

# 英国スチュワードシップ・コード、 コーポレート・ガバナンス・コードの理論と実践

——英国における新たなガバナンス規範と非業務執行取締役ならびに  
我が国の導入に向けて——

藤 川 信 夫

## 序章 問題意識と理論骨子

1. 英国スチュワードシップ・コードの実践と日本版スチュワードシップ・コードならびに Approved Persons 制度  
本論文の問題意識と理論骨子について、冒頭であるが、全体の大きな枠組みを概観する共に、私見を述べておきたい。以下、英国コードについては、二〇一二年改訂スチュワードシップ・コードならびに二〇一四年九月コーポレート・ガバナンス・コードを、また英国会社法については二〇〇六年改正内容を主たる考察対象とする。

安部晋三内閣の成長戦略の一環として、我が国企業のガバナンス改革を推進するべく、長期的観点からの企業価値向上を目指し、二〇一四年六月会社法改正と合わせて、既に日本版スチュワードシップ・コードが導入され、更に二

〇一五年株主総会における導入を視野に入れ、日本版コーポレート・ガバナンス・コードの策定が金融庁により進められている。英国スチュワードシップ・コードについては、英国に進出している我が国企業の現地法人に適用され、特に Approved Persons 制度の適用が近時注視されてきている。英国スチュワードシップ・コードと Approved Persons 制度に関しては、既に別稿において一定の考察、見解を示したところである。<sup>(1)</sup>

Approved Persons 制度により、英国における CEO (Chief Executive Officer)、取締役 (Directors) などの経営陣には、コンプライアンス、リスクマネジメントのみならず、戦略面 (Strategy) 等の判断能力について、英国金融当局 (FRC) による直接の面談システムが導入され、その適格性を判断されることとなっている。従来のような経営の効率性について失敗であったか、という消極的妥当性の測面のみならず、CEO などが採った経営戦略が最善の策ではなかったのではないか、もっと上手く経営・決定ができたのではないか、という企業価値最大化を図る義務について、その遂行能力を具備しているか、かかる積極的妥当性も含め、当該人物の潜在的な能力も包摂して財務報告評議会 (Financial Reporting Council (FRC)) が総合的にチェックしているものと考えられる。その具体的チェック項目などは、'integrity'、説明可能な機能としての 'skill'、'care and diligence'、市場規範の遵守、FCA・PRA など規制機関との 'open'、'co-operative deal'、情報の適切な開示などがあり、専門性や説明力など多岐に亘るが、米国法における注意義務や忠実義務の内容とも類似する内容となっていること、法制度よりもプリンシプル・ベースとして規範的概念の要素が強いことが指摘される。米国の忠実義務は利益相反禁止義務に限定されず、会社利益の積極的増進に専念すべきことを取締役に求め、積極的作為義務 (自主開示の義務など) を含むことが学説、判例で確認されている。

こうした Approved Persons 制度の嚆矢は、英国におけるコーポレート・ガバナンス・コードの発展に窺い知るこ

とができ、就中、非業務執行取締役 (Non Executive Directors (NED)) の概念の展開の延長にあるものと思料される。この意味では、非業務執行取締役に係る忠実義務、注意義務等の考察が重要となる。Approved Persons 制度は、英国のコードの展開において形成された非業務執行取締役に親和性・共通性があるが、非業務執行取締役に止まらず、対象を経営層、更に直近では従業員層にまで拡大せんとしつつあり、従来の非業務執行取締役に関わる議論とは異なる面もある。

Approved Persons 制度導入は監査委員会等設置会社における非業務執行取締役による改革にも通じる。二〇一四年改正会社法では社外取締役の社外要件も厳しくなるが、法文に書き込まれる形式面主体の厳格化と合わせて、非業務執行取締役中心のガバナンス改革を進める上で実質面からの必要条件にもなり得る。

英国におけるこうした傾向は、スチュワードシップ・コードにおいて、中長期的企業価値の向上に向けて、株主に経営陣との対立でなく、対話と Engagement 作りを求める主旨と合致するところである。株主自身が担う会社に対する忠実義務の顕現化ともいえる。

本邦の英国進出企業からみれば、従来の日本的慣行である本社における年功序列、ローテーション的人事の否定であり、今後、我が国の長期的雇用、企業慣行にも影響を及ぼしかねない側面を有する。既に、最近において、株式会社三井住友海上火災保険の英国現地法人が Approved Persons に不適合として摘発され、行政処分を受けた事案が生じ、グローバル業務を行っている金融業界に大きな波紋を呼んでいる。こうした事案の分析、域外適用と法的考察については別稿で述べてきた。

今後は、経営陣に対して、こうした企業価値最大化の努力義務が求められる。法制度面では、英国二〇〇六年会社

法改正における取締役の一般的義務、米国の忠実義務の判例形成における規範化概念のアプローチが挙げられる。当該領域に關しても、別稿で私見を述べてきた。<sup>(2)</sup>

こうした英国のコードにおける非業務執行取締役、あるいは Approved Persons の理念を我が国のコーポレート・ガバナンス改革に移植するについて、日本版コーポレート・ガバナンス・コード策定に盛り込むことが大きな課題といえよう。英米における上記のアプローチを検討し、我が国に適合したコーポレート・ガバナンス・コードの導入を図ることが重要となる。英国のコーポレート・ガバナンス・コードの系譜ならびに非業務執行取締役の研究、米国における Good Faith 義務、*adviser Red Flag* 遵守義務などの先行研究とも関連づけ、既に一定程度の整合性のある考察を進めてきたところである。

Approved Persons 制度自体は、社外取締役選任において中心をなしてきた独立性要件などの形式性重視の弊害を正すべく、本人の専門性や経営・判断能力などの実質的内容の具備を要求するものでもあり、独立性強化と専門性の相克などの新しい問題点に対処しうるものといえる。その他、本邦本社に行政処分などの影響が及びかねないこと、各国が内容の異なるコードを導入してきた場合の国際私法的考察など、スチュワードシップ・コードの域外適用に關する多重・重畳適用リスクへの対処も問題とならう。

米国型モニタリングモデルからの脱却を図り、ソフトロー、プリンシプル・ベース中心の英国型市民社会ルール重視の経営モデルへの転換を目指すものといえる。二〇一四年改正会社法において新たに導入された監査等委員会設置会社とも親和性、整合性が窺える。このように Approved Persons 制度の考察を深めつつ、我が国法制のあり方を重ね合わせて考察を進めてきたことに本研究の獨創性があると考えている。更に、我が国における二つのコードの策定・

導入、企業側の取り組みの実践についても考察を深めていきたい。

2. 積極的妥当性と監査等委員会制度 業務監査については、我が国においては監査役の担う監督の内容は、適法性（コンプライアンス）と著しく不当（善管注意義務）に限定され、妥当性の領域は監査委員会監査委員であれば担えるものとするのが通説の立場である。著しく不当の領域は、監査役の監督対象ではあるが、妥当性との境界領域として監査委員あるいは監査等委員の方が把握しやすいとも考えられる。コンプライアンスの領域は、内部統制の対象外であり、著しく不当な領域については、内部統制の範囲内で、かつ経営判断原則の適用が及ぶ部分である。もともと、コンプライアンスに近接した領域であり、その不当に関してはコンプライアンスにも準じて検討することが適切である。こうした議論における米国の判例法理である Red Flag 遵守義務の機能については、別稿で示してきた。<sup>(3)</sup>

本稿における企業価値最大化義務は、こうしたコンプライアンスおよび消極的妥当性にかかる領域ではなく、戦略面の是非を含めた積極的妥当性領域を問題意識の対象としている点に獨創性があると信じる。監査役よりも、あるいは監査委員以上に監査等委員の方がかかる監督機能を担うに適しているといえる。この点にも、今後の我が国経済活性化に向けた成長戦略の鍵として、監査等委員会制度や日本版スチュワードシップ・コードあるいはコーポレート・ガバナンス・コードが挙げられる所以でもある。株主に対しては日本版スチュワードシップ・コード、経営陣に対しては改正会社法が適用され、今後の我が国企業のコーポレート・ガバナンス改革はこの両輪で進められることとなる。また監査等委員会を中心とする非業務執行取締役（NED）においては、社内・非業務執行取締役の専門的業務の蓄積を活用でき、監査等委員会の内部において、更には取締役会内の業務執行取締役（Executive Directors ED）とも協調して、協働化を図ることが可能な点でも、消極的妥当性のみならず、積極的妥当性の判断を下し得る強味がある。

この点では監査等委員は監査委員とも相異がある。資格業務などの単なる具備をもって専門性とすることは、米国型のモニタリング・システムではコンプライアンス強化の点で有効であろうが、戦略面の判断については、具体的な専門的な業務経験、経営者としての指揮を執った経験などを求められる。専門性と独立性の相克として述べてきたところであり、米国型モニタリング・システムでは社外独立性を強化するところに制度の根幹、存在意義がある。このため、こうした企業価値向上を上位概念として株主と経営陣が協調していくシステムには、基本的に馴染み難い面がある。もつとも、近時米国においても、こうしたスチュワードシップ・コードの理念を取り入れる動きが起こっていることは別稿において指摘したところである。その意味で、最終的には到達のルートは違えど目指すべき目標は共通し、ガバナンスのコンバージェンス（収斂）にも繋がるところである。

3. 企業価値最大化義務と株主の忠実義務 Approved Persons には、取締役、CEO、COOなどの業務執行役員のみならず、近時は従業員一般にまで拡大傾向をみせ、英国金融当局の恣意性が危惧される。この Approved Persons の役割と機能について、企業価値最大化を図る積極的義務として、忠実義務が想起される（異質説の立場）。注意義務というよりも、企業価値向上の義務は忠実義務に馴染みやすく、単なる利益相反回避義務に止まらず、忠実義務の領域を規範化概念により、判例・解釈などで拡大してきた米国の理論面の蓄積がある。英国では、一般的義務として規定され、忠実義務の内容は注意義務に包摂される感がある。

コーポレート・ガバナンスの根幹として、我が国のようにこれまでは、株主に対する経営陣の忠誠心にややもすれば欠ける面もあり、米国のような信託義務あるいは受託者責任といった構成でなく、善管注意義務の中に忠実義務を含む考え方が通用してきている（同質説）。米国では、株主が所有者として上位概念に存在し、その受託者責任の中に

注意義務、忠実義務、公正義務などが併存することは周知の通りである。従つて、スチュワードシップ・コードの導入は、我が国よりもむしろ米国において必要な側面もあり、我が国では寧ろ経営陣に対する日本版コーポレート・ガバナンス・コードの策定の必要性が高いと私見ながら思料する。米国では、こうしたコード概念の欠缺を忠実義務などの規範化概念の判例による形成を通じて対応してきたものとみられる。我が国が、今後二つのコード概念を導入・実践するにおいて、法制度そのものの作り込みは米国法制度を移植してきているため、英国のコードの蓄積を調査すると共に、米国における判例法の展開を考察することの重要性が存在する。

英国ではコードによる規定がされるが、内容が必ずしも明確でなく、適用対象など拡大傾向にあり、スチュワードシップ・コードと共にFRCのコード内容の域外適用が危惧されることも述べてきた。そうした内容面の明確化を図るには、ミニマムラインの法整備と共に、プリンシプル・ベースによるソフトウェアとしてのコードの柔軟性を生かしつつ、日本版コーポレート・ガバナンス・コード策定を図ることが重要である。業界自主団体などによるひな形(Boilerplate)に依拠すれば、遵守すべき最低ラインを示すこととなり、コードの主旨を達成できない。英国のコーポレート・ガバナンス・コードにおいても安易なひな形作りは指弾されているところである。<sup>(4)</sup>従つて、機関投資家などの自主的な意識改革、戦略的リスクマネジメント・内部統制(ERM)における統制環境(Control Environment)の醸成が大きな成功の鍵となる。

即ち、対象の拡大など法定立には馴染みにくい側面があり、柔軟性のある運用の観点からはコード規範による規律が模索されよう。反面、柔軟性を重視してプリンシプル・ベースの依拠を強めれば、規制当局による恣意性発揮が問題となるため、一定の合理性を備えた適用ルール作りが課題となる。

特に、著しく不当、といったリスクマネジメントとコンプライアンスの限界領域の扱いが一つの鍵となる。明確なコンプライアンス領域でなく、経営判断原則の適用も考えられ、恣意性も入り込みやすいといえる。消極的妥当性の対象領域とすれば、米国における Red Flag (危険の徴候) 遵守義務による規律づけが考えられる。他方で、スチュワードシップ・コードは機関投資家に積極的妥当性を求めるもので、株主自身の担うべき対会社社の忠実義務の内容となる。消極的妥当性であれば、監査役の監督機能の内容に入りうるが、積極的妥当性であれば、監査等委員に委ねるしかない。しかも、消極的妥当性と積極的妥当性の線引きは実際には困難な事例も少なくなろう。改正会社法における監査等委員会制度の積極的意義付けとなる所以であることを述べた。取締役において、注意義務よりも、忠実義務、あるいは一般的義務の範疇となろう。Approved Persons には、取締役、CEO など広く経営陣を包含することになるが、Competence などを保持すべき能力の一つに掲げ、Strategy などの積極的妥当性に関する専門的能力の具備が求められる。これは、従来の我が国における内部統制では、コンプライアンスと共に、効率性・妥当性に関しては「損失の危険」として損失を発生させなかったことを求めており、また経営判断原則の免責にしても然りであるため、内部統制・経営判断原則で対処しにくい部分といえる。こうした領域における責任・義務をいかに構築・追求し、また事前の差止請求を図るか、また無効の訴えの要件などの検討に馴染むのか、が検討されよう。

我が国においては、成長戦略にかかる企業価値最大化を図る上で、Approved Persons 制度を含む日本版コーポレート・ガバナンス・コードの策定が急がれる。英国では、現地法人などにおいてCEOの就任が拒否され、あるいは戦略面の失敗などをFRICが指摘している。消極的妥当性と積極的妥当性の判断の線引きも、実際には容易でなく、監督当局による恣意性が危惧される要因の一つでもあろう。我が国のコード策定においては、積極的妥当性の責務を担

える人材として、取締役、CEOを含めた経営陣に関する Approved Persons 制度を位置付け、日本経済活性化に向け、機能・役割・対象・エンフォースメントなどを明確化していくことが望まれる。米国、英国における法制度、判例蓄積を考察すると共に、恣意的な域外適用の歯止めとしての統一ルール形成、ソフトローなるが故のエンフォースメントの強化、恣意性の排除などの観点から訴追とエンフォースメントの分離、実効性の観点から両罰規定導入など、検討すべき課題は少なくない。その他、会社法と金商法の仕組みに関するコードの影響なども別稿で考察を進めてきたところである。

本稿は、こうした大きな問題意識と理論骨子の下で、既に別稿において示してきた考察、見解も踏まえ、英国における従前のスチュワードシップ・コードならびにコーポレート・ガバナンス・コードについて、非執行業務取締役、Approved Persons 制度等の観点からその系譜と展望を研究し、導入されたばかりの日本版スチュワードシップ・コードの理論と実践を中心にとりまとめを図るものである。紙幅の制約の関係で、論点の一部は別稿に委ねることとする。

## 第一部 英国スチュワードシップ・コードの理論と実践ならびに日本版スチュワードシップ・コード

### 第一章 英国スチュワードシップ・コードの意義と論点―利益相反、域外適用など―

1. 英国スチュワードシップ・コードの目的ならびに意義 英国の財務報告評議会 (Financial Reporting Council (FRC)) による英国スチュワードシップ・コード (The UK Stewardship Code 二〇一〇年制定、二〇二二年改訂) は、FRC の英国コーポレート・ガバナンス・コード (二〇一〇年制定、二〇一四年九月改訂)<sup>(5)</sup> を前提にして、それを支える役割を担っている。<sup>(6)</sup>

先ず、英国スチュワードシップ・コードについて考察を進めたい。

二〇一二年改訂スチュワードシップ・コードにおいては、スチュワードシップ概念等の明確化が図られ、効果的なスチュワードシップは会社、投資家および経済全体の利益になるものである。投資家にとりスチュワードシップは議決権行使以上のものであり、経営を監督し、企業戦略、パフォーマンス、リスク、資本構成、企業文化や報酬を含むコーポレート・ガバナンスにつき会社とエンゲージメントを行うことである。エンゲージメントは、これらのテーマおよび株主総会の決議事項について会社と目的を持って対話を行うことである。

## 2. 英国版スチュワードシップ・コードの特徴

(1) 英国版スチュワードシップ・コードの特徴 ①コーポレート・ガバナンスについての基本的考えを明確化しており、取締役会が第一次的責任を負うが、会社のガバナンス、特にスチュワードシップ責任については取締役会のみならず、機関投資家にも認めるべきという考え方を採っている。②スチュワードシップ・コードは、コーポレート・ガバナンス・コードと合わせて機能すべきものとしている。③株主（機関投資家）の行為規範、とりわけ短期的なリターンのみを追求するべきでないという経営者との批判的対話を重視している。④③の考えを義務化するのではなく、遵守せよ、さもなければ説明せよ、というソフトロー・アプローチを採用している。⑤機関投資家については定義を置かないが、資産保有者と資産運用者とを区別し、適用規範を異にしている。さらにサービス・プロバイダー（議決権行使助言会社、投資助言会社）にも適用されることを明記している。なお、英国で認可された資産運用者に対しては、同コードの適用を受けるかどうかに関して、決定をFRRC (The Financial Reporting Council 財務報告審議会) に届けることを義務付けている。⑥定期的な見直しを定めている。<sup>(7)</sup>

- (2) 英国版スチュワードシップ・コードの概要 英国版スチュワードシップ・コードには以下の7原則がある。
    1. 機関投資家は、スチュワードシップの責任をどのように果たすかについての方針を公表すべきである。
    2. 機関投資家は、スチュワードシップに関する利益相反を管理することに関する穴のない強固な方針を策定し、公表すべきである。
    3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。
    4. 機関投資家は、スチュワードシップの行動を強化する時期と方法について、明確なガイドラインを策定すべきである。
    5. 機関投資家は、適切な場合には進んで他の投資家と共同して行動すべきである。
    6. 機関投資家は、議決権行使と議決権行使活動の開示についての明確な方針を策定すべきである。
    7. 機関投資家は、スチュワードシップの行動と議決権行使活動について定期的に報告を行うべきである。
- 原則5は、我が国の制度に馴染まないということで取り入れられていないが、その他の原則は、基本的に日本版スチュワードシップ・コードに取り入れられている。
3. 受託者責任 (Fiduciary duty) とスチュワードシップの関係
  - (1) スチュワードシップの意味づけと受託者責任 (Fiduciary duty) スチュワードシップの意味づけについて、スチュワード (Steward) は領主館などの執事・財産管理人に由来し、英国において長い歴史を有する。スチュワードシップは、他人の資産を管理するという関係性が核心に存在する場合、その他の利益のために行動すべきであるという現象をとらえる概念である。行政の財務運営、個人の資産運用、株主の出資に基づく取締役による会社経営等、形態

は異なっても種々の状況でスチュワードシップの関係が生じることになる。本稿で問題としている機関投資家による資産運用について、顧客、最終受益者の最善の利益のため、資産を注意深く管理し、投資先企業に対して監視、対話等の行動をとることを意味する。そこで、受託者責任 (Fiduciary duty) でなく、スチュワードシップの概念に依拠する理由についてみてみたい。背景には、投資環境の変化がある。機関投資家の責任について、受託者責任の範囲内で議論されることが多かったが、投資連鎖 (investment chain) の複雑化、関係当事者の拡大の中で受託者責任の概念で把握しきれない要因が出てきた。第一に、受託者責任の限界として指摘されるようになり、受託者責任は契約上、法律上、または実態に基づく明確な信頼関係を基礎にして構築されるものであるが、投資連鎖、その周辺では受託者責任の概念で網羅できない関係も出現するようになる。例示として、アセット・マネジャーはアセット・オーナー(年金基金等) に対し受託者責任を負い、アセット・オーナーは受益者(年金受給者等) に対し受託者責任を負うことは明白で、疑いがない。しかしながら、アセット・マネジャーが ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) のような議決権行使助言機関を採用した場合に、アセット・オーナーは議決権行使助言機関とは直接の接点はないことになる。アセット・オーナーの背後の最終的な受益者の関係をみても、アセット・マネジャー、議決権行使助言機関との間には直接の関係は存在しない。このため、受益者に対する責任の所在が不明確な状態が現出する。

第二に、スチュワードシップによる広範囲の関係性の網羅が述べられる。即ち、スチュワードシップという関係性が曖昧な概念を採用することで、投資連鎖における広範かつ複雑な関係を把握し、上場会社の価値向上を通じてアセット・オーナー、最終受益者の利益に資することを最終目的とし、その達成を目指すことができるようになる。第三に、そこでスチュワードシップの用語の理解が問題となる。スチュワードシップの用語は定義、概念が曖昧で、IC

GN (International Corporate Governance Network) の二〇一三年機関投資家原則においては、英国以外では十分理解されておらず、無用な混乱を生じるおそれがあるとし、スチュワードシップの用語を用いないで、機関投資家の責任、あるいは受託者責任と記述されている。

#### 4. スチュワードシップ・コードの二〇一二年改訂と内容の明確化

(1) 二〇一二年英国版スチュワードシップ・コードの改定 二〇一二年英国版スチュワードシップ・コードの改定の内容は二〇一〇年版英国スチュワードシップ・コードを踏まえて、エンゲージメントの内容が細かく具体的に解釈された。二〇一二年版では企業戦略、パフォーマンス、リスク、コーポレートガバナンスに関する対話、とより明確な定義になっており、私見であるが英国において伝統的にリスクマネジメントと戦略的リスクの融合化が図られてきたことを受けて、一層戦略的リスクマネジメントであるERMとの一体的な理解が進められたものといえようか。

(2) 意義の明確化 スチュワードシップの意味が不明確という批判に対して、二〇一二年コード改訂において、定義の明確化が図られた。諮問文書の中で、FRCはスチュワードシップの「*について*」市場の混乱が生じ、スチュワードシップ・コードの目的が責任ある投資 (responsible investments) に関連するものであるとの認識しかなされない場合もあることを指摘した。国際的な機関投資家団体のICGNの二〇一三年六月機関投資家原則ではスチュワードシップは英国以外では十分理解されていない旨を述べ、これを採用しなかった。二〇一二年のコード改正では、原則1の指針において具現化されたスチュワードシップ活動を述べ、用語の意味、目的、ガバナンスとの関連を明確に説明している。もともと二〇一二年コード改正によりスチュワードシップの目的、活動の内容について記述は追加されたが、概念自体の説明は十分とはいえない面もなおある。

(3) アセット・オーナーならびにアセット・マネジャーの役割・責任の明確化 二〇一二年改訂においては、アセット・オーナーとアセット・マネジャーの役割・責任を整理し、当事者が明確にこれらを認識することを要請している。スチュワードシップ活動は立場により相違があり、アセットマネジャーに委託する場合も、アセット・オーナーは引き続き受益者に対するスチュワードシップ責任を負うことを明確化した。改正後のコードでは、アセット・オーナー、アセット・マネジャーのどちらか一方の投資家のみを対象とする場合、改正前コードにおける機関投資家の用語につき、内容に応じてアセット・マネジャー、アセットオーナーに置換えて概念の明確化を図った。またアセット・マネジャー、アセットオーナーの双方を含む場合には機関投資家の用語を用いる。アセット・マネジャー、アセット・オーナーについて法律上は株主として認定されるのか、との議論もあることから、株主ではなく投資家として扱い、アセット・マネジャー、アセット・オーナーはスチュワードシップ・コードに対するステートメントで役割、責任の範囲を明確に認識することが要請されることとなった。

