

ショートターミズムとガバナンス改革の展望

藤川 信夫*

一. 問題意識

アベノミクスにおける成長戦略の根幹に位置する攻めのガバナンスの実践に向け、金融庁や経済産業省主導によるダブルコードの改訂、グループ・ガバナンスなど新しいプラクティスのためのガイドラインが精力的に進められている。合わせて、会社補償や役員報酬など法制度面の検討もなされる。我が国コードは、英国スチュワードシップ・コード（SSC）ならびにコーポレートガバナンス・コード（CGC）を範として策定、改訂が行われてきた。2017年5月スチュワードシップ・コードの改訂版が公表され、形式から実質への深化を目的とし、機関投資家のスチュワードシップ活動の見える化を進める。また2018年6月には投資家と企業の対話ガイドライン（対話GL）とコーポレートガバナンス・コード改訂が行われている。

こうした中で、英国型ガバナンス改革を取り込むことで我が国のガバナンス改革は成就できるか、について英国研究者から近時疑問の声が出されている。直近ではメイ政権が公表した2016年Green Paper⁽¹⁾を経て、Financial Reporting Council（英国財務報告評議会 FRC）は2018年7月16日英国コーポレートガバナンス・コード改訂版を公表し、英国スチュワードシップ・コードについても2019年1月30日新たな改訂案が協議文書として公表されている⁽²⁾。これらは何れもKay Reviewの影響を強く受け、Kay Reviewがなお示唆するところは大きく、その輝きを失っていない。

本稿では英国企業の長期的パフォーマンスを向上させるべく、資本市場や投資家の役割について分析・提言を行ない、ショートターミズム⁽⁴⁾（Short-termism 短期主義）の弊害を唱えてEUにおける議論にも大きな影響を与えている2012年Kay Review（ケイ報告）を中心に内容を検討し、ガバナンスの収斂と多様化、エンフォースメント、リスクガバナンス等包括的視点に立って我が国ガバナンス改革の中長期の方向性について俯瞰を得んとするものである。

二. 我が国のガバナンス改革の変遷と攻めのガバナンスの方向性

2000年以降の日本のガバナンス改革の要点を掲げると、2002年に監査役制度強化などを主眼とした平成13年商法改正（コーポレートガバナンス改正）が自民党主導で、平成14年商法全面改正が法務省主導で行われ、米国型の指名委員会等設置会社制度、監査役会設置会社制度の選択制が導入された。連続して、2つの方向性の異なる改正が行われたことになる。2014年改正では、アベノミクスの攻めのガバナンスを体現するべく監査等委員会設置会社制度の導入が図られ3選択制となり、並行して金融庁主導で上場企業対象に2つのコードが導入された。社外取締役の役割重視、投資家規律、ROEの意識、プリンシプル・ベースとComply or Explainへの転換などを主な内容と

*ふじかわ のぶお 日本大学 特任教授

する。ソフトである上場規則により、英国のガバナンス改革、リーマン金融危機などを踏まえて米国手法追随からの大きな変更となっている。

アベノミクスの成否に関しては議論もあるが、大手企業において一定の業績回復もなされ、政府の進めるガバナンス改革には今のところ大きな異議も出されていないといってよい。問題は、このまま英国の手法を採り入れた攻めのガバナンス改革を進めることで果たして日本経済の活性化、元気のある日本の回復に繋がるかである。従前の我が国企業社会における真の活気は取り戻せるかが課題となる。

経済・社会体制の進展のズレ、ガバナンス改革の個別性などもあり、各国法制度や背景を踏まえたリスクマネジメント改革との一体的理解が必要となる。制度導入と並行して各企業においてリスクマネジメントの充実を進めねばならない。ERM（統合型リスクマネジメント）は英国から発生しているが、各国や企業毎に異なる最適なリスクマネジメントがあり得る。リスクマネジメントと合わせた新しい時代のガバナンスの模索が必要となる。

三. 英国型ガバナンスの評価と日本のガバナンス改革のズレの認識、アクティビスト・ファンドの貢献

1. 我が国が進めるガバナンス改革に関して、英国の学者から英国型ガバナンスを至高とすることへの疑問の指摘がされている。即ち、我が国ガバナンス制度の改正過程は、有利な変化とともに好ましくない側面を伴う危険性がある。英国の例などをみるとリスクな要素が明確になる。英国の真の姿についてプラス点、マイナス点をみるのが重要となる。従来の我が国のガバナンス改革の良さまで失いかねないリスクが存在する。英国のガバナンス改革の問題点に関して指摘し、我が国が単純に理想として取り込むことに警鐘を鳴らしている（John Buchanan ケンブリッジ大学ビジネスリサーチセンター・リサーチアソシエイト）⁽⁵⁾。

2. 米国の1970年代以降の経済の停滞時期では統制できない経営陣に対し不安が拡大したこと、投資利益が義務付けられた機関投資家（受託者責任 Fiduciary Duty）および経済学者の Agency Theory（代理人理論）の登場から、①株主は会社の所有者であること、②会社はものではなく権益が集中する場所であること、③所有者（株主）と代理人（経営者）の基本的対立構造等に依拠したガバナンスの正統性が生まれ、米国・英国の経営観念として定着する。英国の1990年代のガバナンス改革もこの前提に基づき、企業・会計不正がガバナンス改革の発端となっている。我が国ガバナンス改革も企業不祥事が発端の1つではあるが、相対的には不祥事の程度は少なく、英国のガバナンス改革を模倣することにそもそもズレがある。英国では不正防止に主眼があるところ、我が国ではリスクテイク指向になっており、局面のズレにせよ根本の発想において大きな相違があることは否めない。

3. 2000年代においてはガバナンスの衝突・摩擦、ならびにアクティビスト・ファンド（活動的機関投資家）の登場がみられる。アクティビスト・ファンドからみた日本の魅力としては、①蓄積された資金：配当増加が可能であること、②自己資本比率が高い：借金増加が可能、レバレッジをかけられること、③株主議決権を認める定款・法制度（比較法的にも株主に甘い）：アクティビストが活動するための基礎は十分にあること等が掲げられる。

アクティビストは短期的利回りを指向し、投資先企業の経営陣に対しては攻撃的態度を取ること

が多く、これに対する反発も強かったが、現在の我が国の一連のガバナンス改正の動きとの類似性も窺え、①遊休資金の活用：ROE向上に繋がる（バランスシート改革、ROAと異なり株主の目線に立つ）、②株主の尊重：透明性、意見交換（対話、エンゲージメント）、配当増加へ繋がる、③内部主導の経営に反発：社外取締役による監督強化に繋がる。

四. 英国ガバナンス改革の功罪

1. 英国ガバナンス改革プラス面

英国におけるガバナンス改革を考える上で、まずはプラス面からみていきたい。投資家、年金ファンドの便宜を図る制度として英国では一連のガバナンス改革が以下の点で機能してきたことが指摘される。⁽⁶⁾①株主重視：配当性向が高いこと、②透明性：株主に正直に公表、不祥事が少ないこと、③外部監督：内部関係者による勝手な経営はできないこと、④財務面への関心：ROEなどを重視する。その上で、Comply or Explainの柔軟性、Agency Theoryに適した制度であったとする。我が国のガバナンス改革に比して、基盤としての同質性が米国よりは相似しているといえようか（私見）。

