの一例になっているとの捉え方もなされる。(注11)。この関係で、一定の取締役会の構成を要求する法規定を置いたとしても、同時にその構成と結びついた役割が明確なものでなければ、それはほとんど意味をなさないという指摘が重要であると思われる。仮に、たとえば会社は一定数の社外取締役(非業務執行取締役)を置かねばならないという構成上の要求をする法規定がおかれたとしても、同時にそれらの地位に伴う役割が貫徹されるのでなければ、その意味は薄いものとならざるを得ない。このことは、取締役会の構成について直接的に全ての会社に一律の構成を命ずるという形での法の介入を構想する場合には、とりわけ留意すべき事項と思われる。上記の指摘からは、最良の取締役会の構成は、むしろ個々の会社内部において社外取締役の役割が明確にされ、それがエンフォースされるためにはどのような取締役会の構成が必要であるかが個別に検討されることを通じて実現されるべきであるということになる。このように考えると、一律の構成を命ずるという形での法の介入は、少なくとも現時点では望ましくないといえそうである(注12)。

2 授権モデルにおける司法の機能 とりわけ注意義務における行為基準と審査基準(責任基準)の分岐に着眼して

授権モデルは、制定法による基本的な指針の提供とそのもとでの私的な秩序形成の許容とに基礎をおくものであり、自発的なガバナンスに第1次的な信頼を寄せるものといえるが、その信頼の中心には、少なくとも米国についていうと、司法の役割、とりわけ信認義務を多様な事実関係に当てはめる司法の判断への信頼があるということが、デラウェア州最高裁首席裁判官により述べられている(注13)。そして、同判事は、このモデルのもとでのコーポレート・ガバナンス体制は、きわめて大雑把ではあるが、判例法による取締役の義務の信認原則に基づく具体化という(会社)法の領域とその他の領域、すなわち私的な秩序形成、社会規範(norm) および、裁判所による働きかけを前提とした取締役の向上心 ここで裁判所の働きかけは、強制的なものというより、道義的性格の強いものであるとされており、それが最善の実務慣行を達成しようとする、やる気のある取締役の向上心に響くという作用が想定されている などから成るとされている(注14)。司法の役割との関係で、ここではとりわけ注意義務における行為基準と審査基準(責任基準)の分岐について簡単に述べておくこととする。それは本稿で後に取り上げる2つのテーマとも関わるところがある。

上記のように授権モデルにおいて裁判所の役割に対する期待が存するといっても、司法審査の範囲は取り扱われる事項によって異なる。会社取締役の信認義務は、一般に注意義務と忠実義務に二大別されるが、よく知られているように、これらの2つの義務に関わる違反の金銭的な帰結は大きく異なっている。注意義務は取締役の行動に対する非常に弱い実体的拘束としての役割しか果たさず、それゆえ、多くの判断ミスが存在することは疑いないところであるにもかかわらず責任の対象となることがほとんどない広範な会

社行為の領域を生み出す結果になっている。用語として必ずしも熟してはいないが、米国における注意義務のミステリーないしはパラドックスと呼ばれることもあるこの現象は、受認者の行為規範の水準と司法審査の基準とが乖離していること、すなわち、取締役に向けられた行為規範は分別のある合理的な受認者（fiduciary）に期待される通常の注意をもって行動することを規範内容とするが、それにもかかわらず、取締役が注意義務違反を理由に賠償責任を負わされるべきかどうかを裁判官が判断する際の司法審査の基準はそれよりも緩やかな「重大な過失（gross negligence）」にとどめられることに起因する。この両基準の乖離は、経営判断原則のもとでの裁判所による取締役会の決定についての審査のあり方によく例示される。また、同様の政策的考慮は定款規定に基づく責任免除を認めるデラウェア一般会社法 102 条(b)(7)にも反映していると考えられる。そして、デラウェア州会社法の伝統的な立場においては、受認者の行為規範と司法審査の基準とは乖離して当然という考え方が前提にされてきたと考えられ、それを正当化する論拠も様々に挙げられている（注 15）。なお、著名な 1985 年のデラウェア州最高裁の Smith v. Van Gorkom 事件判決（注 16）をはじめとして伝統的立場と対立する判例の流れも存在し、伝統的な立場との対立が存するが、両者の対立は、健全なコーポレート・ガバナンス体制における取締役の行為に対する金銭的制裁の適切な役割という問題を提起するものといえよう。なお、伝統的な立場からは、取締役会の意思決定手続における適切な注意の欠如および会社財産の浪費を理由とする取締役の会社に対する責任の有無が問題となった株主代表訴訟事件についての 2000 年の Brehm v. Eisner 事件判決（注 17）を挙げ、上記 1985 年以降の判例法の傾向を転換し、伝統主義への回帰の兆しを見出すことができるとの指摘もみられる（注 18）。

ところで、上記の Brehm 判決は、伝統的立場にあってコーポレート・ガバナンスにおける司法の役割がどのように捉えられるかの一端を示していると思われる。ここで、断片的ではあるが、それに触れておきたい。Brehm 判決を担当された首席裁判官は、同判決後に発表された論文（注 19）中で、当該ケースで裁判所の探求の対象となったことは、原告の最初の申立てにおいて主張されたような Disney 社の取締役会の構成、行動および判断を裁判官が「よいと考える」かどうかではなかったとされているが、その際にそのような判断は裁判所が行うものではなく、株主が、場合によっては他の株主とも協調しつつ、議決権行使を通じて取締役会を改革もしくは取り替え、または Disney 社株式の個人的な売買を通じて、なすべき事柄であるとの考えを示されている。こうした問題は司法上の決定によるよりも、会社内部の装置によるべきとされ、最善会社慣行の規範または会社の附属定款（GM社のそれが例示されている）が適切な会社内部の装置であるとされるのである。たしかに取締役会内部における独立取締役の活用または特別委員会の活用はデラウェア州裁判所がそのような最善慣行を広めることに一定の役割を果たした典型的な例として挙げられることがある（注 20）。しかし、その点での裁判所の役割としては、それが会社により自発的に採用されたなら、取締役が責任にさらされることを最小限にする予防上の便益を持ちうるという点、または「裁判官は、最善会社実務慣行を奨励するよう率直に意見を述べることによってその任務を達成することができ、またそうすべきである」という考え方に示される上述の道義的ないし願望のような性格の裁判所の働きかけにとどめられ、受認者の義務およびそれらの義務の違反に対する救済の法は、理想のコーポレート・ガバナンス慣行という意欲的な目標とは区別されるものであることが述べられる（注 21）。

（4）Modern Company Law for a Competitive Economy: Final Report, paras 1.10-1.11（London: Gee, 1998）。なお介入