(4) 機関投資家の利益相反の管理の強化 機関投資家がコーポレート・ガバナンスにおいて果たす役割が重要になり、その中で利益相反問題の対処が課題となってきた。アセット・マネジャーを巡って、この利益相反問題が現出し、その規律付けが要請されることになる。具体的には、アセット・マネジャーが金融機関グループに属する場合にグループ会社の関係で顧客、投資先企業の間で利益相反が生じること、アセット・マネジャーの各顧客利益が異なる場合に顧客間で利益相反が生じる。二〇一一年一二月公表の調査報告書では、署名機関のステートメントにおいて利益相反の管理方法に関する説明が不十分な場合が多いことが指摘される。

コードの二〇一二年改訂の内容をみると、機関投資家内部の利益相反管理、説明が不十分という批判に対応すべく

利益相反管理の強化、情報開示の充実を奨励するものとなっている。二〇一二年改正において、原則2本文については変更はないが、同指針に関しては大幅改正が行われ、利益相反管理の実務に与える影響は少なくない。即ち、改正コードの原則2の指針において、機関投資家は顧客、受益者の利益を第一とし、顧客、受益者のために行動する義務があることが明記された。利益相反問題は不可避免的に生じる可能性があることを認識し、顧客、受益者の利益を最優先に合理的に行動することが求められ、利益相反管理の方針を作成、開示することが要請されている。

(5) 集团的エンゲージメントに関する情報開示の強化 集团的エンゲージメントの情報開示強化の内容について、従来のコードに対する集团的エンゲージメントに関する批判としては、いかなるグループが活動を行うかという組織編制関連の開示が主であり、集团的エンゲージメント開始時期・状況に関する説明は不十分であるというものであった。スチュワードシップ・コード原則5では、集团的エンゲージメントに関する開示が求められる趣旨として、投資先企業の重大局面において署名機関が他の投資家と協調して問題に対処することを希望すること、または協力体制構築が可能である旨を明確にすることが記される。二〇一二年改正内容としては、原則5指針において、集团的エンゲージメントを行う投資家集団の構成に関する情報のほか、集团的エンゲージメントに対する取組方法に関する説明・開示を強化する文言の追加を図り、投資家はいかなる状況下で集团的エンゲージメントに参加するか等について明確化を図った。これにより、従来の集团的エンゲージメントを行う投資家グループの組織編制の開示に加え、集团的エンゲージメント行動を選択する条件、背景等の実質的開示が行われることが期待されている。

(6) 議決権行使助言機関の利用に関する情報開示強化 議決権行使助言機関の影響力が拡大してきたことに対して、相応する情報が開示されないとする批判があり、機関投資家による議決権行使助言機関の利用方法に関して、一層の

情報開示を要請することとなった。二〇一二年改正コードの原則6指針において開示内容拡充が図られ、署名機関は議決権行使助言機関の利用の有無のみならず、利用する議決権助言機関の名称等を明確にして、議決権行使助言機関からいかなる種類のサービスを受けたか、賛否の推奨に準拠、依存・活用した程度などについて説明が要請されることとなった。

議決権行使助言機関を利用する場合の機関投資家のスチュワードシップ責任が定められており、機関投資家は議決権行使助言機関に外部委託する場合も自身のスチュワードシップ責任が軽減されないことを明確化した。二〇一二年改正後のコードの原則1指針に関して、署名機関によるステートメントに機関投資家の責任、投資連鎖における立場を反映させ、スチュワードシップ活動が外部委託される場合、どのように機関投資家のスチュワードシップの適切な実行に合致するか、署名機関のステートメントにおいて定めるスチュワードシップに対するアプローチと一致した方法で実行させるために投資家はいかなる行動をとるべきか、について説明すべき旨を定めている。

#### 5. コードの適用範囲の再確認と域外適用

(1) スチュワードシップ・コードの適用範囲 スチュワードシップ・コード制定の主な目的は、英国の上場会社のコーポレート・ガバナンス向上のために機関投資家と上場会社とのエンゲージメントを拡大することであり、このためコードの第一義的な適用対象としては英国上場株式を運用する英国において登録された機関投資家となる。

(2) 機関投資家のアセット・アロケーションにおける資産の多様化 しかしながら、英国内の機関投資家よりも海外機関投資家が英国株式市場における保有比率が高い状況がある。英国機関投資家のアセット・アロケーション<sup>(8)</sup>において、英国株式以外の資産比率が高く、二〇一〇年以降は運用資産でみれば英国株式より海外株式比率が高い状況となっ

ている。大手機関投資家では、英国株式同様に海外株式に対してもエンゲージメントを行い、ガイドラインを公表して議決権を行使し、結果を公表する投資家も存在する。アセット・オーナーとしては、アセット・マネジャーが英国株式以外についてもスチュワードシップ・アプローチをとることを期待しているが、アセット・オーナー側からは署名機関のステートメントはコード原則を運用資産の一部あるいは全体に適用しているか、不明瞭という意見も出される。

(3) 改正内容と域外適用 二〇一二年改正の内容としては、スチュワードシップ・コードの適用範囲については変更はない。第一義的には英国上場会社株式を保有する機関投資家を対象にすることを明確化し、序論第九パラグラフで、英国内外の国際投資家に対するスチュワードシップ・コードの適用のあり方を規定した。海外投資家に対するスチュワードシップ・コードの域外適用について、慎重な姿勢を示しており、英国株式を所有する海外投資家については、コードの適用の第九パラグラフにおいてスチュワードシップ・コード以外の他国あるいは国際的な規範・原則等を採用する場合は尊重し、英国コードの採用は要求しない旨を指摘している。海外のアセット・オーナーに対し、アセット・マネジャー採用において、スチュワードシップ・コードの署名を条件とする等により、実質的にスチュワードシップ・コードの対象とすべく議論の継続を図っている。

対象資産の範囲として、序論コードの適用の第九パラグラフで英国投資家に対し可能な限り英国以外の株式投資についてもスチュワードシップ・アプローチにおける良好な実務慣行を拡大適用することを奨励した。第一〇パラグラフでは、署名機関はスチュワードシップ・コード適用に関するステートメントの中で、英国株式ファンド、金融商品のうち、スチュワードシップ・アプローチの対象となる資産についての説明を奨励し、英国株式以外の資産に対して

もスチュワードシップ・コードを適用する場合はその旨の開示を行うことを奨励する。私見であるが、Approved Personsなどの域外適用に繋がる部分といえよう。

(4) アセット・マネジャーの内部統制に関する保証報告 内部統制に関する保証報告に関して、二〇一一年三月イングラントおよびウェールズ勅許会計士協会 (ICAEW) は、業務委託先 (service organisations) の内部統制の保証報告書に関する AAF01/06 指針に関連し、スチュワードシップ・コードをアセット・マネジャーに適用する補足文書 (Stewardship Supplement) を公表した。その内容は、業務委託先の内部統制について形式主義的な干渉を最小限に抑え、アセット・オーナー、受益者に対して独立性のある保証を提供せんとするものである。即ち、原則7について、アセット・マネジャーは保証報告書を取得しなければならない。また顧客が要請すれば保証報告書が提供されなければならない、との文言を追加した。アセット・マネジャーが保証報告書の提供を拒否することがあり、提供にあたって追加料金を取られることに懸念を示すアセット・オーナーが存在したためである。

アセット・マネジャーの内部統制に関する保証をアセット・オーナーに拡大できるか、が問題となる。具体的には、スチュワードシップ活動がアセット・オーナーにより内部 (インハウス) で実行される場合、アセット・オーナー自身がサービス・プロバイダーを利用して実行する場合、アセットオーナー自身の内部統制に関する保証も必要か、という問題である。この点、アセット・マネジャーに適用される AAF01/06 指針の枠組みは、第一義的はアセット・マネジャーが顧客のアセット・オーナーのために行うスチュワードシップ活動について保証を与えることを目的とするものであり、これをアセット・オーナーに対しても拡大適用するかについては、二〇一二年改正後の、コードの適用、の第八パラグラフで、アセット・オーナーはステートメントに対して独立した保証を受けるように検討すること

が望ましいとされた。この拡大適用は、コード本文でなく序論部分で述べられ、アセット・オーナーに対して保証の取得を義務付けるものではないと解釈される。<sup>(9)</sup>

## 第二章 日本版スチュワードシップ・コードの導入と実践

### ープリンシプル・ベースとComply or Explainなジョー

1. 日本版スチュワードシップ・コードの概要
- (1) 日本版スチュワードシップ・コードの概要 今般導入された日本版スチュワードシップ・コードの7原則は以下の通りである。<sup>(10)</sup>
  1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
  2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
  3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
  4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
  5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針について

は、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

原則1、2、4、5、6については二〇一二年英国版スチュワードシップ・コードに基づいて作られたものであるが、原則3は日本版スチュワードシップ・コードで独自に作られたものであり、原則7も日本版独自のものとみなすことができる。日本版スチュワードシップ・コード原則5に関しては投資先企業別、議案別の個別開示まで求めるかについて、英国では六五%の機関投資家が何らかの形で開示をしているが、資先企業別、議案別開示まで行っている機関は四四%に過ぎない。コード案では、議決権の行使結果を議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきであるとしている。

### 第三章 英国スチュワードシップ・コードと日本版スチュワードシップ・コードの比較考察

1. 日本版コーポレート・ガバナンス・コード策定 今次策定・導入された日本版スチュワードシップ・コードと英国版スチュワードシップ・コードの比較考察を図りたい。英国版スチュワードシップ・コードと述べる場合、二〇一二年版コードに依拠することとする。日本版スチュワードシップ・コードは、従前コーポレート・ガバナンス・コー

ドが我が国には存在せず、英国のように同一主体が策定するコーポレート・ガバナンス・コードとリンクしたスチュワードシップ・コードとは異なる。企業側のコーポレート・ガバナンス機能を発揮する責務と日本版スチュワードシップ・コードに定める機関投資家の責務とは車の両輪であり、両者が適切に相まって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待される。

2. 短期的リターン 二〇一二年英国版スチュワードシップ・コードでは短期的リターンを優先することを批判的にとらえているが、中長期的なリターンについては特別に意識していない。日本版スチュワードシップ・コードでは中長期的リターンを強調している特徴がある。私見であるが、この特徴は英国が濫用的買取者としてのグリーン・メーラーを意識しているのに対し、我が国では敵対的買取がまだそれほど盛んでないことから生じた相違とも考えられよう。英国コードは、株主である機関投資家の行為規範として短期的なリターンのみを追求すべきではないことが前提とされ、経営者との批判的な対話を重視する。日本版コードは、中長期的なリターンをめざすべきことが強調されている。資産保有者としての機関投資家は、資産運用者としての機関投資家の評価に当たり、短期的視点のみに偏ることなく、本コードの趣旨を踏まえた評価に努めるべきであると明記される。

3. プリンシプル・ベース・アプローチの明記 英国版スチュワードシップ・コードではプリンシプル・ベース・アプローチの手法が採られ、形式や文言を満たしていればよいとせず、実質面や精神がなければならぬとする。我が国のコードもソフトロー的考え方を柔軟に修正、適用できる長所があるとの理由から取り入れようとしている。機関投資家が取るべき行動について詳細に規定するルールベース・アプローチ（細則主義）ではなく、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、自らのスチュワードシップ責任を実質において適切に果たすことができるよう、プリンシ

プル・ベース・アプローチ（原則主義）を採用している。コードの見直しについては、英国では三年ごと、我が国では二年ごとの見直しを行うこととなっている。

4. 原則3関係—モニタリングとインサイダー、Approved Personsとコーポレート・ガバナンス・コードの有機的関連— 原則3のモニタリングの文言について、英国版スチュワードシップ・コードでは企業の業績、現状、コーポレート・ガバナンスの整合性、などと具体的に考えられているが、日本版スチュワードシップ・コードでは具体的に示されていない。日本版スチュワードシップ・コードはより広範にモニタリングすることが可能になるとも考えられ、原則のみを定めようとしていることになる。さらに英国コードでは、列挙された機関投資家はインサイダーとなるよう希望することも、そうならないよう希望することも可能となる。インサイダーになっても構わない場合には、その意思・方法を明示すべき、との記載があり、特定株主に選択的開示を行うことを想定している。日本版コードの下では、株主平等などの観点から我が国の機関投資家がインサイダーになることを希望することはないという意見もあり、日本版コードではかかる記載を行っていない。<sup>(1)</sup>

私見であるが、英国コードにおいて、モニタリングに当たり、会社業績の最新状況などの把握、実効的なリーダーシップが存在することの確認、取締役等との面談を通じた会社の取締役会・委員会のコーポレート・ガバナンス・コードとの整合性の確認を行っていることは、後述するApproved Persons 制度の議論に通じるものといえる。ソフトローとして規制当局側からはこうしたスチュワードシップ・コードの策定・導入があり、一方、受け入れる機関投資家あるいはその投資先企業側においては、規範たるコーポレート・ガバナンス・コードに沿ったApproved Personsとしての資質を備える人材の配置および自主的な取締役会・委員会の社内コーポレート・ガバナンス・コード策定が求め

られ、これらが一体となって整合性を保ち機能することが重要となる。英国のコードと実務の関係を最善とするものでもなく、我が国の特徴に合わせて独自の発展を遂げることが目標となるが、有機的の一体となって機能を発揮するに諸々の点で課題が残されていよう。

5. 原則5の協働原則の不採用―集团的エンゲージメントと共同行動―

(1) 協働原則不採用 英国版スチュワードシップ・コードの原則5では、機関投資家は、適切な場合には進んで他の投資家と共同して行動すべきである、とされているが、我が国の制度に馴染まないという理由により採用されていない。

(2) 集团的エンゲージメントと共同行動―我が国の金融持株会社のアナロジー― 協働原則が導入される場合には、英国と同様に金融商品取引法上の共同行為 (acting in concert) 規制の適用関係が問題となり得たと考えられる。集团的エンゲージメントと共同行動については以下の通りとなる。<sup>(12)</sup>

(イ) 共同行動の定義 共同行動の定義は、欧州ではT O B指令<sup>(13)</sup>、透明性指令<sup>(14)</sup>において制定され、加盟国は各々定義を行う。オランダは金融監督法 (Wet op het financieel toezicht) 五：四五条で定められ、英国ではTakeover Panel<sup>(15)</sup>において実務ステートメントが公表されている。集团的エンゲージメント増加に伴い、共同行動の定義は大量保有制度と関連して重要性が増加しており、集团的エンゲージメントの進展によりT O B規制に該当する場合も生じることが指摘される。

現在の指令においては定義が不明確で投資家同士が共同して行動する場合にグレーゾーンが存在すると批判される。英国では共同行動と判断される境界線についてコンセンサスがあり、投資家自身はあまり意識していないとの意見も

あるが、市場の国際化において明確な基準の策定が必要であること、エンゲージメントを阻害することなくプリンシプル・ベースで判断して欲しいこと、投資家のエンゲージメント増加と合わせて欧州委員会で共同行動に関する明確な定義を確立して欲しいことなどの要望が出される。欧州委員会も、コーポレート・ガバナンスに関する投資家による集团的エンゲージメントと共同行動の定義における検討の必要性を認識している。<sup>(16)</sup>

共同行動の判断基準に関して、実務的としては頻度、深度の観点から判定され、頻度は一回のみの集团的エンゲージメントは共同行動には該当しないが、複数回を共同行動する場合は該当する。深度は、投資先企業の間で共同会合を開く程度は集団行動とならないが、株主総会で共同株主提案を行う等の協力・関与の程度が強い場合、集団行動とされるとする意見もある。英国では一人の取締役解任・選任は共同行動基準に該当しないが、取締役会支配に通じる場合は規制を受けるという実務ガイドラインが策定されている。<sup>(17)</sup> 実際は個別事案ごとに判断される場合が多いであろう。また集团的エンゲージメントにつき、投資家同士が協定、契約を締結する場合、明確に共同行動に該当することになるが、こうした協定等を締結する場合は少なく、面談、議論は共に行いつつ、議決権行使等の意思決定は個別投資家が独自に判断する形式が多いとされている。

二〇一三年一月一二日欧州証券市場監督局(ESMA)は、EU企業買収指令について、集团的エンゲージメントにおける共同行動の定義を明確にするパブリック・ステートメント<sup>(18)</sup>を公表しており、共同行動に該当しないホワイト・リストが明らかになった。集团的エンゲージメントにおける共同行動の認定について、グレーゾーンを排除して定義を明確化するものであり、実務上も意義が大きい。例えば、取締役指名の関連は共同行動に該当することが明確になったといえるが、報酬、会社資産の譲受・処分、資本政策等の取締役指名以外の問題は株主提案、臨時総会の招

集、議決権の共同行使を行った場合も共同行動とはみなされない。

(ロ) 集团的エンゲージメントの実務 集团的エンゲージメントの実務について、投資家団体主導の場合、任意の投資家グループが行動する場合に大別される。英国ロンドンをみると、投資プロフェッショナルの関係が強く、多くの非公式のグループが存在し、任意の投資家グループによる集团的エンゲージメントが活発に行われる。投資家グループによる集团的エンゲージメントの方法は、事案毎に期間に応じて相違がある。短期のエンゲージメントではリード・スポンサーが存在することが多い<sup>(19)</sup>。一年超の長期的エンゲージメントは毎年リーダーが変わったが、定期的会合など投資家側に努力が必要となる。

英国の集团的エンゲージメントに対する企業側の対応は、報酬制度変更等のコーポレート・ガバナンスに関する重要問題について、報酬委員長等の職にある独立取締役が主要株主と面会することもある。重要ではない問題にはカンパニー・セクレタリーが対処する。報酬問題では、株主の意見を取り入れるべく、主要機関株主を集めて会議を開催する等のイニシアティブをとることもある。集团的エンゲージメントの効果は小規模運用会社において大きく、規模の小さい運用会社は投資先企業と十分なコミュニケーションを構築できず、情報も得られないため、集团的エンゲージメント参加のメリットはある。反面では、一部投資家によるエンゲージメント活動のフリーライド（ただ乗り）問題も指摘される。

(ハ) スチュワードシップ・コードと我が国の金融持株会社のアナロジー 私見であるが、米国型の取締役会内部委員会の中で、報酬委員会等の関連は非該当となるものの、指名委員会関連は共同行動に当たるとしてスチュワードシップ・コードの制約に服する。当然ながら原則5の協働原則の集团的エンゲージメントに関する適用がなされる。必要

があれば、機関投資家が公式・非公式の集団形成によって他の機関投資家などと協調することになり、一種の外部からの役員人事介入ともいえる。我が国では、この協働原則は採用されていないものの、二〇一四年四月みずほファイナンシャルグループが委員会設置会社化を図ることによりコーポレート・ガバナンス改革を進める場合、指名委員会委員全員を社外取締役で構成し、委員長は旧富士銀行の有力企業の元経営トップを招聘している。見方によれば、他の指名委員会委員とも共同して、事実上の集团的エンゲージメントとして、有力株主たる機関投資家の善意かつ良識ある影響力を前提としていると考えられなくもない。一方で、報酬委員会委員長は元最高裁判事の弁護士が就いているが、不正融資事案が改革の発端であるだけに、コンプライアンスの襟を正すべく、法曹出身者に委員長職を委ねたものと推測される。集团的エンゲージメントによる外部干渉は、むしろ排除する方向性であろう。二つの委員会共に役員の昇進、報酬の査定であり、内部の逐年の業績の集大成としての総合評価であり、月一回程度の出社で複雑な金融業務にも精通していない社外取締役に荷が重い面がある。このため、CEO、COOなどの社内出身者の取締役兼務者が少数ながら委員会構成メンバーとなるが多く、ソニーなどでは指名委員会に力点を入れ、従前より社内出身者も含めつつ法定最低数三名を大きく上回る七名で構成している。業況不振に呻吟する近時のソニーの改革は、コーポレート・ガバナンス改革の二つの主旨の内、経営の妥当性・効率性向上が主眼であり、対してみずほフィナンシャルグループの改革は健全性である違法性排除が主目的であるといえ、事実、メガバンク三行は近時最高利益の更新をするなど業績面の問題はない。違法性排除に関しては、経営判断原則の適用はないとされ、この点からも経営業績面の精通よりも、違法性排除の専門家が報酬委員長となることは首肯される。もともと他の報酬委員会委員の構成は、日立製作所の前会長、JXホールディングス名誉顧問であり、報酬査定に関しては十分な意見を述べうる人材が

揃っており、また大株主として集团的エンゲージメントを發揮しているといえなくもない。

6. 原則6関係について―アセット・マネジャーの内部統制に関する保証報告― 英国版スチュワードシップ・コードの原則6について、機関投資家は、議決権行使と議決権行使活動の開示についての明確な方針を策定すべきであるとしており、内容として保証報告書がある。公認会計士の監査より、簡素で平易なアプローチで、アセット・マネジャーは自らのエンゲージメント・議決権行使プロセスについての独立した意見を取得する。保証報告書を取得する場合、その旨を開示すべきこととなる。英国では利用されず、機能してないとされ、日本版コードでも同制度は取り入れていない。

7. 原則7関係について 日本版スチュワードシップ・コードの原則7について、当該項目は日本版コード独自のものであり、コードを教育的・啓蒙的な水準まで引き上げようという試みが伺える。英国コードにおいてもエンゲージメントによりコーポレート・ガバナンスが向上するのは、対話の対象についての相互理解があることを前提とするとされ、コードは機関投資家等が自己の役割を再考するための触媒であると称される。英国にはコーポレート・ガバナンス・コードが存在するが、我が国には存在しないことが関係しているように考えられる。補完機能を果たしているものともいえるようか。

#### 8. プリンシプル・ベースとComply or Explainの交錯

(1) プリンシプル・ベースとComply or Explain 日本版スチュワードシップ・コードについて、ルールベース・アプローチ（細則主義）に慣れてきた我が国において、プリンシプル・ベース・アプローチ（原則主義）を採用することとしている。その意義は、抽象的なプリンシプル（原則）について、趣旨・精神を確認・共有し、各自が形式的文言・

記載でなく、趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することであり、機関投資家がコードを踏まえて行動するに当たり、プリンシプル・ベース・アプローチの意義を十分に踏まえることが望まれる(前文10)<sup>(21)</sup>。

両者の組み合わせは一見すると規制の仕方としては緩い感があるが、詳細をルールとして規定するルールベース・アプローチでは自ら判断せず、決められた細則を遵守(ボックス・チェッキング)して形式を満たすことで済むものもいえる。日本版コードでは受入れを表明した機関投資家は、形式的な文言・記載でなく、趣旨・精神に照らして真に適切か否か(前文10)を自らが判断する責任が課される。原則を実施しない場合は、実施しない原則に係る自らの対応について、顧客・受益者の理解が十分に得られるよう工夫すべき(前文12)であり、その状況は金融庁が、一覽性のある形で公表(前文14)すること等を通じ、可視化(前文14)され、顧客・受益者を含む市場評価・判断に委ねられる。即ち、プリンシプル・ベース・アプローチとComply or Explainの組み合わせは、金融庁が情報の媒介となり、機関投資家の説明責任を明らかにし、責任の遂行を市場原理で競い合わせるといふ機関投資家においては実質的に厳しいアプローチとなる。

(2) コーポレート・ガバナンス・コードの補完の試み 英国版スチュワードシップ・コードは一九九八年策定のコーポレート・ガバナンスに関する統合規範から枝分かれし、企業経営陣に関してスチュワードシップ・コードを分離した後のコーポレート・ガバナンス・コードが存在する<sup>(22)</sup>。このため、英国スチュワードシップ・コードでは英国コーポレート・ガバナンス・コードに触れる個所がある。我が国では、東証上場会社向けのコーポレート・ガバナンス原則はあるが、Comply or Explainは適用されず、海外からベスト・プラクティス原則であるコーポレート・ガバナンス・コード設定を提案されるに至っている<sup>(24)</sup>。日本版スチュワードシップ・コードでは、企業の責務を、経営の基本方針や

業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を發揮することにより、企業価値の向上を図る責務（前文5）と定義し、企業側のこうした責務と本コードに定める機関投資家の責務とは、車の両輪であり、両者が適切に相まって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待される（前文5）と明記しており、コーポレート・ガバナンス・コードが存在しない点を補充しているといえよう。