2. 英国ガバナンス改革の功罪—マイナス面—

他方では、英国ガバナンス改革のマイナス面も指摘されている。①投資業界が短期主義の疑い：短期主義（Short-termism）の議論が改めて行われつつある。②経営者報酬が高騰する疑問：超過収益の行方の議論でもある。③海外・非居住者による買収（M&A）に関して懸念：ガバナンス改革が国内成長自体に繋がることに対する疑問が呈される。④社外取締役の効果について疑い：我が国における期待とは異なる目線となる。⑤企業の投資率が低い：ガバナンス改革は決して経済成長には繋がらないことが不安視される。⁽⁷⁾⑥経営者報酬と株主還元を至上とし、将来を見落とす懸念がある。⁽⁸⁾⑦Comply or Explainの停滞：英国の実状として述べられる。

先ず①については、ケイレポート（Kay Review 2012）⁽⁹⁾において、英国の株式市場で短期主義的考え方が問題になったと判断され、原因は株式投資過程における信頼の低下および動機的な矛盾とされている。②、③、④の3点に関して戦略的に重要な分野を買収から守る姿勢、社外取締役の独立性を高める姿勢、EU投票で現れた社会的不満に対する反応なども踏まえて、英国首相メイは「不徳の経営者と過剰な取締役報酬」に対策をとることを発表した。⁽¹⁰⁾攻めのガバナンスとは真逆の発想であり、時点軸の相違、不正防止とリスクテイク促進の方向性のズレは日英間にあるが、それを割り引いても認識のギャップはなお大きい（私見）。

⑦に関しては、ロンドン証券取引所（LSE）の株価指数FTSE100についてCGCのComply or Explainにかかる遵守率をみると、コンプライ 57%、十分なエクスプレイン 69%となっている。規制当局はエクスプレインが明確でないと懸念し、学界ではエクスプレインの説明不足と株主が実は無関心であることを指摘している。(a)コードの柔軟性がなくなり、規則として扱われている。(b)投資家がエクスプレインの内容に無関心である。(c)経営者のひな型説明（boiler plate）が増えている。⁽¹¹⁾一律的な対処ではなく、経営企画部などが主導してコードのComply or Explainを進めることが望まれる。(a)についてはソフトロー発展のジレンマともいえようが、エンフォースメント強化とは裏腹の関係にあり、上場規則違反に対しては上場廃止もなされ得る（私見）。

五．英国型ガバナンスに関する我が国における課題克服

1．英国型ガバナンスに対する課題克服と筆頭独立社外取締役の役割

我が国における英国型のデメリット顕在化を防止する手当てとしては、企業価値向上に向けた執行部門との有機的関係の強化が鍵になろう。この面では、英国 CGC の規定等に参考としうるものがある。肝心の英国が不十分な改革と評されるが、過剰なリスクテイクなど、むしろ問題の所在が逆であり、リスクテイクを図り執行部門の在り方が問われる我が国においては、十分に参照しうると思料される。課題克服に向け、筆頭独立社外取締役と会社秘書役の機能の確認を図っておきたい。英国 CGC における独立社外取締役の諸機能について我が国では直ちに符合するものではないが、以下の点が注視される（私見）。

筆頭独立社外取締役（senior (lead) independent director SID）が単に議長、株主、NED と交渉するのみならず、議長の業績評価を議長不在の下で行うこと、これによって取締役会評価の実効性向上が図られる。取締役会議長の役割等について主要株主とのエンゲージメント、インベスターリレーション面の機能にまで及んでいる。我が国の場合は筆頭社外取締役の規定もコードに設けられたが、内実の議論の前提を充足し得るだけの人数を確保している企業数は決して多くない。英国では指名委員会や独立社外取締役などにかかる内容の規定化・開示、契約書式化の充実も窺える。従業員を含めて我が国雇用体系が契約型雇用ではなく関係型雇用に留まる前提では、直ちには浸透し難い面もあろうか。また英国公開企業において、情報・サポート面で会社法上の役職である会社秘書役（company secretary）⁽¹²⁾の機能が重視され、ガバナンス問題に関して取締役会議長を通じて取締役会に助言を行う責務を負うべきとされる。リスク管理と内部統制ならびに戦略目標（strategic objectives）にかかる取締役会の役割・責任の明確化、監査委員会と内部監査の有効性に関するモニタリングの明記等も参照される。

我が国で取締役会機能が意思決定重視の場合、独立社外取締役でなく社内事情に熟知した社内・非業務執行取締役が取締役会議長となる利点が指摘される⁽¹³⁾。独立社外取締役に関する常時の情報提供体制について社内負担は軽減される面があろうが、筆頭独立社外取締役および独立社外取締役のみによる会議開催、取締役会議長に対する独立社外取締役の業績評価の態勢整備が重要視され、会社秘書役の意味合いが増加しよう。

2．会社秘書役の機能

会社秘書役（Company Secretary）は英国会社法（The Company Act 2006）および英国 CGC に定められた役職であるが、2006 年英国会社法第 12 編 270-280 条において規定されている⁽¹⁴⁾。会社役員（Officer）の一種で職務は判例法上、会社の管理業務（a company's administrative affairs）⁽¹⁵⁾に関するもので、会社の登記書類の正確性について責任を負い、事務的職務（clerical work）⁽¹⁶⁾について代理権を有する。取締役会の指示に従い、招集通知を発送し、取締役会および株主総会の議題を準備し、議事録作成に携わる。公開会社については設置が強制され（271 条）、会社秘書役を欠く場合には国務大臣が選任を命じることができる（272 条）。私会社では設置は改正により任意化されている。

具体的業務は、①取締役会・委員会の意思決定、企画運営サポート（アドバイザー）、取締役会・委員会の議事録管理（アドミニストレーター）、②資本政策・株式取引関連（新株発行、配当支払等）、③コーポレート・ガバナンス問題に関する社外専門家（会計監査人、弁護士、金融機関、

税理士等)との情報交換、④取締役(社外取締役)、執行役との情報交換、⑤株主との対話(Shareholder Engagement)の窓口等が挙げられる。我が国の場合、会社秘書役に相当する機能は経営会議(アドバイザー機能)、法務・経営企画部(アドミニストレーター機能)、財務部(資本政策など)、法務・総務部・IR部(ガバナンス問題、対話など)が担っているが、一元的対応部署の創設も想定される。会社法規定でなく、任意の役員待遇の職制としてCGCで定めることが考えられよう。業務執行部門と非業務執行部門の双方の情報提供などで実効性を発揮でき、対話・エンゲージメントを担い、統合的戦略を踏まえた情報提供の主体となることが期待される。⁽¹⁷⁾我が国の改訂CGCにおいて重要な要素となっている資本コスト、任意委員会の設置強制などにおいて役割を果たすことも期待できよう。

六. 我が国のガバナンスの分岐点、リスクマネジメントの結合

1. 我が国のガバナンス分岐点の逡巡

我が国のガバナンス改革に関しては、①コーポレート・ガバナンスが果たして経済低迷の解決方法になるか、活気が取り戻せるかが疑問であること、②正反対の2つの制度が衝突している感があること、③政治的な側面・要因が過去類をみないレベルにまで最高圧力がかかっていること、④英国の要素が登場し、ソフトロー、ステークホルダー、長期的企業価値向上を謳い文句としているが、英国の実状は必ずしも芳しいものではないこと、⑤ガバナンス改革は手段に過ぎないか、あるいは目的そのものと化していないかが問われ、その分岐点に近づきつつある。選択としては均整がとれたガバナンス、外部者の知見を認める会社中心主義、財務的な指数および将来性両方を重視すること、社会のための株主還元を重視することが指摘されている。⁽¹⁸⁾

