

英国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・コード改訂、米国 The Accountable Capitalism
Act にみる企業価値向上義務

——株主主権の変容、買収防衛策の司法判断基準の接点——

藤 川 信 夫

- 一．問題意識
- 二．英国コーポレートガバナンス・コード改訂
- 三．英国スチュワードシップ・コード改訂に向けた動きと課題
- 四．スチュワードシップ・コードと忠実義務——完全公正基準と企業価値向上——

英国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・コード改訂、
米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務（藤川）

- 五. 米国におけるステークホルダーと企業価値向上の重視—The Accountable Capitalism Act’ eBay Domestic Holdings 判決—
- 六. 米国における敵対的買収防衛策の再考察、ユノカル基準などを通じた新たなガバナンス形成とスチュワードシップ受容の契機
- 七. 我が国におけるガバナンス制度改革の展望に向けて—まとめをかねて—

一・問題意識

1. 本原稿は、英国や米国における新しいガバナンス制度改革に動きに焦点を当て、英国のダブルコードの改訂、米国の企業買収防衛策における司法判断基準など近年の判例も加えて比較法的に考察を行い、世界的な収斂化の傾向を探っていくものである。米国、英国のガバナンス制度改革のアプローチは従来大きく乖離していたが、近年共通して新たな視点から企業価値向上に向け取締役会の責任、変容する株主主権等に各々対応せんとしている。異なる法秩序形成や制度改革手法のアプローチについて、買収防衛策における司法判断基準を交えて考察し、我が国ガバナンス改革について俯瞰を得んとする。

2. 日本では、第二次安倍内閣発足以来、攻めのガバナンスの一環として機関投資家に対して企業との対話を行い、中長期的視点から投資先企業の持続的成長を促すことを求める投資原則として二〇一四年二月日本版スチュワードシップ・コード(SSC)が策定され、また上場企業に対して幅広いステークホルダー(株主、従業員、顧客、取引先、地域社会等)と適切に協働しつつ実効的な経営戦略により中長期的収益力の改善を図る行動原則としてコーポレート

ガバナンス・コード（以下、「我が国CGC」という）が策定された（二〇一五年六月適用開始⁽¹⁾）。

3. 日本版コードが範とする英国の二つのコードにおいて、改訂あるいは改訂に向けた動きが出され、英国二〇〇六年会社法一七二条の会社の成功を促進するための取締役の義務（Duty to promote the success of the company）を基礎とする部分的ハードローが形成され、コモソローの修正局面にあるとも思料される。ルールベースにより株主第一主義を標榜してきた米国においても、民主党エリザベス・ウォーレン議員から The Accountable Capitalism Act（説明責任ある資本主義法案）が出され、米国社会において拡大する経済的格差・不平等を克服すべくステークホルダーの利益に配慮した経営を求め、ガバナンス改革を通じて資本主義の機能不全を解決せんとする動きが出てきた。民間ベースながらダブルコード策定も進められる。両国とも共通して企業価値向上を至上目標に据えており、これは日本のアベノミクスにおける攻めのガバナンスとも平仄が取れる内容といえよう。欧米ではガバナンス改革が不正会計などコンプライアンス主体であったことから方向転換を図る過程にある。また米国ではアクティビスト・ファンド、支配株主等にかかる司法判断が相次いで出され、敵対的買収防衛策に関するユノカル基準適用、株主の忠実義務等を含め議論が交錯する状況下にある。その背景には、取締役の対株主責任のみならず株主の担うべき対会社責任にかかる考察が存在する。本稿は、英国や米国における企業価値向上を共通項とする新しい動きに焦点を当て、コーポレート・ガバナンス改革の在り方を探っていくものである。

以下では、英国ならびに米国における最新のコーポレート・ガバナンスの制度設計について、ソフトローを含む法制度の在り方、更には司法判断等に焦点を当てて包括的に考察を進め、これらを手掛かりに我が国におけるガバナンス制度改革の展望を図りたい。

英国 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・コード改訂、

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務（藤川）

二・英国コーポレートガバナンス・コード改訂

1. ガバナンスの視点と問題意識

(1) 英国の二つのコードにおいて改訂の動きが出され、英国二〇〇六年会社法一七二条の会社の成功を促進するための取締役の義務を基礎とした部分的ハードローが形成されている。以下では、二・英国コーポレートガバナンス・コード改訂、三・英国スチュワードシップ・コード改訂に向けた動きと課題の順に考察を進めていきたい。

(2) 英国コーポレートガバナンス・コード改訂

二〇一八年英国CGC改訂においては、取締役会に対して従業員とのエンゲージメントの強化、戦略と企業価値の整合・維持ならびに企業文化創造、専門性と多様性を備えた取締役会の刷新と後継者育成計画、報酬委員会における従業員報酬や関連ポリシーの考慮等を求めている。

CEOの選解任、後継者計画策定と監督、非業務執行取締役の役員報酬、任意の諮問型委員会、取締役会構成の項目における開示ならびに説明責任については、我が国CGCが二〇一八年改訂後もなお抱える課題として示唆を受けるべき内容と思料される。特に取締役会議長と独立・非業務執行取締役の役割分担などはプラクティスとしても参照されよう。

我が国の場合、公開会社法を有さず、金融商品取引法による補完と合わせ、上場規則である日本版CGCによって上場企業に対するガバナンス規律付けを進め、ハードローである会社法とは分断した状況にある。この点で英国では、二〇一六年Green Paperと英国改訂CGCにおいて非上場企業へのコード適用拡大、従業員・顧客など多様なステー

クホルダー重視、リスク等を含む戦略報告書策定の関連が示され、会社の成功促進とステークホルダー考慮義務を規定する英国二〇〇六年会社法一七二条の実質的義務化とハードローミックスによる制度設計が進められている。

(3) 英国スチュワードシップ・コード改訂に向けた動きと課題

二〇一八年二月末にかけて英国スチュワードシップ・コード(SSC)改訂に向けたイニシヤル・コンサルテーションが行われた。背景の一つには、EU株主権利指令(SRD II)改正により、機関投資家および議決権行使助言会社の透明性の向上のための規制導入と国内法整備をEU加盟国が求められていることがある。

SSC改訂案ではコードの見直しと適用範囲拡大ならびに一部はComply or Explainから脱却しApply and Explainへとコード適用の実質化が進められる。アセットオーナー、アセットマネジャー、投資コンサルタントおよび議決権行使助言会社を含むサービスプロバイダーを含む投資コミュニティを広く対象とする他、実効的なスチュワードシップ推進、利益相反管理方針の開示と行動規範策定等が規定されている。組織目的等の設定ならびにコーポレートガバナンス・コードとの同質化が窺え、共通して企業価値向上を至上課題とすることが一層明確となった。SSCの年金基金に対する実質的な義務化などの課題については、我が国SSCの今後の改訂にも影響を与える項目となっている。

以下ではこうした内容について、更に具体的に考察を深めていきたい。

2. 英国コーポレートガバナンス・コード(CGC)改訂の構成

Financial Reporting Council (英国財務報告評議会 FRC) は二〇一八年七月一六日英国コーポレートガバナンス・コード (A UK Corporate Governance Code (以下、「英国CGC」という)の改訂版を公表した。二〇一九年一月一日

英国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・コード改訂、 一一三(三四九)

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務(藤川)

以降開始の会計年度から適用されている。

構成をみると五章からなり、各章は各々 Principles (一八項目、原則)、Provisions (四一項目、条項(各則))の二段階で構成されている。^② 我が国 C G C と比較して、Principles は基本原則、Provisions は原則に相当し、補助原則に当たる部分はなくなっている。従前の C G C は Main Principles (一八項目)、Supporting Principles (一二項目)、Code Provisions (五五項目)の三段階構成であったが、改訂により項目数も簡略化された。五つの章は、一、Board Leadership and Company Purpose (取締役会のリーダーシップと会社の目的)、二、Division of Responsibilities (責任の分担)、三、Composition, Succession and Evaluation (構成、サクセッション、評価)、四、Audit, Risk and Internal Control (監査、リスク、内部統制)、五、Remuneration (報酬)となっている。基本的考え方である各原則の適用 (apply) を義務付け、各条項は原則の実現手段とし (Comply or Explain)、条項が規定する実務レベルでは柔軟性を持たせる。我が国 C G C が形式から実質を目指すものとして二〇一八年六月改訂によって項目数が増えて精緻さを加えつつあることと逆方向にある。二〇〇六年英国会社法は必ずしも詳細な内容を規定せず、英国 C G C に内容を委ねた部分も多いと思料されていたが、一九九二年版を嚆矢とする従前の英国 C G C の役割において一つの転換点となるのであろうか。もつとも内容自体では全般にガバナンス強化の姿勢が窺えるため、そのような方向性の入り交じった改革時期ともいえる (私見)。

3. 英国 C G C 改訂と我が国 C G C の示唆

(1) 英国 C G C の改訂の要諦

英国 C G C 改訂の根幹を纏めると、(a) 取締役会に対して従業員とのエンゲージメントの強化を求める。(b) 取

締役に戦略と企業価値を整合させる企業文化の創造、長期間に亘り企業価値が維持できているかを評価することを求める。(c) 能力、経験を有し、建設的な課題認識を持つ適切なメンバーで構成され、多様性推進のために取締役会の刷新とサクセッション(後継者育成)計画着手の必要性が強調される。(d) 報酬委員会は取締役報酬を決定するに際して、従業員報酬や関連ポリシーを考慮すべきである。英国FRCは、改訂によりコードはshorter and sharper(より簡潔かつより明確)になったとしているが、遵守の困難さは逆に上がっているとの指摘もされる。⁽³⁾

①従業員の経営関与 条項三では、取締役会は労働者(workforce)の意向を収集する方法を確立すべきとする。メイ首相は労働者代表の取締役選任を法制化すると公約していたが、任意の選択肢として示されたに留まる。②取締役の責務に関する開示条項四では、取締役会は労働者その他のステークホルダーとの対話の状況や会社法一七二条に関する考慮要素が取締役会の意思決定にいかに影響したかを説明すべきとする。③株主総会における反対票の考慮条項六では、株主総会議案に二〇%超の反対票が投じられた場合、株主に理由を調査するためにいかなる行動をとるかを説明すべきとする。④ダイバーシティ原則Jでは、経営幹部の任命に当たり性別、社会、民族的背景、知識、経験等個人的長所のダイバーシティを進めるべきとし、ダイバーシティの一層の推進を求めている。条項二三では、年次報告書に経営幹部の性別比率に関する記載を求め、プロセスの適正化のみならず、結果の開示も求めている。⑤取締役会の実効性評価条項二一では、取締役会実効性評価を毎年行うべきで、三年毎に外部機関を利用すべきとし、全企業に外部評価を求めている。日本版コードでは外部評価の要件は規定されていないが、実務では自社内評価、外部評価、外部評価かつ個別取締役ヒヤリングの概ね三段階に分けて取締役会評価が実践されている。⑥報酬委員会委員長
の経験要件条項三二では、報酬委員会委員長は就任前に報酬委員を一二カ月以上経験すべきとする。監査委員会や指

名委員会ではかかる要件は設けられていない。我が国CGCにおいても、株主総会で多数の反対投票を受けた企業の対応策の開示(条項六)、実効性評価における外部評価導入(条項二二)などは検討課題となろう。⁽⁴⁾

(2) 従業員の経営関与、従業員・労働組合との対話

英国改訂CGCにおいては従業員の経営関与が注視されている。⁽⁵⁾メイ政権は二〇一六年発足当初から労働者階級(ordinary working class)のための政治を標榜し、役員報酬と取締役会の改革を唱え、取締役会に従業員の意見が届くシステムとして三つの手法が規定された(条項五)。取締役会は①従業員代表の取締役招聘、②従業員に諮問する正式会議の設置、③従業員との対話を担当する非業務執行取締役の配置のうちいずれか、または組合せを選択しなければならぬ。選択しない場合は、代替策を実効的であるとする理由を説明する。条項五の上位の原則Dでは、企業が株主およびステークホルダーに対する責務を果たすため、取締役会は関係者に対し実効的対話を行うと共に取締役会の参画を働き掛けるべきであると述べる。主要上場企業の取締役会は一〇名程度の取締役で構成され、約三分の二が非業務執行取締役(社外取締役)、三分の一がCEO、CFOなど業務執行取締役となっている。