が必要な場合でも、その規制は、可能な限り、発展のための選択の自由および柔軟性を妨げることを回避すべきであるとの条件が付されている。

- (5) 以下は、拙稿・前掲注(2)68頁～75頁の分析をいくぶん簡略化したものであり、その分析の多くは、Robert Goddard, “Modernising Company Law”: The Government’s White Paper, (2003) 66 MLR 402,406-408 に負っている。
- (6) Edward B. Rock & Michael L. Wachter, Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation, 149 U. Penn. L. Rev. 1619, 1654-1660 (2001).
- (7) 詳細につき、拙稿・前掲注(2)70頁～75頁参照。集権化された経営を生み出すことには、取締役会の創設および意思決定権限の取締役会への割振りについての制定法が関わるのはいうまでもない。会社に法人格が付与されることにより会社が権利義務の帰属主体とされることとそれらの規定とが結びつけられることにより集権化された経営が生み出される。財産権および管理権を定め、それを割振り、そして集中させるこれらの特徴により、有形資産および無形資産の投資に関するガバナンス制度が非常にスムーズに機能することになる。こうしてヒエラルキーとして作動する基礎を会社に与えることによって制定法は、誰が会社を経営するかの問題に答える。そして取締役会によって任命された業務執行役員が会社を運営することとなるが、業務執行役員は、どのような財産が会社によって所有される必要があるか、また、たとえば会社のために役務を提供する者の内どの範囲の者を雇用すべきか(内部雇用構造の決定)等、最適な程度の垂直的統合について決定することによって会社のコア(企業の内部構造)および会社の内と外とを区別する境界の両方を決定する。こうした市場取引と組織内取引の間の選択は業務構造の決定の本質の1つである。青木昌彦=伊丹敬之『企業の経済学』(1985)12頁。
- (8) この関係でDTIが例示しているのは、取締役と会社との利益衝突から生じうる濫用から株主を保護するように企図された法規定および当事者が望む場合に行動を起こすことを可能にする強行法的な開示規定なのである。
- (9) 強行法的な情報開示規定は情報の市場への流入を促進し、詐欺および不誠実を禁止することは私的な秩序形成の過程を濫用から保護し、そしてそれらがなければ、私的なルール形成の過程における信頼は損なわれるためである。
- (10) 取締役会の構成を含む構造と役割についての英米における法の諸ルールについては、拙稿・前掲注(2)75頁～80頁参照。とくにその領域が授權モデルの下でどの程度私的な秩序形成に委ねられてきたかという観点から紹介している。
- (11) 既に確立した地位を占めている多くの会社において、取締役会は主に他の会社において統率する立場にある独立取締役から構成され、また設立されたばかりのハイテク企業では、取締役会はベンチャー・キャピタリストおよび顧客として日常会社と取引する外部者もしくは合併事業を共同して行う者を含む戦略的メンバーから構成されるという秩序が自生していることを指す。
- (12) なお、この関係での法の介入としては、取締役の注意義務を通じて間接的に実現されるという可能性もありうるが、注意義務にそのような内容が盛り込まれるとしても、現実の問題になりうるのは、良き取締役会の構成の傾向が社会規範としてよく確立した場合であって、その傾向に従わないことが甚だしい場合に限られるように思われる。もっとも、この役割の明確性が必要であるという議論との関係で、平成14年商法改正により導入された委員会等設置会社は、ミッションの明確化という論点も提起しており、そのインパクトは大きいと考えられる。この点につき、大杉謙一・前掲注(4)117頁以下を参照。なお、委員会等設置会社の特徴の1つとして、委員会の権限がきわめて強い(取締役会の中の委員会でありながら、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できない)ことが挙げられるが、これは、米国のように取締役の過半数が社外取締役で構成されるよう要求することが事実上困難なわが国において、少数の社外取締役でも監督機能を果たし得るように考えられたものとされている。江頭憲治郎『株式会社・有限会社法〔第3版〕』(2004)420頁。また、役割の明確化がなされ、それに基づき取締役会の構成を提案する好例として、宍戸善一「コーポレート・ガバナンスにおける取締役会の意義」ファイナンシャル・レビュー(財務省財務総合政策研究所)68

号(2003)64頁がある。すなわち、「従来、取締役会、なかんずく、社外取締役の役割は、経営陣に対する監視・監督(モニタリング)機能のみが強調されてきたが、むしろ、物的資本の拠出者(=株主・債権者 筆者)と人的資本の拠出者(=経営者・従業員 筆者)との交渉(バーゲニング)の場として取締役会を捉えるべきであり、取締役会を実質的な交渉の場とするためには、物的資本の拠出者の代表として、相当数の社外取締役が必要である。」とされている(同上77頁)。なお、自主性に任せておいたのでは、そのような取締役会の構成になることが期待できない要因(物的資本の拠出者と人的資本の拠出者との利害対立)が存在するとして、法制度に非効率的な均衡を破るための一定の役割を期待する方向は考えられるが、「需要牽引型」改正に比べて、「政策推進型」改正の効果が限定的であった商法改正の歴史に鑑みれば、強行法規的なアプローチよりも、合理的な選択肢を拡充していく方向が望ましいように思われるとされている。

(13) E. Norman Veasey, *Should Corporation Law Inform Aspirations for Good Corporate Governance Practices or Vice Versa?*, 149 U. Penn. L. Rev. 2179 (2001).

(14) *Id.* at 2180.

(15) 論拠には、公正性の観点および政策的観点があり、前者は、経営上の決定はある一定の状況下で合理的な判断が一つしかないというものではなく、悪い決定と悪い結果になったよい決定とを裁判官が区別することが困難であること、この場合、後知恵による偏見が生じがちであること、さらには医療過誤等の専門家の業務過誤における責任基準と対比した場合、どのような手順を踏み、どのように行動すべきかの仕事内容が標準化される程度に差が見いだせること等であり、後者の政策的観点は、行為基準の水準に審査基準を合わせることは、取締役を過度にリスク回避的にすること、責任の危険が、少なくとも業務執行に携わらない取締役の場合には、取締役に就任するインセンティブとの関係で、著しく均衡を欠く結果、有能な将来の取締役の候補者が職に就くことを思いとどまること等により、結局は株主の最善の利益(なお、ここでは分散投資によりリスクを分散している株主が念頭に置かれていることに留意)にならないということが中心である。その他、取締役の選解任権のメカニズム等の会社内部の救済に委ねるのが社会的に望ましく思われるという指摘もある。

(16) 488 A.2d 858 (Del. 1985). そこでは、実質的に通常の過失(ordinary negligence)の審査基準を適用したものとしかみることができず、伝統的な立場と衝突する立場が示された。

(17) 746 A.2d 244 (Del. 2000).

(18) William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., *Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of VAN GORKOM and Its Progeny as a Standard of Review Problem*, 96 Nw. U. L. Rev. 449, 463 (2002).

(19) Veasey, *supra* note 13, at 2183.

(20) なお、大杉謙一「社外取締役(独立取締役)」〔2004-1〕アメリカ法 10頁、13頁以下参照。社外取締役の意味づけが増した要因として様々なものが検討されているが、敵対的買収や特別訴訟委員会についての判例法はその重要な要因と位置づけられる。また、その他の重要な要因として、機関投資家の積極的活動(アクティヴィズム)が盛んになることにより、社外取締役に対する市場(投資家)からの支援・圧力も強まったこと等があると指摘されている。

(21) 同判事は、裁判所の職分としてこのようにいわれるばかりでなく、デラウェア州の立法の問題としても、同州立法府が授權法であるデラウェア一般会社法の一部として、たとえばある取締役が独立していると考えられるべきかどうかの判断のための具体的なルールが適切であると判断するかは疑わしいとされている。