2. 欧米のガバナンス改革とショートターミズム、表層的な米国型ERMでは機能しない

我が国の一連の改革は市場サイドの自浄作用、自然発生的なものではなく政府主導にかかる面もあり、舵取り如何では副作用を生じかねないリスクがあるといえようか(以下、私見)。英国ガバナンス改革の嚆矢とされるキャドバリー報告書(1992年)にしても、会計不正の問題の対応という社会ニーズが存在する。民間人をトップに据えた委員会が策定した報告書で、政府主導といっても内実が異なろう。

短期主義の弊害にしても、欧米ではリーマン危機時に問題視されたが、我が国ではリーマン危機による金融機関自体の破綻例は殆ど無く、中長期的企業価値を指向する経営を寧ろ継続してきたといえる。今になって米国型モニタリングモデルを指向し、所有と経営、監督と執行の分離徹底を図り、社外取締役の必置を目指すなど株主指向が強まり、海外機関投資家や個人株主といった短期主義指向の株主の増加も相俟って、短期主義の弊害あるいは敵対的買収の脅威、コングロマリット・ディスカウントの現実化などに直面することになったといえる。短期主義の抑制を主眼とする欧米のガバナンス改革の背景事情とは、ズレが存在することになる。

英国型導入を現時点で我が国が進めることについての根本的ズレもある。2006年英国会社法で取締役における企業の成功促進義務は入っているが、他国に比して相対的に少ないとはいえ不正防止が念頭にあることもまた真実であろう。我が国では適切なリスクテイクを図るべく変革を迫り、英国法制度を逐次追従することにもまた一抹の疑念を禁じ得ない。

報酬インセンティブを高める手法として企業へのモラル、忠実性の高さが前提条件となろうが、

日本型経営モデルの良さでもある。過剰な報酬支給がなくとも、入社以来の一貫した転職等の少ない昇進制度の存在が忠誠心のインセンティブとして機能してきた。今後はこれを失いかねないリスクがある。英国型指向のガバナンス改革で悪いところのみ選択することにならないか、形式的受容により本来の意義を失いかねない懸念が出されている。

①企業の成長に関しては、(a)大企業では大株主は信託口主体であり、投資先企業は信託口の影響は受けていない。SSCに署名した機関投資家は必ずしも積極的に投資先企業に働きかけない嫌いもある。顧客に対する受託者責任を果たすための株主利益確保に関心があり、投資先企業の中長期的成長には関心がないことも多い⁽¹⁹⁾。ROEが高くなれば利益確定で売却することも想定される。

②不祥事に関して、社外取締役は我が国において抑止力が有効でなかった事例が多い。

真のガバナンス改革の鍵は、リスクマネジメントとの一体的改善、個人の意識高揚をはかる行動規範 (Code of conduct)、英国の会社取締役資格剥奪法 (the Companies Director Disqualification Act 1986)⁽²⁰⁾ 等の導入・構築に向き合う必要がある。米国型ERM (Enterprise Risk Management) が推奨されてきたが、元来は英国発祥の内容である。米国のCOSO報告における統制環境 (control environment) の要素内において上手く制御できるかが、コード主体の改革では重要と考える。

3. リスク・リターンにおけるコード原則設定の目的、リスクガバナンス構築

英国やEU各国、我が国のガバナンス改革の視点やレベルにズレがあり、リスク・リターンにおけるコード原則設定の目的が異なるステージにあることが示される⁽²¹⁾。我が国ではリスクテイクは相対的に低位であるが、リターン (資本生産性・ROEの過去10年間平均) は5%程度に留まり、低リスク・高リターン型への転換が望まれる。他方ドイツ、英国、スウェーデンではリスクテイクのレベルが高く、リターンも高位にある⁽²²⁾。

欧米ではガバナンス改革の主目的はコンプライアンス保全にあり、過剰なリスクテイクを適切レベルに引き下げる方向にある。我が国がリスクテイクを一時的に引き上げる故に欧米のガバナンスモデルを借用する点もやや釈然としない。現状のガバナンス改革により日本経済に活気が戻るか、過剰な報酬や配当など株主還元の増加といったマイナス面が発現し、経営陣の忠実さやモラルの高さが失われないかが懸念される。

CGCについても2018年改訂後は更に詳細に項目数も増え、チェックリスト方式に陥る危険性もある。これ以上詳細に書き込めばプリンシプルベース、ソフトローの良さを失いかねない。改訂CGCでは任意の諮問委員会型導入が事実上強制されるが、米国型の指名委員会等設置会社方式を選択せず、監査役会設置会社のままで代表取締役 (CEO) の最終的な決定権限を留保しつつ、中途半端なガバナンスモデルにより海外機関投資家による批判を回避していると映るリスクもある。

コードの柔軟性がなくなること、機関投資家のショートターミズムが依然として強い場合には配当増加や株価上昇に興味を有し、経営陣が行うエクस्पラインの内容や企業価値向上・成長には実際は関心を持たないこと、行き過ぎたインセンティブ報酬と経営者モラルの低下、活動的なアクティビストの議決権行使とエンゲージメント・対話の実際的手法など懸念材料は少なくない。リスクテイクの増加により環境や地域社会、従業員など多様なステークホルダーを含めた拡大型・統合的リスクマネジメント (ERM) の提示が求められ、最終的には取締役会によるガバナンスとリスクマネジメントの結合 (リスクガバナンス) が不可避となると考える。

4. ガバナンス改革と新たなインベスターリレーション

ガバナンスモデルは各国、業界特性、法制度や環境、企業の発展段階により異なり、他国のモデルの移植で足りることにはならない。時間の進展、金融危機など事象の勃発に応じるにしても解決策の強弱、成否は分かれよう。金融緩和など副次的要因もあり、企業の業績回復がガバナンス改革を逆に後押ししている面もあろう。

ガバナンスの議論は経営者サイドの改善に焦点があったが、ダブルコードによって改革を進める新しい段階に来ている。インベスターリレーションの議論について企業戦略としておける投資家との関係作りを主な内容としてきた感もあるが、今後は機関投資課と経営者の双方からの中長期的企業価値向上と持続的成長に向けた改革のアプローチに視点が移っていく。Kay Review を皮切りに短期主義、機関権限分配論、FinTech や AI なども含めた評価と対処など、新たな観点の課題がガバナンス分野で生まれつつある。統制環境の要素の中に企業文化 (corporate culture)、行動規範の具現化を織り込んだ内容が求められる。

5. ガバナンスの収斂と多様化・独自化の同時進行

ソフトローであるべきコードのハードー化が進み、判例法による形成 (ケースロー) が最終的な成否を分けることとなりかねない。同じくコモンローである英国、米国において、プリンシプル・ベース、ルールベースと各々分化していった法制度面の相違が徐々に近接する内容になる可能性がある。米国型、ドイツ型など相違するガバナンスについて、同質化が議論され、CSR や ESG 投資・統合報告など株主権型からステークホルダー類型に向けた共通の動きが進むと考えられる。共同決定法制度下のドイツにおける米国モデルへの接近、コードのない米国における裁判例を通じた法の拡張と柔軟性、忠実義務など規範化概念の進展によるプリンシプル・ベースの取り込み、英国の改訂 CGC におけるドイツ共同決定制度ならびに 2017 年改正 EU 株主権利指令 (Shareholder Rights Directive SRD II) への同調など世界的にガバナンスの収斂の動きがみられる。ガバナンス改革、コードのあり方として内容・実質面では収斂しつつ、企業毎に金融資本市場のニーズに沿いリスクマネジメントを含め柔軟な選択をし得る分散的な細目的要素も包含した多様性も備えるものとなる。ダブルコードを持たない米国のモニタリングモデルを至高としつつ、英国モデルの CGC と SWC を導入することの整合性など、議論の進展が期待される。