①従業員代表の取締役招聘について、従業員を代表し選任された取締役(従業員取締役(employee director))が従業員各層、各事業所で同僚と対話し、現場の取組や課題を理解して取締役に従業員の視点(perspective)の移入を図る。ドイツの監査役会(supervisory board)においては従業員代表が三分の一以上を占めるシステムを採っている。従業員取締役は取締役として株主に対し特定の法的責任を負うため、従業員代表の立場との利益相反が懸念される。目的が従業員の利害を代表することより従業員の目線や評価を取締役ににもたらすことであることを取締役会で明確にすれば両立しうるとの意見もある。⁽⁶⁾②従業員に諮問する正式な会議の設置は、産業・職業別労働組合とは別に、自社

従業員から直接意見や助言を求める正式な場を設け、取締役会に対して影響力を発揮できることが重要となる。各社の実情に則し柔軟な設計、運営が期待される。③従業員との対話を担当する非業務執行取締役の配置は、従業員と対話する役割を付与するもので実現可能性が高い選択となる。従業員担当取締役は従業員、労働組合の対話を通じて議論し、満足度調査などにアセスして従業員の見方や評価を取締役会にもたすことができるが、利益相反あるいは非業務執行取締役としての独立性を失う懸念もある。英国企業の経営層では抵抗感も少なからず存在している。我が国では従業員が取締役に内部昇進し取締役会の大半を占めるなど雇用慣行、社会構造の相違が背景にあり、従業員に比し株主の位置付けが必ずしも高くなく是正を図る過程にあるが、ステークホルダーとして重視する対象が英国とや異なる感もある。英国二〇〇六年会社法 (The Companies Acts of the UK 二〇〇六) 第一七二条(一)では、株主優先^⑦は不変であるが、従業員の利益を取締役が株主全体の利益のために行為する場合の考慮要素とし、議論・意思決定において従業員の視点を取り入れんとする。英国の試みは、我が国ガバナンスにおける従業員重視の内容につき示唆を与えている。

(3) 英国改訂コーポレートガバナンス・コード(CGC)における開示ならびに説明責任

英国改訂CGCについて個別項目毎に検討する。^⑧我が国CGCが二〇一八年改訂を経て、なおも抱える課題として示唆を受け認識すべき内容ともいえようか。

① CEOの選解任

改訂英国CGCでは、取締役の選任は正式かつ厳正で透明性のある手続きに従って行われるべきとされる(原則J)。解任については規定されないが、取締役個人が実効的に貢献を継続しているかが評価され、年次報告書で公表される

英国 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・コード改訂、 一一七 (三五三)

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務(藤川)

こと(原則L)、毎年評価がされ(条項二二)、取締役選任の判断も毎年行われること(条項一八)、実効的な貢献がないにも拘わらず再任された場合は投資家等に説明しなければならないこと(同一八)と合わせ、取締役再任については積極的、実質的な判断が求められている。

我が国改訂CGCも、原則三一―(iv)、(v)、補充原則四―三②、③が規定され、CEO解任の客観性・適時性・透明性ある手続きの確立を求めている。招集通知の参考書類に候補者とする理由を記載する上場企業が増加しつつも、定型・雛型的な記載が多く、実効的な貢献内容、候補者とする積極的理由を具体的に記載し、説明責任を果たすことが重要になる。

② 後継者計画策定と監督

英国改訂CGCでは、指名委員会の責務として後継者計画整備が規定され(原則J)、実績と客観的基準に基づき多様性を促進することを要請している。後継者計画の監督は指名委員会の責務で(条項一七)、後継者計画策定と取組みの責任を負い、内容を年次報告書で開示することが要請される(原則三三)。我が国でも指名委員会等設置会社以外の機関構成において任意・諮問型指名委員会設置が要請されているが(補充原則四―一〇①)、後継者計画にかかる趣旨を織り込み、機動性、効率性向上を図ることが望まれる。

③ 役員報酬

(i) 報酬方針の策定 英国改訂CGCでは二〇〇六年会社法一七二条の成功促進義務と絡めて報酬方針(Remuneration Policy)と実践が長期かつ持続的成功を促進するように設計され、業務執行取締役の報酬設計は長期戦略達成と明確に結びつくことが求められる(原則P)。長期的業績との関連性について具体的説明も求められる(条項

四〇、条項四一)。我が国CGCでは報酬と中長期・長期の業績の関連性と説明は要求されず、インセンティブ報酬設計を図る上で関連性にかかる説明は対話・エンゲージメントを進める上で重要になるろう。

(ii) 報酬の決定手続き 報酬決定において当該取締役は自身の報酬決定に関与すべきではない(原則Q)。報酬委員会の責務の中には、(a) 従業員の報酬および関連方針、インセンティブ報酬および賞与が企業文化と整合しているかについて検討すること(条項三三)、(b) 報酬コンサルタントの依頼、(c) 業務執行取締役の報酬方針、構造および業績基準についての戦略的正当性の説明(条項四一)、(d) 株主とのエンゲージメントが報酬方針および結果に対して及ぼした影響についての監督(同)、(e) 従業員への業務執行取締役の報酬と報酬方針との整合性についての説明(同四二)、(f) 報酬の結果に対する取締役会による裁量権の行使の監督(同四一)などが含まれている。戦略や企業文化の重視、従業員に対する配慮など取締役会の役割の再確認、リーダーシップ発揮がポイントとなるろう。

(iii) 非業務執行取締役の報酬 非業務執行取締役の報酬は定額とすべきで、取締役会議長および非業務執行取締役の報酬は関与の時間と責任を反映し、ストックオプションまたは業績連動的要素を含むべきでない(条項四一)。我が国においても考慮すべき内容といえる。

(iv) 株式報酬の導入 我が国の改訂CGCでは自社株報酬を内容とする報酬制度導入が示されている(補充原則四一①)。英国改訂CGCでも業務執行取締役の株式長期保有を促進すべく株式報酬の導入が求められ(条項三六)、長期保有株主の利益に合致する業務執行により長期株主の投資を招致せんとする。英国の長期インセンティブ導入では事後交付型パフォーマンスシェア(Performance Share PS)が一般的で、ストックオプションは減少傾向にある⁹⁾。

我が国会社法では取締役報酬総額を株主総会で決定するもの(会社法三六一一条一項)、取締役間の分配は実務上代

英国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・コード改訂、 一一九(三五五)

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務(藤川)

表取締役に一任され、専断的決定となる実務も多い。原則Qを直ちに導入することには違和感もあるうが、報酬決定ならびにインセンティブの透明性確保を図り、任意の報酬委員会設置などで企業目標や戦略達成と整合性を図る必要がある。

④ 任意の諮問型委員会

英国改訂CGCが指名・報酬・監査委員会の存在を前提とし、指名委員会では独立業務執行取締役を過半数、報酬委員会ならびに監査委員会では独立業務執行取締役を三名以上とすることが規定される。小規模上場会社の特則では指名委員会の規定はないが、報酬委員会と監査委員会で各二名以上とすることが求められる。FTSE構成上位一五〇社では三委員会設置会社が一〇〇%、リスク、コーポレート、社会的責任等の委員会¹⁰を加えて四以上の委員会を設置する会社は五八・七%に達し、指名委員会委員長は四一・二%が女性であるなどダイバーシティの進展も窺われる。

我が国の改訂CGCコードでは、任意の独立諮問委員会設置が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社において推奨され、Comply or Explainの対象となっている。後継者計画策定、客観性・透明性・適時性を持った報酬体系の構築など任意の諮問型委員会設置は有用であり、設置を行わないことを積極的意味合いとしてExplainすることは容易ではなく、プラクティスを図る上で英国改訂CGCの規定は参考となろう。

⑤ 英国における取締役会構成

(i) 英国における独立非業務執行取締役の選任状況 英国改訂CGCでは緩和措置がなくなり、全プレミアム上場会社において独立非業務執行取締役の人数を半数以上とすべきとされ(条項一一)、業務執行取締役は取締役会議長

を兼務すべきでない（条項九、二〇一六年コード条項A2.1）⁽¹¹⁾。米国においても監督と執行の機能の分離徹底の主旨からCEOと取締役会会長（議長）の分離は従前より議論となってきたが、業務執行を担う代表取締役が議長を務める事例も依然として多く、CEOに限らず業務執行取締役（Executive Director）全員について分離徹底を図らんとする英国の取り組みは参考とし得る。

(ii) 取締役会のダイバーシティ 英国改訂CGCでは多様性の内容についてジェンダーに加えて社会的民族的背景、経験的知識や個人的長所（技能・経験）などに拡大され（原則J）、FTSE350銘柄の九五%が一名以上の女性取締役を有している（Grant Thornton 調査）。もともと女性取締役の多くは非業務執行取締役に留まり、業務執行取締役の比率は少ない⁽¹²⁾。女性の経営幹部育成に時間がかかり、先ずは社外から非業務執行取締役として女性を招聘する実態であろう。長期的視点に立ち企業文化やステークホルダーへの配慮が求められ、我が国も企業価値、戦略と結び付けて議論する必要性が高じよう。

4. 二〇一六年Green Paperと英国改訂CGC—ステークホルダー重視、原則主義の変容—

(1) 二〇一六年Green Paperにみる会社法制改正の方向性

二〇一六年メイ政権はBrexit後を睨んで二〇一六年Green Paperを策定し、業務執行取締役の報酬規制の強化、英国二〇〇六年会社法一七二条の規律を前提に株主以外のステークホルダーの意見を取締役会レベルの意思決定等に反映させる枠組みの模索、大規模非公開企業（Large privately-held businesses）等におけるコーポレート・ガバナンス強化について、会社法改正の要否を含め所要の見直しを行う方針が表明された⁽¹⁴⁾。非上場企業へのコード適用拡大、従業員・顧客の考慮はEU全体の規制の方向性とも整合する。

英国 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・コード改訂、
米国 The Accountable Capitalism Actにみる企業価値向上義務（藤川） 一三二（三五七）

英国二〇〇六年会社法一七二条一項の義務を取締役がいかに履行しているかを株主が評価できるようにすべく、年次報告書の一部として戦略報告書を作成し株主に提供することが義務付けられている(同法四一四A条・四一四C条一項)。上場会社等の規律として、事業の展開・業績・現状を理解するために戦略報告書に事業の基本的な方向性と将来の事業展開に影響を及ぼす要因、業績と事業状況、環境・雇用問題、社会・共同体・人権にかかる課題に関する情報を盛り込むこととし、ジェンダーの多様性に関する情報も含める必要がある(同法四一四C条)。もつとも英国二〇〇六年会社法一七二条一項は、義務の履行方法を詳細に規定せず、各社が置かれた状況に応じて必要な対応を柔軟に採れるという長所を有するが、各ステークホルダーの利益・利害を考慮するという困難な職務を取締役に義務付け、利害関係人として年金受給者を明示せずその利益が考慮されない¹⁶⁾リスクもある(二〇一六年 Green Paper, para.2.8)。

(2) 英国二〇一六年 Green Paper の提案と我が国への示唆―私見を交えて―

英国二〇一六年 Green Paper が示す会社法制の見直しに関し、①株主以外のステークホルダーの意見を反映させる仕組みについて、取締役の報酬規制強化と連関する問題であると指摘される¹⁶⁾。②ドイツ等大陸諸国が労働者の経営参加を法制化する中で、英国がステークホルダーの利益代表として取締役選任案を提示したことは方針転換といえ、保護法益としてステークホルダーの利益をどの程度考慮すべきかとの新たな問題を提起する¹⁷⁾。