英国版スチュワードシップ・コードと同様の定義としては、スチュワードシップ活動が議決権の行使のみを意味しないこと（前文6）、資産運用者としての機関投資家と資産保有者としての機関投資家では期待される役割が異なること（前文7）、我が国上場株式に投資する機関投資家（海外機関投資家も対象）、機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等がコードの対象であること（前文8）等、が挙げられる。

今後の展開として、英国においてはスチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードが連関性を有して補完関係にあるといえるが、我が国ではコーポレートガバナンス・コードを取り入れていないため、スチュワードシップ・コードが独立して存在することになり、英国版と異なる独自のものになっていく可能性もある。

#### 第四章 日本版コードのエンゲージメントに関わる法的考察ならびに実践

1. 金融商品取引法の大量保有報告制度―重要提案行為と投資先企業の対話― 日本版コードは、機関投資家に対し投資先企業の間で建設的な対話を行うことを求めており、各機関投資家は投資先企業との対話の一層の充実を図るため本コードの趣旨を踏まえた主体的な取組みが期待される。対話を円滑に行うため、既存の法制度との関係で疑義が

生じないように法制度の関係についても整理が必要と指摘もされ、大量保有報告制度、公開買付制度等に係る法的論点について解釈の明確化が図られている。<sup>(25)</sup>

大量保有報告制度では、大量保有報告書の提出頻度、期限等を緩和する特例報告制度<sup>(26)</sup>が設けられ、機関投資家の多くが利用している。大量保有報告制度の趣旨を損なうような利用を防止する観点から、株券等保有者が投資先企業に対して重要提案行為を行う場合は利用できないとされる。機関投資家が投資先企業と対話を行う場合、具体的にいかなる行為が重要提案行為に該当するかを明確にする必要があると指摘がされていた。<sup>(27)</sup>

発行者から意見を求められた場合に株主が受動的に自身の意見を陳述する行為、発行者が主体的に設定した株主との対話の場面（決算報告会、IRMミーティング（スマールミーティングを含む）における意見陳述等は、株主の意見を聴取し参考にするべく、自社業績や戦略等について対話を通じ株主の理解を深め支持を得るなどの発行者の主体的意思に基づく要請ならびにこれに応じることを目的とする行為であるため、重要提案行為に該当する可能性は低くなると考えられる。

2. 公開買付制度―大量保有報告制度における共同保有者・公開買付制度における特別関係者その他の投資家との協調行動―大量保有報告制度・公開買付制度では、株券等の保有割合・所有割合を算出するにおいて、他の投資家と共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している者の保有分・所有分を共同保有者・特別関係者として合算対象とするため、機関投資家が他の投資家と協調して個別投資先企業に対し行動を起こす場合、いかなる場合に共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している者に該当するか、具体的に明確にする必要があるとの指摘がされていた。この点につき、共同する株主としての議決権その他の権利とは議決権、株主

提案権、議事録・帳簿閲覧権、役員等に対する責任追及訴訟の提訴請求権など株主としての法令上の権利を指し、それ以外の株主としての一般的行動についての合意に過ぎない場合は、基本的に当該合意の相手方である他の投資家は共同保有者に該当しない旨が示されている。

3. インサイダー取引規制等―未公表の重要事実と投資先企業との対話― インサイダー取引規制等（情報伝達・取引推奨規制を含む）に関して、企業側の立場から、機関投資家に未公表の重要事実を伝達すれば情報伝達・取引推奨規制に抵触する怖れがあること、機関投資家の立場から、企業から未公表の重要事実を受領し当該事実の公表前に売買を行うとインサイダー取引規制に抵触する怖れがあること、これらの回避のため対話において未公表の重要事実を伝達あるいは受領しないとすれば踏み込んだ対話が行えないのではないかと指摘され、通常の場合には重要事実の公表前に機関投資家に売買等をさせることにより他人である機関投資家に利益を得させる等の目的を欠くと考えられ、基本的に情報伝達・取引推奨規制の対象にはならないと考えられる。当該規制があることを口実に、企業側が対話を拒絶する対応は法の想定するところではないとする。また機関投資家が投資先企業との対話において未公表の重要事実を受領することにつき、基本的には慎重に考えるべきとし、投資先企業との特別な関係等に基づき未公表の重要事実を受領する場合はインサイダー取引規制に関する抵触防止措置を講じた上で対話に臨むべきという考え方を示しており、日本版コード（原則4）も同旨の記載がされる。

4. 機関投資家のエンゲージメントの役割分担 日本版スチュワードシップ・コードでは機関投資家、投資先企業、顧客・受益者が相互に好影響を与えることが期待される。機関投資家内の役割分担として、日々の対話は資産運用者としての機関投資家が行い、最終受益者に接近した資産保有者としての機関投資家は資産運用者としての機関投資家

の行動を通じて寄与を期待するという現実的な提案がされる(前文7)。その上で、資産保有者としての機関投資家はスチュワードシップ責任を果たすべく基本的方針を示すこと、資産運用者としての機関投資家に対するコードの趣旨を踏まえた評価を行うことが期待される。

5. コスト負担 コスト負担の問題は、日本版スチュワードシップ・コードの形骸化を防止する上でも重要であり、機関投資家と顧客・受益者において投資のために必要なコストとしての認識の共有化が明記されている(前文7)。実際の対応としては、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることによるコスト分担(原則7指針3)、二〇一二年七月英国ケイ報告(Kay Review)<sup>(28)</sup>が提言する集中型ポートフォリオによりエンゲージメントに対し支払われるインセンティブを引き上げることが想定されよう。

6. グローバル対応の仕様 日本版スチュワードシップ・コードは、海外投資家について意識し、日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に置き(前文8)、定義付けについても丁寧な説明と共にグローバル慣行を活用し、内外双方に向けた発信力の強化に努めている。我が国の実状を考慮して独自性追求のあまり、形骸化に陥ることを懸念している。

7. 定期的見直しと形式主義防止 陳腐化、形骸化の防止の観点から、前文一五において定期的な見直しに関する記載がなされ、見直しスケジュールを予め可視化し、実務的にも有効な手段といえる。スチュワードシップの効果については定量評価が難しく、機関投資家においてはインセンティブが欠如しがちである。量化にこだわれば形式主義に陥ることも懸念される。本コードの趣旨を踏まえた評価について、評価する主体、対象ともに説明責任と判断が問われる。機関投資家は安易な形式主義は認められず、適切に評価する実力を備えるべきこととなる。

8. 日本版スチュワードシップ・コードのアップローチ—委託者の評価・選別、利益相反と受益者— 資産運用者としての機関投資家のアップローチは、委託者の資産保有者である機関投資家が評価・選別を行う。評価が形式主義に墮すことなく、利益相反の発生を前提に顧客・受益者の利益を第一とするような措置がとられているか（原則2指針2）も含め、短期的視点のみに偏らず、コードの趣旨を踏まえた評価（前文7）、知見の構築が望まれる。適切な評価と選別、自発的な事後検証を踏まえて機関投資家のスチュワードシップ活動の改善が進むことに繋がる。機関投資家と企業が両輪（前文5）となり、経済全体の成長にもつながる好循環の実現により企業価値向上と持続的成長が促進され、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るといふ機関投資家の役割の拡大が期待される。

## 第五章 日本版スチュワードシップ・コードに関する今後の問題点の考察

1. スチュワードシップ・コードの問題点の考察 日本版スチュワードシップ・コードの全体的な問題点として、①株主アクティビズムに対する消極的評価があり、実証研究では結論は一致しない。経営者に対しプレッシャーをかける株主が経営の欠陥に対して警鐘を鳴らす機能があること自体を評価する向きもあり、株式保有の形態として分散・集中保有、間接保有証券の形態・態様などに依存する可能性がある。②議決権行使のパターンが必ずしもコーポレート・ガバナンスの関心事と相関しているわけではない。<sup>(29)</sup>

エンゲージメントは効率性を欠き、エンゲージメントに係るコストとベネフィットの比較で多数の会社の株式をポートフォリオに組み込む機関投資家においてはエンゲージメントを行うことに係るコストが大きい。フリーライドの問題もあり、運用機関による経営への過度の関与、一律の方針による形式的議決権行使も問題視がされる。<sup>(30)(31)</sup>フリーライ

ドに関しては、アクティビストと機関投資家の間で既に裁定が働きつつあり、スチュワードシップ・コードの機能が発揮される条件が整ってきたとする報告もされている。

2. Comply or Explain アプローチの問題点 Comply or Explain (遵守せよ、さもなければ説明せよ) アプローチの意義に関しては、ソフトローとしてのスチュワードシップ・コードであり、①原則としての行動規範を明らかにしつつ、スチュワードシップの多様性・個別性に対応が可能となること、②グッド・プラクティスに密着した規範の定立と見直しができ、実務とのフィードバックが図れること、③開示・説明による透明性の確保、④適用範囲についても柔軟性を確保し得ること、⑤定期的かつ柔軟な見直し、⑥法的拘束力のある規範としては定立困難な事項を対象としうること、等が挙げられる。

かかる Comply or Explain アプローチの問題点として、①有効性に乏しく、説明により十分な情報が提供されていないとする批判(二〇〇九年 RiskMetrics Group) <sup>(32)</sup> が出される。

Comply or Explain アプローチを指示しつつも、実証研究の結果、必ずしも有効に機能しておらず、遵守しない理由の過半数が説明不十分で有用な情報が提供されていないとする批判、提供された説明を投資家が十分居理解して評価できるかという疑問などが出されている。②対象に対する批判として、海外投資家は含まれているか、最終投資家の声は反映されたか、国内機関投資家に限定する根拠は十分か、等が出されるが、日本版スチュワードシップ・コードでは、海外投資家も適用を受けることが可能であり、株式保有形態については我が国の法制度上の株式振替制度において直接方式が採用されている。このほか、③株主以外の利害関係者を会社との対話から排除していること、④最終投資家と会社の間に仲介機関が介在するシステムの複雑化・肥大化による株主と会社の対話の困難化(所有と所有

の分離)が問題点として出されている。<sup>(33)</sup>

3. 日本版スチュワードシップ・コードと日本型エンゲージメント 日本版スチュワードシップ・コードについて、これまで概要、問題点などをみてきたが、今後の課題の一つは対話の新しい枠組みの確立であり、日本型エンゲージメントとしての我が国に適合したエンゲージメント・スタイルを策定することである。<sup>(34)</sup>

エンゲージメントについてまとめると、株主による議決権行使を前提にした発行会社の経営陣と株主との対話であり、アクティビストでない機関投資家にとって意思決定の主体である経営陣に対する交渉力の確保が議決権行使の目的となる。交渉の緊張感の中で対話を進めるのがエンゲージメントといえる。歴史的には、英国の主要機関投資家による発行会社の経営陣への働きかけを指し、強い株主権限や特有の株式保有構造を背景に主要機関投資家が大きな交渉力を有していた。英国における成立条件として、一九九〇年代における状況をみると、①株主の強い法的権限があり、強力な取締役選解任権、株主提案権を持ち、このため取締役は罷免のリスクに曝されていた。②株式保有と運用の集中化があり、主要機関投資家である保険会社、年金、投信が株式の半分以上を保有し、委託先の運用会社も国内数十社に集中化していた。③緊密な投資家のコミュニティの存在があり、意見の集約化・共同歩調が容易で、これを支える法制度も存在していた。④株主価値を強調する資本市場の文化も背景にある。もともと英国では一九九〇年代後半以降、株式保有構造が変化し、エンゲージメントを担う国内機関投資家・運用会社の保有割合が低下し、外国投資家、ヘッジファンド等の保有比率が上昇したため、主要機関投資家のエンゲージメント活動を支えていた条件が崩れていることも指摘されている。<sup>(35)</sup>

我が国におけるエンゲージメントの条件を検討すると、③、④の条件が不十分であり、このためエンゲージメント

のインフラ整備が必要となる。具体的には、法制面整備、情報インフラ整備の資源投入、機能するための対話フォーラム構築などである。建設的対話を促進し、資本市場の考え方を浸透させること、発行会社のトップ主導の決断・コミットメントが重要となる。出資者の不安・懸念を軽減する姿勢を明確にし、情報発信強化の問題意識も必要となる。差別化の機会と位置づけ、ガバナンスの投資家へのアピールを図り、機関投資家は情報発信を助ることができる。企業側はSR (Shareholder Relations 株主対策) とIR (Investor Relations 投資家対策) を連動させることが必要となる。

上場会社におけるSRとIRの連携・融合につき、SRの視点のみに拠ることで議案に関係のない開示に及び腰にならず、縦軸のIR視点を活かして自社のコーポレートガバナンスの全体像を積極的に打ち出し、株主・投資家の理解を促進することを通じ、議案賛成率のみならず市場評価に対する積極的な影響も期待できるとされる<sup>(36)</sup>。

## 第二部 英国コーポレート・ガバナンス・コードの系譜と非業務執行取締役などの考察

### 第一章 英国のコーポレート・ガバナンス・コードの系譜と非業務執行取締役

#### 1. 非業務執行役員の役割の考察

(1) 非業務執行役員の役割と分担 英国コーポレート・ガバナンス・コードについて、従前の転換点となるものを検討し、最新版である二〇一四年九月改訂コードをみていきたい。

我が国の二〇一四年六月改正会社法における監査等委員会制度導入について、英国型の非業務執行取締役(NED)を念頭に置き、今後のコーポレート・ガバナンス改革を進める場合、社外役員を含む非業務執行役員の役割の考察が

重要となる<sup>(37)</sup>。社外性でなく、非業務執行性をメルクマールとすることになる。以下で、問題点の指摘を行う。英国では、非業務執行取締役とする場合、専ら社外取締役を念頭に置くが、ここでは非業務執行役員については社外取締役のみならず、非業務執行の社内取締役、社外取締役および我が国の監査役を含む広い概念として検討を深める。

社外取締役を含む非業務執行役員が職務を執行すること、特に社外取締役を活用し実効的なコーポレート・ガバナンス・システムの構築を検討する上で、非業務執行役員は業務執行に対する監督を担う機関に属する者であり、健全で持続的な成長のためには業務執行を担うマネジメント機関が責務を適正に果たすことが重要である。非業務執行役員を含む監督機関のあり方はマネジメント機関との役割分担に留意した上で整理が必要である。

検討課題としては、①社外役員を含む非業務執行役員に期待される役割とそれを支えるシステムについて、監査役会設置会社の場合、(i)社外役員を含む非業務執行役員に期待される役割があり、会社役員は、業務執行を行う業務執行役員と業務執行役員に対して監督の役割を担う非業務執行役員(社内取締役、社外取締役および監査役)とに峻別できることの整理が求められる。社内取締役は、所管事項以外については取締役会の構成員として他の業務執行取締役を監督しなければならず、この場合は非業務執行役員としての性格を有していることを前提とする。社外役員と非業務執行役員の役割の関係が検討課題となる。また非業務執行役員が監督において果たす役割として期待されるものは何か執行の利益相反行為のチェック、平時の経営判断のアドバイザー機能などが期待される役割であるという指摘もされる。(ii)非業務執行役員の中で監査役と取締役との役割分担が問題となる。③監査役と非業務執行取締役の役割分担も問題となる。非業務執行役員の中で、社外取締役と社外監査役の役割分担の考察が必要である。④企業の態様に応じた非業務執行取締役の役割が論点となり、非業務執行取締役の役割について企業の置かれた状況によってどのよう

な相違が生ずると考えられるか、が検討される。⑤非業務執行役員の人選も問題となる。⑥非業務執行役員の役割を支えるシステムについて、非業務執行役員が役割を全うするために有効な企業システム・企業の取り組みとして、具体的にいかなるものが考えられるか、が検討される。⑦コーポレート・ガバナンスは自主性と多様性が尊重されるべきところ、コーポレート・ガバナンス・システムの実現のための方向性、必要な方策について考察が必要となる。

(2) 英国における非業務執行取締役の役割および有効性―ヒッグス報告書― 上記の検討を行う上で、米国型のガバナンス・モデルとも異なり、我が国ガバナンス改革に親和性を有するともいわれる英国のガバナンス改革における非業務執行取締役の役割および有効性の議論をみていきたい。具体的にはヒッグス報告書における非業務執行取締役の役割および有効性に関する検討が参考となる。<sup>(38)</sup>

英国のガバナンス改革においては、Comply or Explain 規定がコーポレート・ガバナンス規制全般に及ぶ通則として機能しており、同規定の適用対象となる最善慣行の内容について概観していきたい。コーポレート・ガバナンスのあり方に関する報告書の系譜をみると、<sup>(39)</sup>①一九九二年キャドベリー報告書（発案者はロンドン証券取引所（LSE）、財務報告評議会（FRC）は、財務の透明性の確保（監査委員会の設置、会計監査）、最善の行為規範の順守（取締役会の役割、社外取締役の選任、機関株主）についてまとめている。②一九九五年グリーンブリー報告書（英国産業連盟（CBI）を通じて英国政府からの要請）は、取締役の報酬決定（報酬委員会の設置、報酬方針、雇用契約）、情報開示と承認手続き、民営化公益事業会社と報酬制度についてまとめている。③一九九八年ハンベル報告書（発案者はFRC、CBI、LSE、会計士団体）は、コーポレート・ガバナンス原則、取締役会議長と最高業務執行取締役（CEO）、取締役報酬、株主の役割、説明責任および監査などについてまとめている。④一九九九年ターンブル報告書（発案者はイングランド&ウェー

ルズの勅許会計士協会）は、内部統制に関する取締役のための指針（内部統制の範囲の拡大、責任体制の強化など）についてまとめている。

ハンペル委員会（九五年一月―九七年二月）は、財務報告、報酬問題に関する見直しを含むコーポレート・ガバナンスに関する議論を行い、一九九八年六月集大成した最終報告書を公表した。これによりLSEの統合規範（the Combined Code）が策定されている<sup>(40)</sup>。

二つの報告書で勧告されたが、ハンペル委員会が盛り込まない論点のうち、独立した内部監査組織の設置強制、内部統制に関する開示の充実について、一九九九年イングランド&ウェールズ勅許会計士協会を中心に策定されたターンブル委員会勧告として統合規範に盛り込まれている。二元取締役会制度採用、機関投資家の議決権行使義務づけ、取締役会会長とCEOの兼任禁止、会社の規模別規制、株主代表としての取締役会の選任、取締役報酬プランの考え方および具体的内容を株主承認決議の対象とすることも内容とする<sup>(41)</sup>。

米国のエンロンの経営破綻を契機に英国貿易産業省（The Department of Trade and Industry）は、主管する会社法改正作業を一九九七年から進め、併せて英国企業のガバナンスの実体と対策を示すべく、二〇〇二年四月ヒッグス委員会を設置し、二〇〇三年一月「非業務執行取締役の役割と効果に関する検討」（Review of the role and effectiveness of non-executive directors）を公表した。このヒッグス報告書で示された勧告はLSE（ロンドン証券取引所）の統合規範に新たに盛り込まれることになる。英国におけるコーポレート・ガバナンスの現状を踏まえ、非業務執行取締役の役割を中心に統合規範等の修正を勧告している。また監査委員会については、R・スミス報告書がヒッグス報告書と同日に公表され、委員会は三名以上の独立社外取締役から構成され、少なくとも一名は財務に関する相当程度の経験があ

ることなどが勧告される。

ヒッグス報告書は社外取締役の役割を明確にし、実効性あるコーポレート・ガバナンス推進のために必要な勧告を行うことを目的とする。社外取締役と非業務執行取締役の明確な区別、社内取締役である非業務執行取締役の存在についての詳細な論及は十分とはいえない感もあるが、我が国における監査等委員会制度の将来像の検討に向けて参考となろう。

非業務執行取締役の役割として、日常の業務執行に当たる経営陣の監視、戦略策定の貢献の二つの基本的要素があると説明する。キヤドベリー報告書、ハンペル報告書では経営陣の監視、戦略策定の貢献には緊張関係があると認識され、その後の統合規範にも非業務執行取締役の役割についての指針は示されない。この点、ヒッグス報告書では、社外取締役に対するインタビュー調査を踏まえ、二つの要素間に緊張関係はあるものの本質的な矛盾はなく両立しうることを認め、非業務執行取締役が果たすべき役割について二つの要素を踏まえ明確に統合規範に盛り込むべきことを勧告している。

同報告書によれば、非業務執行取締役の役割の中核的内容は以下のとおりである。戦略（戦略策定に建設的に取り組み貢献すること）、業績（経営陣が合意された会社の目標をどの程度達成しているかを評価し達成度に関する業績報告を監視すること）、リスク（財務情報が正確であること、財務管理やリスク管理体制が健全かつ防衛可能であることを確認すること）、人物（執行取締役の報酬水準を適切に決定すること。上級経営陣やCEOを指名し、必要があれば解任をすること。その場合にはCEOの後継計画について主要な役割を果たすこと）である。報告書では、非業務執行取締役は少なくとも一年に一回取締役会議長、執行取締役の同席なしに他の経営幹部らと経営に関する会合の場をもつこと、年次報告書に会合の開催について記載

することが勧告されている。非業務執行取締役がこの役割を効果的に果たすためには、当面の問題について取締役会で検討ができるように十分な情報を正確かつ明瞭、タイムリーに提供されること、非業務執行取締役も情報を求めるべきことが示される。非業務執行取締役候補者が、取締役会に積極的に貢献できるだけの知識、技能、経験、時間を有しているかの観点から、非業務執行取締役職を受諾することが適切かを自ら事前に確認し、会社の財務状況、重要な関係、取締役会の構成、メンバーの実績などに関するデュー・デリジェンス（適正評価）を実施すべきであるとする。

私見であるが、こうした英国におけるヒッグス報告書の人物評価、事前確認、適正評価に関する項目は、Approved Persons の制度とも関連があろう。監督官庁による approval を必要とするにせよ、先ずは自発的に適した人物を選任することが非業務執行取締役において求められる。我が国の監査等委員会制度において、監査等委員が指名・報酬委員会の機能を一部担うことも同一の理解となろう。

(3) ソフトロー、ヒッグス報告書の非業務執行取締役の役割および有効性と統合規範の改正

(イ) コーポレート・ガバナンス規制における補完性と柔軟性ならびにソフトロー米国と英国のソフトローの異同、強制力の存在―コーポレート・ガバナンス規制における補完性と柔軟性ならびにソフトローに関して、アイゼンバーク教授はソフトローが伝統的形式の法を基礎とし、法を補完する機能を有していることを指摘する<sup>(42)</sup>。

かかる補完性の機能について、デラウェア州会社法は、独立した取締役会および取締役会委員会の構成に関する条項が存在せず、米国で重要なソフトロー法源である証券取引所上場規則により補完される。英国においても取締役会の構成および取締役会、取締役の役割について制定法はほとんど規定をしていない<sup>(43)</sup>。こうした事項は統合規範（combined

(44) に代表される私的な実務団体が作成したソフトローである最善慣行 (Best practice) によって補完される。(45)

補完性の面で米国と英国はソフトローの機能に類似性がみられることになるが、両国のソフトローには異なる側面が存在し、米国ではソフトローの上場規則は会社が証券取引所に上場する限り適用を強制される。英国もソフトローである最善慣行は上場規則を通じて適用を強制されるが、最善慣行自体は、上場規則ではなく、任意の実務慣行として遵守を推奨するのみである。また最善慣行は、適用について一律に遵守が強制されるものではなく、上場会社は最善慣行を遵守するか、そうでなければその理由を開示する Comply or Explain 規定が上場規則で採用されている。(46)