七. Kay Review とショートターミズム—英国型の克服の鍵—

1. Kay Review の提言とショートターミズム

英国において機関投資家の果たす役割を重視した 1992 年キャドバリー報告書⁽²³⁾、1998 年ハンベル報告書⁽²⁴⁾、2001 年マイナズ報告書⁽²⁵⁾、2009 年ウォーカー報告書⁽²⁶⁾を踏まえ、2012 年 7 月 Kay Review (最終報告書) が公表され、EU の議論にも影響を与えている。英国企業の長期的パフォーマンスを向上させるため資本市場、投資家の役割について分析・提言等を行っている。ショートターミズムが問題とされ、企業と投資家の対話の基礎となるべき情報開示、財務報告について米国、EU におけるディスクロージャー・フレームワークの検討など開示内容・方法を合理化する議論が進められる⁽²⁸⁾。狭義の財務情報のみならず、国際的枠組みづくりが進められる統合報告にみるように経営戦略、リスク情報等の非財務情報も含めた中長期的な価値創造を伝える報告も検討されている。

2. Kay Review の提言と長期的企業価値の重視

(1) Kay Review の概要 Kay Review では、英国株式市場によるが企業の長期的成長、最終受益者である国民の利益への貢献が検証され、機関投資家など投資関係者における短期主義、利益相反等の問題が指摘され、機関投資家フォーラム創設、四半期報告廃止やスチュワードシップ・コードの強化などが提案された。⁽²⁹⁾ Kay Review も反映して2012年9月SSCの最初の改訂がされた。

Kay Review の概要は第1章から第5章が株式市場の問題点の分析、第6章から第13章が改善策の提案・勧告となり、17の勧告、10の原則、アセット・マネージャーの最善慣行規範、アセット・ホルダーの最善慣行規範、企業の取締役の最善慣行規範が示される。⁽³⁰⁾

Kay Review (17の勧告) では、投資情報開示に関して以下の3の勧告がされている。①期中経営報告 (Interim Management Statement) 義務の撤廃 (勧告11)、②高品質で簡潔な叙事的報告 (narrative reporting) の推奨 (勧告12)、③短期的業績予想開示の中止 (勧告6) である。

金融システムが1970年代以降のグローバル化、規制緩和、再規制の流れにおいて変容し、信頼関係 (trust relationships) を重視した関係が短期取引至上主義 (primacy to trading) に置換し、金融仲介業者、市場利用者である企業と最終投資家の行動に影響を与えている。結果として英国企業は新規投資の資金調達として株式市場を利用することが少なくなり、最終投資家、アセット・ホルダーは株式投資の比重を低下させ債券投資の比重を増加させている。英国株式市場の有効性は上場企業の長期パフォーマンスに与える影響により評価され、インベストメント・チェーンの再構築、カルチャー変革が重要とする。

(2) Kay Review の特徴 Kay Review は1992年キャドバリー報告書以降の英国におけるコーポレート・ガバナンスに関する報告書の1つであり、他の報告書との共通点を有する一方、独自の視点も示している。共通点として、①機関投資家に対して一定の規律・義務を求め、ソフトローにより最善慣行規範およびプリンシプルベース、comply or explainを採用し、自主性を尊重しつつ市場規律に委ねる方策を採っていること、②ショートターミズムを問題視し、最終投資家のために長期的視野の運用が必要であり機関投資家によるエンゲージメント、スチュワードシップの考え方を採用している。

他方で相違点として、①最終投資家の利得のみならず投資先企業の繁栄に焦点を当て、②機関投資家をアセット・ホルダー (資産保有者) およびアセット・マネージャー (資産運用者) に区分してアセット・マネージャーの役割・義務を注視する。③機関投資家を含むインベストメント・チェーンと最終投資家・投資先企業の総合的関係、集团的エンゲージメントとインベストメント・チェーンのカルチャーの変革を重視する。④EUと英国の規制当局は投資に関する裁量権を有し、投資決定に助言を行うインベストメント・チェーンの全関係者に対してフィデューシャリー・スタンダード (fiduciary standards) を適用すべきであること等が掲げられる。⁽³¹⁾

(3) Kay Review と英国会社法改正による戦略報告、EU透明性指令改正 英国政府は企業が短期的な業績予想と開示を止めるように努めるべきとのKay Review ケイ報告書の勧告を支持している。⁽³²⁾ 2006年会社法改正により (The Companies Act 2006 (Strategic Reporting and Directors' Report) Regulations 2013)、叙事的報告に関して英国政府は2013年8月企業の発行する年次報に戦略報告 (Strategic Report) を含めることを定めている (2013年10月施行)。戦略報告は経営報告 (Business Review) に代替され、株主に対し取締役が企業戦略、ビジネスモデル等を簡潔かつ

明瞭に説明することを求める。英国 FRC は戦略報告に関する具体的な手引きを原則主義の形式で作成している。

3. Kay Review と我が国資本市場への課題—効率的市場仮説への疑問— メイ政権による 2016 年 Green Paper、FRC による 2018 年 7 月 CGC 改訂、新たな改訂案に向けた SSC にかかる 2019 年 1 月協議文書などの作業が直近においても進められるが、Kay Review に関しては英国株式市場が短期主義により信頼の浸蝕、インセンティブの不整合を起しているとの観点に立ち、長期的・基礎的な営業能力を高めることよりも事業や財務のリストラクチャリング、買収・合併など短期的・表面的な収益水準を向上させる方策に経営者が焦点を当てる傾向があること、公開株式市場も M&A に対して反応を示すことが挙げられている⁽³³⁾。英国株式市場は新規投資の資金調達役割を果たさなくなり、企業内金融で行われるため、ガバナンス改善が一層求められている。株式保有構造は機関投資家として保険会社、年金基金の保有が減少して分散化し、グローバル化進展により外国人保有が増加した結果、株式所有者による関与、コントロール機能を弱めている。

Kay Review は効率的市場仮説 (efficient-market hypothesis EMH) に疑問を向け、情報開示への過度の依存、役に立たない大量のデータ供給、ひいては投資家の短期的判断などに繋がったと批判している。英国市場における資産運用の現状について短期的売買の流動性供給の意義を認めつつ、基本的価値に対する投資よりも過剰になっているとの問題意識が出される。我が国としても大企業の新規投資の資金調達が自己金融により可能となり⁽³⁴⁾、企業部門が資金余剰主体となっている状況下で、資本市場は投資資金調達を通じた資金配分機能を果たせず、ガバナンスなど他の方策によって企業に経済構造変化への対応を促すことが必要となる。日本の資本市場にとって重要な課題となろう。

八. ショートターミズムと企業評価—メインバンクと関係型雇用、市場型金融・外部取締役、支配権とコントロール・プレミアムおよびマイノリティ・ディスカウント—

1. メインバンク、関係型雇用と市場型金融・外部取締役—

ダブルコードを持たず、アクティビズムが旺盛で機関権限分配論の徹底した米国において、ショートターミズムの議論はライツプラン型敵対的買収防衛策の攻防に収斂・顕現化し、中長期的時間軸とショートターミズムの利害調整が議論となってきた。取締役会の裁量として株主構成を変更することは権限を越えると考え、裁判所としては企業経営における中長期的時間軸を尊重し、防衛策に関してユノカル基準を基礎に謙抑的な態度が窺える。我が国のニッポン放送事件 (2005 年) はシャドーピルの事案とも考えられる⁽³⁵⁾。なお、ショートターミズムに関して肯定的な見解も存在する⁽³⁶⁾。