英国二〇一六年 Green Paper が株主以外のステークホルダーの利益を反映させる方法を探っていることは我が国会社法下では馴染みにくい面もあるが、株式会社の利益あるいは企業価値の構成要素を如何に立法に織り込むか、会社本質論とも関連する課題であり、CSR (企業の社会的責任) の実務(経済価値・社会価値、環境価値、統合報告) あるいは国連の定めるSDGs (Sustainable Development Goals) とも関連する重要な内容となる。更に株式会社として我

が国法制度では公開・非公開を区分せず、これに対して大規模合同会社などの適切な区分けを如何に設定するか等の本質的な規制強化の課題にも繋がってくる。

以下は私見である。こうした経営陣側、株主側の双方からの改善提案を図る英国 Green Paper の提案・議論手法は、ステークホルダーの利益の反映、重視に向け、我が国改訂 C G C やガバナンス改善を図る具体的手法として参考となる。単なる筆頭独立社外取締役の選任、あるいは独立社外取締役会議の設定に限らず、明確に当該独立社外取締役が一般株主あるいは少数株主の利益代表でもなく、ステークホルダーの代弁者としての立場を法的に明確化する点で、興味深いものがある。我が国 C G C が会社法上の根拠規定のないまま、C E O 等の概念の統一も図らず上場規則化され、ハードローでないにしても一定のエンフォースメントを備えていることと対比される。

もつとも取締役会においてステークホルダー間の利害対立の代弁者という新たな問題が法的な根拠を伴って生じ、他の取締役との利益相反問題、取締役会全体としての企業価値向上に向けた一般的義務との相克などが危惧され、更に多数決に向けて人数配分などを如何に決定するのか、指名委員会で決定するのであればメンバー構成が重要になるが取締役会で決定するか等の課題を生じる。特定のステークホルダーの利益を代弁する独立社外取締役は一名となるのであれば少数に留まり、多数派の意見に流されかねない。ステークホルダー代表取締役として代表権を付与するのであれば、非業務執行取締役がこれを担うことは法的に整合性がとれるか。正しく社外取締役に業務執行を委託するという今般の我が国会社法の改正点にも繋がる議論となる。ステークホルダーの利益を担うのであれば、事業部門などの特定業務を抱える業務執行取締役を充てることはそもそも考えにくい。こうしたプラクティスに向けた新しい問題も生じてこようか。もつとも従業員でなく債権者利益を代表する非業務執行取締役であれば、少なくとも従業員と

異なり、外部の存在でもあり会社の業績向上等と背反することは考えにくい。その場合も代表権付与までは想定しにくい。英国におけるドイツ共同決定法の趣旨への接近は、米国の The Accountable Capitalism Act においても見られ、多様なステークホルダーの重視など本来コモノローである米国・英国における修正あるいは世界的な収斂の大きな流れとも考えられる。その場合、幾つかの克服すべき法律制度上の課題も存在することになる。

5. 二〇一八年改訂CGCにおける英国二〇〇六年会社法一七二条の実質的義務化とハードローミックス

(1) 英国二〇〇六年会社法一七二条とガバナンス・コードならびに開示と戦略報告書

Green Paper に対するコンサルテーション結果の発表は二〇一七年八月になされている。二〇一六年一二月会社法改正によって英国年次報告書の一部である戦略報告書 (Strategic report) 提出の対象企業の範囲が改訂され、二〇一七年以降EU非財務開示指令 (NFRD) が施行された。二〇一八年ロンドン証券取引所 (London Stock Exchange (LSE)) は新興市場のAIM (Alternative Investment Market) 企業もガバナンス・コードの適用を開示すべきことを述べ、二〇一八年英国改訂CGC、Guidance on Board Effectiveness 改訂、更に Strategic report 改訂が¹⁹⁾ せられた。英国会社法やEU法制を含めた制度設計について検討を深めたい。

英国ではSSCとCGCの二つのコードを繋ぐ機能として開示が重視され、SSCによりアセットオーナーはアセットマネジャーから報告を受け、モニターする。FRCの二〇一三年ガイドラインでは年次報告書を体系化し、Strategic report、Corporate governance report、Remuneration report、Financial statements、Management report の五章で構成されている。Strategic report では非財務情報として事業戦略、リスク、KPI (key performance indicator 主要業績評価指標) 等の開示が求められる。

二〇一六年 Green paper では、役員報酬が高額で企業が株主の声を聞かないこと、経営者の資質として従業員あるいは顧客の信頼を失っていること、非上場企業にCGCが届かないことを示し、特にFRCに対して、①報酬委員会強化および従業員とCEO等との給与のギャップについてCGCに記載すること、従業員や顧客の意見を聞くことを取締役会の責任として明記させること、従業員代表を取締役会メンバーとすること、②報酬議案に反対があった場合の対応の開示、経営陣報酬と従業員給与の中央値の比率を年次財務報告書において公表する Payratio の開示 (Pay ratio reporting)⁽²⁰⁾、インセンティブ報酬の明確化、③ Strategic report に関して従業員五〇〇人以上の全企業に適用し、公的に影響のある企業等のガバナンスについては他団体との議論を求めている。英国二〇〇六年会社法一七二条の規定自体は改正されないが、課題の具現化のためFRCにおいて年次報告書ガイドライン、Strategic report により説明責任が課され該当企業においては必須要件として変容したものである。

(2) 欧州非財務開示指令 (NFRD) と英国改訂CGCの調和

欧州非財務開示指令 (Non-Financial Reporting Directive NFRD) は、従業員五〇〇人以上の上場企業、銀行・保険会社を対象にESGの非財務情報の開示を求めるもので、二〇一八年年次報告書より適用され、先駆的な国に対しては国内法による上乗せ規制も認める。Comply or Explain のスタンスを採らず、非財務情報は義務的開示となり、適時適切かつ総合的な開示が求められる。ESG (environment, social, governance) に関するデューデリジェンス・プロセスの開示も要求され、意思決定プロセスの開示によって従業員による犯罪防止、企業の腐敗活動の責任などを評価する機能を備えることが期待される⁽²¹⁾。

英国FRCはNFRDの要件の実現につき、英国 Strategic report の方向性と大きな相違はないと考え、会社法改

正と Strategic report 改訂により対処を図らんとして、①二〇一六年末会社法改正により Strategic report 開示対象企業を拡大し、② Strategic report は NFRD ならびに Green Paper の双方に併せて改訂を図るべく、二〇一七年八月コンサルテーションを行っている。FRC は英国改訂 CGC と EUNFRD の対処を両立させるべく、NFRD の要求は英国二〇〇六年会社法一七二条の要件に近接すること、Green Paper の求める Corporate Governance Reform の施策は Strategic report の要件に織り込めることから、英国二〇〇六年会社法一七二条を活用して英国 CGC および Strategic report 改訂の形で実現する手法を採用したものである²²⁾。

報酬議案の問題点として、Green Paper では高額であることが掲げられたが、FRC や投資家としては、役員報酬が投資家の意見を反映せず、複雑な方式で計算がなされ収益低下を反映できず収益改善のモチベーションとなりにくいこと、法的拘束力がなくポリシー策定と報酬支払いの年度がずれること等を挙げている。

6. 英国二〇一八年改訂 CGC のプラクティスと課題

(1) 取締役会議長と独立・非業務執行取締役

英国二〇一八年改訂 CGC の確定版が発せられた。コンサルテーション版からの修正点は、①小型・非上場企業への適用として、FRC は最終的に Premium listing 企業のみを対象とし、FTSE350 以外について免除項目も残した。Private large 企業には別のコンサルテーションを実施し、LSE は新興市場の AIM (Alternative Investment Market) 企業に対して中小企業向けコード (Quoted Companies Alliance : QCA 公開企業連盟) を用いることを勧めている。Premium listing 企業への改訂コード適用、AIM 企業の QCA コードによる報告は二〇一九年一月より義務化される。②取締役会議長の独立の定義、CEO と議長の分離について²³⁾、我が国 CGC と異なり、取締役会議長は非業務執

行取締役が前提となっているため、自ずと制約も多くなっている。

条項九において、取締役会議長は条項一〇の列挙事項の該当性について評価される指名時点で独立性を有すべきである。取締役会議長およびCEOの役割は同一人によって担われるべきではない。CEOは退任後に同じ会社の取締役会議長になるべきではない。例外的に取締役会から求められた場合は指名前に主要株主に相談すべきである。取締役会は指名の際、全株主に理由を説明し *website* に公表すべきである。条項一〇では、取締役会は独立性を有すると考える非業務執行取締役について年次報告書で明記すべきである。独立性が損なわれる傾向、損なわれていると窺われる状況は必ずしも限定的でないが、以下に該当する場合である。(a) 直近五年間において当該会社またはグループ会社の従業員であったことがある。(b) 直近二年間において当該会社と重要な業務関係を有していたことがある。直接の関係の他、当該会社と関係を有する者の共同経営者、株主、取締役、幹部社員 (*senior employee*) であった場合も含む。(c) 当該会社から役員報酬と別に追加報酬、ストックオプション、業績連動報酬を受けまたは受けたことがある。当該会社の年金制度の構成員である。(d) 当該会社の顧問 (*advisor*)、取締役、幹部社員の近親者である。(e) 他の会社または団体との関係を通じて、取締役の相互派遣があるか、他の取締役らと重要な関係を有する者である。(f) 主要株主の代表者である。(g) 最初に指名された日から九年を超えて取締役として職務を行っている。上記に該当するか、他の関連する事情に該当する場合で、取締役会がなお当該非業務執行取締役について独立性を有すると判断する場合、明確な説明がなされるべきである。条項一一では、取締役会議長を除く取締役会の構成員のうち半数以上は、取締役会が独立性を有すると判断した非業務執行取締役であるべきである。

(2) 英国二〇一八年改訂CGCのプラクティスに向けた対応

FR Cは英国CGCの実践に向けた対応として、英国二〇〇六年会社法一七二条の開示に関し、企業や投資家と議論しベストプラクティスの構築を図るべく、Financial Reporting LAB²⁴の取組みを開始している。FR Cの二〇一八年八月Strategic reportガイダンス最終版²⁵に添付された年次報告書の概要では、英国二〇〇六年会社法一七二条ならびに非財務情報への言及がされ、Strategic reportの提出対象者についてPIE(非上場企業)を含むものへと変更された。

7. 英国二〇〇六年会社法一七二条にかかる二〇一八年規則による改正会社法四一四条CZA条新設— Strategic reportの開示強制にかかるエンフォースメント強化—

二〇〇六年英国会社法一七二条においては、多様なステークホルダー重視と共にfairness(株主間公平取扱義務)が示されている点が注視される。²⁶二〇一八年規則による改正会社法四一四条CZA条新設について、Strategic reportは取締役が会社の成功に向けて行動する義務を遂行するに当たり、会社法一七二条の規定する考慮すべき六つの事項について取締役がいかなる配慮をしたかに関する記載を含まなければならない。二〇一六年Green Paperを受けて、Strategic reportの開示強制にかかるエンフォースメント強化がハードローからも図られたもので、websiteの閲覧が可能となるように義務付けている。

Strategic reportは財務情報と非財務情報を統合して情報提供を図り、関連性について投資家に説明するために経営戦略、ビジネスモデル、パフォーマンス、リスク、従業員、社会・環境に関する情報等が記載される。会社事業を公正にレビューし、直面している主要リスク、不確実性につき事業規模と複雑さに応じてバランスのとれた総合的分

析を行う。ESG的な要素を会社法に盛り込んだ上で、会社法上の成功に向けた取締役の義務と開示について結合を図る内容となっている。我が国の有価証券報告書では主要リスクの他、類似の情報開示が大部分網羅されているが、戦略的視点から財務情報と非財務情報の統合、会社事業の公正なレビュー、総合的な分析を行っているとはいえない。統合報告書にしても戦略的観点という位置付けは強いとは言えない。開示の統一性も含め、投資家の視点からかかる戦略報告書の開示強制をハードローで行うことは参考とされようか（私見）。