近時の英米における「法の拡張」にみられる相違について

効果的なエンフォースメントの達成と柔軟性の維持の間の衝突とその対処

1 問題の背景

歴史的に繰り返されていることであるが、バブルの崩壊に伴って明るみに出る企業のスキャンダルは予防的立法を生み出す傾向がある。1990年代において、米国の会社の自主規制システムは高い水準に到達し、最善実務慣行（ベスト・プラクティス）と洗練された制度上の監視監督（モニタリング）を向上させることに役だったと広く考えられ、法による規制と比較しての自主規制システムの長所も様々な点を挙げて説明されていたが、エンロン等一連の企業スキャンダルは自発的なコーポレート・ガバナンスに対する信頼を揺るがせ、サーベンス・オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. 107-204, 116 Stat. 745. 以下、たんに「改革法」という。）の成立等の一連の改革の引き金を引くことになった。かねてより、米国のコーポレート・ガバナンスの法制度を見る場合に、自由度の高い州会社法を補完するものとしての連邦証券諸法（1933年証券法、1934年証券取引所法、1935年公益事業持株会社法、1940年投資会社法、1940年投資顧問法）および証券取引所の上場規則における会社に関するルールを看過すべきでないことがしばしば指摘されてきた。「改革法」もその基本的原理を変更するものではなく、会社の不正行為を抑制し、透明性を増すことによって市場への信頼を回復・維持するのに役立つことを意図していると捉えられる。ただ、「改革法」は、各州が排他的な権限を持つとされてきたコーポレート・ガバナンスに関する事項について実体的な規制を及ぼす等により、規制のあり方の質的变化をもたらす可能性をはらんでいる。「改革法」の成立過程においてみられた賛否の議論の焦点の1つもそのような可能性への懸念をめぐるのであり（注22）「改革法」成立後においても、後述するように、その評価は分かれているように思われる。いずれにしても、エンロンによって引き金を引かれた法の拡張は、法の役割あるいは法と私的な秩序形成の境界という問題を考える契機を提供するものと思われる。以下では、英国における会社法改正作業にみられる法の拡張との相違に関連づけて、効果的なエンフォースメントの達成と柔軟性の維持の間の衝突という点をめぐる考察を行う。

2 効果的なエンフォースメントの達成と柔軟性の維持の間の衝突とその対処 英米における「法の拡張」の相違に着眼して

「改革法」の内容は広範囲であり、その改革の主要事項には、会計過程を監視する公開会社会計監督委員会（the Public Company Accounting Oversight Board：PCAOB）の創設、会社の監査委員会および外部監査人（auditor）の独立性確保のための新しい要件の付加、外部監査人がその顧客に対してコンサルタント等の非監査業務を提供することの禁止、最高業務執行役員（CEO）および最高財務担当役員（CFO）に対して会社の財務諸表の正確性につき認証することを命じるとともに、会社内部において財務データの正確さを担保できるような内部統制システムを確立するように命じていること、さらには、会社の業務執行役員等が年金中断（blackout）期間中に自社株を売却することの制限、会社に対し一定の簿外取引を開示することの要求、会社が業務担当者に対し個人貸付をすることの制限等が含まれる。より具体的な内容についての検討は別稿で試みている（注23）ためここでは省くこととするが、それは、英国の改正作業とは対照をなすと思われる。英国の改正作業では、コーポレート・ガバナンスの面については、その高い基準を支え、推進する中心的役割を担うものとして統合規範を評価し、それが公的な利益にかかわることを認識しつつも、引き続いて非制定法上の文書であることを維持しようとしている。英国における法の拡張は、取締役の義務、開示（会社の報告・監査）および統合規範の更新等における国家の役割にみられる（注24）。両国における法の拡張の背景についての相違点について慎重に考慮しなければならな

いことはいうまでもないが、ただ、Higgs 報告は Cadbury 報告書を出発点とし、その規制の伝統をしっかりと引き継ごうとしており、そして、Cadbury 報告書は、程度の違いこそあれ、米国において後に生ずることになるエンロンその他の企業破綻と実質的に酷似した英国での出来事に駆り立てられたものであること（注25）を想起すると、対比の対象とすることが不自然であるとは必ずしもいえないと考えている。

さて、ここで対比的検討を効果的なエンフォースメントの達成と柔軟性の維持という視点で行うとすると、出発点として英米両国の間において、効果的なルール遵守を達成する上での自主規制等の実効性に相違があるかを問うておく必要があると思われるが、これについて相違があると一概にはいえないように思われる。たしかにエンロンに続いてワールドコム、タイコ、ゼロックス、グローバル・クロッシング、アデルフィア・コミュニケーションズ等においても不正が発覚したが、それらを含めて考えても、2002年6月現在で16,500近い会社がSECに定期的報告を登録していることからすると、一連のスキャンダルが米国企業の全般的な健康度を反映するものではなく、エンロン等はまさに異状（aberration）であったといえるかもしれないとの指摘もみられる（注26）。他方、英国企業の統合規範の遵守状況に関し、多くの統合規範規定に対する高い遵守率を示すPIRC（Pensions Investment Research Consultations）による調査が有名であり、しばしば引用されるが、しかし、それらのデータは取締役会の構成面を取り扱うものであり、それらに示された構成が含意する役割を取締役が遂行しているかどうかをその調査結果から引き出すことは困難であるし、また、統合規範における取締役会の構成面の遵守についても、たとえば調査機関独自の、合理的に要求水準を高めた「独立性」の尺度を用いた場合には、遵守率は相当に低下するとの報告もあるようである。エンロンも、「取締役会にスタンフォード大学の教授をはじめ多数の社外取締役を招き、アンダーセンという有名会計事務所に財務監査を委託していたその経営監視体制は、アメリカ型のコーポレート・ガバナンスの模範であるとまで言われていた。」のであり（注27）、上記のような調査では、高いランクになったかもしれない。

以上からすると、両者の相違の要因のなかには、制裁の脅威を伴う法を通じてのルール遵守についてのより強力なエンフォースメントに重きを置く立場と、エンフォースメントの達成につき不足するところがあっても、その欠点は授權法モデルに内在する柔軟性を確保するために支払わなくてはならない代償であるとみる立場との対立という側面が存在するということをさしあたり仮定することが許されるのではないかと考える（注28）。なお、ここで、柔軟性に重きを置く場合の論拠としては、ある単一のルールの組み合わせが多く会社にとって当を得たものであるとしても、個別の会社にとってそれが過少規制または過大規制であることを免れないということがもっとも適切なものであると考えられる。1つのサイズのガバナンス・システムがすべての会社によく適合するわけではないことを認めざるを得ないという、ほぼ共通の理解となっている見解の上に立つものである。なお、様々なガバナンス体制を比較した場合にそれぞれのメリットについての知識の限定性をとらえる論拠もありえるが、統合規範のような実務規範の価値を否定しないのであれば、説得性に欠けることになる。こうして両者の相違において、過剰規制・過少規制の問題をどう考えるかという問題が重要な考慮要素となる。

もちろん、この問題は容易に結論を得られる問題ではない。「改革法」について、規制の副作用（注29）を問題にするものばかりでなく、規制が期待されるように働かないという角度からの分析に基づく問題の指摘（注30）が存在していることも、その問題が容易でないことを窺わせる。そしてこの問題は、本来的に、ある法規制や法改正が上述のような過大規制・過少規制の危険とどの程度衝突するかの個別具体的な検討を通じておこなわねばならない課題であるといえる。たとえば、リスク管理体制（内部統制システ