同規定は、会社が最善慣行の特定条項を遵守できない場合、その理由を開示させることにより各会社の事情に即した最善慣行の柔軟な適用を可能にし(柔軟性の機能)、これにより遵守するかしないかの自由な勧告より、一定の強制力が働く仕組みとなっている。(47) 最善慣行、Comply or Explain 規定の組み合わせは、英国のコーポレート・ガバナンス規制に補完性と柔軟性を与えている。この方式は英国コーポレート・ガバナンス改革の嚆矢となったキャドバリー報告書 (Cadbury Report) (48) で採用され、一貫して維持されている。我が国でも、最善慣行と Comply or Explain 規定の組み合わせの導入が検討されるべきとの主張も存在する。(49) 我が国において、英国型改革と親和性のある監査等委員会制度導入を柱とする会社法改正ならびに機関投資家に対するスチュワードシップ・コードの二つの柱により、ソフトローとの組み合わせによって今後のコーポレート・ガバナンスの改善を図る場合、補完性と柔軟性、一定に強制力確保の観点からの検討が必要となろう。最善慣行については、英国では統合規範から、二〇一〇年にコーポレート・ガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードに分離している。我が国においては先行的にスチュワードシップ・コードのソフトロー化を図るのであれば、日本版最善慣行の確立に向けて、既に存在する東京証券取引所が発出した

上場会社コーポレート・ガバナンス原則（二〇〇四年三月）、コーポレート・ガバナンスに関する報告書（二〇一三年七月）等により、内容面、エンフォースメントなどが我が国企業の現状のコーポレート・ガバナンス改革に適合し、あるいは十分なものであるか、一層の検討が進められよう。

英国のコーポレート・ガバナンス規制の方式はEUでも採り入れられ、EUにおける会社法の調和を目的とする会社法指令（company law directive）に組み込まれている。二〇〇六年EU会社法指令2006/46/EC<sup>(51)</sup>においては、上場会社は年次報告書にコーポレート・ガバナンス・コードに関する情報を記載した年次コーポレート・ガバナンス・ステートメントを含めなければならないことを規定する。

(ロ) 非業務執行取締役の役割および有効性と統合規範の改正—エンロン事件の影響と対応— 二〇〇三年一月公表のヒックス報告書<sup>(52)</sup>は、非業務執行取締役の役割および有効性を評価し、その結果を統合規範の改正に反映させることを目的としていた。<sup>(53)</sup> 背景には、米国における二〇〇一年から二〇〇二年にかけてのエンロン、ワールド・コム等の破綻がある。コーポレート・ガバナンスの重大な欠点が破綻の主な原因の一つとされ、非業務執行取締役の有効性と監査機能について検討がなされた。エンロン事件では、非倫理的で詐欺的な行為を発見することが困難でなかったにもかかわらず、非業務執行取締役および外部会計監査人はこれに注意を払っていなかった。米国では、二〇〇二年七月三〇日会社の情報開示および財務報告書類の作成手続の正確性および信頼性を確保することを目的としたサーベンス・オクスレー法（Sarbanes-Oxley Act: Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002）<sup>(54)</sup>が成立した。

また二〇〇二年九月に監査および会計問題に関する調整グループ（Coordinating Group on Audit and Accounting Issues - CGAA）の要請から、FRCに付託され、ロバート・スミス卿により二〇〇三年一月監査委員会に関する報告

書が公表されている（スミス報告書<sup>(55)</sup>）。ヒッグス報告書およびスミス報告書の勧告を受けて、統合規範の改正が行われた。ヒッグス報告書において勧告された統合規範の改正の内容は、以下の通りである。

- ① 取締役会会長を除き、取締役会の半数を独立非業務執行取締役で構成する（A35）。
- ② 非業務執行取締役の独立性について新しい定義が提案され、非業務執行取締役は特質・判断が独立しているものと取締役会で判断され、取締役の判断に影響しうらと思われる関係や事情がない場合、独立性を有していると定義する（A34）。
- ③ 上級非業務執行取締役は年次報告書で特定するが、株主が懸念を抱く場合、取締役会会長またはCEOを通じての通常の方法による接触が不適切、あるいはそれでは問題が解決しない場合、株主は上級非業務執行取締役を利用する（A36）。
- ④ 上級非業務執行取締役は株主の問題や懸念を理解し、他の非業務執行取締役に株主の見解を伝えるため、主要な株主と共に定期的に経営陣会議に出席する。非業務執行取締役は、主要株主との定期的会合に出席する（C2）。
- ⑤ 非業務執行取締役は、定期的に業務執行取締役が出席しない会合を開き、一年に一回は取締役会会長が出席しない会合を開催する。会合は上級非業務執行取締役主導で行われる（A15）。
- ⑥ 指名委員会は、取締役会会長でなく独立・非業務執行取締役が委員長となる（A41）。
- ⑦ 業務執行取締役は、主要企業（FTSE100社等）の非業務執行取締役職、取締役会会長職のいずれも二社以上は就くことができる。いかなる個人も主要企業の取締役会会長職に二社以上就くことができる（A48）。
- ⑧ 最高経営責任者は、現在の会社の取締役会会長に就任できない（A23）

⑨ 一人の非業務執行取締役は三つの取締役会委員会を兼ねられなく(437)。

もつともヒックス報告書による統合規範の改正提案については、企業側等から反発が出され、取締役会内の分裂を引き起こす可能性が示唆された<sup>(56)</sup>。

(4) 会社法規制、最善慣行規範の關係、真実かつ公正な概観規定

(イ) 真実かつ公正な概観規定 次に、Comply or Explain 規定が英国会社法の会計規定である真実かつ公正な概観 (true and fair view) 規定に類似性を有することが指摘される。真実かつ公正な概観規定が英国に導入されたのは一九四八年会社法である。計算書類監査において適用される規定であり、計算書類作成に直接適用されるものではなかったが、計算書類作成において最優先される規定であり、法の不整備等がある場合はそれを補い、作成者に一定の範囲で裁量の余地を認める意図があった。会計規制における補完性と柔軟性の機能を果していると解することができる。

一九七八年EC会社法第四指令が採択され、指令を国内法化した結果、会計および監査に関する規定について制定法を中心とした規制アプローチを採るドイツ、フランス等の大陸法の影響を受けた内容となっている。真実かつ公正な概観規定は維持はなされたが、同指令により修正が加えられ、離脱規定を明文化すること<sup>(57)</sup>で、真実かつ公正な概観規定の優先性が明確になり、柔軟な法の運用にも資することとなった。その後、法の裏付けがない会計基準における不遵守が多発し、一九八九年会社法は会社法規定にのみ求められていた離脱による説明を会計基準にも要求するようになった。

(ロ) 英国会社法における取締役会に対する法規制 英国会社法の特徴は、コーポレート・ガバナンスの議論の中心である取締役会に対する規制が小さいことであり、Comply or Explain 規定の適用対象である最善慣行の進展を導いた

と考えられる。取締役会の構造について英国会社法は会社が有しななければならない取締役の最低人数を明記するのみで、取締役が誰に任命されるべきかを規定しない。任期についても規定はなく、五年を超える期間の取締役の任用契約 (contract of service) は株主総会承認が要求されると規定される。<sup>(58)</sup>

英国会社法は一層制か二層制か、取締役会に内部委員会を置くか、業務執行取締役 (ED) と非業務執行取締役 (NED) の混合・バランス、同一人物が CEO と取締役会会長 (chairman) の地位を兼ねるか、取締役が有すべき特定の属性 (専門的資格、独立性) についても明記しておらず、こうした事項は最善慣行である統合規範が定めている。取締役会の役割についても会社法は主として沈黙しているとされ、取締役会全体の役割として、取締役会の経営権限はデフォルト条項においてのみ存在する (A表第七〇条)<sup>(59)</sup>。

英国では取締役会に対する法規制は非常に緩やかなもので、取締役会は広範な業務執行の権限を有し、かかる法規制の下、コーポレート・ガバナンス規制における最善慣行、これに適用される Comply or Explain 規定が形成され、適用範囲がコーポレート・ガバナンス規制の領域に展開されていくことになる。

我が国においては、英国では最善慣行規範などのソフトローに委ねられる部分について、相応の会社法規制があり、強制法規である。この点では、ソフトローであるコーポレート・ガバナンス・コードに依拠すべき領域が相対的には多くないことになろうが、補完性・柔軟性の乏しさに繋がるといえるようか。Comply or Explain ルールによる強制性の發揮する余地が少ないことにもなる。ここは、近年は会社法制が原則自由で規律の緩い方向性にあることはつとに指摘されており、トータルで見れば、その分を強制力を一定程度備えたソフトロー部分の充実により、実効性を確保して来つつあるともいえる。国際競争力強化の観点もあり、各社の自由な機関設計を認めつつ、長期的視点からの

コーポレート・ガバナンス向上を目指すことになる。

## 第二章 英国におけるコーポレート・ガバナンスと新たなリスクマネジメント

### —コーポレート・ガバナンスとリスクマネジメントの結合—

#### 1. 英国におけるコーポレート・ガバナンスとERM

(1) 英国におけるコーポレート・ガバナンスとERM 英国では、上記の通り、一九八〇年—一九〇年代初めの大企業の不祥事、倒産などを背景にコーポレート・ガバナンス改革の必要性が議論された。かかる前提の下に、英国におけるコーポレート・ガバナンスと新たなリスクマネジメントの結合に議論を進展させていきたい。

英国ではコーポレート・ガバナンスと全社的・戦略的リスクマネジメントであるERM (Enterprise Risk Management) の基礎が築かれた。一九九八年にキャドバリー報告書、グリーンブリー報告、ハンベル報告書の三つが統合され、統合規範として纏められた。その後、ロンドン証券取引所の上場企業が統合規範の要求を充たし、内部統制構築を図ることを助けるため、一九九九年ターンブル報告書が発表され、同報告書は上場企業の取締役会が統合規範の内部統制に関する原則、条項を遵守するためのガイダンスを示しており、株主保護と企業資産保全に役立つ健全な内部統制システムの確立、有効性のレビューに際してリスク指向のアプローチを採用することを念頭に置き、適切な判断を下すことを取締役会に求めたものである。統合規範では企業経営が正しく行われることを確保するためのコーポレート・ガバナンス原則が述べられ、取締役が株主に対して持つ説明責任の一部として内部統制が定義され、これを受けターンブル報告書は健全な内部統制システムの要素としてリスクマネジメントの重要性を述べる。同報告書では取締役

役会の主要な責任は企業グループ全体の内部統制が有効に機能していることをチェックすることで、健全な内部統制システムはリスクベースのアプローチによるベストプラクティスを試みることにする。具体的には取締役会に対して、企業の重大なリスクを洗い出し、評価・管理するプロセスの実施と見直しの活動が取締役会の期待に応えたものかについて開示することが奨励される。

(2) 我が国におけるERM 我が国では、市場の要求としてのガバナンスの発達は十分とはいえない。説明責任のためのERM導入のインセンティブは市場主導のシステムに比べ弱く、今後の普及にはERM導入を求める監督機関の法規制を必要とする面もあろうか。

欧米の市場主導システムと我が国の相違は、組織に密着した共同体の重要性を強調する内部主義の気質の存在があり、コーポレート・ガバナンス改革において外部との関わり合いの支持が拡がらないことも一因であろう。市場のグローバル化を背景に、我が国も市場主導のコーポレート・ガバナンス・システムに向かって進みつつあり、透明性と説明責任を是認する段階に入っている。<sup>(61)</sup>新しいコーポレート・ガバナンス・モデル構築のためには企業経営の透明性と特にガバナンス・リスクの評価が重要であり、この観点からも説明責任を担保するリスクマネジメントの重要性が増大しよう。

英国は市場主導のアプローチによりコーポレート・ガバナンス改革を推進し、ターンブル報告書の準拠を嚆矢として、実用的ERMの実現を達成している。英国のERM導入の経験を我が国の内部統制関連の法規制とERMの実践の間の齟齬<sup>(63)</sup>を埋める解決策として活用できることが期待される。

2. ターンブル報告書におけるコーポレート・ガバナンスとリスクマネジメントの結合

ERMに関して、特にターンブル報告書ではコーポレート・ガバナンスとリスクマネジメントの結合が述べられている点が注目される。ターンブル・ガイダンスの構成は、イントロダクション、健全な内部統制システムの維持、内部統制の有効性の審査、内部統制についての取締役会の説明、内部監査、付録となっている。<sup>(64)</sup>「内部統制とリスク管理の重要性10」において、内部統制システムは会社の事業目的の実現に重要なリスクのマネジメントを行う際、重要な役割を担う。健全な内部統制システムは株主の投資と会社の資産の保護に貢献する。「内部統制とリスク管理の重要性13」では、会社の目的や会社の内部組織と事業展開する外部環境は絶えず進展しているため、会社が直面するリスクは絶えず変化している。従って健全な内部統制システムは、会社が直面するリスクの性質と規模を詳細かつ恒常的に評価することと深い関わりを持つ。利益は、部分的には事業リスクを適切に取り込むことにより得られる報酬である。このため内部統制の目的は、リスクを無くすより、むしろ適切にマネジメントを行い、統制し易くすることである。「健全な内部統制システムの維持・責任17」では、内部統制の政策（その政策によって会社固有の状況下で健全な内部統制システムを評価する）を決定する際、取締役会は次の要素を審議すべきである。会社が直面しているリスクの性質と大きさ、会社が許容可能としたリスク、憂慮されるリスクの実現可能性・発生頻度、事故削減の会社の能力およびリスクが顕現した場合の業務に与えるインパクトを減らす能力、関連リスクのマネジメントにより得られる利益に関係する特定の統制を行う費用。「健全な内部統制システムの維持・責任18」では、リスクと統制に関する取締役会の政策を実行することは経営者の役割である。経営者はその責任を果す場合、会社が直面するリスクで取締役会の検討対象となるリスクを認識、評価し、取締役会が採用した政策を実行する内部統制の適当なシステムを設計、操作し、モニターすべきである。

コーポレート・ガバナンスとリスクマネジメントの結合について、ロンドン証券取引所上場企業の経営者は内部統制システムによって支えられたリスクマネジメントを行わなければならない。注目すべきは、①コーポレート・ガバナンス論の中にリスクマネジメントがビルトインされたこと、②リスクマネジメントは、損失も利益も生ずるリスクも対象となっていること、③内部統制システムはリスクマネジメントを実行するについて重大な役割を担うものとされたことである。①は、コーポレート・ガバナンスの関係が希薄であった従来のリスクマネジメントの画期的な変容といえる。③は、米国において提唱された管理手法としての内部統制をコーポレート・ガバナンスの基礎であるリスクマネジメントを支える手法として採用したことになる。かかる経過を経て英国においてはコーポレート・ガバナンスとリスクマネジメントが結合したといえよう。「ターニブルの実践…取締役会への説明というレポートで詳しい実行方法が解説されている。

我が国におけるリスクマネジメントについては、オペレーショナル・リスク中心の負のリスク (only downside risk) のリスクマネジメントの解説書が多く、内部統制と結びついた組織全体を業績の向上に向けて方向付けするERMは言葉では唱えられているが、具体的な実行方法については各企業の自主性に任せられているのが実情といえる。「ターニブルの実践…取締役会への説明」で、いかにリスクマネジメントと内部統制を事業目標に結びつけるかについて留意事項が具体的に分かり易く記述されている。

なお、リスクマネジメントに関しては、「新リスクマネジメントスタンダード」として、二〇〇二年九月英国の三大リスクマネジメント機関であるIRM (The Institute of Risk Management) ʼ AIRMIC (The Association of Insurance and Risk Managers) ʼ ALARM (The National Forum for Risk Management in the Public Sector) ʼ A Risk Management

Standardを発表した。<sup>(65)</sup>

このスタンダードには下記の特徴がある。①対象リスクの範囲を upside と downside の両リスクとし、対象とするリスクの範囲を損失も利益も発生するリスクにまで拡大している。米国の COSO2 のリスクの定義は、組織の戦略や目的達成に影響するような内的・外的事象をイベントという。正の影響を与えるイベントを機会 (opportunity)、負の影響を与えるイベントをリスク (risk) という、とされ、機会のマネジメントはリスクマネジメントの対象外と見做される。②内部統制を意識した規定を詳しく入れている。(i)リスク対策はこれを行う組織に少なくとも次のような事態をもたらす必要がある。効果的、効率的な業務、効果的な内部統制、コンプライアンス。(ii)取締役会の役割は、組織の戦略的な方向性を決定し、リスクマネジメントが効果あるものとなるような環境、枠組みをつくること。また内部統制システムの評価に際しては次のことを考慮すべきである。どのようなリスクをどの程度まで企業の事業活動の中で保有できるか、そのようなリスクが顕在化する確率はどのぐらいか、保有できないリスクはどのように管理されるべきか、企業がどの程度リスク顕在化の可能性や事業への影響を抑えることができるか、リスクとその管理活動についての利害得失(費用、効果)、リスクマネジメント・プロセスの有効性、取締役会の決定に際してのリスクの考慮。③財務の重視として、リスク対応では、(i)コントロール・軽減、(ii)回避、(iii)移転、(iv)リスクファイナンスとされ、財務が重視されている。リスク対応の最後にリスクファイナンスングに関し、損失あるいは損失の要素の中には保険でカバーできないものがあると書かれている。<sup>(66)</sup> 経営者の関与として、リスクマネジメント・プロセスが効果的に機能するために組織の最高経営者および経営幹部によるコミットメントが要求される。取締役会は組織の戦略的な方向性を決定し、リスクマネジメントが効果的に機能するように環境・制度を整備する責任を有する。

## 第三章 リーマン金融危機と Approved Persons 制度

1. ウォーカー報告書にみる金融危機後のコーポレート・ガバナンス リーマン金融危機後の英国のコーポレート・ガバナンス改革について、ウォーカー報告書を探り上げていきたい。<sup>(67)</sup> 金融機関監督に関連した問題に対処すべく、英国政府は問題のレビューのために二〇〇九年二月デビッド・ウォーカー卿に銀行およびその他の金融機関 (Bank and Other Financial Institutions BOFI) に関する調査を依頼した。調査では金融機関の取締役会のリスク管理体制、取締役のスキル・独立性、取締役会の実際の行動の有効性などが含まれ、機関投資家の役割、英国の問題に対するアプローチが国際的なプラクティスと比較して一貫性があったかなども調査された。調査には一八〇社以上から回答が寄せられ、最終報告書として二〇〇九年一月二六日公表されている。ウォーカー報告書は取締役会の規模・構成・機能・パフォーマンス評価、投資家の役割、リスクガバナンス、報酬など多くの提言を行い、結論として政府の金融機関監督に欠陥があった旨を報告した。金融機関の組織体制でなく行動パターンに問題があったことを指摘し、統合規範自体に問題はないが、より厳格に実際に適用することが求められると報告した。同報告書においては機関投資家に対しても受動的でなく積極的に早期段階から企業と関わりを持つ体制構築を図るべきことを提言をしている。投資家責任を明示したスチュワードシップ・コード (Stewardship Code) が新たに提案され、投資家に規範の受入れが薦められ、FRC が監督することになった。

ウォーカー報告書の他の提言内容には、取締役会会長の選任を年一回実施すること、報酬に関する反対票が二五%以上となる場合に株主に対し報酬委員会委員長の再任を問うものもある。多くの提言内容を統合規範、スチュワード

シップ・コードにより実現すべきことを述べ、Comply or Explain(遵守を求め、遵守しない場合はその理由を説明する)形で実施されることとなった。同報告書は厳密には銀行その他の金融機関(BOFI)のみに該当するものであるが、他業界の様々な企業においても十分な意義があるものといえる。

またFRCは統合規範に対する報告、コンサルテーション・ドキュメントを発表し、金融機関以外の企業はコーポレート・ガバナンスにおける深刻な欠陥、失敗はなかった旨が報告された、FRCは政府の要請によりスチュワードシップ規範の監督を行うこととなった。他方、統合規範に関しては、株主に対する説明責任を一層高める内容となっており、取締役会会長、取締役全員を毎年選挙により選任すべきことが提言される。独立非業務執行取締役に関して、会社において多くの時間を費やすべきことも提言され、取締役会評価、リスク管理、報酬にも言及されている<sup>(68)</sup>。ガバナンスに関しては、(i)リスクを取る過程や報酬を決定する過程において、非業務執行取締役の役割を増やすことで銀行を始めとした大規模金融機関の取締役会の機能を変えるべきこと。(ii)今次金融危機において自社が抱えるリスクの種類や規模に関する取締役の認識が不十分であったことを踏まえて、取締役は、リスク管理の問題を議論する役員クラスの間であるリスク委員会に対し自社が抱えるリスクを精査するための強い権限を与えるべきこと。(iii)リスク管理の責任者であり企業全体のリスクを取る過程を監督するべきChief Risk Officer(CRO)は、取締役会に出席すべきこと。(iv)持続可能な業績を上げるための高い規律を取締役が保つことができなかつたことを踏まえて、取締役会議長は一年ごとに再選出すべきこと。(v)取締役でない業務執行役員が従前以上に取締役会の業務に時間を費やすべきこと。(vi)機関投資家は株主としての責務を積極的に果たすべきこと等が述べられている。その他、報酬に関して既存のボナスの枠組みは短期業績に報いる形のため過度なリスク・テイクを助長したとの認識に基づき、高額報酬を得た取締

役に報酬に関する一層の情報公開をさせること、企業全体の報酬額の精査の報酬委員会に強い権限を与えることも言及されている<sup>(69)</sup>。

2. Approved Persons 制度と金融危機の接点 コーポレート・ガバナンスの実践について、二〇〇九年ウォーカー報告書はリスク機能 (Risk Function Role)、<sup>(70)</sup> 議長の役割 (Chairman Role) などコントロール機能 (Control Function) を細分化し、枠組みを留意している。ウォーカー報告書では Consultation paper は発出されたものの法的な強制力を持たず、精神的な枠組みに止まり<sup>(13)</sup>、内容を補完する意味合いから、行為規制において CEO (最高業務執行責任者)、Chairman など key person は FCA の個別承認を受ける必要があるものとされた (Approved Persons)。個人的資質を問われ、形式面でなく実質的な内容を求められる。本社の論功行賞によるローテーション人事・派遣では承認されない状況となっている。

かかる Approved Persons 制度は、二〇〇〇年発効の FSMA2000 (Financial Services & Market Act 2000) の section59を根拠法令 (条項) とし、法令に基づき FSA (FCA/PRA) Handbook において詳細な規定がされる<sup>(70)</sup>。ウォーカー報告書において、後掲の通り、Chairman や非業務執行取締役 (NED) の責任と役割強化、Risk Committee 設置などリスク管理態勢強化が提言されたが、当時の FSA はこの提言に基づき、コーポレート・ガバナンス・コード改訂の中で Approved Persons 制度の一部変更を進めてきたものである。

指名委員会については、人事権保持の観点から経済界が抵抗したこと、さらに内部の役員が存在しなければ従前の役員候補者の評価、業績、長期間にわたる人物像や人望など、当該企業において全従業員が納得する人選はできにくい点が考えられよう。こうした場合、独立性のある非業務執行取締役としては、社外・独立取締役が念頭にあるとみられ、社内・非業務執行取締役の役割・機能については想定していないとみられる。

二〇〇三年改正統合コードでは、独立性のある者が監督機能担保のための重要要素であると考えている。機関投資家の影響が大きく、取締役に就任するなど直接業務執行者を監督することができない機関投資家に代わって取締役会が監督機能を果たすことが期待され、構成員として非業務執行取締役の存在が重要視されている。

2. 非業務執行取締役の注意義務と Approved Persons 制度ならびに二〇一〇年版・二〇一四年九月版コーポレート・ガバナンス・コード

コーポレート・ガバナンス・コードについては、二〇一〇年版に続いて二〇一四年九月改訂版が出されている。非業務執行取締役の注意義務とコーポレート・ガバナンス・コードの影響について検討を深めたい。かかる問題点については、二〇一〇年コード改訂が大きな転機になっている。最初に同コードの改正点を検討し、更に最新の二〇一四年九月改訂版コードをみておきたい。Approved Persons 制度の整合性、導入が意識される部分である。

(1) ウォーカー報告書と二〇一〇年コード改訂 二〇一〇年コード改訂の経緯は、ウォーカー報告書である。統合コード改正は二〇〇八年サブプライム問題に端を発する金融危機が淵源となり、英国では金融機関におけるガバナンスの検討をデヴィット・ウォーカー卿に委嘱する。二〇〇九年一月ウォーカー報告書 (A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities final recommendations) が公表される。上場会社に対する提案でもあり、