8. 英国二〇〇六年会社法におけるステークホルダー利益の考慮義務

(1) 英国二〇〇六年会社法一七二条会社の成功を促進する義務とステークホルダー

ルールベースの米国では英国二〇〇六年会社法一七二条の広範な受け皿を直接には採用しにくく、他方英国は純粹株主義を脱して英国二〇〇六年会社法一七二条の捕捉範囲を拡大したと評せよう。株主利益としつつ、無条件かつ短期的なものでなく、長期的観点からステークホルダーの関係、社会・環境のインパクトに注意を用いて事業が構築され、初めて達成がされる（inclusiveアプローチ）。英国二〇〇六年会社法一七二条第一項各号において法文が限定列举の内容となっていることについて疑問も提示され、第一項本文のみの方が一般的記載として柔軟性があることが指摘される。⁽²⁷⁾ 今般の改正では従業員利益に配慮を見せているが、今後ESG、SDGs等への対応も余儀なくされることを鑑みれば首肯される指摘であろう。

(2) 米国、我が国のアプローチとの対比

英国のアプローチは、米国ウォーレン議員の立法提案に比して株主利益にやや重きを残すものといえようか。忠実義務の枠を超えて受託者義務により将来の株主を含めた一般的株主利益を想定し、法人擬制説に立った考え方である。

英国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・コード改訂、 一三二九（三六五）

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務（藤川）

忠実義務に拘泥した場合に支配株主に従属する危険性があり、この点でも先見性のある優れた考え方といえる。我が国CGC冒頭でステークホルダーと株主が併記され、inclusiveアプローチとも平仄がとれた内容になる。ESGあるいはSDGs問題への対応にも柔軟性を有するアプローチとなろう(私見)。

三・英国スチュワードシップ・コード改訂に向けた動きと課題

1. 英国スチュワードシップ・コード改訂のコンサルテーション

英国改訂CGCのコンサルテーションに並行して、二〇一七年二月から二〇一八年二月末にかけて英国スチュワードシップ・コード(SSC)改訂に向けたイニシャル・コンサルテーションが行われた⁽²⁸⁾。主要な質問として、①投資家等の立場毎の相違を踏まえて期待されるスチュワードシップ責任や役割を分けて明記するか、あるいはコードやガイドランスを別々に発出するか。EU株主権利指令(SRDII)の議論と平仄が合うもので、年金基金に対してはスチュワードシップ・コードを義務化する意見も出されている。多くの回答は、議決権行使助言会社(プロクシー・アドバイザー)の役割に特別な注意を払うことを求めている。②英国CGCからSSCにコピーした方が良いものがあるか。多くの回答は、会社法一七二条が取締役に対して求める内容を投資家にも義務化することに賛同し、SSC受入れ機関に対して自社、投資プロセス、投資先企業の幅広いステークホルダーを如何に考慮したか等につき報告することが支持されている。③SSCにおいてESG要因、あるいはより広範な社会的影響を明示的に参照するか。④SSCが投資家に対して、気候変動に関する報告、業績について考慮すべきことを明示的に要求するか。大半の回答

は、重要性に基づくリスクアプローチを支持する。⑤SSCはファンドの目的、スチュワードシップ責任のアプローチについてファンド毎に開示するように求めるか。大半の回答は、特定のアプローチを自主的に開示することにつき、透明性を高めアセットオーナーには有益として支持するが、アセットマネジャーの負担増、雛型的記載 (boilerplate) に陥ることを懸念している。特に②の点については、二つのコード内容の同質化を通じ、取締役における多様なステークホルダーに対する考慮義務のみならず、株主についても会社に対する成功促進あるいは企業価値向上に向けた忠実義務の内容を要求するものと評せようか (私見)。

2. 英国スチュワードシップ・コード改訂案ならびにEU株主権利指令

(1) 英国スチュワードシップ・コード改訂案とEU株主権利指令の関係

英国はリーマン金融危機を背景に二〇一〇年SSCを策定し、二〇一二年改訂を経て二〇一九年一月三〇日新たな改訂案を公表した。持続的価値を与えるスチュワードシップの発展に焦点を当てた内容とし、CGCに合わせ構成の見直しを実施し、原則のみをApply and Explainとして適用を義務付けることを骨子とする。他方、EU株主権利指令 (Shareholder Rights Directive SRD II) は二〇一七年改正により、機関投資家および議決権行使助言会社の透明性の向上のための規制 (一部の規定についてはComply or Explain) を導入した。²⁹⁾

英国SSC改訂案とEU株主権利指令等の関係を整理すると、①欧州では根拠法令等をSRD IIとし、二〇一七年六月施行、二〇一九年六月一〇日までに加盟国では国内法整備が必要となる。手法は一部規定についてはComply or Explainのプリンシプルベースを導入している。³⁰⁾ ②英国では、FCAハンドブック改正案を根拠法令等とするものについて時期は二〇一九年一月に公表され、二〇一九年六月一〇日に施行することとなっている。手法は、SRD II同

様に一部の規定に Comply or Explain を導入しているが、適用を義務付けの是非については意見を募集している。位置付けとしては SRD II を受けた国内法となる。FCA ハンドブックには金融機関等の業者や分野の規則等が記載され、改訂案はスチュワードシップの取組みの最低限のベースラインとして位置付ける予定である。③改訂案について、二〇一九年夏に確定の予定である。手法について、原則部分は Apply and Explain 条項等は Comply or Explain が採用される。位置付けは SRD II よりも更に高い水準を要求している（上乘せ規制）。

(2) 議決権行使助言会社にかかる開示規制

(イ) EU株主権利指令Ⅱ (SRDⅡ) における開示規制 株主権利指令Ⅱ (SRDⅡ) は二〇一七年六月に改訂され、加盟国は二〇一九年六月までに国内法整備が求められる³¹。議決権行使助言会社の適用について、加盟国は行動規範に従う議決権行使助言会社が当該行動規範の適用に関する実効的な報告を実施することを確保する（前文²⁶、第一条（1）（a）2）。加盟国は、機関投資家およびアセットマネジャーが議決権行使助言会社のサービスの利用等を含む対話方針の実施状況について毎年開示させることを確保する（第3g条）。加盟国は議決権行使助言会社において以下の内容を毎年開示させることを確保する（第3j条）。（i）利用している手法、モデルの特徴。（ii）主な情報源。（iii）議決権行使助言等の質（スタッフの適格性を含む）を確保するための手続。（iv）各国市場、法規制、対象企業にかかる固有の事情の考慮の有無・内容。（v）市場毎の議決権行使助言方針の特徴。（vi）対象企業・ステークホルダーとの対話の有無・内容。（vii）利益相反管理方針。

(ロ) 英国における開示規制—スチュワードシップ・コード改訂案— 二〇一九年一月公表されたSSC改訂案では、議決権行使助言会社への適用についてアセットオーナー、アセットマネジャー、投資コンサルタントおよび議決

権行使助言会社を含むサービスプロバイダーを対象とする〔本コードの適用〕^(二二)。機関投資家の対応については、署名者はどの助言会社を利用し、どの範囲で助言等が署名者のスチュワードシップ活動に利用されるかを示すべきである（条項二四）。議決権行使助言会社の対応では、署名者は実効的なスチュワードシップを推進するよう投資コミュニティにおける自らの役割を果たし（原則B）、署名者は顧客利益を優先する利益相反管理方針を策定しなければならぬ（原則D）。サービスの正確性と品質について顧客に周知し、スタッフが役務を提供するのに適切な経験、適格性を確保すべきこと、利益相反管理方針の開示と行動規範策定等が規定されている（指針一六）。

3. 英国スチュワードシップ・コードの年金基金への実質的な義務化の問題

EU SRD IIにおいては株主の権利の実行ならびに責任に関して、企業側は株主について知る権利の必要性があり大量保有する場合に加盟国間での開示に繋がること、Proxy voting（議決権の代理行使）の環境整備や電子化と透明性向上、更にProxy advisorsの透明性向上、エンゲージメントの強化および透明性向上、重要な議決権行使の開示や役員報酬および関連当事者間取引の議決権の質的向上、投資家資産の開示等に資することが示される。

SSCの年金基金（pension funds）への実質的な義務化の問題が出され、株主のコーポレート・ガバナンスへの関与拡大が財務や非財務・ESG要因の開示の改善に繋がり、ガバナンスにおけるステークホルダー、就中従業員の関与の拡大が上場企業の長期的なアプローチを奨励することが示される⁽³²⁾。英国では二〇一五年に年金基金に対してSSCを義務化すべきか、特にトラステイ（Trustee）としての信託形態ファンドの受託者に対して規制することが検討されたが、NAPF（The National Association of Pension Funds）の反対に遭い見送られた。DWPは続けてTrustee's investment dutiesに関するコンサルテーションを実施し、Pension Trusteeが持つべき責任投資にかかる投

英国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・コード改訂、

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務（藤川）

資方針(年金法に基づく投資原則書 Statement of Investment Principles SIP)にESGに関する特定項目を義務付けすること
 とに意見を求め、SRD IIの義務付けが実現する可能性もある。

FR CはアセットマネジャーとアセットオーナーのSSC上の区分けは想定していないが、役割を明記して、
 DWPの領域ながら年金基金の義務化について対応を準備すること、SRD IIと調和を図りESGの開示、議決権行
 使結果の開示を義務付けする方向でのコンサルテーションを行うこと、改訂後にTiering⁽³³⁾(運用機関評価)を図ること
 を述べている。

4. 英国スチュワードシップ・コード改訂とApply and Explain

(1) コードの見直しと適用範囲拡大ならびにApply and Explain

英国SSC改訂案の内容は二〇二二年改訂以降の実務動向、二〇一七年改正SRD IIを踏まえて機関投資家による
 スチュワードシップ活動に高度な期待を示している⁽³⁴⁾。全体の構成、章立てを見直し、英国二〇一八年CGC改訂に
 沿って原則(Principles)、条項(各則)(Provisions)に整理し、指針(Guidance)を設けた。条項についてはComply or
 Explain⁽³⁵⁾が求められるが、基本的な内容を示す原則については適用したうえで⁽³⁶⁾の態様を示すApply and Explainが新
 しく求められる。プリンシプルベースであるComply or Explainからの一部脱却を図るものとして注視されている。
 アセットオーナーと運用機関、議決権行使助言会社等のサービスマスターに適用される規律が区別され、各則で
 もアセットオーナーと運用機関の内容が個別に示され、サービスマスターの章を新設している。コード適用範囲
 を拡大し、上場株式のみならず非上場株式や債券などに投資する場合も機関投資家が影響力や権利を有する場合は適
 用対象となる。コード適用の実質化を目指すものと思料される。

(2) 組織目的等の設定ならびに「ポレートガバナンス・コード」との同質化

機関投資家は組織目的を設定し、目的や戦略、価値観、組織文化がいかに「ステewardシップ」責任を果たすことに繋がるかについて開示すべきとする（原則A）。英国CGCで採用されている組織文化や組織活動全体に対してコードの精神を織り込むアプローチと同じ趣旨といえる。機関投資家のガバナンスに関しては、ステewardシップ責任を果たす観点からガバナンスの適切な方針、体制を整備すべきこと（条項三）、組織としての適切なインセンティブを確保しているかを説明すべきこと（条項五）規定される。内容・趣旨が英国CGCと同様となり、かつ詳細になりつつある感を受ける。経営者が担うべき注意義務、忠実義務と機関投資家が担うFiduciary Duty⁽³⁵⁾あるいはステewardシップ責任に関して、名宛人は異なるが受託者責任と称して包摂される内容であり、持続的成長と企業価値向上を目指す対話・エンゲージメントを行う上で当然示される方向性といえようか（私見）。