ム)の構築、その一内容としてのコンプライアンス(法令遵守)プログラムの近時における義務づけの動きは、一見すると事前的な介入の拡大という印象を生じるが、企業組織の専門家たる企業人の方が国家より組織の監督に長けているという健全な常識に基づき、国家、政府が企業の非行防止に著の上げ下ろしまで口を出すよりも、法令遵守を含むリスク管理の面での努力を企業にゆだねた方が効率的であるという、規制緩和の理念に立脚した側面を認めることができるものであり、規制緩和の時代のコンプライアンスの重要性はむしろ積極的に評価されるべきである(注31)。このような意味で、個別的な法改正から離れて抽象的に論じることは避ける方が賢明と思われるが、ただ、一般論としては、次のような指摘が可能ではないかと考える。

第1に、ガバナンスの実体について法ルールをもって介入する場合であっても、各会社がその固有の状況に合わせるができるように、単一のルールではなく、複数のルールを定め会社がそのなかで選択できるようなルール設定をはじめとして、限界はあるにせよ、柔軟性を維持するための方策を講じる余地は存在しており、できるかぎりそのような可能性を追求すべきではないかということである。「一つのサイズがすべてに適合する」的な改正案が続出しているとされた「改革法」の枠内ですら、そのような配慮が働いていると理解することができるような例はみられる。

第2に、コーポレート・ガバナンスの実体面については法の介入に慎重で、統合規範の働きを評価する英国においても、その規制枠組みを機能させるために大きな努力が払われなければならないと、その際に法または政府の規制が果たすべき役割は小さくないと考えられていることに留意する必要がある。報告、監査その他開示の側面についての規制遵守と制裁の側面を中心に法の役割の強化がみられる(注32)。主要なルール作成の権限についてはこれまでどおり、国家にではなく、専門家の団体(基準委員会)におかれる等、実体ルールについて法の介入の動きは少ないといえるが、ただ統合規範の継続的検討およびその将来の内容について政府が大きな関心を払っていることは、D T Iによる英国会社法の根本的再検討の作業に対する政府の回答である白書からも窺うことができる(注33)。期待の表明は、それが達成されなかった場合に、直接的な政府の介入の可能性が大きいことを示唆し、そのような圧力がもつ効果は小さくないとも考えられる。さらに、学説の見解であるが、統合規範のような実務規範が取締役の注意義務の内容に反映される可能性も、種々の留保をつけつつ、指摘されている。取締役の注意義務が客観的な基準に向かう方向をみせていることは法の拡張との関係で注目されるが(注34)、そのなかで、裁判所が注意義務の解釈・適用において実務規範を参照し、またそれを重視する可能性がありうるとの着想に立つものと考えられる。

(22)「改革法」の成立過程における紆余曲折と諸議論について、拙稿・前掲注(2)105頁~107頁参照。

(23)拙稿・前掲注(2)107頁~113頁。

(24)拙稿・前掲注(2)115頁~122頁。

(25) Paul Davies, Board Structure, in Particular the Role of Non-Executive and Supervisory Directors: Post-Enron Developments in the United Kingdom, in: Ferrarini, Hopt, Winnter & Wymerssch (ed.), Reforming Company and Takeover Law in Europe 185, 193 (OUP, 2004)。具体的には、Cadbury 委員会の活動中に BCCI 事件やマックスウェル事件など、取締役会および会計監査機能の問題点に絡む企業破綻が発生し、委員会の検討課題には会計書類に対する信頼回復とともに、取締役会や会計監査人によるコーポレート・ガバナンス体制も含まれるようになったことである。日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編『コーポレート・ガバナンス 英国の企業改革』(2000)7頁、72頁以

下参照。委員会報告序論 2.2 には、「会社システムの運用についてのこれらの懸念は、大会社の予期せぬ倒産や取締役の報酬のような事項に対する取締役会のアカウントビリティの欠如に関する批判によって強められた。…」との記述もみられる。

(26) See Karolina Eriksson, Corporate Governance in the European Union: Post-Enron, 15 Bond L. Rev. 158, 168 (2003).

(27) 岩井克人『会社はこれからどうなるのか』(2003) 93 頁。

(28) もっとも、「エンロン」や Cadbury 委員会の活動中に英国で生じた類似事件をもたらしたものは何かの究明において見出される原因につき両者の異同はなかったかといったことも検討しておく必要があると考えているが、これについては今後の課題としたい。なお、John C. Coffee, Jr. What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's (January 20, 2003) (available on SSRN) では、2001 年から 2002 年の財務上の不始末は、とりわけ最近のスキャンダルに至るまでの 20 年間における役員およびゲート・キーパーの報酬の変化等に関連づけられる論理必然的な結果であったとの説明が提示されている。

役員報酬についてみると、その変化にとって決定的に重要な時期は 1990 年代であり、それ以前おもに現金ベースであった役員報酬がその時期に株式ベース中心へと移行した（米国の CEO の持分ベースの報酬は、1990 年までは 5 パーセント内外であったのが、1999 年までにおおよそ 60 パーセントにまで上昇した）。この変化とともに、経営者の関心も、市場価格と解体価値との関係　これはいうまでもなく、敵対的公開買付けにより注視せざるをえなくなったものである　のみならず、会社株式の比較的短期的に見込まれる将来収益率にも向けられるようになった。敵対的公開買付けよりも持分ベースの報酬の方がはるかに、経営者が日々の会社の株価を絶えず心配する原因となったのである。そして、1990 年以降の役員にとっては、それ以前はむしろ収益の振幅を和らげることに関心があったのが、収益の認識時期を早めることに目がいくようになり、この時期尚早の収益認識への移行と対応して、会計スキャンダルが発生した。

ここで、経営者が積極的に収益を早期に認識しようとする事柄に関連して、強気の予測が会社の株価を上昇させ、そして経営者が上昇した価格で売却できるようにしたことが指摘される。早期の収益の認識は、経営者が強気の予測を納得させ、高い市場の評価を支える手段となったのである。もっとも、高い市場の評価は、強気の予測のみの産物といえないことに留意が必要である。すなわち、1994 年頃に始まり 2000 年まで、米国の株式市場は、米国史上最も長く、最も持続的な上げ相場であった。そのような興奮した状況下で、強気の予測は確かな市場の反応を生み出した。さらに、持続的な上げ相場が生み出す市場の陶酔感 (euphoria) は、投資家、アナリスト、監査人およびその他のゲート・キーパーからそれらの者が通常はもつはずの懐疑を奪ったかもしれない。

なお、1991 年の証券取引所法 16 条(b)の規制緩和は上記の事象にとって無視できない。SEC は、16 条(b)のもとの保有期間の要件を緩和し、その結果、上級役員は、ストック・オプションの保有期間を原株式の保有期間に付加することができるようになった。したがって、ストック・オプションがすでに 6 か月以上保有されている場合、原株式は当該オプションを行使して直ちに売却されうることになる。ストック・オプションは通常、行使できるようになるまでに数年間保有されねばならないので、この改正は、大半の上級役員がオプションを行使したその日に原株式を自由に売却できるということを意味した。この法制面の変更によって、持分ベースの報酬の利用は容易になり、また経営者についても、株価が上昇するとただちに売り逃げる機会が与えられることになったのである。

以上とほぼ同様の見解は、メルビン・A・アイゼンバーグ（川口恭弘 訳）「アメリカにおける会社法制の改革」民商 130 巻 3 号（2004）389 頁、391 頁以下にも述べられている。

(29) 潜在的なコストとして考えられるものとしては、経営者の情報を得た上でのリスク・テイクが抑制されること、企

業における用心深さと官僚性の増大および情報の流れの滞り等が挙げられている。Eriksson, supra note 18, at 172-174.