関連した問題意識として、我が国のガバナンス機能自体はメインバンク機能低下などむしろ総合的には低下しているとも考えられる。従来の我が国のガバナンスは機能していたこと、アベノミクスは労働者の雇用の側面は従前通りとしつつ関係型雇用と市場型金融・外部取締役の組合せをを目指すものと考えられるが、果たして有効なのかが疑問となることが提示されている (星岳雄スタンフォード大学教授)⁽³⁷⁾。

2. 支配権とコントロール・プレミアムおよびマイノリティ・ディスカウント

スチュワードシップ・コードを持たない米国において、中長期的視点を持つ株主によるエンゲ

ジメントの強化に関するアンバンドリング（株主権の分解）の指摘として、上場企業側が株主を特定し、直接対話を行う権利を付与することが提示されている。米国では司法審査の法的インフラの前提として、経営陣（Management）が中長期の事業プランを策定し、独立性のある取締役会（Board）が担保すること、最終的に株主総会が委任状勧誘（proxy fight）等を経て判断することが掲げられる。⁽³⁸⁾ 他方英国、EUではダブルコードの存在が機関投資家側を規制し、経営の非効率性の温存を許さない点で機能する。EUでも機関投資家、外国投資家の増加を背景に改正SRD IIが発せられ、⁽³⁹⁾ ショートターミズムの論議を通して各ガバナンス、株主のあり方の近接が窺えることになる。

近時のショートターミズムにかかる米国の判例を通観して、支配権とコントロール・プレミアム（Control Premium）ならびに企業評価に関し、ユノカル基準を根底に置く判例の考え方からすれば、将来取得する支配権について現状存在するコントロール・プレミアムはさほど高く評価しないという方向に繋がると思料される。逆にマイノリティ・ディスカウント（Minority Discount）については、それほど現状ではディスカウントしないこととなろう（私見）。⁽⁴⁰⁾

九. 我が国ガバナンス改革に対する課題と展望—コーポレート・ガバナンスと法の役割、仲介者の不在な分散型ガバナンス—

コーポレート・ガバナンス（CG）と法の役割の視点から、米国研究者等が見た我が国のコーポレート・ガバナンスの現状と方向性について、⁽⁴¹⁾ その要点と私見によるコメントを記しておきたい。

1. Curtis Milhaupt (Parker Professor of Comparative Corporate Law and Fuyo Professor of Japanese Law at Columbia University) : Evaluating Abe's Third Arrow : How Significant are Japan's Recent Corporate Governance Reforms?

日本のガバナンス改革の問題点として、低収益率（ROE）、資本生産性の低さ（現金保有）、監視ミス・会計不正・リスク評価ミス（オリンパス、東芝、TEPCO 事件など）、グローバル市場・イノベーションにおけるリーダーシップ欠如が掲げられる。企業資本主義の問題の背景には、戦後のCG組織の崩壊、世界的な金融資本主義のインパクト、人口動態、デフレ経済の継続、中国の伸張がある。ダブルコードを改革手法とし、従来の手詰まり、one-size-fits-all アプローチからの脱却を図るが、内容が複雑すぎ、現状維持のバイアスがかかること、コンプライアンス面が十分といえないことという危惧がある。ソフトローが果たして21世紀の行政上のガイダンスとなるかが課題である。

日本の取締役会改革の中心は取締役会構成、モニタリング指向にある。目標とする米国のモニタリング・ボードに関しては測定可能性、PE（private equity）ファンドのモニタリングモデルの魅力、経営効率性への一層のフォーカス（アクティビストと現職の経営陣の仲介者としての社外取締役の機能）、不十分な情報あるいは十分な情報を提供された取締役等の論点が出される。課題として米国の単層型モニタリング・ボードと同じ機能を目指すのか、Board（取締役会）構成を微調整することがアベノミクスの目標達成に役立つのかがある。監査役会設置会社と指名委員会等設置会社を対比すると、指名委員会等設置会社の採用数の少なさ（69社、2010年上場企業対象）、資本市場の無関心さが窺われる。⁽⁴²⁾ 企業の特徴と役員報酬制度にかかるボードの構造が相互に関連づけを持っている。⁽⁴³⁾ 即ち、指名委員会等設置会社では監査役設置会社に比して海外売上高が高く（45%、

35%)、国内企業や銀行の株式保有比率が低い(27.8%、35.0%)、海外投資家比率が高く(40.0%、24.8%)、取締役会における社外者比率が高い(63.6%、5.7%)、平均トービンQ(市場における株式総額を資本の再取得価格で割る指標)が低く(0.9%、1.15%)、資本市場からの平均資本調達額の大きいこと(15億円、13億円)が示されている。代表取締役社長・代表執行役を対比すると平均年齢が若く(58.8歳、63.6歳)、平均在職期間が短い(10.9年、21.2年)、平均報酬総額が高いこと(1.73億円、1.65億円)が窺える。報酬について給与部分が少なく(52%、62%)、ボーナス部分(31%、13%)とストックオプションが大きいこと(9%、6%)、退職金慰労金が低位なこと(2%、7%)が示される。外国人社長は報酬総額が高く(2.30億円、1.61億円)、ストックオプション比率の高いこと(9.4%、6.0%)も分かる。

監査等委員会設置会社は既に多くの上場企業が採用し(689社、2017年1月時点)、監査役設置会社から移行する場合、社外者を増加させなくて済むことがモチベーションとなっている。明るい視点として取締役会における会話が増加したこと、株主アクティビズムはもはや忌避されていないこと(法的なフレームワークは米国に比して強固で(robust)、株主アクティビズムにとり助けになる)、株式持合い(cross shareholding)は引き続き減少し、レピュテーション効果もあることが挙げられる。

他方で政策面の分析が求められる議論として取締役の機能と限界(イノベーションと収益性)、独立取締役により構成される委員会の不十分さ(約500社が任意の委員会を設置するが完全な独立取締役はほとんど不在)、経営のインセンティブ(managerial incentives)、CEOのスタイルと資質、機関投資家によるエンゲージメントの形式、大企業と中小企業におけるガバナンスと業績の相違(large firm versus SME governance and performance)が挙げられている。

コーポレート・ガバナンスを超えた先を見通すと(beyond corporate governance)、①ガバナンスは、各国のパラエティに富む資本主義のあり方を決定するというよりそれを逆に反映したものとなる。②日本は21世紀に適応可能などのタイプの企業資本主義が求められているのか(what form of corporate capitalism it need)、という問題に直面している(confront larger questions)。経営管理能力のグローバル化(globalization of managerial talent)、労働慣行の改革(reform of labor practices)、インセンティブ契約と構造(incentive contract and structures)、社会的価値(social values)が日本のガバナンスの在り方を決定する要因となる。

日本の内部昇格の慣行、労働者の低流動性が変化しないとガバナンス改革は進まない。米国モニタリングモデルが正しい方向ともいえない。日本企業は3選択制からモデルを決定しなければならないが、潜在的なコストを考えたとき、現状では労働あるいは資本市場からの圧力が弱く最適な選択行動を採らない可能性もある。但し、任意型による委員会導入モデルは機能しない、と結論付け、改訂CGCによる任意・諮問型の指名・報酬委員会設置強制について懐疑的な姿勢を示している。