FRCも統合コード改正においてウォーカー報告書の提案を参考としている。

ウォーカー報告書はガバナンスに関して以下の提案を行う。会社の長期的利益を追求するためには、取締役会の監督機能が重要である。取締役会は業務執行者に対し、より厳格な業績評価を行なう責任を負う (recommendation 12)。関連して、取締役会の監督が機能するため、取締役会議長と非業務執行取締役の役割と責任の明確化が必要である。取締役会議長は、取締役会を効率的に運営するため会社に関する十分な知識とリーダーシップを持つていなければならない (recommendation 8)。取締役会が効率的に機能するため、自身が監督や審議をする上で必要な適切な時間を確保しなければならない (recommendation 7)。

非業務執行取締役に關し、ウォーカー報告書はヒッグス報告書と比べ、具体的に非業務執行取締役の役割や備えていべき要件を提案する。取締役会議長および全取締役は、毎年再任手続きに付されなければならない (recommendation 10)、取締役会議長が適切でない判断を行なった場合、筆頭独立取締役 (senior independent director) が、議長に代わって取締役会を運営し、株主と取締役会議長の関係を構築するために役割を負うべきである (recommendation 11)。常に取締役会の構成員の健全性が維持されるように配慮される。取締役会議長と非業務執行取締役の報酬は、業績とは関連しない報酬制度を構築することが求められる (14)。短期的利益を求めがちな業務執行者に対し、取締役会が同一の傾向を持つことなく歯止めとして機能することを期待している。

取締役会と別に、リスクと内部統制を検討するリスク委員会 (the board risk committee) を設置すること (recommendation 23) が提案された。金融危機の原因が金融機関のリスク管理と内部統制の整備の不足にあるという認識に基づくもので、リスク委員会構成員である非業務執行取締役は個々の情報を十分理解している必要がある。

ウォーカー報告書において注目すべきは、取締役会の監督機能を向上させるため、構成員に対し会社に関する知識や理解を求める部分である。独立性のみを求めた従前のガバナンスの考え方に加え、取締役の専門性を要求したと考えることができる。Approved Persons 制度に繋がる部分であろう。

また二〇〇九年一月 FRC (英国財務報告評議会) は統合コード改正に関して Final Report<sup>(72)</sup> Consultation Paper<sup>(73)</sup> を公表し、UK Corporate Governance Code<sup>(74)</sup> に名称変更されて公表された。統合コードと同様に、キャドバリー報告書以来のソフトローによる規制を踏襲し、ガバナンス・コードも上場規則に採用され、上場会社に対する強制力は統合コードと同等である。

二〇一〇年改訂コーポレート・ガバナンス・コードは、ウォーカー報告書を参考に追加・変更を行なっている。統合コードと同様に、主要原則 (Main Principles)、補助原則 (Supporting Principles)、規範条項 (Code provisions) が定められる。改訂コードでは五つの項目 (Section) に分けられ、リーダーシップ (leadership)、効率性 (effectiveness)、説明責任 (accountability)、報酬 (remuneration)、株主との関係 (relation with shareholders) としている。従前はリーダーシップと効率性に関する部分は取締役 (director) の項目にあったが、監督機能向上のため、取締役会議長と非業務執行取締役に関する規定を明確に分けた。二〇一〇年改訂では、取締役会の構成員の役割と責任の明確化が中心となり<sup>(75)</sup>。これらは、概ね二〇一四年九月改訂コードにも踏襲されている。取締役会は、会社が長期的に成功 (the long-term success) するように全体として責任を負うべきである (A1)。二〇一〇年改訂では、「長期的に」という文言を追加し、統合コードと比べて取締役会の目的が具体的に規定された。取締役会に対して独立性に加え、義務や責任を果たすために必要な知識や経験を有していることを要求する (B1)。取締役会議長に関する規定 (A3 main principle) が主要原

則として二〇一〇年コードにおいて初めて設けられた。

非業務執行取締役に関して、取締役会の構成員の過半数は独立性のある非業務執行取締役でなければならぬとされ、Approved Persons 制度の接点となるところである。取締役は自身の業務を行なうために十分な時間を確保しなければならぬ (Main Principle B3)。必要とされる時間を具体的に明記するか、兼任する非業務執行取締役では監督を行なう上で十分な時間を確保することが可能か、兼任規制を行なう必要があるかなども議論され、結局明記はされなかった。

取締役は、取締役会に参加するため、必要なスキル (skill) と知識を備えていなければならない (Main Principle B4)。これもまた Approved Persons 制度の接点といえる。内部統制に関する規定として、年次報告書に会社のビジネスモデルを開示しなければならず、取締役はビジネスモデルを説明する義務を負う (C12)。非業務執行取締役は、会社のリスクに関する一定程度の情報、知識を有していることが要求される。二〇一〇年改訂前は、監査委員会構成員に対して一定程度の財務経験を要求するに止まっていたが、改訂後は委員会構成員になった非業務執行取締役全員が一定程度の知識や能力を備えることを要求される (Main Principle B1)。専門取締役 (Professional director) という用語が用いられ、非業務執行取締役は単なる独立した者でなく、監督を行なう上で適切な専門的能力を有した者とする。

3. FCA コードと Approved Persons—Financial Conduct Authority Handbook や Threshold Conditions Code—二〇一〇年コード以降、取締役は適格性の審査を受けることになった。かかる Approved Persons 制度については、二〇一三年 FSA が解体され、FCA (Financial Conduct Authority) と PRA (Prudential Regulation Authority) の二本立てとなり、これに伴い、Financial Conduct Authority Handbook に基づく Threshold Conditions Code (C10

(76) N D) が策定され、<sup>(77)</sup>その中で Approved Persons について規定されることとなっている。

4. 二〇一四年九月改訂版コーポレート・ガバナンス・コードの考察

(1) 二〇一四年九月改訂版コーポレート・ガバナンス・コード コーポレート・ガバナンス・コードに関して、FR C (英国財務報告審議会) から最新版のものとして二〇一四年九月改訂版コードが発出されている。<sup>(78)</sup>

取締役の独立性に関しては過去五年以内に当該会社またはグループの従業員であったこと、過去三年以内に直接に会社とビジネス上の重要な関係があったこと、または会社とビジネス上の重要な関係を有する団体のパートナー、株主、取締役または幹部であったこと。役員報酬以外に追加報酬を受領したことがあるか現に受領していること、会社のストック・オプションか業績連動型の報酬スキームを付与されていること、または会社の年金スキームのメンバーであること、会社のアドバイザー、取締役または幹部職員 (senior employees) と近い親族関係にあること、他の会社／団体が相互に取締役を選任している関係にある (cross-directorships) か、当該他の会社／団体の取締役と重要な連携関係にあること、大株主 (significant shareholder) を代表していること、最初の選任の日以降九年間以上にわたり取締役を務めていることについて、当該者を独立取締役と決定した場合にはその理由を年次報告書において示すべきである (B11)。

取締役のコミットメントの規定がされている。スケジュールシップ・コードとの接点であろう。すべての取締役は、その責務を有効に果たすにあたり十分な時間を会社のために割くことが可能であるべきである (Main Principle B3)。

取締役の研鑽 (development) の規定がされる。Approved Persons 制度に関連する規定である。すべての取締役は、取締役会に加わるにあたって就任ガイダンス (induction) を受けるべきであり、また、そのスキルと知識を随時更新・

アップデートすべきである (Main Principle B4)。取締役会議長は、そのスキルと知識を、また、取締役会や取締役会委員会において役割を果たすために必要な会社情報を、絶えずアップデートするようにすべきである (Supporting Principles)。会社は、自社の取締役が知識・能力を研鑽・アップデートするために必要なリソースを提供すべきである。すべての取締役は、自らが有効に機能するために、会社に関する適正な知識と会社の業務・従業員へのアクセスを必要とする。取締役会議長は、新しい取締役が加わる際には、十分かつ正式な、本人に適した就任ガイダンスが受けられるようにすべきである。この一環として、取締役は、主要株主と面会する機会を得るべきである (B4.1)。取締役会議長は、取締役の研修・研鑽 (training and development) ニーズに関して、随時、レビューを行うとともに各取締役と合意すべきである (B4.2)。

リスク管理と内部統制について、戦略的リスクマネジメント (ERM)、更には積極的妥当性にも踏み込む可能性を有する規定がされている。取締役会は、その戦略目標 (strategic objectives) を達成するに当たり、取ろうとしている主要なリスクの性質と範囲を特定する責務を負う。取締役会は、健全なリスク管理と内部統制システムを維持すべきである (Main Principle C2)。

取締役会は、少なくとも三名の、または小規模な会社の場合には二名の一五、独立非業務執行取締役から構成される監査委員会を設立すべきである。小規模な会社の場合、独立非業務執行取締役に加えて、取締役会議長が、議長就任時に独立取締役とされた者である場合に限り、監査委員会の委員 (ただし委員長ではない) になることができる。取締役会は、監査委員会のメンバーのうち少なくとも一名は、最近において財務に関する経験 (financial experience) を有する者とすべきである (C3.1)。監査委員会の主要な役割と責任は、文書の形で設置要綱 (terms of reference) に明

記されるべきであり、そこには下記の事項が含まれるべきである (C32)。会社の財務報告のほか、会社の財務業績に関するすべての公式発表について、その真正性 (integrity) をモニターし、それらに関する財務報告上の重要な判断をレビューすること。会社の財務にかかる内部統制 (internal financial controls) をレビューすること。さらに、独立取締役から構成されるリスク委員会が取締役会自身がこの問題に取り組んでいることが明らかでない限り、会社の内部統制・リスク管理システムをレビューすること。会社の内部監査 (internal audit) 機能の有効性をモニターし、レビューすること。

リスクマネジメントについては、ウォーカー・レビューの提言を英国金融サービス機構 (Financial Services Authority (FSA)) が FSA Handbook の中で詳細にルール化している。FSA 解体後もルール・ブックである FSA Handbook は残され、基本規準は FSA のプリンシプル・ベースのアプローチに依拠している。行為規制 (Conduct)、数値規制 (Prudential) からなる。FSA のプリンシプル・ベースは、規制により消費者が享受しうる便益・効果を規制の結果として達成することを金融機関に求める結果アプローチを特徴とし、金融機関は FSA の示す規制の結果を踏まえ、自主的・自律的に対応を行うことが求められる。

株主との対話について、目指すところ (objectives) についての相互理解に基づき、株主と対話 (dialogue) を行うべきである。取締役会全体が、株主との間で満足のいく対話が行われるようにする責務を負っている (Main Principle E.1)。株主総会の建設的な活用について、取締役会は、株主と意思疎通を図り、株主の参加を促すために株主総会を活用すべきである (Main Principle E.2)。

非業務執行取締役を会社がいかに確保するか、今後の課題となる。統合コードの時期から、英国取締役協会 (IOD:

Institute of Directors) による取締役認証制度<sup>(8)</sup>、非業務執行取締役のデータベース化が進められている。

業務執行取締役に対して一定程度の専門性と能力を要求する規定は、英国の取締役の責任に関する議論に影響を与える可能性がある。即ち、コードの改正によって、取締役会の監督機能がさらに純化され、非業務執行取締役に独立性に加えて専門性や能力を課す規定が加えられ、非業務執行取締役の責任に影響を与える可能性がある。非業務執行取締役は、実務上の区別であり、制定法上または判例法上、特有の義務を有しているとは考えられなかった。しかし最近になり、上場会社における取締役会の監督や内部統制に関心が集まり、the Secretary of State v. Swan and North 事件、Commonwealth Oil and Gas Co. Ltd. v. Baxter 事件において非業務執行取締役に<sup>(9)</sup>重要な判決も出される。取締役会や監査委員会を中心である非業務執行取締役の責任について関心が集まっているといえる。非業務執行取締役の重要な義務違反として挙げられるのは監督義務違反などの注意義務 (duty of care and skill and diligence) 違反の問題であり、上記において検討が進められてきた。Approved Persons の概念などの議論につながる部分であると史料される。

(2) ガバナンス・コードの影響—Approved Persons の接点、注意義務の二重基準と非業務執行取締役 英国では、取締役の注意義務に関して二重基準を用いて判断しているが、近時のガバナンス・コード改正がこの基準に大きな影響を及ぼすことが考えられる。主観的基準を補完するために客観的基準を加えることが有用であると考えられてきた。しかしガバナンス・コード改正により、取締役に専門性、能力を課す規定が設けられ、主観的基準の判断基準が実質的に引き上げられることが考えられる。取締役の専門性の高まりから、主観的基準の引き上げは指摘されていた。<sup>(8)</sup>

抽象的にのみ把握されてきた取締役の専門性が、ガバナンス・コード規定により具体的に示され、取締役が認識し

ていたことを基準に判断することにより、抽象的な取締役に要求する客観的基準により判断するより重い責任が課される可能性が高まる。

私見であるが、米国の注意義務や忠実義務の規範化概念の議論として把握ができる部分を英国では実質的にはガバナンス・コードが担っていることを示唆していよう。英国では主として注意義務の領域において判例・議論が多いが、信認義務を頂点とする米国と異なり、我が国では善管注意義務の概念が最上位にあることとパラレルに理解できよう。<sup>(82)</sup>米国では、注意義務に加えて、忠実義務に関するグッドフェイス (good faith) の義務の境界あるいは異同に関する議論・判例が多く出されるが、英国ではこうした領域の規範はコード概念において示され、上場企業に対する縛りとなり、さらに二〇〇六年会社法改正による一般的義務の関連として明確にされ、包摂されてきていると理解されようか。

かかる傾向は、主観的基準により会計知識を有していると考えられた非業務執行取締役に重い責任を認めた一九七七年 *Dorchester Finance Co. Ltd v. Stebbing* 事件判決<sup>(83)</sup>に窺える。二重基準の鼎立した現在、主観的基準により客観的基準より重い責任が課される可能性があろう。<sup>(84)</sup> *Re City Equitable Fire Insurance Co. Ltd* 事件判決と以前の判決は、非業務執行取締役に相当する取締役の注意義務の問題が大部分である。一方 *Norman v. Theodore Goddard* 事件判決<sup>(85)</sup>の二重基準で判断した事案の多くは、業務執行取締役の問題で状況が異なる。判例は変更されていない可能性を指摘する。

上場会社は年次報告書などで取締役が能力を有していることを開示し、開示された取締役は取締役としての専門能力を有していることが推定され、不祥事が起きた場合、主観的基準により重い責任を負わされる可能性が出てきたことになる。役職により専門性が異なる場合、主観的基準によって柔軟・妥当な判断が可能となり、適切な責任追及が

できる。

非業務執行取締役としては、取締役の専門化に伴う責任の厳格化により、非業務執行取締役の候補者が減少することになりかねず、取締役対象の保険 (D&O insurance) も問題となる。上場会社では、取締役の専門化は当然の傾向であり、非業務執行取締役も監督者として専門的な知識・経験を有することに努めなければならない。責任を負うべきは当然でもあろう。the Secretary of State v. Swan and North 事件判決<sup>(86)</sup>では、裁判所は取締役会副議長、監査委員会は当然でもあろう。委員長を兼ねた非業務執行取締役に対して、知識や経験があるため、財務担当取締役の情報を用いるだけでは足りず、自ら適切に監督する必要があること、十分に監督しなかったならば責任を負うことを判示している。

主観的基準の補完のための客観的基準から、客観的基準を補完するための主観的基準に機能的変化がみられる。英国で取締役の注意義務が問題になる場合、中小規模会社が多く、取締役に専門性を求めることができなない名目的取締役にいかなる基準で責任を負わせるべきかが問題であった。主観的基準により取締役の責任を免れることが多く、対応策として客観的基準が用いられてきた。

現在は、取締役の注意義務が問題となる事案は上場会社に多くみられるようになり、上場会社における取締役会の監督機能の高度化と共に、取締役会の構成員である非業務執行取締役の注意義務は変容していくと考えられる。監督者として期待される最低限の基準としての①客観的基準があり、その上で、②主観的基準は(a)専門家、(b)ガバナンス・コードにより一定の知識や能力を要求される取締役に對して、客観的基準を超える厳しい責任を負わせる基準として機能する可能性がある。上場会社に対し、実質的に構成員の質の面から取締役会の適切な監督機能を求めることとなる。

私見であるが、(b)の部分が、Approved Persons に該当するが、その適用対象は経営陣に加えて、拡大傾向がみられる。即ち、取締役を対象とする制度に止まらず、独自の制度・基準として、スチュワードシップ・コード、あるいはコーポレート・ガバナンス・コードの多重・重畳適用の可能性と共に、適用領域を拡大しつつあるものといえよう。海外金融資本の英国現地法人に対する適用など、上場企業に限定した適用に止まらない。また Approved Persons に対する要求事項は、専門性に止まらず、誠実さなどの規範概念も含んでいる。米国では、コードが存在せず、こうした部分は判例による忠実義務などの概念化で柔軟に取り込んできたとみられる。英国における注意義務の検討過程での二重基準を枠を超えてきた問題といえ、米国における忠実義務あるいはグッドフェイスの義務として理解されてきた部分であり、英国ではコードが担う領域といえる。英国では、今後会社法規定、取締役の注意義務に関する判例形成、コード規範等との整合性をいかに保ちつつ、コーポレート・ガバナンスの規律を保っていくか、注視されることとなる。

二〇一二年九月ガバナンス・コード改訂により、上場会社の取締役会は独立性を高める規定が置かれ、監督機能の純化が進んだ。取締役に對して一定の専門性や能力を課す規定が置かれ、取締役の専門化の必要性の現れである。非業務執行取締役は、監督者として会社から独立しているのみでは業務執行者を監督することは困難である。

一方、専門性や能力を取締役に求めることは独立性と相反することも指摘される。同業種の会社を複数兼任することも考えられ、専門性と独立性の調和が英国企業法制の課題といえる。我が国も、上場会社の取締役の専門化は必然の流れであり、会社法でなくとも、上場規則などソフトローによって専門性や能力を課す規定を置くか議論される。ガバナンス・コード改正により、大規模上場会社の非業務執行取締役の特に注意義務に関する判断基準に大きな影響

を及ぼす可能性がある。ガバナンス・コードにより専門性や能力を求められ、主観的基準によって客観的基準よりも重い責任を負わされる可能性がある。高まってく非業務取締役の責任に対して、どのような場合に責任を免れうるのか問題として残る。株主代表訴訟制度の整備と共に、取締役責任免除制度も重要な検討課題になる<sup>(87)</sup>。

主観的基準によって重くなつた非業務執行取締役の責任の免除について、現行の取締役責任免除制度か、安全港ルール (safe harbor rule) を作るかが問題である。我が国判例をみて、経営判断原則の適用基準とされる取締役には、いかなる取締役が想定されているか、明らかではない。客観的基準といった抽象的な取締役を想定する場合、専門化が進む中で適切な基準として機能するか、疑問である。主観的基準を含めた二重基準を取り入れることはありうる<sup>(88)</sup>。

米国の忠実義務などで考察されるが、責任減免制度のレベルで検討することも考えられるが、事後的な作法的段階であるだけに、非業務執行取締役としての独立役員、社外取締役・監査役、更には社内非業務執行取締役について、注意義務違反の判断レベルと合わせて検討を進めることが望まれよう。

また反トラスト法領域との比較として、エンフォースメントと刑事訴追の分断 (separation of prosecutor from enforcement)、両罰規定と刑事・民事罰、適切な手続きの面 (due process concerns) の制度設計等も今後の考察対象となろう。即ち、私見であるが、今後、英国でスチュワードシップ・コードの事例の蓄積に伴い、行政処分から不服審査・司法判断へと進むことも予想される。反トラスト法分野では、抑止力の点で有用であるとして、米国 FCPA などにおいて個人に対する刑事罰が執行されている<sup>(89)</sup>。その場合のエンフォースメントを図る行政当局と刑事訴追の訴訟当局の関係、両罰規定と刑事・民事罰のあり方、私訴 (private suit) が出される場合の代表訴訟・集団訴訟 (collective actions) や三倍賠償制度ならびに証拠開示 (discovery) のあり方など適切な手続面 (due process concerns) の制度設計が将来の

検討課題となろう。

### 第三部 英国金融規制改革とリスクアセスメント・フレームワーク

#### 第一章 英国における金融機関の監督手法 (ARROW) のリスクアセスメント・フレームワーク

1. UKFSAと行政目的 英国における金融機関の監督手法 (ARROW) とリスクアセスメント・フレームワークをみてきた<sup>9)</sup>。UKFSA (英国金融サービス機構) と行政目的をみると、二〇〇〇年金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act 2000) により設立され、それまで複数の機関に分散していた銀行・証券会社・保険会社などに對する監督権限を統合した。四つの行政目的 (金融サービス市場法第二条) として、①英国金融システムの信頼維持、②公衆の啓蒙、③利用者の保護、④金融犯罪の削減がある。

2. ARROW のリスク評価プロセス ARROW (Advanced Risk Responsive Operating Framework) は、二〇〇〇年一月より実施され、リスク評価プロセスは原則としてオフサイトで検証を行うが、必要に応じてオンサイトにより補足する。FSA によるリスク評価およびリスク削減プログラムの策定、リスク削減プログラムの金融機関への通知、金融機関の状況に同じ二ヶ月―三六ヶ月の期間が設定、経営改善状況のフォローアップのサイクルなどを内容とする。

3. リスク評価プロセスの概要 リスク評価プロセスについて、①インパクトの評価 (Impact Assessment) は、規模などにより四段階の評価 (High, Medium High, Medium Low, Low) がされる。②リスク顕在化可能性の評価 (Probability Assessment) は、環境リスク (地理的リスク、競争リスクおよび市場構造リスクなど)、リスクをビジネスリスクおよび

コントロールリスクに分類、ビジネスリスクおよびコントロールリスクを各四、五のリスクグループに分類、さらに四五項目のリスク要素に細分化し、各々実質四段階の評価を行う。最後の評価は七つのRTO (Risks to Objectives Group)、さらに四つの行政目的に関連付けて整理される。③リスク削減プログラム(RMP: Risk Mitigation Program)の作成は、リスク評価に応じた経営改善計画、併せて計画の実施予定期間(次のリスク評価までの期間)が盛り込まれる。

4. リスク削減プログラムRMP リスク評価を踏まえた行政上の措置(リスク削減プログラムRMP)について、①リスク削減プログラム(RMP)案の策定、②内部検証等により、当局と金融機関による事実関係の擦り合わせを行い、ただし事実関係についての評価および改善措置の内容については一義的に当局が決定する。③リスク評価結果およびRMPの金融機関への通知は、金融機関は受諾通知を行うが、ただし金融機関は事実誤認やより優れた他の改善方法があると考える場合には監督担当者に申し出ることができる。さらに監督担当者による対応に異議がある場合には監督担当者の上司あるいは担当部局長に申し出ることができる。金融機関がなおRMPに従わない場合、正式手続に移行し、法に基づく報告徴求や裁定手続がとられることになるが、これまでは実例はない。④RMPの内容により、次のリスク評価が行われるまでの期間は一二ヶ月―三六ヶ月。⑤中間評価は、オフサイト(監督)を通じリスク評価のアップデート、行政上の措置のレビューが行われる。