(30) たとえば Id. at 172-174 では、この観点からの問題として、取締役会における監査委員会の監査の質と独立性を強化するための規制、SEC に提出される各年次報告書または 4 半期報告書において CEO および CFO に対し認証 (certification) を要求するという形での会計規定の有効性向上の試み、外部監査人の独立性の確保、のそれぞれについて、次のような指摘がされている。まず に関して、「改革法」は監視者の独立性強化に力点および信頼を置くが、独立取締役 (independent directors) の有効性に関する内在的な限界 (独立取締役は会社の経営・管理に効果的に参加すべき時間、情報および意欲を欠くといったことを指す) に苦しむことになるとの懸念は何ら払拭されていないことのほか、監査委員会の役割が相当に拡大されたことに関して、監査委員会は責務が加重になっていると指摘される。最良の監査委員会であってもなしうることに限界があり、監査委員を務めることは常勤の仕事に相当するとされる。次に に関しては、その CEO および CFO の責務の過剰性が指摘されるとともに、責務に伴う責任が将来の詐欺を止めることができるかどうか確かではなく、加えてこれらの認証は公衆が認証された報告書を完全に信頼することができるという正確性についての誤った捉え方をさせてしまう危険をもたらしかねないとされる。さらに に関しては、たとえ自主規制が外部監査人の独立性確保に十分でなかったとしても、非監査業務の役務提供を制限することが問題を解決するかどうかは、たとえば「改革法」の監査人の独立性規定が禁止するのはただ監査の役務提供と同時にある特定の非監査の役務提供を行うことのみであって、税相談業務等他の非監査の役務提供は、会社の監査委員会の承認があればなされてよい (Sarbanes-Oxley Act § 201-202 (codified at 15 U.S.C. § 78j-1 (Supp. 2003))) こと等にかんがみると、疑わしいとされている。

また、Melvyn I. Weiss & Elizabeth A. Berney, Restoring Investor Trust in Auditing Standard and Accounting Principles, 41 Harv. J. on Regs. 29, 44-47 (2004) では、上記の について問題点を指摘するほか、米企業改革法によって創設された、会計過程を監視する「公開会社会計監督委員会 (the Public Company Accounting Oversight Board: PCAOB)」については、規制産業はついにはその規制者をその団体に吸収することになるという George Stigler の理論を証明する方向に進んでいる等、厳しい見方をし、さらに訴訟提起等について 1995 年私的証券訴訟改革法 (the Private Securities Litigation Reform Act of 1995: PSLRA) により課される制限に手が着けられておらず、投資家が違反者に責任を負わせようとする際の困難は続いていること、法の告発者保護規定もその力を弱められていること等を問題点としている。

(31) 川濱昇「独占禁止法の執行強化とコーポレート・ガバナンス コンプライアンスの観点から (下)」監査役 478 号 (2003) 11 頁、15 頁以下。「事前規制から事後規制へ」という言葉において、本来問題にされるべき「事前」規制は、悪しき行為を特定せず、業務内容の多くの部分についてその当否を事前にチェックし、規制と目的との合理的連関を明確にしないまま規制当局が裁量的に一般的監督を行うという規制レジームのことであり、この場合、悪しき効果とどの程度関連するのかわからない細部まで (いわば箸の上げ下ろしまで) 監督の便宜のために規律する必要が生じる可能性があると考えられる。なお、わが国で委員会等設置会社との関係で定められた内部統制システム (商特法 21 条の 7 第 1 項 2 号、商法施行規則 193 条) は広義の内部統制概念となっているが (財務報告の信頼性の確保のために行われる内部統制に加え、業務の効率性確保のための内部統制、法令遵守のための内部統制が含まれている) 内部統制の目的が異なれば内部統制のあり方も異なることに注意する必要があることが指摘されている。黒沼悦郎「サーベンス・オクスリー法制定後の資本市場法制 ディスクロージャー規制の強化とその影響に関する日米比較」(2004-1) アメリカ法 24 頁、33 頁。

(32) 拙稿・前掲注 (2) 118 頁参照。なお、報告、会計その他より広範な開示の改訂された体制の規制遵守と制裁の重

要性については、行政上のエンフォースメントと刑事制裁という枠組みで行われる。ここで、一定の規制違反に対する刑事制裁の効果は高いということが改めて承認されたこと、および行政上のエンフォースメントと刑事制裁との割り振りとの関係で、ある特定の違反を刑事制裁の対象とするかどうかの論拠を、違反それ自体の性質よりも、遵守を確保するために必要かどうかを求める考え方が存すると思われることが注目される。同上 120 頁～121 頁。

(3 3) 拙稿・前掲注(2) 119 頁～120 頁。

(3 4) 拙稿・前掲注(2) 117 頁。

コーポレート・ガバナンスにおける法と社会規範の相互作用についての一考察

1 課題の設定

2 の最後に提示したような考え方をわが国において進め、根付かせようとする場合に、次の指摘は、直面する課題の 1 つを的確に示すものと思われる。すなわち、たとえば独立の専門職業人による会計監査とか社債の格付けといった投資家の利益のための制度が、英米では政府の強制をまたず民間レベルで自生したのに、日本では、法による強制または行政の音頭取りがなければ導入されなかったという指摘である(注 3 5)。明示的には、公開会社の経営者と投資家との力のバランスについて、英米は日本より証券市場において投資家の力が強いと考えられることが、上記の相違について挙げられている。その指摘は、たしかに個別企業の対応を超える問題についていわれているものといえるが、個別企業の対応の領域についても通じる面があるのではないか。そしてその指摘からは、法の表にあらわれない要素についての探求、およびそうした要素と法の関係の考察がますます重要になってくることを汲み取ることができると思われる(注 3 6)。ここでは、その一環として社会規範を取り上げる。その際、で述べたように、とくに社会規範と法とは相互に作用する側面が認められることに着眼し、規範の維持に法が役立つとすれば、それはどのような形においてであるかを中心に、法と社会規範の相互作用について検討することとする。

上記の検討を行うにあたり、次のような考察を出発点とする。すなわち、ある一定の行為規範が適切なものであるとして、それが法の強制、とりわけ民事責任等の脅威によらずしてエンフォースされる可能性があるとすれば、それにはどのような説明ないしはメカニズムが考えられるかである。2 において、いくつかの考えうる説明を提示する。そして、それらが成り立つための前提となると思われるいくつかの要素を手がかりとして、3、4 においてさらに議論を展開することとする。なお、上記の行為規範として、便宜的ではあるが、デラウェア州最高裁首席裁判官である Veasey 判事が、1998 年に公表された論文の中で、良き会社慣行に向けて目標となる規範は何かを追求する必要があるとして提示された、取締役会のための 7 項目からなる提案のリストを利用する。そのリストは次のようなものである： すべての取締役会で純粋に独立した取締役が大多数を占めるべきである。； 取締役会は現実の統治に携わるべきであり、たんに CEO の助言者として行動するべきでない。こう言ったからといって、取締役会が会社の事業経営をおこなうということではない(通常それはすべきでない)。言わんとするのは、取締役が企業の政策を制御し、経営者はそれらのために働くということである。； 取締役は年間を通じてしばしば直接会うべきであり、かつ下調べに相当の時間を費やすべきである。それぞれの取締役会ごとに少なくとも年間 100 時間という標準が示唆されてきており、私見では、それは合理的であるように思われる。もちろん、危機の時には標準以上の時間が要求されると思われ、それゆえ、取締役は多くのことに手を出しすぎて危機に十分対処できないようになるべきでない。； 取締役は在職する主要な取締役会を合理的な数にとどめるべきである。合理的な数がどうかは各取締役がそれぞれの取締役会に対し専門家としてその職責を果たすことがで