(3) ESG要素の考慮

機関投資家は気候変動問題を含む重要なESG要素をいかに考慮しているかを示さなければならない（原則E）。機関投資家による長期的企業価値向上に結び付くESG投資の増加を踏まえ、長期的視点に立つべく投資時間軸（time horizon）に関する開示を求めている（条項一〇）。

5. 英国ステewardシップ・コード改訂における新たな定義と深化——二〇一九年一月コンサルテーション報告書を踏まえて——

(1) 二〇一九年一月コンサルテーション報告書

改訂作業が進められる英国SSCに関して、Consulting on a revised UK Stewardship Code（二〇一九年一月）を基

英国ステewardシップ・コードならびに「ポレートガバナンス・コード」改訂、
米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務（藤川）
一三五（二七一）

に今後の課題などを更に探っていききたい。⁽³⁶⁾ コンサルテーション報告書の Introduction としては、以下の内容が記されている。⁽³⁷⁾ ①英国SSCは金融危機にかかるウォーカー報告書を基にして、最初に二〇一〇年投資家と最終受益者の long-term return を改善すべく策定された。②二〇一二年の前回改訂から英国におけるハイレベルなコーポレート・ガバナンスによつて投資家を引き付けてきたが、ガバナンスのプラクティスや経営の意思決定 (decision-making) の不十分さ、業績低迷もまた窺える。効果的なスチュワードシップ (effective stewardship) の発揮により、機関投資家は経営の意思決定に影響を与え、経済における capital allocation の改善を図ることが可能となる。ひいては投資家や社会、持続的な経済成長 (sustainable economic growth) を支えることに繋がろう。③顧客に対して機関投資家の責任を果たす上で効果的なスチュワードシップの果たす役割が重要になる。特にアセットマネジャーがいかに責任を果たしているかに関するより質の高い情報を得ることに対して、アセットオーナーから出される要望を備えた市場を創造していくことが求められる。英国金融資本市場の質と誠実性 (quality and integrity) の維持と改善を図ることに、SSCの署名機関ならびにFRCは注力することが求められる。④二〇一九年SSCドラフト案策定において、一七〇の機関投資家等を訪問し、feedbackを得た。また英国、カナダに活動の基礎を置き、欧州やアジアにエンゲージしている投資家とも議論を重ねている。

①二〇一二年SSCにおいて、スチュワードシップは受益者、経済および社会に持続可能な価値を生み出すための機関投資家のコミュニティ全体に亘る責任ある資本の配分および管理である。スチュワードシップ活動には資産およびサービス提供者の監視、発行者の関与、重要な問題を説明するための保持と活動の結果に関する公開された報告が含まれる。⁽³⁸⁾ 新しい定義は受益者の資産を受託するというスチュワードシップの主な目的を特定し、同時に投資の意思

決定と上場株式以外の資産への投資を含め、規範の範囲を広げている。②目的・価値・文化 (Purpose, values and culture) について、SSC署名者はスチュワードシップの目的を達成することを可能にする組織的目的、戦略、価値および文化を確立することを求められる。スチュワードシップ目標は、顧客または受益者に対する義務を果たすことを可能にしなければならず、目的の焦点はドラフト案を英国CGCと一致させ、事業全体に効果的なスチュワードシップ行動が確実に埋め込まれるようにする。③スチュワードシップと投資アプローチの統合 (Integration of stewardship and investment approach) について、ドラフト案はアセットオーナーとアセットマネジャーが如何にしてスチュワードシップ責任を投資の意思決定、権限 (mandate) の設計やその他の活動を含む投資プロセスに統合するかについてより高い基準を設定している。④上場株式を超えたスチュワードシップ (Stewardship beyond listed equity) について、SSCは英国上場株式市場を株主にとりより効果的なものにすることを目指している。にもかかわらず、依然として資本は投資家が異なる期間や投資期間、権利や影響力のレベルを持っている様々な資産のクラスに投資され、債券やインフラ・エクイティ等 (such as fixed-income bonds and infrastructure equity)、上場株式以外の資産への投資が大幅に増加している。SSCの署名者は資本がどのように投資されたとしても、利用可能な資源、権利および影響力を用いてスチュワードシップを行使する必要がある。⑤環境、社会、ガバナンス (ESG) の問題の重要性を認識する (Recognising the importance of environmental, social and governance (ESG) issues) について、ドラフト案は二〇二一年以降、持続可能な金融、責任ある投資およびスチュワードシップにおいて行われた重要な進展を反映している。SSCは現在、ESG要因について明確に言及している。署名者は自身のスチュワードシップ責任を果たす際に気候変動を含む重要なESG要因を考慮に入れることが期待されている。SSCは、受益者の投資期間に合わせたスチュ

ワードシップおよび投資の意思決定への積極的なアプローチに対するより大きな需要を奨励することを目的としている。⑥投資チェーン内の様々な事業体の明確な期待について、コードの将来の方向性に関するFRCのコンサルテーション(英国CGCに関するコンサルテーションの一部)の回答者の大半は、投資業界における様々な事業体の役割に合わせてより明確に調整されるべきであることを述べた。ドラフト案はより詳細な規定と指針を通じてこれに対処している。アセットオーナー、アセットマネジャーおよび投資コミュニティ(investment community)にサービスを提供する企業を対象としており、投資コンサルタント(investment consultants)、議決権行使助言会社(proxy advisers)、および効果的なスチュワードシップへのコミットメントを示しているその他サービスプロバイダー(service providers)を含んでいる。コードは単一のアプローチを規定していないが、コードの署名者が各々のビジネスモデル、目的、受益者および顧客への義務を果たすための活動に沿ったスチュワードシップを示すことを可能にしている。⑦英国CGCと連携した再構築(Restructuring to align with the UK Corporate Governance Code)について、ドラフト案の構造は番号付きのセクション、原則、規定に補足ガイダンスを伴う英国CGCを反映している。この連携により二〇一九年SSCは成功した企業を進展させるうえで投資コミュニティが貢献することを奨励し、ビジネスに対する信頼向上を目指している。元来がSSCはリーマン金融危機を契機にウォーカー報告書を経て英国CGCから分離したものであるが、対話・エンゲージメントの実質化の観点からも内容の同質化が進み、機関投資家と経営陣にかかる規律の一体的把握に逆戻りつつあるとも思料される(私見)。⑧より厳格な報告要件(More rigorous reporting requirements)について、全ての署名者は、自らのスチュワードシップ活動ならびに定められた目的をどの程度効果的に達成したかに関する評価について、公衆への開示が求められる。報告は二つの部分に分かれており、規範に署名した際の方針と実務に関する

声明 (a Policy and Practice Statement) および年次活動と成果報告 (an annual Activities and Outcomes Report) である。

また単一のコード (a single code) を維持しつつも、受託者責任 (fiduciary responsibilities) を有するアセットオーナーおよびアセットマネジャーと議決権行使助言会社および投資コンサルタントなどサービスプロバイダーについては、投資コミュニティにおける役割と責任に応じて原則と条項を区別して適用している。

(2) Investor Forum による集团的エンゲージメントと株主アクティビズムの対比

インベストメント・チェーンの再構築とカルチャーの変革、ならびに機関投資家のスチュワードシップの深化を企図するケイ報告書 (The Kay Review of UK Equity market and Long-Term Decision)⁽³⁹⁾ を嚆矢として、二〇一四年設立の Investor Forum⁽⁴⁰⁾ において複数の投資家の協働による集团的エンゲージメントが推進され、英国二〇〇六年会社法一七二条を踏まえてスチュワードシップの深化が図られている。

二〇一二年ケイ報告書の提言においては、Investor Forum は投資家による集团的なエンゲージメントを促進するために設立されるべきこと (to facilitate collective engagement by investors) が述べられるが、二〇一四年設立後も課題がなお存続している。資本市場におけるショートターミズム (short-termism in equity markets)、インセンティブの捻じれ (the misalignment of incentives)⁽⁴¹⁾、仲介から派生する信頼の問題など、ドラフト案はかかる課題に引き続き取り組むことを模索している⁽⁴²⁾。プラットフォームを活用した集团的エンゲージメントは、複数の投資家との協働によつて企業の問題解決を目指すもので、本質的には株主アクティビズムとは異なる要素も含むが、もつとも近時のアクティビストファンドにおいては取締役派遣、更には私的和解等のプロセスを通じ、結果的に企業価値向上という対象企業と同一の方向性に進むことが議論され、英国のダブルコード改訂の方向性とも合致する (私見)。その際、情報の非対称性など

英国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・コード改訂、

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務 (藤川)

も新しい課題となつてこよう。

6. 利益相反モデルと非業務執行取締役 (NED)、スチュワードシップ・コードの機能発揮

我が国SSC導入と二〇一五年会社法改正を踏まえ、株主保有状況に即した株主と非業務執行取締役 (Non Executive Director NED) の役割分担について二つの利益相反モデルが提示されている。⁴³ ①株主分散状況における非業務執行取締役主導型利益相反処理。②支配株主主導型利益相反処理。支配株主型の利益相反処理は支配株主対一般株主のヨコの利益相反処理であり、支配株主が不当に一般株主から搾取されないためのインフラ面の手当てが論点となる。一方、株主分散の状況下では総株主対業務執行者のタテの利益相反処理が課題となる。NEDの職責はヨコの利益相反処理で検討され、欧米ではNEDが一定の行動規範の下で行う関与に対して法的効果が付与される。米国では独立したNEDが了承すれば経営判断原則 (business judgment rule) が適用され、NEDが行う審査プロセスのみが司法審査の対象となる。独立したNEDが不在の場合は、完全公正規準 (entire fairness) 基準が適用され、会社側は勝訴に持ち込みにくくなる。②類型では支配株主が利益も最も享受し主要株主が責任を負うガバナンスであり、一般株主に対する利益相反処理は別途手当てを図る。Supervisory BoardはNEDと業務執行取締役 (ED) により構成し、Management層の業務執行を監視する。米国 Southern Peru 事案 (二〇一一年) において支配株主における当該企業に対する忠実義務のあり方が議論される中、②タイプの提示の意味合いは企業のプラクティスにおいて大きいと思料される (私見)。③エンゲージメント (機関投資家) 主導型利益相反処理 SSCの機能発揮型モデルといえる。個人株主を機関投資家が束ね、機関投資家同士もシテイにおいて纏まっていく方策で従来の英国モデルといえる。我が国が③タイプの利益相反処理を進めるに当たり、課題としては機関投資家同士のヨコの連係が十分でない環境があり、金商法

上の大量保有報告規制の重要提案行為の範囲の問題もあり話し合いが進展しにくい面があること、インサイダー規制の面で構成要件主義、課徴金の二重形式主義を採用し諸外国に比し広範性が存在することが挙げられる。英国に比して個人株主の多さも難点となろう。加えて③類型の利益相反処理を図る場合、大株主に対する情報請求権の存在が不可欠となり、会社法上の手当も検討課題となる。株式状況に応じて各上場企業におけるその時点の最適モデルを柔軟に構築することになり、企業法制としては全モデルに対処できるように整備を図ることとなる⁴⁴。今後はSSCにおいて集团的エンゲージメントの条項を提示すること、アクティビストによる私的和解ならびにWolf Packの動向が意義を持つことになると思料される（私見）。

7. 英国のダブルコード改訂と我が国ガバナンス改革の課題

英国ダブルコード改訂を通じて、①基本原則のみに限定されるかの相違はあるものの、上場市場規模に関わらず一律のCGCを適用され、機関投資家が実質不在である中小規模企業に対し、現状のモデルでガバナンス改善がなし得るかが課題となり、設立直後あるいは上場間もない企業についても同様の問題がある。②次にプリンシプルベースとしつつ、取締役会議長にかかる独立性の定義等がCGCに記載された。ハードロー化の動きとして今後の影響などが注視される。③ガバナンス向上のために開示強化が図られているが、FRC Strategic reportと欧州NFRDの同一化が進展する場合、彼我の企業において投資家を共有することも少なくないことから、我が国の企業として対応することに意義は見い出せる。④今後のSSC改訂において、欧州指令などでアセットマネジャーに求められるESG開示要件が注目を集める。⑤関連省庁で共通の目的を有し、整合性のある対応を試みており、EU指令と一貫性を持たせるアプローチも優れたものといえる。EUあるいは英国政府全体における整合性をとりつつ、コードのみならず企