上記の考え方の特徴を要約すれば、ガバナンス形態はあくまでも当該国の資本主義の内容を反映するもので、今後の日本の資本主義、あるいは労働市場など社会のあり方をいかに変革するかが重要となることを述べ、雇用の側面(契約型労働か否か)、社会的責任(ESG投資など)の基盤面をガバナンスの基礎とする考え方であろうか。監査等委員会設置会社の選択付加を念頭に置いており、やや論点のズレも感じられる嫌いがなしとしないが、英国研究者の問題意識とは重なる面が多

い（私見）。

2. Erik Vermeulen (Professor of Business & Financial Law at Tilburg Law School and Vice President of Philips Corp.) : How to Organize Now For Success Tomorrow

短期的な財務業績でなく、株主価値最大化とイノベーションに向けた戦略がコーポレート・ガバナンスの目的である。勝ち組の企業は新しいイノベーションを利用して消費者と対話を行い、垂直的・中央集権的な旧体制でなく、仲介者の不在なテクノロジーに基づくコーポレート・ガバナンス (unmediated & technology-based corporate governance) によりフラットでオープンな組織を有し、ステークホルダーとの対話、コミュニケーションを図ることが可能となる。

信頼性・透明性 (Trust/Transparency)、真摯さ (Honesty)、フィードバック (Real time Feedback)、ビジョンとリーダーシップ (Vision & Leadership)、正直でオープンな組織作り (Heart & Soul) がソーシャルメディアにおいても重要になる。市場を把握し、企業の関連性を保持するべく、仲介者の不在な取締役会では監督者 (supervisor)、アドバイザー (advisor) のみならず、フィードバック・多様性の提供者 (feedback provider) が求められる。次のステージとして取締役会の AI 活用が考えられる。ガバナンスが究極に目指すところは、仲介者排除にあり、マネジャーを介さずに投資家のみが存在する (blockchain-based smart contracts) 自律分散型組織・繋がりである。提案を受けて投票を行い、仲介者なしでプロジェクトに寄付ができる組織を想定する (the DAO decentralized autonomous organization)。医薬品業界でも医薬ベンチャー (R&D) の役割が大きく、FinTech 同様にイノベーション機能を担う分散型ガバナンスモデルとなる。今後の企業価値向上の鍵は再イノベーションのためのサイクル構築にある。長期・短期の視点の区分けについて、スタートアップ企業が短期指向になることは当然であり、十分ではない。持続可能性を追求することで足りる。

上記の考え方の特徴を要約すれば、FinTech、Blockchain、AI など仲介者の不在なテクノロジーに基づく分散型ガバナンスを進め、フラットでオープンな組織を企業文化・ビジョンとリーダーシップを持って構築することで真のイノベーションが図られるという考え方であろう。

3. Bruce Aronson (Professor of Law at Graduate School of International Corporate Strategy, Hitotsubashi University) : Reconsidering Japanese Corporate Governance

日本では戦後の新しいステレオタイプのモデルは出現していない。多くの日本企業は戦後のモデルに対応できず、ガバナンス機能は弱体化している。米国、英国の株主モデルでは株主価値最大化、モニタリング・ボードと独立取締役の機能を重視する。他方ステークホルダーモデルではステークホルダーの利益最大化、マネジメントボードの機能重視を図ることになる。そこでアングロ・アメリカンモデルに向かって収斂するのか、かかるモデルがそもそも存在するか。グローバル機関投資家はこうした収斂に向かうための影響力を十分に行使しているかが疑問となる。米国ではマネジメント・取締役会と株主間の利益相反が1990年代に敵対的買収の形で多く顕在化した。解決策として独立取締役の数と役割を増加させることが指向され、結果としてガバナンスモデルの進化が窺われ、ボードの役割もマネジメントへのアドバイザーから監督・監視者に変化した。

対して日本では経済バブル崩壊により、競争力強化と業績向上を必要とする。解決策としてマネジメントにファイナンシャル権限など決定権を賦与し、株主利益に注意を図るようになる。結果としてマネジメントの監視機能には重きを置かないこととなっている。そこで日本のガバナンスはハ

イブリットタイプ（例として旭硝子）に向かいつつある。会社法から市場重視の証券法へ、ハードローからソフトローの英国モデルへ、形から機能へ、アベノミクスもコンプライアンスから成長へという方向性が出ている。

日本のガバナンスの基本的問題として企業は従業員利益を株主よりも優先しているか、マネジメントのモニタリングは十分されているか、ボードのビジネスアドバイスとモニタリング機能は十分分離しているか、CEOはトップレベルの任命に対して過度の力を有していないか、業績低調にも関わらずなぜ変革に対して乗り気でないのか等がある。具体的には新しい独立取締役の実際の役割は何か、モニタリング機能か。監査等委員会設置会社（companies with supervisory committee）増加のインパクトはどうか。新しい日本型モデルの良きコーポレート・ガバナンスの慣行は拡散するか。近時のガバナンスの変化は業績（ROE）に影響があるか。株主対ステークホルダーの伝統的な分類、ユニークなローカルシステム（日本）対アングロ・アメリカンモデルの在り方は如何か。ハイブリットシステムにはドイツ型モデルも該当するか、企業規模や市場に応じて国内に複数モデルが存在するかが今後問われる。日本のモニタリング機能は不明確で監査役会の機能もはっきりしない。企業としては長期、短期の双方の視点が重要である。株主は株式保有が短期化し、キャッシュアウトを欲する。ソフトローのアプローチも行政指導に組み込まれ、複雑性がマイナス要因となる。

上記の考え方の特徴を要約すれば、アベノミクスの攻めのガバナンスに理解を示しつつ、日本のガバナンスはハイブリットタイプによる実質化を進めており、CEOの業績低迷に対する感応度の低さ、監査役会機能の不明瞭さを指摘している。更には日本版CGCが改訂を経て行政指導としてのエンフォースメントを強め、内容が複雑化していることに疑念を発するなど問題意識の共有化が窺われる。

十. まとめて変えて一攻めのガバナンスと英国会社法の一般的義務違反のエンフォースメント

1. 最後に、①戦略的意思決定について、その評価と積極的妥当性のミスにかかるエンフォースメントの制度整備が鍵となる。NED（非業務執行取締役）の活用では筆頭独立社外取締役、あるいは社外取締役のみで構成する会議によって取締役会議長の監視ならびに評価を行わせ、議長には事情に熟知した常勤社内取締役であるNEDを配することでコンプライアンスと共に戦略的意思決定機能の判断も有効にボードに委ねることが想定できる。更に会社秘書役（Company Secretary）においては社内事情に詳しいことから各業務部署、事業部長、業務執行役員、ED（業務執行取締役）との取りまとめを委嘱し、社外取締役を含む取締役会との連係、実効性向上を目指すことが鍵となろう。

② 2006年英国会社法172条の成功を促進する義務については、取締役報告書（directors' report）による開示を義務付ける形で事実上のエンフォースメントが図られているが、実際には当該義務違反を問う英国の民事裁判例はまだないとされる。会社法に根拠を持ちながら、義務懈怠に対するエンフォースメントが事実上なく、また成功促進の法律要件も規定されていない。コードに内容を規定するとしても民事、刑事罰について会社法あるいはコードにいかにかき入れ、かつ連動させるか。刑事罰をコードあるいは上場規則に盛り込む場合の問題点、更に我が国ではグループ・ガバナンスなど親子会社法制的プラクティスに関するガイダンス策定を進めている