きる程度に依存する。； 独立した取締役は定期的にCEOを評価すべきであり、したがって定期的な業務執行者の会議で会うのにとどめるべきである。取締役会は独立した監査委員会、報酬委員会および指名委員会を持つべきである。たいていの場合、少なくとも監査委員会と報酬委員会は助言を受けるのも任意であるべきである。； 取締役会は合理的な法令遵守プログラムを確立し、それを点検すべきである。； 取締役会は、合理的に利用可能なすべての重要な情報が関係者に開示されるということを確認すべき直接の責任を負っており、当該開示文書を注意深く吟味すべきである。(注37)。

2 考えられる説明

上記の行為規範が法の強制によらずにエンフォースされる可能性があるとして、そのメカニズムを説明するものの1つとして、わが国でも紹介され、よく知られている Eisenberg 教授の見解(注38)を挙げることができるように思われる。Eisenberg 教授は、米国において取締役(社外取締役)が実際に働かせる注意の程度はその論文執筆に先立つ10年余りで大きく上昇してきたとされ、その説明は取締役の義務についての社会規範の変化によるものとせざるを得ないが、その変化をもたらした法の面での要因としては、その時期に注意義務の内容が判例によって明確化されたことが重要であるとされている。その時期に、責任軽減立法が成立していることがその議論の拠り所の1つになっている。

次に、先に注意義務における行為基準と審査基準の分岐に言及したが、それに関して、取締役の注意義務についての緩やかな司法審査の基準が望ましいとするなら、なぜ取締役の行為規範自体をそれに合わせないのかという問題が生じる。この問題は仮屋広郷助教授が最近の論文(注39)で提出されているものであるが、そこで上記の問題を説明するものとして紹介されている見解も、考えられる説明を提供するものと思われる。すなわち、それは共同体の理念を表現したものとしての法(the law as an expression of community ideals) いかえれば、一定の価値をとりまく連帯意識を高揚させるためにあるという法の役割に着眼する William Allen 教授の説明である(注40)。その法の見方と対置されるのは功利主義的な制裁の体系としての法(the law as a utilitarian system of sanctions) という法の見方であり、その見方によれば、行為規範と審査基準との乖離は説明が難しくなる。ところが、前者の説明にあっては、功利計算によっては完全に説明することができない別の理由によって行動する人 行動の典拠となるべきルール(法的なルールに限られない)を自発的に受け入れることを通じて、自己の道徳的な価値観の強化を実現したいと思う人 の存在が想定され、その場合においては、完全にエンフォースされる(=公的な強制を伴い、確実に実現される)ことのない行為規範の存在は、人々の行動に一定の影響を及ぼすことを想定することができることとなる。人間には、機会主義的な行動をとるという面があることを否定できないが、しかし、そのような側面だけではなく、道徳法則(moral code)に誠実に従う、道徳的な共同体(moral community)の一員としての側面もあるところ、そのような規範に行動を一致させることや、そのような行動をとっていると他人に感じてもらっていることは、そのような人間にとって重要なこととなると捉えられるのである。こうして、正しい行動の典拠とされるべき基準が宣言されることにより、会社の取締役がその基準からの逸脱行為をする機会がおしなべて少なくなる たとえ、そのような行為に対する金銭的制裁を法的にエンフォースするメカニズムが存在しないとしても ことに、制裁を伴わない行為規範の意味が見出される。

以上の2つの説明はともに、行動の典拠となる基準(注41)の提供という点が重要とされており、その点において接点を見出すことができる。法が明確な行動基準の提供という形で社会規範を支えるという面が肯定されるとすれば、そうした法の役割を念頭に置いた制度設計を考えるということは、考慮に値す

ることであると思われる。

なお、上記の説明の中には、功利主義的な立場においては説明が難しくなるとの記述が見られるが、もちろん不可能ではない。典型的なものとしては、責任の脅威を伴う法による強力なエンフォースメントが伴わないにもかかわらずとられた当該行動は、行為者が信頼するに足るといふことのシグナルを与えるよう手段的に計算された行動であり、そのような行動をとることによって、たとえば他者を行為者との将来の事業活動に引き入れることができるという意味で行為者の利益になるという説明が挙げられよう。この説明は社会規範へのコミットメントからとられたと思われる行為が現実には利己心に根ざすと主張することによって、行為者の道徳的側面を捨て去るものである。しかし、将来の利益喪失ということであれば、社外取締役（非業務執行取締役）とりわけ他に常勤の業務執行者の職を有する者にとって、相対的に多額とはいえない報酬を失う脅威が、そのような効果を十全に生み出すとは考えにくいし、評判の喪失という脅威も将来の成功がよき非業務執行取締役の資質を有するとの評判に依存しない者にとっては、さほど重視すべきこととはならないと考えられる（注42）。そうだとすると功利主義的な観点に基づく考察が、少なくともここで設定した考察課題との関係で、前の2つの説明が示すようなメカニズムが働く可能性を排除するものとはいえないように思われる。功利主義的な観点に基づく考察についてさらに検討の必要があるが、以下では前の2つの説明が示すようなメカニズムが働くうえで留意すべきと思われる要素についての問題を取り上げて、それを基点としてさらに議論を展開してみたいと考える。その際着眼するのは、共同体をめぐる問題および取締役の心に響く規範の伝達（取締役への規範の浸透）の問題である。

3 共同体について

2で取り上げた見解のうち、少なくとも Allen 教授の見解においては、取締役は道徳律への忠誠を持つ「道徳的な共同体」の一員であるということが前提とされている。この「道徳的な共同体」の性格については明確とはいえず、解明が求められるように思われる。

自律的な秩序形成が視野に入れられる場合、しばしばそれを成り立たせる「共同体」が前提とされるが、その場合の共同体は、その成員が常にその規範や基準等のなかで考えており、また当該関係を規定すると同時にその関係によって規定される目的についての理解を共有しているような共同体が想定されていると思われる。そして、集団の大きさや集団の構成員の間の同質性といった要素の違いが規範の維持のしやすさに影響すると考えられている（注43）。なお、いうまでもなく自律的な秩序形成といっても、英国のテイクオーバー・パネルとシティー・コードによる自主規制のように規範が遵守されない場合に共同体内部での法によらない制裁のシステムが比較的整っている場合とそうでない場合とがあり、両者は区別されなければならない。取締役の注意義務における行為規範は後者に属するものと思われる（注44）。そして、上述の共同体についての議論は前者により妥当することは明白である。ただ、後者についても、共同体の性格について論じる意味は程度の違いこそあれ存在するように思われる。