英国 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・コード改訂、

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務（藤川）

業開示、各ガイドラインを含めて総合的に見直しを図っている。コンサルテーション期間も長く、意見も反映させており、規制当局と対象企業の対話も深まりをみせている。⁴⁵特に③について、ガバナンス改革の場合にはEU一般データ保護規則（GDPR）と同様に、共通化尺度としても国際財務報告基準（IFRS）・国際会計基準（IAS）等の会計面のみならず、開示法制全般の平仄合わせはますます重要性を有する。④の点も、我が国の運用企業は直接・間接に影響を受けることになる。

四．スチュワードシップ・コードと忠実義務—完全公正基準と企業価値向上—

1. ガバナンスの視点と問題意識

（1） 続いて米国の最新のガバナンス改革に関して、従前の株主万能主義から長期的企業価値向上への転換が窺えることについて、ハードローならびに司法判断（ケースロー）の面から検討を進めていきたい。ソフトローを持たないといわれる米国においても、持続的な成長に向け、我が国のアベノミクスの攻めのガバナンスとも親和性のある法案提出、支配株主にかかる議決権行使等にかかる裁判例が相次いで示されてきている。

以下では、四．スチュワードシップ・コードと忠実義務—完全公正基準と企業価値向上—、五．米国におけるステークホルダーと企業価値向上の重視—The Accountable Capitalism Act、eBay Domestic Holdings 判決—、六．米国における敵対的買収防衛策の再考察、ユノカル基準などを通じた新たなガバナンス形成とスチュワードシップ受容の契機の順に考察を進めていきたい。

(2) スチュワードシップ・コードと忠実義務—完全公正基準と企業価値向上—

米国では、注意義務に関して経営判断原則適用による事実上の免責が図られ、緩やかな運用がなされてきた。受託者の行為規範の水準と司法審査の基準が乖離し、法による作用として信託義務を通じてソフトローであるコードの機能が実質的に果たされているのではないか、という問題意識が提示される。本来は厳格責任であるべき忠実義務について、適用範囲拡大に伴い規範化概念として柔軟な扱いに変化しつつある。コモンローの修正局面であり、スチュワードシップ・コードとの接点ともなり得るところである。

忠実義務に関連して、支配株主の担うべき対会社の忠実義務ならびに完全公正基準、ステークホルダーと少数株主重視が議論され、株主主権万能の修正の流れが顕現しつつある。忠実義務の下位的要求として誠実義務を位置付ける司法判断も出され、スチュワードシップ・コードとのアナロジーが看取できる。

(3) 米国におけるステークホルダーと企業価値向上の重視—The Accountable Capitalism Act’ eBay Domestic Holdings 判決—

米国では英国や我が国のように政府主導ではなく、民間団体主導でスチュワードシップ原則とコーポレート・ガバナンス原則が制定され、エンフォーースメントは弱い。半面で、民主党主導によりステークホルダーの利益に配慮した経営を求め、連邦政府認定を義務付ける責任ある資本主義法案 (ACA) が二〇一八年八月提出された。従業員の経営参加、政治献金の制限等による株主主権からの脱却、全ステークホルダーの利益を考慮した経営を行うことを求めるなど、本来はコードの盛り込まれるはずの内容をハードローの枠内に収め、実質的にダブルコードの機能も担っている点、注視される。受託者責任と長期企業価値向上、議決権行使助言会社にかかる規制改革なども議論され、株主

英国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・コード改訂、

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務 (藤川)

第一主義からステークホルダーとの価値バランスに向け、ショートターミズム(短期主義)の是正、英国二〇〇六年会社法一七二条と共通する取締役の義務の法制度化に向けた動きと史料される。上場規則により事実上のエンフォースマメントを図らんとする我が国の方向性とも異なっていよう。

(4) 米国における敵対的買収防衛策の再考察、ユノカル基準などを通じた新たなガバナンス形成とスチュワードシップ受容の契機

続いて米国における判例によるケースローの動向について、敵対的買収防衛策の再考察を通じ新たなガバナンス秩序の形成とスチュワードシップ受容の契機が生じつつあることが指摘できる。eBay Domestic Holdings 判決(二〇一〇年)では取締役が株主利益最大化を図る義務を放棄することは許されることが示されたが、他方で Third Point の買い増しに対する Sotheby's 社の買収防衛策にかかる判断(二〇一四年)では、上場企業の取締役会が中長期的利益最大化の視点から正当な事業戦略を有する場合、短期的利益の実現行動に裁判所は少なくとも助力しないとの姿勢を示している。買収防衛策の有用性の再考察として、ユノカル判決(一九八五年)、ブラシウス判決(一九八八年)のフレームワークを通じて、米国においてもスチュワードシップ受容の契機を窺うことができよう。後掲の通り Wolf Pack によるアクティビストと経営陣の協働化を通じ、近年廃止の方向にある買収防衛策に企業価値向上の視点からなお新たな有益性が示されたことになり(石崎泰哲弁護士)、我が国 SSC においても今後の改訂を通して、機関投資家における集团的エンゲージメントを活用する素地を窺うことができよう。

以下ではこうした内容について、更に具体的に考察を深めていきたい。

2. 米国信認義務における注意義務と忠実義務の不明、行為規範と司法審査基準の乖離

スチュワードシップ・コードに関して忠実義務、対会社の受託者責任、支配株主と株主間の差別化ならびに完全公正基準と企業価値向上義務、ステークホルダー配慮義務等について、私見を交えて検討していきたい。⁽⁴⁶⁾ 効果的なエンフォースメント達成と柔軟性の維持に関してコーポレート・ガバナンスを論じる際、社会規範等の法以外の要素も無視できず、⁽⁴⁷⁾ 社会規範と法は相互に作用する側面が認められる。注意義務における行為基準と審査基準の分岐に関して、取締役の注意義務について緩やかな司法審査基準が望ましいとしつつ、行為規範自体は厳格なままとすることが問題となる。⁽⁴⁸⁾⁽⁴⁹⁾ 環境変化などを視野に入れ、明確な行為規範の提供が意味を持つことが考えられる。

米国における会社法上の信認義務における注意義務、忠実義務の扱いについて誠実 (Good Faith) 義務を含めて内容と境界などが議論されてきた。⁽⁵⁰⁾ 受託者義務 (Fiduciary duty) については、注意義務 (Duty of Care)、忠実義務 (Duty of Royalty)、自己執行義務 (Duty not to delegate)、分別管理義務 (Segregation rule) の四つの義務が中心のかつ重要な義務とされる。⁽⁵¹⁾ 一般的に受託者の信認義務は注意義務、忠実義務を主体に構成され、近時は情報開示義務 (Duty of disclosure)、誠実義務 (Duty of good faith) を包摂する傾向もある。忠実義務は利益相反取引、自己取引を禁じるもので、多数派株主を利用する取引を含み、忠実義務違反に対しては取締役の責任軽減・免除 (デラウェア州会社法一〇二条 (b) (7))、免責・賠償責任保険適用 (D & O) (同一四五条) がない。⁽⁵²⁾ 取締役の信認義務違反を問う場合、完全公正基準 (entire fairness test)、経営判断原則、中間的基準が用いられ、完全公正基準は利益相反取引などにおける厳格な基準である。中間的基準は、対的買収の支配権争いなどの局面で取締役の行為の公正・合理性について、取締役に立証責任が課せられる (ユノカル判決、レブロン判決など)。⁽⁵³⁾

英国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・コード改訂、

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務 (藤川)

注意義務に関して、経営判断原則適用による事実上の免責が図られ（注意義務のミステリー）、緩やかな運用がなされてきたが、重過失を認めた *Smith v. Van Gorkom*（一九八五年）判決以降、D & O 保険の保険料高騰、社外取締役不足などの現象が起り、デラウェア州法において免責規定が規定されるに至り、適用除外規定に関する議論がなされてきた。注意義務に関し、受認者の行為規範の水準と司法審査の基準が乖離していることに起因し、注意義務について緩やかな司法審査の基準を正当化する理由がある場合に、取締役の行為規範自体を緩やかな司法審査の基準に合わせられないか、考察対象となる⁵⁴。私見であるが、米国では法による作用が及ぶ部分が英国に比し多くなるとはいえ、信認義務を通じて英国の統合規範などコードの機能を実質的に果たしているのではないか、と思料される。

他方で忠実義務については厳格責任のはずが、適用範囲拡大に伴い規範化概念について柔軟な扱いに変化し、この結果、注意義務の境界が不分明となってきた。主観的側面の判断が入り込むと共に、第一義的には企業における自主的な法令遵守体制（内部統制）にかかる部分として NED が主に職責を担う内容であろう（私見）。Red Flag（危険な徴候）と異なり、消極的妥当性のみならず、戦略面等の積極的妥当性にかかる判断事項も対象として扱うものである。誠実（good faith）義務の接点ともなり、Disney 事件判決⁵⁵が参照され、社外取締役と機関権限配分論の議論にも繋がる。社外取締役は株主利益の代弁者として考えられてきたが、長期的企業価値の体現者であるべきで CEO など経営陣と緊張関係に立つのでなく、企業価値向上に向け共通の機能を担うべく株主総会、取締役会における NED の機関権限のあり方を構成することが望まれる。株主自身が会社に対する忠実義務を果たし、SSC を含め自主的な規律、コントロールを図る必要性があり、米国における近時の株主第一主義の修正局面の動きとも表裏の問題となる。

3. 忠実義務の規範化ならびにスチュワードシップ・コード、コモンローの修正

注意義務と忠実義務の分類について、Lyman Johnson 教授は取締役の責任免除に関するデラウェア一般会社法一〇二条(b)(7)を対象とし、注意義務と忠実義務の概念上の区分につき明確かを問い、忠実義務の再検討を試みる。⁵⁶ 忠実義務は概念が明確で狭いはずのところ、本来は豊かな規範的要素を含み、損害賠償に関しては狭くして解釈する。loyalty、care など道徳規範的語彙で表される信認義務が、社会規範と会社法の相互作用の鍵となる。⁵⁷ 立法論としてデラウェア一般会社法一〇二条(b)(7)における忠実義務の責任免除の例外につき、取締役が直接または間接にその違反から利益を獲得する場合または取締役が故意または思慮分別を欠いて(recklessly) 不当な行為をなした場合に限定するべく修正すること、適正な忠実性(due loyalty) の概念による絞りをかけることが述べられる。

経営判断原則適用により司法判断において緩和されてきた注意義務に対比して、忠実義務は利益相反等の局面で無過失責任として厳格適用されるところ、規範化概念導入、責任免除規定の存在など柔軟に扱われつつあり、注意義務と忠実義務の不明確化を招来しつつある。このため、責任免除規定の適用除外事由に絞りをかけてきたものと思料される(私見)。衡平法上の救済または限定された損害賠償を基礎づけつつ、裁判官はloyalty という規範意識の中で柔軟に実務の改善を図ることが出来る。

他方英国では、二〇〇六年会社法において取締役の一般的義務の中に企業価値最大化に関連した内容が明記され、積極的妥当性にかかる義務の側面を担い、忠実義務と注意義務についても相互補完的な形で規定される。法による強制を強めているといえ、具体的内容となる規範的要素はCGCで発出されている。英国におけるコモンローの修正局面とも評せよう。