5. リスク評価と行政上の措置の関係 リスク評価と行政上の措置との関係をみると、①リスク評価は、(1)Low、(2)Medium Low、(3)Medium High、(4)Highに分かれ、②行政上の措置として(a)診断(Diagnostic)、(b)監視(Monitoring)、(c)予防(Preventative)、(d)是正(Remedial)に分類される。(a)診断(Diagnostic)、(b)監視(Monitoring)、(c)Medium Highは(c)予防(Preventative)、(d)是正(Remedial)、(4)Highは(c)予防(Preventative)、(b)是正(Remedial)。

media)と各々対応する。我が国法令に大まかに当てはめると、(a)および(b)は報告徴求、(c)および(d)は業務改善命令等に相当する。

6. ARROWにおける顕在可能性リスクのリスク要素 ARROWにおける顕在可能性リスクのリスク要素として、我が国の検査マニュアルにおけるチェック項目と英国FSAのリスクアクセスメント・フレームワーク(ARROW)における四五のリスク要素との関係を見ると、リスク局面は①ビジネスリスク、②コントロールリスクに二分され、①ビジネス リスクのリスクグループは経営戦略(リスク要素は1. 経営戦略の質、2. ビジネス特性)、市場・信用・保険引受け・オペレーションナルリスク(3. 信用リスク、4. 保険引受リスク、5. 市場リスク、6. オペレーションナルリスク、7. 訴訟/法的リスク)、健全性(8. 資本の適切性、9. 流動性、10. 収益性)、顧客特性・利用者・商品・サービス(11. 顧客/利用者/会員の類型、12. 業務収益源および利益分配メカニズム、13. 商品/サービスの類型、14. 市場効率(主要マーケットのみ)、15. 適切な市場)、②コントロールリスクのリスクグループは顧客・利用者の待遇(16. 販売強化トレーニングおよび採用、17. 職員の俸給基準、18. 財務促進、19. 顧客/利用者/会員の承認、広告、報告、20. 取引および管理、21. 顧客/利用者/会員の資産の安全性、22. 商品資料のディスクロージャー/適切性、23. 会員の管理(発言を許されている会員ののみ)、組織(24. 法律上/所有構造の透明性、25. 会計監査/グループ構成の管轄/特質、26. グループの残りの人々との関係)、内部体制および内部統制(27. リスク管理、28. 方針、手順、制御、29. 経営情報、30. ITシステム、31. 財務報告、定期レポート、会計方針、32. 法令等遵守、33. 内部監査、34. 外注/第三者割当、35. プロフェッショナル・アドバイザー、36. 業務の継続性、37. マネーロンダリングの制御、38. 市場の透明性、39. 協定の制定および改廃(主要マーケットのみ)、取締役会・経営陣・職員(40. コーポレート・ガバナンス、41. 経営責任の割当および明確化、42. 管理の質、43. 人的資源)、業務とコンプライ

アンス・カルチャー(44・監督当局との関係、45・文化的テーマおよびビジネス倫理)である。45のリスク要素について、我が国検査マニュアルでは、4、10、11、13-18、22、23、26、30、34-40、44-45は扱われていないが、22・商品資料のディスクロージャー/適切性、37・マネーロンダリングの制御は法令等遵守項目となる。ARROWでは、コンプライアンスも含んだリスクアセスメント・フレームワークとなっており、リスクマネジメントとコンプライアンスの融合によるERMの特徴を示している。

7. リスク要素とRTOおよび行政目標 リスク要素とRTO (Risks to Objectives Group) および行政目標の関係として、四つの行政目標と七つのRTO (Risks to Objectives Group) の対応関係を示すと、RTOは①破綻・経済的損失、②不適切な販売・経営、③消費者の理解、④不正行為、⑤市場における不正行為、⑥マネーロンダリング、⑦市場機能の七つであり、行政目標は1. 英国金融システムの信頼維持、2. 公衆の啓蒙、3. 利用者の保護、4. 金融犯罪の削減である。①、②は、1. 英国金融システムの信頼維持、3. 利用者の保護、③は2. 公衆の啓蒙、3. 利用者保護、④は1. 英国金融システムの信頼維持、4. 金融犯罪の削減、⑤は3. 利用者の保護、4. 金融犯罪の削減、⑥は1. 英国金融システムの信頼維持、4. 金融犯罪の削減、⑦は1. 英国金融システムの信頼維持、3. 利用者保護と各々対応する。金融機関に対するリスク評価として、最終的に四つの行政目標に対応する四段階のリスクスコアが、インパクト・リスクおよび顕在可能性リスクについて通知される。

## 第二章 英国金融規制改革と実際、我が国会社法改正の接点

1. 英国金融法制のアプローチの考察 英国進出の金融機関の現地法人ヒヤリングを通じて、近時の英国金融法制の

アプローチを考察してきた。①Bardとして、戦略面のリスクマネジメントへの取り込みとしてERMへの即応性が求められている。②そのための規制枠組みの充足のみならず、実際に配置される経営トップの人材の資質が面談などを通して問われている(Approved Persons)。③プリンシプル・ベースを基本とし、きめ細かいガイドブックを发出することで実際の金融監督の実効性を向上させることを狙っており、そのためにもローテーション人事でなく、精緻な法規制の内容が理解でき、監督当局に求められる情報を適宜に作成・報告できる人材の養成と現地法律事務所などによる事前のトレーニングが求められている。④リスク・コントロールについては、三つの防衛線モデル(3 Lines of defence)が示され、第二の防衛線はリスクマネジメント、コンプライアンスの各部門であるが、コンプライアンスに關しては、リスク・マトリックスによるリスク許容度(risk tolerance)との関連が問題となる。銀行経営・監督の現場で、リスク管理とコンプライアンスが融合化し、経営判断原則の適用される境界線が不明確になってきつつあるといえる。英国では伝統的にERMが重視されてきたことが背景にもあるといえよう。消極的妥当性に関わる経営判断として、二〇一〇年英国賄賂防止法などのコンプライアンス・プログラム策定、経営陣自身の自己規律、従業員教育などにおけるコンプライアンスとの境界を示すことが必要となり、米国判例法理であるRed Flag(危険な徴候)の活用も検討されよう。⑤リスク許容度についてはMitsui Sumitomo Insurance Company (Europe) (8 May 2012)事件、コンプライアンス・金融犯罪についてはStandard Bank (22 January 2014)事件が注目され、両罰規定であることから邦銀などの対応が焦眉の急となる。⑥第三の防衛線では、内部監査とオペレーショナル・リスクが問題となる。英国FCAの監督アプローチも内部監査の重視に変容しつつあり、業容拡大に伴い、会計事務所への外注から自社の人材育成も課題となる。特に当該分野では、事前予防として金融当局の通常監督が重要であり、この観点からもAd-

proved Persons の存在が必須となろう。

2. 我が国の金融規制との比較検討 監督と執行の厳格な分離を図るモニタリングモデルである米国型経営組織では、二〇〇八年金融危機、さらに遡及すれば二〇〇〇年エンロン事件など、いずれも社外取締役の独立性の不徹底を危機の主因と考え、その後のサーベンス・オクスレー法（米国企業改革法 SOX法）、ドッド・フランク法（米国金融改革法）などでコーポレート・ガバナンスの強化を種々検討してきている。今般の我が国の会社法改正においても、社外取締役の必置化、社外要件の厳格化などが考察されてきている。他方で、金融危機の再発防止においては、社外取締役か、社内取締役かの二分でなく、英国型の非業務執行取締役（NED）の導入による改革が有効となると考えられる。取締役における業務内容の熟知、多様性の必要性が唱えられ、また単なる内部統制でなく許容されるリスクを取り込んだERM（戦略的リスクマネジメント）が重視され、取締役会において、コンプライアンスなどの監視・監督のみならず、リスクコントロール、ERMの機能を担い、また金融当局の通常監督にもコミットしうる人材が求められていることから、取締役会とオフィサーの分離のみならず、取締役会において戦略的意思決定も担わせつつ、十全な監督機能を發揮させるためには、英国型モデルの導入が検討される意義があろう。我が国会社法改正における監査等委員会制度の導入は、委員会設置会社社の導入企業がそれほど多くないために社外取締役導入を推進するための消極的な動機付けでなく、こうした積極的な意味合いから、今後の検討が求められることになる。

スチュワードシップ・コードに関しては、短期的視点に偏りがちなアクティビストから長期的視点に立った機関投資家による経営陣とのエンゲージメント強化を働きかけるものとなるが、FCAのPrudential Approach（数値規制）に関してPillars of conduct supervisionがあり、二〇一四年三月に発出されたばかりのガイドブック（The FCA's Ap-

proach to Supervision for G2 firms and groups) によれば、ストレス・テスト (stress test) を想定した Pillar3 に関しては、Pillar2 の文書化と開示も併せて求められる。この中にリスクコントロール、内部統制に関わる文書化と開示が含まれ、スチュワードシップ・コードについての開示が必要となる。<sup>(91)</sup> これらの内容は、最近の改訂により FCA ハンドブックに落とし込まれ、アセット・マネジメント、議決権行使を行うインベストメント・バンク (投資銀行) などの金融機関として自発的対応が迫られている。

我が国においては日本版スチュワードシップ・コード導入が既に提示され、英国のように Corporate Governance Code を持たない現状において、実効性のある改革枠組みが検討されている。英国では、規範 (code) あるいはハンドブックという法律ではない規制が中心となるが、規制としての実質的なエンフォースメントはジェントルマンシップとして金融の中心であるシティに存在することができないという欧州市民社会ルールが背景に厳正に確立している。金融危機の再発防止の観点から、事前防止としての通常監督が重視され、Approved Persons の制度が徹底されてきていることも、同様の考え方の一環であろう。我が国においては、大きな制度枠組みは米国方式により、原則的には企業活動は自由ながら、実質的なエンフォースメント枠組みの不足がとくに指摘される (上村達男教授)。近時の英国金融法制の改革と我が国規制のあり方をみると、さらにその感を強くする。Comply or Explain 原則の導入によるスチュワードシップ・コード導入にしても然りであろう。単純な日本版スチュワードシップ・コード策定・導入を上場規則などのソフトローで図るとしても、上記の背景を異にする限りは実効性は疑問とならざるを得ない。金融検査と共に、通常監督を重視するのであれば、英国では中央銀行に権限を集約し、金融庁 (FAS) 解体を図ったか、<sup>(92)</sup> 我が国においても日本銀行が所要の監督人員を確保して通常監督するにせよ、中央銀行の組織である限りはエンフォースメント

に限りがある。英国の場合は、実質的にCEOなどが金融の中心地で活動できない制裁が存在するが、Approved Personsの制度のない我が国では、通常監督違反に対する制裁は現実には金融庁が業務停止処分などを行っており、反社会的勢力との取引、システム障害などの明確なコンプライアンス事案に止まり、事後制裁的である。今後は、各金融機関が自発的にERMのリスク管理体制を組織として取り入れ、通常監督と併せて、コンプライアンスのみならず、一定の重要な消極的妥当性に関わる経営判断事項についても、監視の目を自発的かつ他律的に、重畳的に強化していくことが将来の金融危機の再発防止の鍵となる。英国のような市民社会ルールの形成には相当な時日を要しようが、一方では米国金融改革法制であるドッド・フランク法の域外適用ならびにガバナンスや破綻処理などの実質的影響、さらには金融システムの重要な影響を及ぼしかねない一定規模以上の金融機関等に対してはバーゼル規制の適用が進むとみられ、国内の会社法改正、金融商品取引法、銀行法に加えてソフトローである上場規則、日本版スチュワードシップ・コードなどの全体的な整合性をいかに保つか、今後の金融法制においては大きな課題が残されている。

#### 第四部 日本版スチュワードシップ・コードの新たな実践

##### 第一章 日本版スチュワードシップ・コードの実践と機関投資家、議決権行使の影響

1. 日本版コード導入が機関投資家活動に与える実務面の影響 アセット・マネジャー、公的年金等のアセット・オーナーにおいては二〇〇九年公表の金融庁「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」に基づき議決権行使方針、行使結果の開示を既に行っているところもあるが、日本版コード採用により方針に大きな変化はな

いと想定される。即ち、日本版コードは議決権行使の反対票を増加させることが目的ではなく、企業の持続的成長を促すために機関投資家が積極的に行動することを目指すものであり、公表されている機関投資家の議決権行使方針・基準は、各投資家の投資方針に基づき投資先企業の価値を棄損することなく成長に繋げる目的に従って策定されているため、日本版コード採用を契機に変更される類のものではない。従って、日本版コードに関連した機関投資家の対応は、実務を文書化し透明性を高めるために明確化せんとするもので新たな実務を模索するものではない。

しかしながら日本版コード導入が機関投資家活動に与える実務面の影響も考えられる<sup>94</sup>。①将来的に日本版コード導入により、機関投資家の活動が積極的になる可能性がある。この場合、積極的株主とはアクティビストではなくアクティブな株主、即ち中長期投資を前提に積極的にエンゲージメント等のスチュワードシップ活動を行う機関投資家のことで、日本版コードの責任ある投資家に通じる存在である。機関投資家の方針が開示され、他の投資家と比較して補完などの対応が可能となってくれば全体的な対応水準が高まることも期待できよう。②機関投資家の議決権行使の判断基準に対しては、会社法改正、社外取締役採用増加など会社制度変更、経営実務の進展による影響も大きく、監査役設置会社における任意の社外取締役について独立性は重視しなかった投資家も将来的は独立性について厳しく判断するようになる可能性がある。

2. 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する透明性向上 日本版コードを採用する機関投資家は各原則に対応する考え方、対応状況を説明し、スチュワードシップ責任を果たすための方針（原則1）、利益相反を管理するための方針（原則2）、エンゲージメントに関する方針（原則4）、議決権行使に関する方針（原則5）などの策定・公表が求められる。方針には従来は機関投資家内部、顧客・受益者等においてのみ共有され一般公表していないものもあり、

情報開示によってアセット・マネジャーを採用するアセット・オーナー、受益者、投資先企業において機関投資家の行動指針が明らかになれば有用と考えられる。

3. スチュワードシップ活動の一環としてエンゲージメント強化 日本版コードを採用する機関投資家は、将来的にスチュワードシップ活動を進展させ、上場会社のエンゲージメントを強化させることが予想されるため、上場会社側もアクティブな機関投資家に対応すべく社内体制を整備することが期待される。具体的には、株主総会における議決権行使関連の質問、通年でも環境・社会、コーポレート・ガバナンス等のESG（環境、社会、ガバナンス）問題など非財務問題に関する質問が増加する可能性があるため、財務情報を中心とするIR体制に加え、かかる問題に関する体制整備・準備を行うことが望まれる。場合によってはIR部門や財務部門、更には総務部門、経営企画部門等も含め組織横断的な関与も必要となろう。

#### 4. 株主総会の議決権行使

① 招集通知の早期発送 上場会社は、事前に議決権行使の動向を把握し、緊急的対応も行えるように早期の招集通知発送が望まれ、機関投資家および外国人投資家の持株比率が高い会社では会社提案が否決されるリスクを低減させる観点からもこうした対応が求められる<sup>95</sup>。議案内容について機関投資家が疑問を持つ場合、反対の意思表示を行使することを検討している場合、追加説明を行って時間的余裕を与え、再検討、議案撤回を促すことが考えられる。外国人比率の高い会社では議決権行使助言会社の推奨を受けて始めて投資先企業側が追加説明を行うことを検討する場合もあるが、海外投資家に対する説明・周知には相当程度の時間が必要となる。

② 招集通知および参考書類における機関投資家が必要とする情報提供 招集通知および参考書類は会社法上に基づく

書面であり、記載事項は定められているが、機関投資家の議決権行使においては招集通知の記載情報のみでは不十分な場合、情報の掲載場所によりの確に情報を分析できない場合が出てくる。議決権行使には時間的制約があり、必要情報を適切に提供できれば機関投資家が実質的判断を行う時間的余裕が生じる。また招集通知の説明、記載内容が不明確な場合には、機関投資家が投資先企業に議案に関する質問を行う場合があるが、多数の投資先企業を抱えて議決権行使を行う機関投資家、株主総会を控える上場会社のいずれにとつても負担が大きい。役員選任議案、特に社外役員関連に関しては、機関投資家様々な観点から判断を行うことになるが、必要情報は招集通知等に記載されているものの、記載場所が種々工夫されれば判断も容易となる<sup>(96)</sup>。

5. 非財務情報など情報管理の徹底 機関投資家によるスチュワードシップ活動が活発化し、財務問題に加えてESGなど非財務問題について<sup>(97)</sup>、上場会社経営における様々な論点の対話が行われる可能性がある。環境・社会問題（人権、労働者保護など）について、上場会社においては海外取引先、下請会社を含めたグローバル・サプライ・チェーンの対応が求められ、コーポレート・ガバナンスに関しては役員に関する情報（報酬、実効性、独立性等）など、会社の経営の質に関する問題を重視する機関投資家が多い。経営参画により企業価値向上を目指す機関投資家は除き、大多数の機関投資家は売買に制約があるため、未公表の重要情報取得には躊躇する傾向があり、会社側も投資家とのエンゲージメントにおいては重要情報に該当する事項につき、十分な注意が求められる。

6. 自社の株主に対する評価としての日本版コード ①上場会社においては、自社株主を評価する手段として、日本版コードへの署名の有無が有効となる。日本版スチュワードシップ・コードは企業の持続的成長を目指すもので、敵対的機関投資家としてアクティビストに対する過度な懸念も出され、日本版コード導入によって一般機関投資家がア

クティピストのような会社にとり悩ましい株主になることを心配する意見もあるが、逆にアクティピストの多くは世界的にみてもスチュワードシップ・コードのような機関投資家に対する規範には署名しておらず、長期投資を前提とするメインストリームの機関投資家は早期段階からコードを採用していることが多く、情報が公表され透明性も高い。

②議決権行使の厳格化の懸念も出されるが、機関投資家がスチュワードシップ・コード採用を契機にして厳格基準を設け反対票比率を増加させる動きはみられない。特に我が国の機関投資家は外部委託せずに内部リソースを活用して議決権行使を行うため、形式的・機械的判断に陥ることはなく、丁寧な判断を行っている。今後は機関投資家側は現状の実務について文書化・公表を図ることが想定される。

③寧ろ上場会社において重要な問題は、日本版コード導入により Comply or Explain のアプローチが導入され、上場会社のコーポレート・ガバナンスに対する取組み姿勢、説明のあり方に影響が出てくることが考えられる。あるべき望ましい実務慣行としてのベストプラクティスを示しつつ、当事者の実態に応じ実施できる範囲で対応すればよく、実施できない場合に理由を説明すればよいとする対応は、異なる企業文化を相互に許容し上場会社として求められるガバナンス体制構築を図る上では有効な手法となろう。

## 第二章 日本版スチュワードシップ・コードの新たな実践

— ソフトローならびにアセット・マネジャーにおけるエンゲージメントのあり方、統合報告とCSRの法的整備 —

日本版スチュワードシップ・コードにおいて重要な役割を果たすことが期待される保険会社などのアセット・マネジャーを中心に、エンゲージメントのあり方などコードの実践について言及しておきたい。<sup>(98)</sup> 今後の実践段階における

最も大きな問題点の一つとして、不透明さが残りうるところである。具体的に株式投資など運用を担うアセット・マネジャーの観点からは、国際的にスチュワードシップ・コードの取り込みが増加することで、議決権行使を主とするアクティビスト的な短期的視点のみならず、長期的企業価値追求を共通の目標とするコーポレート・ガバナンスのコンバージェンスが進むことで、結果的にアセット・マネジャーのポートフォリオの実績向上にも繋がることになる。各国の法制度などの相違もあり、コーポレート・ガバナンスの改革は、独自色を残しつつ、柔軟に対応できるソフト・ローによる枠組みが望まれる。日本版スチュワードシップ・コードの実践として、アセット・マネジャーにおける取り組み、課題などの考察を図りたい。

1. 政策投資保有とスチュワードシップ・コード 第一に、運用における政策投資目的の保有とスチュワードシップ・コードは両立可能か、という問題点がある。エンゲージメントを行うにはコストがかかるが、政策投資保有部分は企業間の繋がりなどから安定株主として長期保有方針を前提とするため、運用成果には直ちに結びつき難い。また敵対的買収防衛策導入に関して、一般に企業価値向上にはならない要因と解されるが、政策投資保有のため株主総会では防衛策導入には反対しない方針をアセット・マネジャーが打ち出す場合、エンゲージメントとして説明が可能か、との問題にもなる。機関投資家による安定株主としての長期保有方針も、その機関投資家における株主に対する保有方針の正当性を説明することは可能であること、正当性があれば集团的エンゲージメントも肯定されることが示される。アセット・マネジャーである当該機関投資家において、その株式保有が年金などの外部資金を原資とするものか、あるいは例えば保険会社など当該金融機関自身の子会社であるか（インハウス）、により、同一基準である必要性はないと説明がなされる。

2. 人事ローテーションとインセンティブならびに Approved Persons 第二に、投資部門の人事面でインセンティブが欠如していることが挙げられる。即ち、①例えば保険会社自身が保有する資産に関しては、本社社員としての評価制度が適用され、運用部門としての評価基準は用いられない。人事面でインセンティブが欠如することになる。②他方、顧客保有資産に関する運用部分については（外部マネー）、顧客との繋がりもあり、かかる運用担当者も長期人事ローテーションとなる。この場合、長期的視点から運用パフォーマンスを評価し、説明力を持ってインセンティブを与えることも可能であろう。私見であるが、Approved Persons 制度に関して、我が国保険会社の英国子会社に対する本社のローテーション人事が英国 FSA により処分されたが、上記①の基準により海外子会社・現地法人を取り扱う場合、こうしたローテーション人事に堕し兼ねず、今後の本社における Approved Persons に対処する人事制度の見直しにおいては、②の人事評価・異同の考え方を取り入れていくことも想定されようか。

3. コスト問題 第三に、アセット・マネジャーにおける手数料自体が欧米に比して低水準にあり、エンゲージメントを手数料増加に反映させない場合、エンゲージメントが進め難いというコスト問題が、アセット・マネジャー業界における深刻な課題として認識されている。アセット・オーナー側も、コストがかかるという認識の下、相応の手料をアセット・マネジャーに支払うべきとの要望がアセット・マネジャーの側から出されている。

4. エンゲージメントの具体化と IIR 活動の接点 第四に、アセット・マネジャーなどの資産運用会社が投資先企業の経営陣に対するエンゲージメントの具体的な内容に関して、持続的価値向上と企業価値の毀損リスクの探知を図るための運用企業側の審査・交渉能力が問われる。日常の企業経営のオペレーションについては投資先企業の執行部署に任せ、戦略面の正当性あるいは潜在的問題点など大きなテーマに関して指摘を行い、投資先企業も同様の問題意識

を有することが必要である。形式的に年数回の対話を図ればよいということではない。またIR (Investor Relations) 活動の関連では、エンゲージメントする場合の投資先企業側はIR担当役員などが出席することがあるが、スチュワードシップ・コードによるエンゲージメントをなぜ発行体企業が受容しなければならぬか、その基本的考え方を発信することが望まれ、このためにこそIR活動があり、コーポレート・ガバナンス・コードの必要性が存在するといえよう。

5. 潜在的成長力とエンゲージメント 潜在的成長力を有する企業に対するエンゲージメントであれば進めやすいが、それが企業に対するエンゲージメントのあり方が問題となりかねない。特に日経平均株価など特定株価指数の変動と連動した投資収益を目指すようなパッシブ運用においては果たしてエンゲージメントは必要なのか、が問われるところであるが、市場変動に対する株価感応度であるベータリスクが低下する企業の業績などを反転させるために、業界あるいは経済全体の底上げを図るべく、エンゲージメントを進めることが重要となる場合が考えられる。他方で、リスクはあるものの現状でみる限りは資産ポートフォリオに当然組み込むべき銘柄が存在する場合、そのリスクの顕在化を感じる審査・査定能力をアセット・マネジャー具備するためにもエンゲージメントが必要となる。潜在的成長力については、こうした二つの観点からエンゲージメントの検討を踏ることになる<sup>(99)</sup>。

### 第三章 スチュワードシップ・コードと統合報告ならびにCSR基準の法的整備

スチュワードシップ・コード制定と統合報告ならびにCSR (Corporate Social Responsibility 企業の社会的責任) 基準の法的整備の進展に関する最新の動向について述べておきたい<sup>(100)</sup>。統合報告は、スチュワードシップ・コードを開示面

から支える制度と位置付けることができ、コードの実践、実効性発揮に向けて、非財務情報など従来とは異なる方向で開示面の強化が図られつつあることは注視されよう。また非業務執行取締役、Approved Persons 制度との関連も大きい。