それでは、上記の「道徳的な共同体」はどうか。これについては、必ずしも見解が一致していないように思われる。デラウェア州会社法の授權法的アプローチを成り立たせている要素の1つに、裁判官が、強制的なものとしてではなく、やる気のある取締役の向上心に働きかけ、それを通じて最善の実務慣行の達成がなされるということがあり、デラウェア州裁判官によって指摘されていることを先に述べたが、その関係で「デラウェア州の判例は、企業経営者とビジネスローヤーから形成される狭いコミュニティーに対して、裁判官がいわば説教者のように補足的に規範を与えるものである。」との記述が見られ（注45）

これは上記のような共同体が成り立ちうる素地を認めるもののようにも見える。また Allen 教授も、なぜ前記のようなエンフォースされない法的義務がこの領域で残ったのかを説明する際、市民が関わる度合いが相対的に低い法の領域であるとの説明を持ち出されており(注46) 比較的閉じられた集団であることを想定されているように思われる。これに対し、きわめて悲観的な見解としては、「法的強制力のない規範が効果を持つのは小規模の、同質的な集団においてであるが、アメリカの経営者たちはそれには該当しない」というものも見られる(注47)。後者の見解の場合、むしろ人間像一般を問題にしなければならないことになろうが、そうなると一層抽象度の高い議論にならざるを得ない(注48)。

わが国の取締役はどうか。ここではそれを直接扱うものではないが、大杉謙一教授が会社役員にリスク管理体制といわゆるアクティブ・ボードの義務を課す点の必要性・緊急性は、日本企業においてとりわけ高いと指摘される際なされている分析を挙げておきたい。大杉教授は、自身で行なわれた興味深い聞き取り調査から、情報収集不足・情報秘匿による失敗の具体例を挙げられ、「我が身可愛さ」や「居心地の良いグループ主義」といったビヘイビアが日本企業に見出されるとされる。そして、注目すべき指摘として、平成5年改正による株主代表訴訟の容易化を端緒として、上記のようなビヘイビアに対して会社内部の法務部がしばしばチェック機能を果たしつつあるという傾向も現れてきており、エンフォースできる責任ルールは、会社の意思決定を改善しようという点で示唆的であるとされている(注49)。これは、間接的には、エンフォースできる責任ルールでなければ行為時の取締役らの心に響かないという意味で、非常に功利的な取締役像を想定しなければならないことを示唆する。普遍化ができないことは、もちろんであるにせよ、ものといえるかもしれない。

ところで、共通の行為規範が存在している共同体の活用のメリットとしては、規制的介入のコストの減少の可能性の他、規制者がルールを幅広い解釈の余地を残す規範のような一般的原則として定めることを可能にすること等が挙げられる(注50)。もし、上記のような共同体の存在につき悲観的にならざるを得ないとすれば、そのことは、やはり明確で具体的な規範の提供が必要になることの一根拠になるといえるように思われる。

4 取締役の心に響く規範の伝達について

次に、行為規範の取締役・経営者のコミュニティーに対する心に響く(=効果的な)伝達についてである。

すでに見たように、デラウェア州の注意義務に関する判例は、その役割を果たす1つと考えられている(注51)。また、英国における統合規範もその役割を果たすであろう。なお、いずれも、会社法がよく確立した社会規範ないしは良き会社実務慣行によって教えられることもありうることは、認められている(注52)。2で挙げた Allen 教授や Eisenberg 教授の見解においては、これで取締役の規範意識に訴える伝達として十分ということになろうか。

これに対して3での検討は、取締役の規範意識に訴えるためには、それ以上の仕掛けが必要であるという考え方が出てくる余地があることを示すものである。「エンロン後」を論じる文献の中には、取締役(社外取締役)が実際に働かせる注意の程度は Allen 教授や Eisenberg 教授の見解が想定するほどには、高まっていなかったという見方に立つと思われる見解もある(注53)。その場合、やはりエンフォース可能な責任ルールによらざるを得ないということになるのであろうか。ここでの直接の問題は、そのような措置を講じることが経営者の規範意識に訴えることができ、規範の浸透が実現されるかということであるが、その達成のメカニズムも、ここでの考察の基点としている見解で示されたメカニズムと同じく、はっきり

とすることはできない。責任ルールにそのような働きを期待できるとしても、その場合には責任ルールの枠組みではなく、その中味が問われることになる。また、それらの規範を法的にエンフォース可能なものとするのは、いうまでもなく必要な柔軟性の考慮等との関係で問題を生じることになる。もちろん、1に例として挙げた行為規範のリストの中には、 のように法的義務とすることがむしろ規制緩和時代の趣旨にかなうものもあるが(注54) 一般的には義務化することによる弊害の方を重視しなければならないと考えられる。

このようにみえてくると、行動の典拠となる基準の提供と責任ルールという考察の枠組みだけでは、隘路に陥ることにならざるをえない。ただ、他の非法律的な要素の存在に目を向けるならば、上記の考察が生きてくることもあるのではないかとも思われる。たとえば、機関投資家の活動に対する関心は近時高まっているが(注55) 環境の変化により、機関投資家が長期的な観点から株主価値の創造を追求し、その手段として株主が直接・間接のコミュニケーションを通して、経営者に影響を与えるということが期待されるような状況が生まれつつあるとすれば、明確な行為規範の提供ということはより大きな意味を持つことが期待されるかもしれないといったことである。

以上の検討をまとめると、次のようである。第1に、行動の典拠となる明確な基準を提供することが社会規範ないし取締役の道德意識を維持し、高めるという面が認められ、そのようなメカニズムを念頭に置いた法またはいわゆるソフトローの制度設計を考えるということは考慮に値する。第2に、上記のメカニズムが働くこと的前提条件に留意する必要がある。それらが心許ないと判断される場合、行為規範をエンフォース可能な責任ルールとすることが考慮されるが、その際には柔軟性の要請との関係で慎重な考慮を必要とする。しかし、そのような慎重な考慮の上で、責任ルールとすることが適切なこともある。第3に、以上は行動の典拠となる基準の提供と責任ルールという考察の枠組みに限定したものであるが、他の非法律的な要素(たとえば機関投資家の活動が適切に機能するような環境の変化)を視野に入れた場合、明確な行為規範の提供ということがより大きな意味を持つことも考えられる。

なお、以上のようにいっても、それが、事前に全てを予測し、明確かつ詳細に規定することのできない状況において機能する信認義務(注意義務・忠実義務)の役割を否定する趣旨を含まないことはいうまでもない。

(35) 江頭憲治郎「書評：上村達男著『会社法改革 公開株式会社法の構想』民商法雑誌 127 巻4・5号(2003) 770 頁、773 頁。

(36) 大杉謙一教授も、本文のような2つの探求の作業が法律家に求められ、「法律外の要素を度外視して、眼前の法理論を所与の前提として展開される議論は、わざわざ『コーポレート・ガバナンス』を論じることの意義を半減するよう」に思われる」と述べられている。大杉謙一「アメリカのコーポレート・ガバナンス論・再論(下 その二・完) および『日本の経営』の法と経済学」都法 45 巻1号(2004) 99 頁、108 頁。

(37) E. Norman Veasey, An Economic Rationale for Judicial Decision-making in Corporate Law, 53 Bus. Law. 681, 699-700. もちろん、これは「改革法」を含めその後の動向を反映していない点において修正が必要であると思われ、その意味で便宜的なものにすぎない。