翻って我が国会社法は米国法を継受してきた経緯があるが、ダブルコード策定により米国法体系からやや離れ英国形式に接近しつつある。忠実義務の規範化等に関する判例形成は未達領域であるが、CCGにより補っていくことも想定される。我が国では米国の信認義務が占める上位概念の位置付けに善管注意義務があるとされ、米国同様の議論はされにくい。銀行取締役の有する融資局面など高度の善管注意義務の問題なども然りであろう。⁵⁸ 我が国独自の動機付け・領域、検討課題の中で議論するべきで、英国、EU諸国などのコードの引き写し作業に終始しては本末転倒であることを改めて指摘しておきたい。

4. 株主主権万能の修正と支配株主の忠実義務・完全公正基準——ステークホルダー、少数株主重視——

支配株主にかかる会社に対する忠実義務ならびに多面性と株主間差別化を中心に検討する。米国 Southern Peru 事件⁵⁹では支配株主の忠実義務⁶⁰に関して、取締役の義務のうち完全公正基準が注目される。裁判官が公正価格算定に大きく関与し、第三者特別委員会がFAである Goldman Sachs の評価を丸呑みして採用したことに対して裁判官自らが算定を行ったものである。

私見であるが、これまでの社外取締役の独立性の強化と支配株主による株主主権の基づく考え方でなく、社外役員の真の専門性と少数株主にも配慮した公正性を重視する案件として示唆する点が多いのではないか。取締役の責任・義務について、米国のように受託者責任を中心に構成する場合、忠実義務、注意義務などが主であるが、忠実義務については対象が支配株主に対してでなく、少数株主やステークホルダーの利害も考慮し、完全公正価格ルールによる修正局面にあるといえよう。支配株主による株主主権万能主義の修正として英国会社法改正などにみる利害関係人の重視も念頭に置きつつあるともみられる。社外取締役の独立性強化と支配株主の株主主権に基づく考え方でなく、専

門性と少数株主に配慮した公正性を重視する案件として示唆する点が多い。米国の受託者責任において忠実義務あるいは誠実義務に関する修正局面にあり、株主主権が明白な米国において少数株主や利害関係者の利益についてデラウェア裁判所が最高裁レベルではないものの実態的に考慮に入れつつあると思料される。支配株主と経営陣が対立関係がある上場企業において、多面的な企業価値を考慮し積極的修正の方向性が示されるともいえよう。日米のガバナンス、受託者責任の考え方等の近接性を示している⁶¹が、我が国では公正価格算定の妥当性、少数株主権の縮減防止等⁶²はともかく、価格算定自体を証券市場理論等を実際に駆使して裁判所が算定する局面には至っていないと考えられる。また eBay 訴訟（二〇一〇年）の事案などは、支配株主ではなくとも一定程度の保有数があり、逆にその株主第一主義が肯定されたもので、結論については株主第一主義を求めて逆であるが、問題の本質では共通性を有するといえよう。

5. 支配少数株主と株主間差別化

金融危機等を背景に、善良なる経営陣の想定する企業価値最大化と支配株主の追求する株主価値との間にズレが生じる場合が顕在化しつつある。経営判断原則は基本的には一般株主と経営陣が対立する局面の問題であろうが、支配株主と経営陣が一体の場合には、少数株主や利害関係者の利益を考察することになり、Principal Agent 問題も検討されよう。経営意思決定の迅速化を目指す動きと共に、支配少数株主が経営の実権を掌握しているケースにおいてはインセンティブの相克が生じ易く、利害が強調される場合には、こうした傾向を嫌気する支配株主主導の非公開化が進むことも予想される（私見）。

6. 注意義務と忠実義務の序列、誠実 (Good faith) 義務とスチュワードシップ・コード

取締役の職務執行に際して法的に求められる適切な動機・認識の意義を誠実性 (Good faith) として考察せんとする

研究が進められ、信認義務の規範の中の忠実義務、注意義務、重過失 (gross negligence)、権限濫用などの相互関係が検討される。⁶³ 忠実義務は取締役の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積極的作為義務を含むことが学説、デラウェア州判例において確認されている。他方、注意義務は積極的利益増進の動機を持つ取締役が動機の実現のために注意と技能を尽くし、慎重に行動すべき義務を意味する。忠実義務が充足されて注意義務が成立する序列関係の存在が認められるが、その存否が渾然として司法審査される場面が存在する。⁶⁴

忠実義務については、①会社の利益は総株主の利益の増進と解して既存株主の利益を害する取引、株主間の差別的取扱いは忠実義務違反になりうると解され、差止請求等の救済が認められることから、会社損害を要件としない取締役に対する一般的差止請求を認容する議論に繋がること、②取締役は会社と株主に対し信認義務を負うと説明する場合、少数派株主に対して取締役が義務を負う根拠と内容につき考察が行われていないこと、③誠実性の欠如が争われる場面に取締役の監視義務懈怠があるが、判例等の整理が行われていないこと、④忠実義務規範に含まれる競業避止義務の説明がないこと等が指摘される。

私見であるが、これらは誠実 (good faith) 義務を忠実義務の下位的要求とする Disney 事件判決の検討も含め、信認義務の考察に大きな影響をもたらすといえよう。主観的な規範領域を問題とし、注意義務と忠実義務の境界が不明となり、忠実義務が柔軟性を有して適用領域が拡大する反面、注意義務のミステリー状態が本来厳格な忠実義務に及ぼす影響にも検討が必要となる。他方、経営判断領域として経営陣の不可侵とされた戦略面の判断に司法判断が及び、取締役の責任が問われる場合の本来的な監視責任の担い手はどうなるか、両方の義務が混然化する中で注意義務のミステリーの解消に向かう側面があるのではないかなど論点を抱える問題であろう。スチュワードシップ・コード、

英国会社法における一般的義務規定とも整合性を持ったコーポレート・ガバナンスのコンバージェンスの流れの中で顕現化してきた論点ともいえる。

五．米国におけるステークホルダーと企業価値向上の重視

— The Accountable Capitalism Act、eBay Domestic Holdings 判決 —

1. 米国におけるエンゲージメント、スチュワードシップの受容

ルールベースの米国においてもスチュワードシップ・コードの考え方を取り込み、経営陣とのエンゲージメント・対話に向けた動きが窺える。独立社外取締役が、株主のスチュワード（執事）として経営陣から独立して経営戦略に踏み込み意見交換を行う方向性が指摘されている⁽⁶⁵⁾。コードの実質化、義務化の内容が米国ではハードローとして顕現しつつあるともいえよう。他方で我が国では上場企業に限定してソフトロー（上場規則）として導入し、徐々にエンフォースメントを強化する手法と史料され、早急かつ柔軟に成果を上げ社会的なコスト軽減にも繋がる。近時のFinTechにおけるRegulatory Sandbox（治験の場）に類似した考え方となるうか。

2. 米国におけるスチュワードシップ原則とコーポレート・ガバナンス原則制定

(1) 民間団体主導のコード制定

政府による公定のスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードが制定されていない米国において、二〇一七年一月主要機関投資家および運用会社が投資コミュニティのスチュワードシップ、コーポレート・ガバ

英国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・コード改訂、
一五二（三八七）

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務（藤川）

ナンスの推進するために自主団体である Investor Stewardship Group (ISG) を設立し、スチュワードシップとコーポレート・ガバナンスに関する原則を制定した。⁽⁶⁶⁾ 二〇一八年一月一日発効し、ISGは上場企業に対し二〇一八年の株主総会前までに対応することを求める。米国ではエンゲージメントに関する基準は存在せず、これまで機関投資家は社内体制、対象先選定など独自方法によりエンゲージメント活動を行ってきた。

(2) スチュワードシップ原則

原則A…機関投資家は議決権行使および対話に関するガイドライン等を策定・開示し、議決権行使および対話活動結果についても開示すべきである。原則B…アセットオーナーは運用機関がどのようにスチュワードシップ責任を果たしているか等について評価すべきである。原則C…機関投資家は、利益相反（潜在的なものを含む）を回避するための手続きを確保すべきである。原則D…議決権行使助言会社を利用する場合には、当該助言会社が利益相反管理を行っていることを確保すべきである。原則E…企業との対話が不調となった場合に、これに対する対応を企業に対し開示すべきである。原則F…機関投資家は、協働してガバナンスに関する共通の問題への対応を検討すべきである。

(3) コーポレート・ガバナンス原則

原則一…取締役会は、株主に対して説明責任を負う。原則二…株主は、経済的持分に比例した議決権を行使する権利が付与されるべきである。原則三…取締役会は、株主に応対し、株主視点を理解するために積極的であるべきである。原則四…取締役会は、強力で独立したリーダーシップ構造を持つべきである。原則五…取締役会は、その有効性を高めるための体制と慣行を採用すべきである。原則六…取締役会は、会社の長期戦略に沿った経営インセンティブ体制を構築すべきである。なお原則二について、ベンチャー企業を中心に支配権保持のため議決権種類株式を発行す

る事例が増加し、SEC（証券取引委員会）は一九八八年自己規制機関（証券取引所）に一株一議決権以上の議決権を有する新株を発行した会社の上場および取引を禁じる規則一九c―四を採択したが、一九九〇年経済団体ビジネス・ラウンドテーブルにおいて敗訴し、撤回していた。ISGは自主ルールの形で規則一九c―四と同等の内容を盛り込んだことになる⁽⁶⁷⁾。

3. The Accountable Capitalism Act' Benefit Corporations Model

(1) The Accountable Capitalism Act

米国では民間主導のコード策定と別に、民主党主導により株主のみならずステークホルダーの利益に配慮した経営を求め、連邦政府からの認定取得を義務付ける法案 Accountable Capitalism Act（責任ある資本主義法案 ACA）が二〇一八年八月提出された⁽⁶⁸⁾。

① 背景と意図

The Accountable Capitalism Act は米国で拡大する経済的格差・不平等を克服すべく、ガバナンス改革を通じて資本主義の機能不全を解決せんとする（democratic socialism）。かかる機能不全は、一九七〇年代にステークホルダーとの価値バランスから株主第一主義へ変化したことに始まる⁽⁶⁹⁾。その弊害として、（a）利益の株主配分の増加（一九八〇年代五〇％以下から二〇一〇年代九三％）があり、S&P500の461社をみても自社株買いは\$4trillion（利益の五四％）、配当は\$2.9trillion（利益の三九％）に達した。（b）事業拡大のための再投資が減少し、国際競争力低下、従業員の可処分所得の低下に繋がった。（c）富裕層への集中と格差拡大により、上位一〇％の富裕層が全株式の八四％を所有するに至っている。

英国 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・コード改訂、
米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務（藤川） 一五三（三八九）

ステークホルダーの価値バランスへの回帰が図られ、ビジネスを主たる推進力としつつ、経済システムで労働者に優先順位を付けるべく、株主に与える金銭的インセンティブの排除、企業の政治活動の抑制、労働者からも戦略的決断の意見を得ることを提案している。

② 法案の要点

(a) 年間売上高 \$100 億企業は、連邦政府から USCS (United States Corporations) の認定を受けることを義務付ける。(b) 商務省内に設置される Office of USCS が USCS の認定、評価を行い、違反企業には認定を取消す。(c) USCS は株主のみならず、従業員、顧客、地域社会など全ステークホルダーの利益を考慮した経営を行うことが求められ、Benefit Corporations Model が参考にされる。(d) 取締役会は、少なくとも 40% が従業員から従業員により選出される。(e) 取締役、執行役は報酬の得た自社株式について五年以内の売却、三年以内の会社による買戻しも不可となる。(f) 政治献金する場合、株主 75% 以上ならびに取締役 75% 以上の賛成による承認が求められる。背景には Citizens United v. Federal Election Commission (2010) の司法判断が存在する。⁽²⁰⁾