が、コードと一体的な運用を進める場合のエンフォースメントについても煮詰める必要が出てくる。任務懈怠にしても、親子会社関係では子会社に損失が生じた場合の子会社取締役の子会社に対する責任追及は、子会社役員は親会社から派遣されその命令に事実上服し、半面ではグループ全体でみれば実際には利益が増加することも少なくなく、注意義務違反としての構成は容易ではない。寧ろ忠実義務違反として異質説の立場に立って、米国判例実務のように忠実義務の範囲を柔軟に構成して構成することも想定されよう（私見）。攻めのガバナンスに関し、取締役における積極的妥当性にかかるエンフォースメントの議論として重要性があると思料する。

2. 経済社会全体の大きな枠組みから考察を進め、英国の研究を参照しつつ独自の見解を述べ、いくつか指摘も提示した。英国における企業の投資比率の低下、Comply or Explain の実質的な劣化などが示されている。ガバナンス改革においては短期主義への対応として、投資家における中長期的目線への転換をコードや種類株式発行などにおいて図りつつも、ヘッジファンド・アクティビストに対する対応として経営者側もまた自己規律・改革を進めていくことが必要であろう。短期主義の克服へ向けて、ESG 投資と統合報告書関連の制度整備あるいは議決権のある譲渡制限付 AA 型株式導入などが検討される。

ガバナンスの世界的な収斂傾向が見られるが、模倣でなく各国毎に多様化せざるを得ない領域もあり、議論の深遠さあるいは困難さに漸くたどり着いてきた感もある。彼我には同じ社外取締役といっても背景、機能の相違があったところ、グローバル化、収斂の傾向の下、ガバナンス進展におけるズレが改めて浮き彫りとなって認識され、比較検討の議論が逆に漸く噛み合ってきた証左といえよう。法分野においてもガバナンス進展と企業業績の相関関係など実証分析の意味合いが語られてきたが、それで充足する問題とも思えない。日本型の良さ、米国型モニタリングモデルといった択一的選択でなく、丁寧なファクトファインディングと制度設計を継続して行うことが改めて認識される。プリンシプル・ベースのはずのソフトローについてルールベース化が進み、エンフォースメントが強化されることもその過程で必然性を伴うものとなろう。

3. 英国研究者によるガバナンス改革のジレンマと同様の問題意識の下で、複数の米国研究者も新しい日本型モデルとしてハイブリットタイプ、流動的な労働市場への変化、ショートターミズムの一方的な否定でなく長期と短期の双方の視点が重要であること、Fintech、AI などテクノロジーに基づく仲介者の不在なガバナンス進展を図り、フラットでオープンな組織を企業文化・ビジョンとリーダーシップを持って構築すること等を指摘している。今後は法制度のみならず、産業社会全体の在り方にかかる大きな指針策定を一層進めることが肝要になると思料される。

- (1) The Department for Business, Energy and Industrial Strategy, Corporate Governance Reform Green Paper (November 2016), pp1-57.
- (2) Financial Reporting Council, A UK Corporate Governance Code that is fit for the future, 16 July 2018, 1-15pp.
- (3) Financial Reporting Council, Consulting on a revised UK Stewardship Code, 30 January 2019. Proposed Revision to the UK Stewardship Code, pp1-27.
- (4) 日本リスクマネジメント学会第40回全国大会における筆者の研究報告（2016年10月15日関西大学）を踏まえて考察内容を深めたものである。拙稿「我が国のコーポレート・ガバナンス改革の転換点とリス

クマネジメントならびに英国型ガバナンス改革の功罪」千葉商大論叢第54巻第2号（2017年3月31日）289-310頁。

- (5) John Buchanan, Research Associate, Centre for Business Research, University of Cambridge 「分岐点が迫っている日本のコーポレート・ガバナンス」日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク講演（2016年9月1日）参照。Buchanan, J. (with Chai, D. and Deakin, S.) (2014) ‘Agency theory in practice: a qualitative study of hedge fund activism in Japan’ (Corporate Governance: An International Review: January).
- Buchanan, J. (2013) ‘Corporate governance as a local remedy for an unstable system: a demonstration from Japan’ (Tokyo University, ISS Research Series No.55: December).
- (6) 前掲注（5）John Buchanan, Research Associate. ②、③の点は「評判」、④については「偏重し過ぎか」と述べる。
- (7) Source: Alan Hughes 2013. calculations based on OECD STI database.
- Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK. (Future of Manufacturing Project: Evidence Paper16, Foresight, Government Office for Science), Alan Hughes, December 2013.
- (8) Source: MM&K/Manifest, High Pay Centre.
- [http://highpaycentre.org/and MM&K/Manifest Pay and Performance Survey \(summary\).](http://highpaycentre.org/and MM&K/Manifest Pay and Performance Survey (summary).)
- London and Witham, Essex: MM&K Limited, Manifest information Services, Limited.
- (9) The Kay review of UK equity markets and long-term decision making: Kay Review, Final Report, July2012.
- (10) May to tackle ‘anything goes’ business culture: Prime Minister promises to introduce reforms over excessive boardroom pay. Financial Times, 25 July 2016.
- (11) ① Grant Thornton: Corporate Governance Review 2015, ② Developments in Corporate Governance, Baroness Hogg, Chairman, Financial Reporting Council, 2013, ③ The principle of “comply or explain” underpinning the UK corporate governance regulation: is there a need for a change?, George Hadjikyprianou, SSRN2015, ④ Whispering sweet nothings: The limitations of informal conformance in UK corporate governance, Marc Moore, Journal of Corporate Law Studies, 2009.
- (12) 株式会社アイ・アール ジャパン 「Company Secretary (カンパニー・セクレタリー) 概要」経済産業省 CGS 研究会資料（2016年10月20日）1-4頁参照。
- (13) 経済産業省 2018年9月28日改訂 「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」17-21頁。
- (14) 「イギリス 2006 年会社法(3)」イギリス会社法研究会（代表者川島いづみ、中村信男、田中庸介）比較法学第42巻2号（2009年）378-384頁。
- (15) Panorama Developments (Guildford) Ltd v. Fidelis Furnishing Fabrics Ltd [1971] 2 QB 711 (CA).
- (16) John Birds et al, Boyle & Birds’ Company Law, 6th ed. (2007), at p.585.
- (17) 前掲注（13）・経済産業省改訂 CGS ガイドライン 25-26頁。
- (18) 前掲注（5）John Buchanan, Research Associate.
- (19) 鈴木裕 「企業ガバナンス改革の実は結ぶか～投資家と企業の共栄を目指して～」『大和総研調査季報』