(38) Melvin A. Eisenberg, Corporate Law and Social Norms, 99 Colum. L. Rev. 1253 (1999). 同論文を紹介するものとして、伊藤靖史「会社法における社会規範の役割」[2001-1] アメリカ法 179 頁。

(39) 仮屋広郷「取締役の注意義務と経営判断原則 - 人間観と法の役割 - 」一橋法学 3 巻2号(2004) 107 頁、122 頁以

下参照。

- (40) William T. Allen, *The Corporate Director's Fiduciary Duty of Care and the Business Judgment Rule under U.S. Corporate Law*, in *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research* 307, 330 (Hopt et al. eds., 1998).
- (41) 両者で言われている行動の典拠となる基準ないし注意義務の内容が同じであるかどうかは、必ずしもはっきりしない。なお、「デラウェア州の判例に示された取締役の行為基準は、単純な要件・効果として要約することは不可能であり、それは、豊富な事実に即して示された裁判所の判断の叙述 (narratives) を通して、「(取締役の) 独立性」「善意 (good faith)」「適切な注意」の概念を精密にすることによってのみ徐々に明らかにされるに過ぎない。」Edward B. Rock, *Saints and Sinners: How Delaware Corporate Law Work?*, 44 *UCLA L. Rev.* 1009, 1017 (1997). 大杉謙一「敵対的買収と防衛措置の法的効力に関する一試論」『落合誠一先生還暦記念 商事法への提言』(2004) 469 頁、499 頁の紹介参照。
- (42) Chris Riley, *The Juridification of Corporate Governance*, in: J. de Lacy (ed.) *The Reform of United Kingdom* (2002), at 195.これは、市場の規律の仕方として、たとえば非業務執行取締役に対し、成果が十分に上がらない場合には解任や不再任となり、その結果経済的利益の喪失になるという脅威により、その職務遂行を効率的におこなうという動機づけになることはどうかということに関してなされた指摘であるが、ここでも妥当するように思われる。
- (43) 藤田友敬 = 松村敏弘「社会規範の法と経済 その理論的展望」『「国家と市場の相互関係におけるソフトロー」第1回シンポジウム 現代における倫理・社会規範と法：ソフトロー研究の将来展望』(2004) 46 頁、52 頁。
- (44) ここでも英国の統合規範のように、いわゆる「強制された自主規制」が利用できる余地を否定できないが、法の一部が裁判によってはエンフォースされず、その部分は道德意識によるセルフ・エンフォースメントが期待されるにとどまるという側面が前面に出るように思われる。
- (45) Edward B. Rock, *Saints and Sinners: How Delaware Corporate Law Work?*, 44 *UCLA L. Rev.* 1009, 1013, 1016 (1997). 大杉・前掲注(41) 499 頁における紹介を参照。
- (46) William T. Allen, *The Corporate Director's Fiduciary Duty of Care and the Business Judgment Rule under U.S. Corporate Law*, in *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research* 307, 330-331 (Hopt et al. eds., 1998).
- (47) Marcel Kahan, *The Limited Significance of Norms for Corporate Governance*, 149 *U. Pa. L. Rev.* 1869 (2001). 大杉・前掲注(36) 106 頁における紹介を参照。
- (48) なお仮屋助教は、Allen 教授の説明の背景にカントの実践哲学があると推測されているが、そのような立場では、上記の見解において法的強制力のない規範が効果を持ち得ないということに対し反論がなされるかもしれない。カントは、人間は自由な存在 カントが考える人間の「自由」の本質とは、「善いこと」「善」に向かう自律的な意志ということである で、かくあるべきを求めるような存在であると捉え、それを基礎に、純粋実践理性の根本法則として、「君の意志の格率が、常に同時に普遍的立法の原理として妥当しうるように行為せよ」と説く。したがって、道德的人間は、常に具体的行動に際して、自分の行為基準が、普遍的立法に合致しているかどうかを問うことになる。これは、まさに、Allen 教授が主張していたことに他ならないとされている。しかし、それはよいことであるとしても、それがなぜ簡単に実現しないのかについて、カントにおいては十分考えられていない嫌いがあるとの見方もあり、主張を無内容なものにしないために慎重に考えねばならない点が多いように思われる。
- (49) 大杉謙一「取締役・監査役責任と、その軽減 監査役によるリスク管理体制の監視とアクティブ・ボードの推進」*法律時報* 74 巻 10 号 (2002) 25 頁。

- (5 0) これらのことは、ルールの複雑さを減少させることにつながるとともに、広範に存在する不確定な要素ないし変化する経済環境に対応してルールが発展することに役立つと考えられる。
- (5 1) 裁判官が、いわば説教者のように、いわば願望のような性質の規範を伝えることを含む。その前提として、裁判官は良き会社実務慣行に向けての上昇志向に富んだ規範を追求する必要があるとされている。
- (5 2) Veasey 判事は、良きコーポレート・ガバナンスの傾向が規範としてよく確立した場合にあって、その傾向に従わないこと甚だしい場合には責任を生じること十分考えられるとされている。また、英国でも同様に、統合規範のような実務規範は取締役の注意義務の内容に反映される可能性がありうるということが指摘されている。取締役の注意義務が客観的な基準に向かう方向をみせていることが法の拡張との関係で指摘されるが、そのなかで、裁判所が注意義務の解釈・適用において実務規範を参照し、またそれを重視する可能性が考えられるとの分析がなされている。
- (5 3) とりわけエンロンをもたらした原因をビジネス倫理の低下に求める見解はそのような見方と結びつきやすい。例えば、Lyman Johnson, *After Enron: Remembering Loyalty Discourse in Corporate Law*, 28 Del. J. Corp. L. 27 (2003). もちろん、ビジネス倫理の低下を理由にする見方が適切なものであるといえるか否かについては、異論も少なくないものと思われる。
- (5 4) 前掲注(3 1) 参照。も同様であるように思われる。また、[この点](#)について、信認義務を再検討するという議論において、忠実義務の問題になりうることを示唆するものとして、Johnson, *supra* note 53, at 71.
- (5 5) 最近のものとして。たとえば、若杉敬明監修・年金総合研究センター編『機関投資家の議決権行使とコーポレート・ガバナンス』別冊商事法務 274 号(2004) 参照。

おわりに

近時の商法改正において、ガバナンスの面でも企業が自己の課題や価値・優先事項を自ら発見し、それを解決する方策を考案し、または実現していく自由は高まったと考えられる。そのことは、企業の創意工夫の芽を摘まないという意味で柔軟性の要請に配慮しつつ、それがいかにして健全に達成され得るかの方法を見出すという課題がこれまで以上に大きくなることを意味しよう。法の規律が働かないことは何でもできるということであると、不祥事の発覚を契機に立法は再び企業の行動を制限・禁止し、監視する方向に向くかもしれない。非法律的な要素についての考察は法の役割と並んで、上記課題との関係で重要であると思われる。本稿はそのような問題関心から、効果的なエンフォースメントの達成と柔軟性の維持の間の衝突における法の対処のあり方(法の役割と限界)の問題とともに、法の表にあらわれない考慮要素として社会規範を取り上げ、法と社会規範の相互作用という観点から若干の検討を行った。それぞれの考察の結果は当該箇所(2 および 4 の末尾)に示したのでここでは繰り返さないが、なお暫定的なものにとどまる。近時、いわゆるソフトローについての研究が盛んになってきているが、それらの成果にも学びつつ、さらに改善を重ねたいと願っている。