中長期的観点からの企業価値形成の観点の下で、スチュワードシップ・コード制定(二〇一〇年七月)と併せて二〇〇九年英国チャールズ皇太子主催の国際会議が開催され、英国主導の下で二〇一〇年七月統合報告に関する国際統合報告評議会(The International Integrated Reporting Council IIRC)が創設された。二〇一三年一月国際統合報告フレームワークが公表され、中長期指向の投資家向けに戦略面等の非財務情報を中心とする開示を整えんとする。

即ち、財務情報と非財務情報を統合する統合報告の検討について、二〇〇九年後半に準備会合が開かれ、二〇一〇年国際統合報告評議会(IIRC)が発足した。二〇一三年四月協議案公表を経て、同年一二月国際統合報告フレームワークが公表された。IIRCからは、統合報告は金融資本市場の安定と持続可能性に貢献する旨のコメントが出され、フレームワーク公表時に、市場主導の企業報告改革の重要な一歩であると述べられた。統合報告書は、IIRCの定義では、企業を巡る環境変化を踏まえ、企業戦略やガバナンス、実績・見通しが短・中・長期の価値創造にいかにか結合しているかを簡潔にまとめたものとされる。統合報告書を用いた企業コミュニケーション全体が統合報告といわれるプロセスになる。統合報告は、企業の中長期的な戦略に賛同する中長期投資家を探す過程といえ、その手段として開示する資料が統合報告書となる。中長期投資家は、企業の持続的な価値創造という経営者と基本的に同じ向きのベクトルを有する点が重要で、スチュワードシップ・コードとも同質のものとなる。統合報告は、経営陣と投資家の対話の向上を開示面から支える制度となる。

かかる統合報告が登場する背景には、財務情報の説明力の低下がある。米国S & P 500企業を対象とした調査では、企業のマーケットバリュ―(市場で測定した企業価値) に対する財務情報の説明力は一九七五年八三%から低下して、二〇〇九年には一九%となっている。非財務情報により企業価値の大半を説明せざるを得ない状況となっていることが窺える。米国公認会計士協会は、一九九四年ジェンキンズ・レポートを公表し、非財務情報の開示に努める必要性を訴え、一九九八年にPWC (Pricewaterhouse Coopers) がValue Reporting という非財務情報の提供方法を明示した。二〇〇〇年以降、エンロン事件等が発生してこうした動きが頓挫したが、二〇〇八年リーマンショック後に統合報告の原型となり、策定が進められたものである。英国PWCによれば、投資家、証券アナリストは財務情報のみを解読に比し、財務情報と非財務情報との一体的解読により、企業の競争優位の源泉である経営陣の能力、知財等を理解でき、企業の将来売上高、利益の偏差が小さく、買い推奨を出しやすいという結果が示された。統合報告作成により、非財務情報を適切に提供することを通じ、中長期投資家の理解を高め、リスクマネーの供給を受けやすくなるメリットを説明している。

統合報告書 (Integrated Reporting) の主たる目的は、財務資本の提供者に対し、組織がどのように長期にわたり価値を創造するかを説明することである。国際統合報告フレームワークの構成をみると、①指導原則 (Guiding Principles) では、戦略的焦点と将来志向、情報の結合性、ステークホルダー (利害関係者) との関係、重要性、簡潔性、信頼性と完全性、首尾一貫性と比較可能性の七つ、②内容要素では、組織概要と外部環境、ガバナンス、リスクと機会、戦略と資源配分、実績、見通し、作成と開示の基礎の八つを掲げている。基礎概念としての価値創造プロセスでは、財務資本の他、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本という六つの資本の最適解としてのPD

CAサイクル (plan-do-check-act cycle) による企業価値向上を図らんとするものである。関連した動きとして、英国においては二〇一三年ビジネス・イノベーション・職業技能省 (Department for Business, Innovation & Skills) により二〇〇六年会社法が改正され、戦略報告書 (Strategic Report) 作成が二〇一三年九月三〇日以降終了年度から求められることとなった。従前は、取締役報告書 (Director's Report) の中で事業概況 (Business Review) とされていた内容を拡充し、独立の報告書としている。

統合報告により非財務情報を発出し、形式的に財務等の専門家 (会計士、弁護士、経済界経験者などであれば済む) のでなく、社外取締役としての具体的な背景、企業価値向上に向けた貢献の可能性など定性的な実態が問われることとなる。非財務情報の開示の重視という点で、近年の ISO26000 など CSR に関する規範・規格の普及も同様の方向性といえよう。<sup>(四)</sup> CSR の開示面の法的整備について、二〇一三年四月欧州委員会は非財務情報に関する企業の開示内容を拡大する指令案を発表し、二〇一四年二月欧州議会と欧州理事会が指令案の内容に合意、四月欧州議会で採択された。施行後二年以内に欧州各国内で国内法化される見通しである。米国では二〇一二年一〇月サステナビリティ企業会計基準審議会 (SASB) が設立され、SEC (米国証券監視委員会) 提出の財務報告書に関して非財務情報の開示基準が発表される予定である。

私見であるが、国際的な枠組みとしての統合報告の試みは、非財務情報の重視、統合報告における資本の中の人的資本の面で Approved Persons 制度と連関性を有する開示面の動向であり、今後我が国において、当該内容を体現できざる人物として Approved Persons の資質が求められることと連関しよう。Approved Persons の資質として、中長期的観点からの企業価値向上の視点は当然のことといえる。コンプライアンスなどを内容とする内部統制報告書

とは異なり、積極的な将来の企業価値現出に向けた開示内容が求められる。スチュワードシップ・コードにより、機関投資家が中長期的観点から企業価値向上を企業の求めていくことで機関投資家のリターンも増加していくことになり、企業の経営陣との対話 (dialog) を進めるための報告として位置付けられる。

#### 第四章 日本版コーポレート・ガバナンス・コード策定に向けた提言ならびに

##### 組織モデルの実際―米国型モニタリングモデルの脱却へ―

今後、日本版スチュワードシップ・コードならびにコーポレート・ガバナンス・コード<sup>(世)(思)</sup>の策定・運用・実践は、こうした関連領域の法整備等と並行して、企業の自主的な動きを中心に進められる。東証・金融庁案の日本版コーポレート・ガバナンス・コード策定作業が進展し、二〇一五年株主総会導入を目指して東証がコード制定を図るものとされる。上場企業が選任すべき独立社外取締役は二名以上、グローバル大企業は自主的に三分の一以上とするほか、独立社外取締役会議・筆頭独立社外取締役を置き、経営陣・監査役との連携・調整を図ること等が盛り込まれる予定である。金融庁・有識者会議では、情報開示の充実としてNYSE上場規則を参考に、取締役に関して選任・資格基準、責務、経営陣及び独立のアドバイザーへのアクセス、報酬、オリエンテーション及び継続研修、承継 (succession)、  
年次自己評価等に事項を開示すべきとの議論もなされる。

二〇一四年一二月金融庁・東証より提示された日本版コーポレート・ガバナンス・コード原案の内容をみると、取締役・監査役のトレーニング、株主との建設的な対話に関する方針、経営戦略や経営計画の策定・公表など、従来のガバナンス規律から踏み込んだ内容がある点、評価できる。

他方で、相変わらず取締役、監査役などに限定して、しかもその形式的な人数増加、独立性、専門性強化などに依  
然として重点が置かれ、米国型モニタリングシステム依拠から脱却し切れていない感がある。米国制度である筆頭独  
立社外取締役 (Lead Independent Director) 設置にしても然りであろう。二〇〇一年エンロン事件後にSOX法が制定  
されたにもかかわらず、二〇〇八年リーマン金融危機が勃発し、ドッド・フランク法においてバンドワゴン (便乗)  
条項としてコーポレート・ガバナンス強化の一般規定が急遽盛り込まれた経緯もある。プリンシプル・ベースに依拠  
するのであれば、我が国が真に範とすべきは、コードの概念を受け付けられない米國法制でなく、市民社会ルールを背景  
とする英国制度ではないか。

グローバル企業の実際の経営面の価値創造・執行機能は、会社法が規律する取締役などの上層部経営陣でなく、事  
業部長、支店長などの中下部経営層の能力、手腕、その合議などに依拠する部分が強い。これは、グローバル企業に  
実際に勤務し、最前線で企業経営の実際に責任を持って携わってきた人間であれば共通する認識である。英国では、  
Approved Persons 制度 (Regime) がコードの実践の中で導入され、我が国のローテーション人事が否定されているが、  
その対象もまた、取締役やCEOなどの上級管理職から、下部経営層へ拡大される傾向にある (二〇一五年導入を目指  
した Parliamentary Commission on Banking Standards (PCBS) による Senior Persons Regime<sup>(四)</sup>)。こうした経営の実際に  
携わる人間の規律は、ルールでなくプリンシプルが望ましい。かかる領域こそ、コードによる対応が求められる部分  
といえる。

安部晋三内閣の成長戦略の中核をなす企業価値最大化に向けては、一定のリスクを取り、適切なERM (戦略的リ  
スクマネジメント) の整備が求められるはずである。その戦略を採るべきでなかったという消極的妥当性のみならず、もつ

と他に良い選択肢はなかったのかという積極的妥当性の判断が経営陣に求められることになる。この意味で、独立社外取締役における専門的研修なども重要となり、当該企業を実際に経営できるかどうか、という観点からの専門性、経営の資質など内容面の担保は成否の鍵となる。

また我が国独自の制度である監査役については、広義の非業務執行役員といえるが、周知の通り監査役に妥当性判断を担えるのか、担えるとしても消極的妥当性の判断止まりではないか、議論があるところである。取締役会の一員である非業務執行取締役において積極的妥当性機能を配する方が無理がないといえよう。この意味でも、取締役会を執行、監督重視の非執行に二分する英国型の利点が生きてこよう。米国型の指名委員会設置会社制度では、そもそも取締役は監督責任に特化し、執行面の役割は限定される嫌いがある。

消極的妥当性であればコンプライアンスとの境界領域となることと比較し、戦略面などの積極的妥当性については、その戦略面のミスはルールによる規律・エンフォースメントがし難い場面といえる。やはり会社法でなくコードによる監視が有効となろう。我が国が、米国のようにプリンシプルを受け付けない法制度の指向から、欧州市民社会ルールへの脱却を図る好機となろう。

コンプライアンス面などにおける社外取締役の有用性は確かに大きなものがあるが、社外取締役に複雑多様なグローバル企業の実態を教え込んだところで、どこまで実際の戦略、中期計画策定が可能なのか、時間の制約も含め、その期待にも自ずと限界もある感はぬぐえない。企業の内部に精通した内部の取締役も含む非業務執行取締役（NED）全体の機能充実が求められ、独立社外取締役との協働化が鍵となる。この社内の非業務執行取締役と戦略面、中期計画策定などの協働化を充実させる範囲内で、独立社外取締役に対する専門性付与・研修などは意義を有する。社外取

締役においては、リスクマネジメント・内部統制を担うにしても、日本版SOX法の財務面の内部統制に見る通り、実際のチェック項目は多様・複雑であり、協働化の機能を果たすにしても、兼任等の時間的制約の中で、その研修を図ることは容易ではない。形式的なものに堕してはならない。その意味でも、コードによる各社独自の柔軟かつ実効性のある規律が望ましい。

社内の非業務執行取締役としては、CEOが行う内部統制を監視する内部監査部に止まらず、総合企画部、経営企画部、資金管理部などの経営管理・計画部門の担当も含め、利益相反関係になる業務執行取締役と対峙させることが期待される。

積極的妥当性に踏み込んだリスクマネジメント委員会など、実際の組織作りとしては、代表権を有する副社長を非業務執行取締役の長に位置付け、監督面の権限を委ねて執行面トップのCEOに対する牽制とし、構成委員としての独立社外取締役であれば業界動向にも精通した同業のライバル企業から迎え入れることも想定できよう。

並行して、経営の実戦部隊の長・中下部経営層に対する統制環境 (control environment) を中核とするERMを効率的に社内配備し、積極的妥当性、すなわちコンプライアンスや著しい不正という領域まではかからない面の評価、能力の高上げなどをコードの中で図ることが望ましい。中下部経営層は、CEOなどの経営トップではないため、経営陣の一角でありながら、CEOなどからの内部統制 (internal control) の対象にもなるという二面性が内在する。

今般提示された日本版コーポレート・ガバナンス・コード案については、優れた内容を有するが、従前の米国型モニタリング型ガバナンスの延長線上で、法制度の根幹を若干異にする英国コードの引き写しを図っている感も少なくない。我が国会社法制が監査役 (会) 設置会社と委員会設置会社の選択制を採用してきたこと、米国と英国では同じ

コモンローでありながら、経営機構にかかる法制度をやや異にしており、非業務執行取締役に期待される役割にも自ずと齟齬があることも関連するとみられ、この点の整理をつけることも求められよう。<sup>(106)</sup> 今後のコードの検討・改訂作業面で、Approved Persons 制度、取締役の研鑽に係る取締役会議長の役割、積極的妥当性に関するERM (Enterprise Risk Management)、業界・企業特性毎のきめ細かいリスク選好度 (appetite)・リスク許容度 (tolerance) の設定<sup>(107)</sup>、更にCSRを含めた統合報告書の取り込みなどを重点的に行うことを、私見として改めて提示しておきたい。

- (1) 拙稿「英国スチュワードシップ・コードとApproved Persons 制度―域外適用と金融機関のリスクガバナンスならびに監査等委員会制度などの接点―」日本法学『日本大学法学部創設一二五周年記念号』第八〇巻二二号(二〇一四年九月)四一五―四六七頁。二〇一四年三月ヒヤリング調査。筆者が従前勤務していた日本政策投資銀行のLondon現地法人であるDBJ Europe Limited (Level 20, 125 Old Broad Street London EC2N 1AR, UK) に、資料収集・ヒヤリングを行った。
- (2) 拙稿「忠実義務と非業務執行取締役の考察―米国の忠実義務の規範化概念と英国会社法の一般的義務、英国スチュワードシップ・コードとApproved Persons 制度等の接点―」日本法学『山川一陽教授古希記念3』第八〇巻三号掲載(二〇一五年一月)四三九―四九二頁。
- (3) 拙稿「米国ドッド・フランク法を中心とする国際金融法制の展開と影響に關わる考察―規制強化のジレンマならびにパラドックス、コーポレート・ガバナンス、域外適用など―」法学紀要第五五卷(二〇一一年三月)九一―一〇八頁。
- (4) FRC (Financial Reporting Council) “The UK Corporate Governance Code” September 2012.  
(Pracee6) pp2. ‘Above all, the personal reporting on governance by chairmen as the leaders of boards might be a turning point in attacking the fungus of “boiler-plate” which is so often the preferred and easy option in sensitive areas but which is dead communication.’.

- (5) <http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20140930/07.pdf>
- (6) 神作裕之「コーポレートガバナンス向上に向けた内外の動向―スチュワードシップ・コードを中心として―」『日本経済の活性化に向けたコーポレートガバナンス』商事法務No.2030（二〇一四年四月）一―二四頁参照。以下同。東京大学第四六回比較法政シンポジウム（二〇一四年二月）発言。
- (7) 上田亮子「英国スチュワードシップ・コードについて」金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」資料（二〇一三年九月）を参照した。以下同。  
<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards.aspx>, <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-governance/The-UK-Stewardship-Code.aspx>, Sergakis, Konstantinos,  
The UKStewardshipCode: Bringing the Gap Between Companies and Institutional Investors, 47 RJTUM 109 (2013)., Chel-fins, Brian, The Stewardship Code's Achilles' Heel, Legal Studies Research Paper Series, No.28/2011, University of Cambridge, Micheler, Eva, Facilitating Investor Engagement and Stewardship, 14 EBOR No.1, 29 (2013). Fair Pensions submission to FRC Stewardship consultation (April 2010), at 18.
- (8) アセット（資産）のアロケーション（配分）で、投資対象リスクをコントロールしつつ、リターン獲得のために資産配分を行うことである。
- (9) 上田亮子・前掲「英国スチュワードシップ・コードについて」資料。
- (10) 金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》「投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（二〇一四年二月二六日）。
- (11) 神作裕之・前掲「コーポレート・ガバナンス向上に向けた内外の動向―スチュワードシップ・コードを中心として―」二七頁。
- (12) 「EU大陸諸国におけるスチュワードシップ・コードの受止め・それに対する取組みの実態に関する調査」日本投資環境

研究所（二〇一三年一月）一一一―一三頁参照。

- (13) EC Takeover Bids Directive Article 2(1) (d) (Directive2004/25).
- (14) EC Transparency Directive Article 10 (a) (Directive 2004/109).
- (15) TakeoverPanel Practice Statement No.26, "Shareholder Activism".
- (16) EC, "Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies" (2012.12.12), para3.4, pp10-11.
- (17) Takeover Panel Practice Statement No.26, "Shareholder Activism".
- (18) ESMA, "Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive" (2013.11.12).
- (19) オリnbas損失隠し事件（二〇一二年七月六日粉飾決算問題で金融庁による業務改善命令）など。
- (20) BPのメキシコ湾での油田流出問題（二〇一〇年四月）など。EITF（採収産業透明性イニシアティブ Extractive Industries Transparency Initiative）も長期的なエンゲージメントとして知られている。
- (21) 小口俊郎「日本版スチュワードシップ・コードに「ついで」資料版商事法務No.359（二〇一四年二月）六一―一五頁参照。
- (22) Financial Reporting Council. The Revised Combined Code. June, 2008 ("Combined Code").
- (23) Financial Reporting Council. The UK Corporate Governance Code. June 2010 ("Code").
- (24) ACGA「日本のコーポレートガバナンス改革に関する意見書（二〇〇九年二月）。
- (25) 金融庁企業開示課長補佐荳原基和「責任ある機関投資家の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》の概要」商事法務（二〇一四年四月五日）五九―七一頁、金融庁「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（二〇一四年二月二六日）参照。
- (26) 特例報告制度は日常の営業活動等において反復継続的に株券等の売買を行う金融商品取引業者等について、取引のつど詳細な情報開示を求めると事務負担が過大になるとの観点から、重要提案行為等を行わないこと等を要件として大量保有報告書

と変更報告書の提出頻度や期限等を緩和する制度である。

(27) 機関投資家のうち特定の上場企業の5%超株式を有する者が当該上場企業と対話を行う場合に当てはまるものであり、機関投資家による対話全般に当てはまるものではない。

(28) 英国企業の長期的なパフォーマンスを向上させるための資本市場や投資家の役割について分析を行ったケイ報告 (Kay Review) が提言する。伊藤邦雄「持続的成長への競争力とインセンティブ」企業と投資家の望ましい関係構築 (企業報告ラボ特別プロジェクトへの呼びかけ) 経済産業省 (二〇一三年一〇月)。

(29) FRC, The Impact and Implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes (December 2011), at 26.

(30) 内閣官房日本経済再生総合事務局「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」(二〇一三年一月)。

(31) 他方、The “CALPERS Effect” on Targeted Company Share Prices は、CALPERS (カリフォルニア州職員退職年金基金 The California Public Employees’ Retirement System) がより踏み込んだエンゲージメントを行った投資先企業の株価をみれば、中長期 (開始後五年) 的に付加価値が生み出されたとする実証研究がある。

<https://www.calpers.ca.gov/eipdocs/about/committee-meetings/agendas/invest/201310/item09e-01.pdf>

(32) RiskMetrics Group, Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, 23 September 2009).

(33) John Kay, The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, July 2012, the sources of short-termism and the erosion of trust and the misalignment of incentives を掲げ、

[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf)

<http://www.publications.parliament.uk/pa/cm201314/cmselect/cmbis/603/603.pdf>

- (34) 江口高顯「新しいフェーズに入った議決権行使」コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会（第四回）資料（二〇一二年五月三一日）参照。
- (35) B. R. Cheffins (2009) *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed* Oxford U.P. ditto (2010) "Stewardship Codes' Achilles' Heel" *The Modern Law Review* 73(6), 1004-1025 (November).
- (36) 大和総研コンサルティング藤島裕三「上場会社に望まれるS RとI Rの連携・融合」二〇一三年株主総会シーズンの論点整理」(二〇一三年二月二五日) 参照。
- (37) 経済産業省産業組織課「中間取りまとめ「非業務執行役員に期待される役割」コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会資料(二〇一二年八月)
- (38) 谷口友一「コーポレート・ガバナンス規制における補完性と柔軟性：イギリスにおける『遵守又は説明』規定の生成と展開」法と政治六〇巻三号(二〇〇九年一〇月) 五一―一〇頁参照。中川照行「二〇一〇年規範」と「監督規範」による英国の新しいガバナンス構造」経営戦略研究 vol.5, 二五―四一頁。
- (39) 橋本基美「英国における社外取締役の役割―コーポレート・ガバナンスに関する「ビッグス報告書」について―」資本市場クォーターリー二〇〇三年春号一―九頁参照、以下同。
- (40) 一九九八年一二月三一日以降に到来する会計年度の年次報告書から適用される。
- (41) 落合大輔「英国におけるコーポレート・ガバナンスの議論―ハンベル委員会の仮報告書」資本市場クォーターリー一九九七年秋号。
- (42) MA Eisenberg, 'The Architecture of American Corporate Law: Facilitation and Regulation' (2005) 2 *Berkeley Bus.L.J.* 182.
- (43) C Riley, 'The Juridification of Corporate Governance' in J de Lacy (eds), *The Reform of United Kingdom Company Law* (Cavendish, London 2002) 181
- (44) FRC, *The Combined Code on Corporate Governance* (2006).

- [http://www.ecgi.org/codes/documents/frc\\_combined\\_code\\_june2006.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/frc_combined_code_june2006.pdf)
- (45) PL Davies, Gower and Davies: Principles of Modern Company Law (7th edn Sweet & Maxwell, London 2003) 322.
- (46) FSA, Listing Rules 等9.8.6R 条 <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/9/8>.
- (47) 谷口友一・前掲「コーポレート・ガバナンス規制における補完性と柔軟性：イギリスにおける『遵守又は説明』規定の生成と展開」二二一五八、七九一八一、九八一〇一、一〇五一〇九頁。英国の最善慣行に類似するソフト・ローとして、東京証券取引所が発行する上場会社コーポレート・ガバナンス原則(二〇〇四年)、日本取締役協会が発行する取締役会・監査役会併設会社のガバナンス・ベストプラクティス・コード(二〇〇五年)を挙げ、ソフト・ローの採用について任意であること、遵守または説明規定が適用されていないためソフト・ローの実効性を確保する仕組みが充分ではないように思われること、最善慣行と「遵守または説明」規定の組み合わせの導人が検討されるべきとの主張も存在しコーポレート・ガバナンス規制における補完性と柔軟性の観点から充分に検討されるべきこと<sup>1)</sup>を述べる。
- (48) Cadbury Committee, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Gea, London 1992). <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>
- (49) 稲葉威雄『会社法の基本を問う』中央経済社(二〇〇六年)一九〇―一九一頁。
- (50) Weil, Gotshal & Manges LLP, Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States Final Report & Annexes I-V (2002). 高橋英治・山口幸代「欧州におけるコーポレート・ガバナンスの将来像―欧州委員会発行動計画書の分析―」商事法務一六九七号(二〇〇四年)一〇二頁以下。
- (51) Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings [2006] OJ L224/49. ([http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2006/L224/L2242006081ben\\_00010007.pdf](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2006/L224/L2242006081ben_00010007.pdf))

- (52) Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors (2003).  
<http://www.ecgi.org/codes/documents/higgsreport.pdf> 関孝哉「英国コーポレート・ガバナンスの環境変化と改定統合規範の公表」商事法務一六七〇号(二〇〇三年)五六頁以下、久持英司「上場規則」より第二章パラグラフ2.3.Aおよび英国ヒックス報告書『非執行取締役の職務と有効性に関する検討』より付録A『統合規程』改訂草案」駿河台経済論集一三巻一号(二〇〇三)九六頁以下。
- (53) A Solomon and JF Solomon, 'Assessing the Potential Impact of the Revised Combined Code on Corporate Governance' (2004) 4 I.C.C.L.R.100.
- (54) 太田洋「米企業改革法を巡る最新動向及びその影響について」月刊監査役四七一号(二〇〇三)七頁以下、松尾直彦「米国企業会計改革法への対応と現状」商事法務一六六七号(二〇〇三)四頁以下、メルビン・A・アイゼンバーク・川口恭弘(訳)「アメリカにおける会社法制の改革」民商二二〇巻三号(二〇〇四年)三八九頁以下、黒沼悦郎「サーベンス・オックスリー法制定後の資本市場法制・マイ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」アメリカ法二〇〇四(1)(二〇〇四年)二四頁以下。
- (55) Audit Committees Combined Code Guidance (2003). [http://www.ecgi.org/codes/documents/ac\\_report.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/ac_report.pdf) 川島マツミ「英国における内部統制システム最近の動向と法的課題」監査四七四号(二〇〇三)四六頁以下。
- (56) ヒックス報告書による統合規範の改正提案について、上級非業務執行取締役が取締役会レベルで株主利益を代表すべきであるとの同報告書の勧告に対しては企業側からの反発が出され、取締役会内の分裂を引き起こす可能性が示唆された。A Bolger, A Parker and T Tassell, 'Fear of Board Splits Over Higgs Code—Critics Argue Proposal Could Lead to Division and Confusion' Financial Times (London 20 January 2003). T Tassell, 'FTSE 100 Chiefs Question Boardroom Reform Plans Higgs Review' Financial Times (London 31 January 2003). T Tassell, 'Warning on Revisions to Corporate Governance Code' Financial Times (14 March 2003).
- (57) T A Lee, Company Financial Reporting (2nd edn Van Nostrand Reinhold, UK 1982) 103. EG Bartholomew and AD

Weichman (eds), 'The Fourth Directive—Its Effect on the Annual Accounts of Companies in the European Economic Community' (Kluwer, London 1979) 319. 田中弘「イギリスの会計制度わが国会計制度との比較検討」中央経済社（一九九三年）八二—八三頁。

(58) 会社法第二八二条。K Walmsley, *Butterworths Company Law Handbook* (18th edn LexisNexis UK, London 2004) 197.