2016年7月夏季号 (Vol.23) (2016年9月1日) 70-83頁。

- (20) 中村康江「英国における取締役の資格剥奪」(一)(二・完)立命館法学273号(2000年)416頁以下、277号(2001年)240頁以下。中村信男「イギリス2006年会社法における影の取締役規制の進展と日本法への示唆」比較法学第42巻1号(2008年)217頁(注12)。
- (21) 杉浦秀徳「資本生産性向上による成長戦略」第2論文「企業価値向上の観点からのコード(原則)の活用」～各国の取組みと日本への示唆」キヤノングローバル戦略研究所ワークショップ(2013年10月22日)。
- (22) 田島健「企業と投資家の建設的な対話 1)伊藤レポート「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～」とは」野村インベスター・リレーションズ(2014年11月19日)。
- (23) Cadbury, A (1992), The Financial Aspect of Corporate Governance.
- (24) Hampel, R (1998), Committee on Corporate Governance, Final Report.
- (25) Myners, P. (2001), Institutional Investment in the United Kingdom :A Review.
- (26) Walker, D. (2009), A Review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities, Final recommendation.
- (27) Kay, J (2012), The Kay Review of UK Equity Market and Long-Term Decision Making, Final Report,1-111pp,12-13pp,53-58pp.
Kay, J (2011), ``The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Professor Kay's Speech, Call for Evidence Launch, National Association of Pension Funds (NAPF), 15 September 2011`.
Kay, J (2013), "Face Values: John Kay: Economics with a Kay", Business Strategy Review, Vol. 24, Issue1,77-79pp.
- (28) 淵田康之「短期主義問題と資本市場」野村資本市場クォーターリー2012年秋号52-87頁。
- (29) 神山哲也「機関投資家によるコーポレート・ガバナンス強化を志向する英国」野村資本市場クォーターリー2013年夏号108-115頁参照。
- (30) 北川哲雄・林順一「投資情報開示とインベストメント・チェーン～ケイ報告書の意義」商学研究第54巻第2・3号(2014年3月)27-50頁、47-48頁参照。
- (31) 前掲注(29)・北川哲雄・林順一38-39頁。
- (32) Department for Business, Innovation and Skills (2012), The Government Response to the Kay Review.
House of Commons Business, Innovation and Skills Committee (2013), Ev84p.
- (33) 岡野進「英国株式市場についてのケイ・レビューの論点と日本の課題」DIR(2012年9月13日)。
<https://www.dir.co.jp/library/column/120913.html>.
- (34) 日本銀行・資金循環統計では、民間非金融法人企業の資金余剰は2012年第1四半期までの1年間で17兆5,551億円と高水準を維持し、保有現金・預金は214兆8,499億円(2012年第1四半期末)と増加、一方借入は340兆275億円と横ばい基調である。
- (35) 具体的な買付けの懸念が生じてからライツプラン(ポイズンピル)を導入する。
- (36) 米国の実証分析をみる限り、必ずしも機関投資家が経営者を近視眼的に見ているわけではない。日本企業が長期的視野を維持できた理由はメインバンクによる企業統治もあるが、経済の安定的成長が根源に

あったことは確かで、それが維持できなくなった以上、日本企業も短期主義と長期主義の狭間でもがいていくしかないであろう。鶴光太朗「企業の短期主義、再び注目」日本経済新聞「経済教室」(2016年1月18日)。

- (37) 26th NBER-TCER-CEPR Conference on Corporate Governance 2016年度東大・設研共同主催シンポジウム『日本企業のコーポレート・ガバナンス：産業の新陳代謝，サステナビリティ経営に向けた課題と展望』東京大学金融教育研究センター（CARF）・日本政策投資銀行設備投資研究所、全米経済研究所（NBER）・東京経済研究センター（TCER）・アメリカ経済政策研究センター（CEPR）の年次国際学術会議（TRIO conference）共催（2016年12月8日－9日）。星岳雄「日本のコーポレートガバナンス改革」、植田和男・星岳雄・花崎正晴・志賀俊之・大石英生「パネルディスカッション」参照。星岳雄の指摘は以下の通り。①日本経済を停滞状態から復活させるためにコーポレート・ガバナンス改革に焦点が当たっている。②しかし、そもそも日本型コーポレート・ガバナンスが問題だったわけではない。③日本のコーポレート・ガバナンスは米国のガバナンスとも、現在の改革が目指すものとも違ってしたが有効に働いていた。④問題は日本型ガバナンスの金融的側面が80年代頃から衰退してきたことにある。⑤特に業績が悪い企業を再編・再建する機能が1990年代、2000年代に低下した。⑥現在のガバナンス改革は金融的側面をアングロサクソン型に近づけることにより問題を解決しようとする。⑦改革の成果は上がっているようだが、ガバナンスの労働的側面が変わらない中で有効なガバナンス機能は回復されるだろうか。金融的側面（関係型金融・内部取締役、市場型金融・外部取締役）と雇用の側面（市場型、関係型）に4分類し、(a)市場型雇用と市場型金融・外部取締役（典型的米国企業）、(b)関係型雇用と関係型金融・内部取締役（従来の日本）の組合せに加えて、(c)市場型雇用と関係型金融・内部取締役、(d)関係型雇用と市場型金融・外部取締役の2タイプが新たに現出している。アベノミクスは(d)タイプを目指すものと考えられるが、果たして有効なのか、疑問を呈される。
- (38) 武井一浩・石崎泰哲「上場企業法制における企業の中期的利益とショートターミズムとの調整（上）（下）—最近の欧米の議論の諸相から—」商事法務 2097号（2016年）21-33頁、2098号（2016年）36-46頁。
- (39) 2007年7月11日「上場会社における株主の特定の権利の行使に関するEU指令」（Directive 2007/36/EC）、2013年6月26日「特定種の事業の年次財務諸表、年次連結財務諸表および関連報告書に関するEU指令」（Directive 2013/34/EC）。
- (40) 各自案の非上場株式の有無、あるいは流動性プレミアムの存在などによっても変動するため、一概に言えないことは当然である。
- (41) 「コーポレート・ガバナンスの方向性：第一部国際シンポジウム グローバル化時代のコーポレート・ガバナンスと法の役割」一橋大学グローバル・ロー研究センター創設記念行事（2017年2月5日・6日）参照。他の報告者は、Dan Puchniak (Director of the National University of Singapore Center for Asian Studies), Zenichi Shishido (Professor of Law at Graduate School of International Corporate Strategy, Hitotsubashi University)。
- (42) 前掲注(40)・国際シンポジウム開催当時のデータである。
- (43) Curtis J. Milhaupt and Robert J. Jackson. “Corporate Governance and Executive Compensation: Evidence from Japan” Columbia Business Law Review (2014)。
- (44) 英国会社法第172条を含む第171-177条の取締役の一般的義務について、第178条第2項（一般的義務

違反による民事上の効果)により他の受託者義務同様にエンフォースメントし得るが、その権利を有するものには基本的に会社とされ、株主以外の利害関係者には強制手段がなく当該義務は訓示的なものとならざるを得ない。イギリス会社法制研究会(代表者川島いづみ)「イギリス2006年会社法(2)」『比較法学』第41巻第3号(2008年)189-233頁、206頁(中村信男・田中庸介)。取締役報告書について会社法規定に適合しない内容であるときは、そのことについて悪意ないし重過失により知らなかった取締役は罰金刑に処せられる(第419条取締役報告書の承認および署名)。上田谷恒久「イギリス新会社法におけるコーポレート・ガバナンス規律」武蔵野大学政治経済研究所年報(3)(2011年)41-83頁、「イギリス2006年会社法(7)」『比較法学』第43巻第3号(2010年)285-286頁(川島いづみ)。少額の罰金規定はあることについて林孝宗「イギリスにおける会社の非財務情報に関する開示と社会的責任」早稲田大学比較企業法研究会(2019年6月8日)報告における川島いづみ発言、親子会社法制に関して蘆暁斐「中国における親会社の支配力行使に伴う責任に関する一考察—日本法、アメリカ法との比較を通じて—」報告における尾崎安央発言参照。

[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]