(59) 本法、基本定款 (memorandum)、通常定款 (articles) の条項および特別決議 (special resolution) によって与えられた指示に基づき、会社の事業は会社の全ての権限を行使しうる取締役によって運営されるものとする (A表第七〇条)。

(60) 英国会社法は事実上二層制の創設を禁じていない。

PL Davies, *Introduction to Company Law* (OUP, Oxford 2002) 203.

(61) 大塚章男「コーポレート・ガバナンスにおける今日的課題—権限集中と利益調整原理—」筑波ロー・ジャーナル一〇号（二〇一一年一〇月）五一—八〇頁。

(62) 拙稿「米国のトッド・フランク法を中心とする国際金融法制の展開と影響に関する考察—規制強化のジレンマならびにパラドックス、コーポレート・ガバナンス、域外適用など—」日本大学法字紀要第五五卷（二〇一四年三月）九一—一〇八頁、同「新たな国際汚職行為防止法の考察—域外適用とRed Flag対処義務—」政経研究第五〇巻第三号（二〇一四年三月）六〇九—六五四頁参照。

(63) 阪田麻紀「英国の先進的ERM事例と日本への適用」セキユラック・ジャパン（二〇〇八年一月）一—一九頁。

(64) 眞崎達二郎「リスクマネジメントとBCPについて—イギリスの「コーポレート・ガバナンスとリスクマネジメントの結合」と我が国の「品質管理人導入」に学ぶ—」稲葉陽二・藤川信夫・岡西賢治編「企業コンプライアンス」尚学社（二〇一三年一月）七三—九八頁。

(65) [http://www.theirm.org/publications/documents/Japanese\\_Risk\\_Management\\_Standard\\_031125.pdf](http://www.theirm.org/publications/documents/Japanese_Risk_Management_Standard_031125.pdf).

(66) 例えば我が国では中小企業の地震保険のカバーは困難である。

(67) Walker, David Alan. *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*, July 2009.

- (68) フランク・カーティス（レイルペンヘッド・オブ・コーポレート・ガバナンス）発言「投資環境の変化と日本投資の方針」日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編「金融危機後のコーポレート・ガバナンス」成文堂（二〇一〇年）五頁以下。
- (69) 「次の危機に備えた金融システムの構築―現下の対症療法的対策の問題点を踏まえた提案―」NIRA 研究報告書（二〇〇九年一〇月）一八頁以下。
- (70) <http://www.fsa.gov.uk/doing/regulated/approved/persons>.
- (71) 林孝宗「イギリスにおけるコーポレート・ガバナンスの展開―非業務執行取締役の役割と注意義務を中心に―」社学研論集 Vol.17（二〇一一年三月）二四七―二六三頁参照。
- (72) Financial Reporting Council, Final Report on The Revised UK Corporate Governance Code. (2009).
- (73) Financial Reporting Council, Consultation on The Revised UK Corporate Governance Code. (2009).
- (74) Financial Reporting Council, the UK Corporate Governance Code. (2010).
- (75) Financial Reporting Council, Revisions to the UK corporate governance code (formerly the combined code) (2010), at p.18.
- (76) <http://shandbook.info/FS/html/FCA/COND>. 単なるガイダンスに止まらず、対象企業を拘束するものとなる。
- (77) Threshold Conditions Code に関する「ヒヤリング情報以外に国内文献は見当たらず、今後の更なる検討対象としたい。
- (78) The UK Corporate Governance Code (September 2014)  
<http://www.fsa.gov.jp/singi/corporategovernance/siryou/20140930/07.pdf>
- (79) The UK Corporate Governance Code, September 2012.  
[http://www.hm-treasury.gov.uk/walker\\_review\\_information.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/walker_review_information.htm). (英国財務省)
- (80) 村橋健司「英国における取締役認証制度」取締役の法務七四号（二〇〇〇年）八二頁。
- (81) 川島いづみ「イギリス会社法における取締役の注意義務」比較法学四二巻一号（二〇〇七年）三四頁（注34）。
- (82) 英国では同質説として把握する方が現実合致しているようか。

- (83) *Dorchester Finance Co. v. Stebbing* [1989] BCLC 498.
- (84) Andrew Hicks, directors' liability for management errors, (1994) 110 *Law Quarterly Review*, at p.392.
- (85) *Norman v Theodore Goddard* [1991] BCC 14.
- (86) *Secretary of State for Trade & Industry v Swan & Ors* [2005] EWHC 603.
- (87) 吉本健一「イギリス会社法における取締役の義務違反行為の承認と責任免除」酒巻俊雄先生古希記念論集「二一世紀の企業法制」商事法務(二〇〇三年)八六九頁以下。
- (88) 石山卓磨『現代会社法講義 第二版』成文堂(二〇〇八年)二一九頁。
- (89) 反トラスト法分野で米国は司法省(DOJ)が刑事・民事とも担当するが、世界的には少数派である。Harry First(ニューヨーク大学ロースクール教授)“Your Money And Your Life: The Export of U.S. Antitrust Remedies”. Jacques Buhart (ブクダーモット・ウイル&エメリー法律事務所パートナー)“Evidence in EU cartel proceedings”. Marc van der Woude (ルクセンブルク欧州連合司法裁判所一般裁判所判事)“Judicial Review in EU Competition Cases”. 東京大学第四七回比較法政シンポジウム『最新の競争法・競争政策における世界的動向』(二〇一四年八月五日)。
- (90) 「英国における金融機関の監督手法(ARROW)について」金融庁検査局(二〇〇五年二月)。
- (91) 田村俊夫(みずほ証券)「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治革命」所有と経営の分離」の終わりの始まり。」「証券アナリスト協会(二〇一四年二月一四日)。
- (92) もっとも記事・論文等でFCA(FSA)等と併記されることも散見され、実質的にはFCAなどとしてFASの実質は存続しているとみられる。
- (93) 我が国の金融庁ではオペレーショナル・リスクなどの通常監督に十分な人員は現状ではないと思われる。
- (94) 上田亮子「スチュワードシップ・コードが株主総会に与える影響―機関投資家対策―」資料版商事法務No.361(二〇一四年四月)六一―三頁参照。油布志行「ディスクロージャー・企業会計等をめぐる動向」(二〇一四年)商事法務二〇二二号五六頁。

(95) 招集通知の平均発送日程は総会開催日の一九・二日前(日本投資環境研究所調査)、二〇一三年六月総会では二日前発送が一四・七%と最も多い(資料版商事法務二〇一四年三月号「招集通知発送日早期化状況調査」)。二〇一〇年以降証券取引所のホームページで株主総会招集通知および添付書類等が公表され、機関投資家の議決権行使業務においては格段に早期に議案情報が取得できるようになっている。上田亮子「二〇一三年株主総会の総括」資本市場リサーチ二八号(二〇一三年)一五五頁。

(96) ①現任役員について、事業報告の役員状況に記載される情報、参考書類の役員選任議案の候補者経歴表にフォントによる注記形式で記載される情報などがあり、投資家は複数の情報に基づき議決権行使の判断を行うため、以下の情報が役員選任議案の役員候補者の経歴と同じ場所に記載されていれば整理され分かり易い情報となる。例として、法定外の情報を含め役員候補者の氏名、読み仮名、性別、独立役員候補者については会社との利害関係、取締役会等の出席状況、東証独立役員として届出の有無等の情報である。②社外役員について、取引関係等により独立性に疑義がある候補者の場合も東証独立役員として登録された候補者は客観性があると判断する機関投資家がいる。この場合、独立役員の基準を満たします、という表現に止まる場合は届出の有無について不明なため、機関投資家側は独立役員であると判断できない。届け出ている、届け出る予定、など届出の有無について明記することが望まれる。

(97) ESG問題に関して、経済産業省「企業における非財務情報の開示のあり方に関する調査報告書(概要版)」(二〇一二年三月)財団法人企業活力研究所。www.meti.go.jp/meti\_lib/report/2014fy/E003728.pdf

(98) 日本投資顧問業協会会長・岩間陽一郎「企業価値向上を目指しての日本投資顧問業協会の取り組み」日本版スチュワードシップ・コードに思うこと」日本コーポレート・ガバナンス・ネットワークワークセミナー(二〇一四年七月)参照。

(99) 証券会社はセルサイドであり、金融商品案配を説明力をもって販売できるかが問われる。他方、アセット・マネジャーなど運用会社はバイサイドであり、顧客と直接面談することになるため、利益相反関係を生じる。証券会社と保険会社などのアセット・マネジャーの立場が相違することは当然といえる。セルサイドは売却すべしむが、バイサイドはアナリストの分析が問われることになる。

(100) リーマンショックの反省もあり、従来のROE（自己資本利益率）など財務面の重視に止まらず、中期投資家に対して、①企業経営の規律付けの役割を担わせるためのスチュワードシップ・コード制定（二〇一〇年七月）、②英国主導で中期投資家が活躍しやすい環境整備としての国際統合報告評議会（IIRC）創設（二〇一〇年七月）を図っている。今後は、企業側としては法令等に規定されたために受け身で行う開示ではなく、統合報告により積極的に当該企業の強みである非財務情報を発信し、投資家を呼び込み、いかに企業価値向上に繋げられるかが問われることになる。単なる形式的に財務等の専門家（会計士、弁護士）、経済界経験者などであればすむのではなく、例えば社外取締役としていかなる具体的背景に基づく人物なのか、企業価値向上にどれだけプラスのコメントが出せるのかなど、定性的な実態が問われることとなる。伊藤嘉昭・安井肇（あらた監査法人）「日本版スチュワードシップ・コード制定と統合報告」日本証券アナリスト協会（二〇一四年八月二十九日）・同要旨参照。「The IIRC」国際統合報告 フレームワーク 日本語訳（March 2014）。

(101) 欧州では、二〇〇三年会計法現代化指令が採択され、非財務情報の開示に関する法制度が整備された。二〇一一年一〇月欧州委員会のCSR新戦略において、社会・環境に関する情報開示の改善が目標として掲げられ、二〇一三年四月欧州委員会が非財務情報に関する企業の開示内容を拡大する指令案を発表し、二〇一四年二月欧州議会と欧州理事会が指令案の内容に合意、四月欧州議会で採択された。欧州理事会などで最終的に採択された場合、施行後二年以内に欧州各国内で国内法化される。一方、米国では二〇一二年一〇月サステナビリティ企業会計基準審議会（SASB）が設立され、SEC提出の財務報告書に関して非財務情報を開示する基準を一〇産業において発表する予定である。グローバル・レポートینگ・イニシアティブ（GRI）も二〇一三年五月に次世代のCSR報告書ガイドラインG4を発表、サプライチェーンに関する開示について改訂がなされた。EU非財務情報開示指令案は、従業員五〇〇人超の公的企業（上場企業と金融機関を主とする）に対し、年次報告書における非財務情報の開示を要求し、その開示分野は環境、社会および従業員に関する事項、人権に対する尊重、腐敗・贈賄防止に関する事項で範囲が拡大された。開示事項は、開示分野に関する会社の方針、方針の結果とリスク、リスクへの対処法の三つを財務報告書の中で報告することが要求され、サプライチェーンや下請け企業に対するデューデリジェンス方針などの開示も求められる。高橋大祐「グローバル時代のCSR法務戦略―CSR実務のパラダイムシフトと企業価値へのインパクト

― 日本証券アナリスト協会（二〇一四年四月九日）参照。

(102) 金融庁「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」（二〇一四年二月一七日）から、「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方（案）《コーポレートガバナンス・コード原案》」の会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために「の公表について」が示され、パブリック・コメントに付されている。二〇一五年六月総会導入を視野に入れ、上場企業向けに東京証券取引所がルール化せんとする。遵守（comply）も説明（explain）も行わない企業名の公表、改善報告書の提出要求によるエンフォースマントを検討している。①株主の権利・平等性の確保、②株主以外のステークホルダーとの適切な協働、③適切な情報開示と透明性の確保、④取締役会等の責務、⑤株主との対話を柱とし、④では、原則4-14「取締役・監査役のトレーニングの項を設け、「新任者をはじめとする取締役・監査役は、上場会社の重要な統治機関の一翼を担う者として期待される役割・責務を適切に果たすため、その役割・責務に係る理解を深めるとともに、必要な知識の習得や適切な更新等の研鑽に努めるべきである。このため、上場会社は、個々の取締役・監査役に適切なトレーニングの機会の提供・斡旋やその費用の支援を行うべきであり、取締役会は、こうした対応が適切にとられているか否かを確認すべきである。」、更に⑤では、原則5-2「経営戦略や中期の経営計画の策定・公表の項を盛り込む。たたき台では、スケジュールシッブ・コードとの連結を図り、コンプライアンスのみならず、攻めの経営を意識し、取締役の能力向上も企図している点は、積極的妥当性重視の観点から評価できるが、(a)上場企業においては、実際の企業の経営面では上級管理職などの執行陣が大きな役割を果たしている。(b)全体として社外取締役の複数化を強調するなど、相変わらず従来の視点に立った内容が強調されている感も強い。消極的妥当性に限ってみても、社外取締役の形式的独立性、複数義務化の追求のみではエンロン事件、リーマン金融危機の再発防止は十分といえない」と思料する。

(103) 対象会社は東証一部・二部上場企業に限定され、また三年後を目途に複数選任に取り組み（こと）をcomplyしたと看做される可能性がある。金融機関版コーポレート・ガバナンス・コードも策定される見通しである。Masakazu Iwakura "Revision of Companies Act/Securities Exchange Rules in Japan and Recent Developments in Japan's Corporate Governance Code" Davis Polk Seminar/Panel discussion "Activism, Independence and Stewardship-New Rules of Engagement for Corporate Gov-

ernance” December 9, 2014.

(10) <http://www.fca.org.uk/static/documents/pbs-response.pdf> Senior Persons Regime にては別稿にて考察を深めた。

(105) 我が国会社法が、これまで監査役（会）設置会社、委員会設置会社の選択制を採用してきたことも一因であろう。両制度が存在する前提で適応可能なコードを乗せることを余儀なくされる。英国コードの精神を範とするのであれば、二〇一四年改正会社法で採用された監査等委員会設置会社制度は非業務執行取締役の機能を重視するものといえ、親和性がある。そもそも非業務執行取締役を主に独立社外取締役に限定して想定する米国モニタリングシステムと英国型経営機構では、非業務執行取締役に期待される役割にはズレも存在する。この点の整理を付けることが望まれる。米国の取締役会はCEO、COO（Chief Operating Officer）を除く大半を社外取締役が占めることが多く、執行陣（Officer）からの独立性が重視され、これに加えて多様性、専門性なども求められる。取締役会全体として、執行陣に対するコンプライアンスなどモニタリング機能に特化しがちとなる。他方、英国の取締役会は業務執行取締役（Executive Director ED）、非業務執行取締役（NED）に二分される。非業務執行取締役は実際には社外取締役であることが多いであろうが、内部の非業務執行取締役を加えるにせよ、非業務執行取締役が一体として業務執行取締役を監視・監督する。勢い、同じ取締役会のメンバーとして業務執行取締役との協働化を図ることで、戦略面、内部統制・戦略的リスクマネジメント（ERM）の機能までも担う比重は、米国型経営機構に比して同じ非業務執行取締役といっても英国型では必然的に大きくなる可能性がある。従って、英国の非業務執行取締役については、同じ社外取締役であっても、米国型モデルにおける社外取締役とは担うべき機能面で自ずから相違も生じよう。社外取締役に内部非業務執行取締役が協働して監督機能の充実を図ることが可能な点も米国型モデルとの相違といえ、社内の詳細な事情に精通した内部統制・リスクマネジメントを進めることが容易となる。かかる非業務執行取締役が全体として更に業務執行取締役とも協働し、戦略面・中期経営計画等の策定も進めることで、非業務執行取締役においてはコンプライアンス、消極的妥当性のみならず、積極的妥当性の判断も担うことが容易となる。米国でなく英国においてERMが発展してきた背景には、かかる相違もあろう。改正会社法の監査委員会等設置会社では監査等委員が非業務執行取締役として存在し、業務執行取締役との協働により取締役会の戦略的機能を含めた運営を図りうる。監査等委員会全体として、積極的妥当性に関する監視機能も担うこと

が可能となる点に、監査役会や監査委員会と異なる意義があると考ええる。また取締役会全体としても、業務執行取締役と非業務執行取締役が協働して戦略立案機能も果たすことが容易となる。指名・報酬権限の一部を担う監査等委員会ならではの役割であろう(改正会社法三四二条の二参照)。米国型モニタリング機構としての監査委員会においては、妥当性監査権限はあるものの、あくまで消極的妥当性主体の監視機能が中心となる。我が国の監査等委員会制度は英国型の非業務執行取締役制度と近接性を有すると考ええる。英国型のコーポレート・ガバナンス・コードの内容を導入しつつ、一方では社外取締役の独立性強化などに固執するなど米国型モニタリングモデルに依拠した感がぬぐえない背景には、制度面の相違もあり、会社法制において選択制を採用する我が国ならではの問題点ともいえる。我が国は英国スチュワードシップ・コードとほぼ同一内容の日本版スチュワードシップ・コードを既に導入済みであり、今後はコーポレート・ガバナンス・コードの面でも英国型モデルに統一すること、あるいは選択制に対応し得る内容とすることが必要となる。もともと、あまりに詳細な内容を定めることはコード、プリンシプル・ベースの主旨にも反することとなりかねない点、一種のジレンマともなろうか。なお、会社法施行規則改正案(二〇一四年一月二五日)では、監査等委員会設置会社に関する規定の整備が図られている。その中で、事業報告において常勤の監査等委員の選定の有無及びその理由を記載することとなっている(施行規則一二二条一〇号イ・ロ)。社外かつ常勤のケースもソニーの監査委員にみる通りあり得るが、通常は内部の監査等委員の存在を前提とするものといえよう。常勤の監査等委員は義務付けられていないが、業務の適性を確保する体制(内部統制システム)を利用する考え方が前提にあり、指名委員会等設置会社においても同様となっている。監査役設置会社(監査役(会)、社外取締役)、指名委員会設置会社(社外取締役)、監査等委員会設置会社(監査等委員(会))の各制度における非業務執行役員の機能の相違、比較法的考察については、紙幅の制約があり、別稿に譲りたい。

(106) the Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements 2010, Principles for enhancing corporate governance-final document, October 2010, at 2

(107) 私見であるが、①英国のスチュワードシップ・コードはコーポレート・ガバナンス・コードから分離しただけに、内容面で重複する部分を含有する。経営陣に比較的厳格な適用を迫るコーポレート・ガバナンス・コードの外縁部に、機関投資家に

対する柔軟な内容を有するスチュワードシップ・コードを配することで、日本版コードの実効性を確保できるのではないか。スチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードの一体的整理の必要性を指摘したい。エンフォースマメントである *comply or explain* にしても、社外取締役を置かないことの相当性などは事実上の強制に近いものとなっており、内容に応じて強弱を付けることが可能となる。二つのコードは名宛人こそ、機関投資家、経営陣と異なるが、例えば株主と経営陣の対話・エンゲージメントの重要性など、実質的には重複する内容のものを抱える。②英国のスチュワードシップ・コードがグローバル・スタンダードとなるかについて、我が国ではほぼ同内容を受け入れているが、フランスなど法制度が異なる場合、コード内容に跛行性を生じかねない。このため、自国企業の国際競争力保持の観点もあって、英国などからの域外適用の圧力が増加することも懸念される点、米国FCPA（国際汚職行為防止法）と同じ構図となることが想定される。③他方、新興国では、そもそも経済・法制度の成熟化を伴っておらず、スチュワードシップ・コードを導入したところで、一種の形式的法治主義に陥りかねない。国内法制度との調和も課題となる。コードの受容（*accessibility*）の余地がそもそも乏しいのではないか。②、③はコードのグローバル・スタンダード化における障害要因となろうか。④逆に米国コモンの接点では、口頭証拠排除に関する *parol evidence rule* の例外（*Masterson v. Sine*, 436 P.2d 561 (Cal.1968)）あるいは制限（*Corbin* 教授の見解：Arthur Linton Corbin, *Corbin on Contracts* §573, at 72 (Joseph M. Perillo ed., rev.2007)）<sup>1)</sup> 米国憲法修正一四条の *due process of law* による懲罰賠償の抑制（*Philip Morris USA v. Williams*, 549 U.S. 346, 127S. Ct.1057, 166L. Ed. 2d940 (2007)）<sup>2)</sup> 契約自由・私的自治ルールの至高さなどに対する修正ともとれる傾向があり、スチュワードシップ・コードのプリンシプル・ベースとの親和性が窺える。今後、米国でもコード受容の素地はあると史料される。近時の忠実義務に関する判例形成において、規範化概念導入の動きがみられることもその兆しといえようか。米国企業社会もスチュワードシップ・コードを受容する機関投資家の増加と相俟って、コードが架橋となり、将来的に共通のガバナンス・コンバージェンスを示す可能性もある。逆にスチュワードシップ・コードは世界的なガバナンス融合化の動きの中で現出したとみることでもできよう。コードの重畳・多重適用のリスクに関して、拙稿・前掲「英国スチュワードシップ・コードと Approved Persons 制度―域外適用と金融機関のリスクガバナンスならびに監査等委員会制度などの接点―」四三六頁以下、近時の NACD (National Association of Corpo-

rate Director：全米取締役協会）におけるコーポレート・ガバナンスの再構築ならびにエージェンシー理論とスチュワードシップ理論について、佐藤剛『金融危機が変えたコーポレート・ガバナンス』商事法務（二〇一〇年）一二九頁以下、parol evidence rule などに関して平野晋『体系アメリカ契約法』中央大学出版部（二〇〇九年）四一〇―四四四頁、樋口範雄『アメリカ契約法「第二版」』弘文堂（二〇〇八年）一五三―一六四頁、初岡弘成『懲罰賠償とデュープロセス』『アメリカ法判例百選』（二〇一二年）一八六―一八七頁参照。

〔本稿は、財団法人民事紛争処理研究基金の研究助成金を利用した研究成果の一部である〕