(d) の従業員参加は英国 CCG と主旨を共通にするが、従業員による選出を求めるなど一層ドイツ共同決定法の影響を受けた内容となる。従業員主権の必要性は、我が国も欧米のように企業経営を専門とする経営経験者の流動的な市場形成が進むなど環境が変化すれば、様相は異なるうか(私見)。ステークホルダーの価値バランスによる経営を法的に支援する新しいガバナンスモデルとして当該法案に賛同も得られ、既存会社の移行も含め税制上のインセンティブを検討することも提案されている。⁽²¹⁾ 反面、連邦政府が USCS 認定企業の管理を行う点で経営の自由の阻害に当たるとして反対意見も出される。

(2) Benefit Corporations Model' eBay Domestic Holdings 判決

ウォーレン議員の提唱は Benefit Corporations Model (BCM) の着想があり、二〇一〇メリーランド州で初めて法制化され、三三州とDCで法的に認められた新たな法人形態である。⁽⁷²⁾ 株主のみならず顧客、従業員、関東などステークホルダーの利害も法的側面から追及を可能とする。従来の C-Corporation⁽⁷³⁾ 同様に税制面の優遇措置はなされない。

近年、eBay (eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark (Sept. 9, 2010))⁽⁷⁴⁾ 訴訟において株主第一主義により eBay 側に有利な判決が出され、公益重視の経営が困難となったことを背景に、多様な価値観を有する企業が法的保護の下で自由に経済活動を行えるようにガバナンスモデルが提示された。BCMの規定内容は州毎に異なるが、①目的は公共の利益拡大で特定の公共利益を目的とすることも可能である。②アカウントビリティでは取締役、執行役は経営判断に当たり株主、従業員、顧客、サプライヤー、コミュニティ、環境等全ステークホルダーの利益を考慮する。③透明性 (transparency) では年間活動を第三者の基準に基づき会社自身が評価し、結果をステークホルダーに透明性を持って公開する。

BCMは現在七千社を超える企業が採用しているが、大半が社会貢献の価値観を有するミレニアム世代の起業家で、基準が充足できず株主と摩擦を生じる例もある。課題としては、①C-Corporation が定款変更を行い、株主同意を得て移行するメリットが少ない。②デラウェア州では九〇%の株主同意を要する。③事業拡大による子会社保有、M & A等の規則が明確ではない。④長期的利益と社会的責任にかかるコミットメントを得ることは容易でない。

(3) 米国のコーポレート・ガバナンスの多様性、エンフォースメント

C-Corporation Modelにおける株主第一主義に対して、サステナビリティと多様性、ガバナンスと長期的企業価値向上に向けた経営を行う企業が増加していることになる。我が国も企業自身が独自の価値観・ビジョンを持ち、ステークホルダーとの価値のバランスを認識しつつガバナンス改革を進めるハイブリット型経営を進めることが重要になる。⁽⁷⁵⁾ アベノミクスの根幹に位置付けられるガバナンス改革は、この点では改革の方向性を寧ろ先取りしたものと評し得る。ルールベースの米国がスチュワードシップの考え方を取り入れ、対話を通じた長期的企業価値向上を指向し、ハードローに馴染みにくい内容の実現に向けた法制度整備がされつつあることは、英国の一連の改革を範としたガバナンスの世界的収斂の傾向を示しているともいえる(私見)。

Benefit Corporations 法に関して、第三者基準による評価および報告を求めて実質的なエンフォースメント確保を図っているが、社会的利益の追求自体を強制するものでなく、第三者基準の設定者自身による継続的監督も当該基準自体の内容の質を担保する法的な仕組みもないため、エンフォースメントとしての有効性は限定的であることが指摘される。⁽⁷⁶⁾

4. 従業員発言の拡大と受託者責任

ACAの内容について、従業員発言の拡大とUSCS (United States Corporations) における取締役会構成と受託者責任、ドイツ共同決定法等の関連から検討を深めたい。ACAは、同法成立後一年以内にSECと協議し、USCSの取締役の四〇%以上は同社の従業員から選出する内容の規則策定を要請する(ACA第六条)。労働省に対しては商務省と連携し、USCSがSEC規則を遵守していることを確認することを要請した。遵守しない場合、労働省は同

取締役に対して罰金を科す、または商務省はUSCSの免許を取消す権限を有する。これによりUSCSは一般的な公共の便益を追及する主体として、全ステークホルダーの最善の利益を追求することを法的に義務付けられることになる。

ウォーレン議員は、USCSの取締役は社会に対する受託者責任を負う主体であると位置付けている。⁽⁷⁷⁾ ドイツ共同決定制度（二層制）において監査役会における株主代表は株主総会で選出され、従業員代表は当該企業の従業員および労働者組合によって選出される。⁽⁷⁸⁾ ウォーレン議員は共同決定法を評価し、株主至上主義（Shareholders' Capitalism）から一般的な公共の便益を追及するステークホルダー（公益）資本主義（Public Interest Capitalism）に転換することで生活水準向上、持続的経済成長を目指している。⁽⁷⁹⁾

5. 米国の受託者責任と長期企業価値向上、議決権行使助言会社にかかる規制改革提言

政治献金にかかるCitizens United v. Federal Election Commission（2010）の司法判断に関連し、ウォーレン議員は言論の自由が個人のみならず法人にも等しく適用されるという同判決の正当性に疑問を呈し、法人は道徳的な米国民ではないとする。ACA第八条では米国株式会社が同要件を充足しない場合、株主は同社を提訴でき、商務省は同社の免許を取消すことができると規定している。

SECはガバナンス向上から自社株買い規制（一九八二年策定の一九三四年証券取引法一〇条（b）（18））の改革を提言⁽⁸⁰⁾し、連邦議会は議決権行使助言会社（Proxy Advisory Firm）に焦点を置き提言を行った。代表的なISS（Institutional Shareholder Services）、グラスルイスについては、大手資産運用会社の二〇一七年議決権行使数の八五%以上が推奨に従っているなど、事実上のガバナンスの基準策定者の地位にある半面、会社提案に反対の姿勢を示す場合にしばしば

英国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・コード改訂、 一五七（三九三）

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務（藤川）

誤解や事実誤認があるとされ、⁽⁸¹⁾ IPO上場を躊躇する要因とも指摘されている。ガバナンス評価の改善に向けたコンサルタント業務も提供し、潜在的な利益相反の可能性も懸念される。

連邦下院では二〇一七年十二月コーポレート・ガバナンス改革および透明性法案 (Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017) が可決され、議決権行使助言会社にSEC登録の義務付け、正確かつ客観的な提言を行う専門性と能力の証明の義務付け、発行体に対して議決権行使助言会社に対応する時間を十分与えることを主な内容とする。

ドナルド・トランプ大統領は、二〇一八年八月SECに対して米国上場企業の決算を四半期から半期決算に変更することの影響の調査を指示し、柔軟性やコスト削減、雇用促進、ビジネス環境改善に繋がることを期待する。短期主義の是正ともいえ、透明性法案の方向性とも整合する。現下のガバナンス改革の方向性は、米国上場企業が長期的視点から企業価値向上を促すことを求めている。内部統制、監査などコンプライアンス態勢の整備あるいは開示強化等の形式面のみならず、上場企業数が過去二〇年間で半減する事態を受け、公開市場の競争力向上に向けた施策を進めつつある。⁽⁸²⁾ 株主第一主義からステークホルダーとの価値バランスに向けて、米国ではショートターミズムの修正、英国二〇〇六年会社法一七二条と共通性を有する取締役の義務を法制度化せんとする動きが生じつつあることになる。法案の反響は大きく、企業価値向上に関して上場規則により事実上のエンフォースマメントを図らんとする我が国の方向性とも異なる。ルールベースの米国において、企業の柔軟性を求められるガバナンス領域の対応として法案化を試み、ハードローの内容が実質的にはソフトローを取り込みつつあるといえよう (私見)。

六．米国における敵対的買収防衛策の再考察、ユニカル基準などを通じた新たなガバナンス形成とスチュワードシップ受容の契機

1. eBay Domestic Holdings 判決（二〇一〇年）とユニカル基準、支配株主の信認義務違反

eBay 事件判決において、買収防衛策にかかるユニカル基準の適用などが改めて問題になっている。衡平法裁判所は本件ポイズンピルがユニカル基準の二つの要件を充足しないことを理由に小規模閉鎖会社 Craiglist 社において取締役である創設者 Craig Newmark と Jim Buckmaster が導入したライツプラン（ポイズンピル）を無効と判示している⁽⁸³⁾。無償によるコミュニティサービスの提供を標榜して経済的利益の積極的追求を指向する原告少数派株主による支配権取得を防ぐべくライツプランを採択した取締役らにつき、信認義務違反が認められるとライツプランの無効の主張がされたことに対して、ユニカル基準の充足が否定され、原告主張が認容された⁽⁸⁴⁾。

デラウェア州衡平法裁判所は、(a) 期差取締役会 (classified board, staggered board)⁽⁸⁵⁾ 導入は本件において買収防衛策と解されず、経営判断原則が適用される。(b) ライツプランは防衛策としてユニカル基準の下で審査される。(c) 新株発行は古典的な利益相反取引であり、完全公正 (entire fairness) 基準で審査されると判じた。(a) について、取締役会を通じ競業行為者が自由に情報を共有しないようにすることには正当で合理的事業目的が認められ、信認義務違反は肯定されない。他方、(c) については Newmark、Buckmaster 間に本件対抗措置の以前から相互に先買権を認める合意があり、(c) は会社の先買権に置換するのみであったのに対し、eBay 社は既に株主間の先買権から解放されていたにも拘わらず、(c) の措置により改めて craigslist 社への先買権付与を求められることとなり、新株発行の

英国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・コード改訂、
米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務（藤川）
一五九（三九五）

対価は不平等で公正ではない等とされた結果、本件新株発行は無効とされている。

本件 eBay 事件判決は、取締役が株主利益最大化を図る義務を放棄することは許されないことを改めて示し、⁽⁸⁶⁾ 経営者側が株主利益以外の目的について、関連性を主張せず前面に押し出せば信託義務違反を認定されかねないことになる。⁽⁸⁷⁾

2. 米国デラウェア州の近時の裁判例とスチュワードシップ・コード受容

(1) Wolf Pack の司法判断—敵対的買収防衛策にかかるユノカル判決、ブラウシス判決—

(イ) Third Point の買い増しに対する Sotheby's 社の買収防衛策 株式大量保有報告制度の対象にならない形で複数ファンドが協調的意思の下に独自に株式を買い進める対応 (Wolf Pack) に対して、デラウェア州の近時の裁判例は低水準の発動基準を持つ敵対的買収防衛策⁽⁸⁸⁾を肯定し、経営陣による自己防衛の肯定、アクティビスト・ファンドの活動阻止の何れでもなく、上場企業の取締役会が中長期的利益の最大化の視点に立って正当な事業戦略を有する場合、当該戦略に対し脅威となり得る短期的利益の実現行動に裁判所は少なくとも助力しないとのスタンスを明らかにしている。Third Point 事件 (二〇一四年) では、アクティビスト・ファンド Third Point の買い増しに対する Sotheby's 社の買収防衛策について、米国デラウェア州の裁判例は上場企業側が当該時点の株主構成で株主総会での決選投票を行うために必要な行為を広く許容する法解釈を展開し、アクティビスト・ファンドとの関係で議決権の一〇%という低水準の発動基準を持つ買収防衛策を肯定した。⁽⁸⁹⁾ この点では、eBay 判決とは逆の結論が出されたことになる。

(ロ) ユノカル判決、ブラウシス判決のフレームワークとスチュワードシップ受容 ユノカル判決 (Unocal Corp. v.

Mesa Petroleum Co.1985) の基準、更にブラウシス判決 (Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.1988) による基準について

更に検討しておきたい。ユノカル基準 (The Unocal standard) は、二つの段階 (two prongs) から構成されている (注)。一つは合理性テストで、取締役会が企業の方針および有効性に対する危険性が存在すると信じるだけの合理的な根拠があることを実証することにより充足される。言い換えれば、取締役会は法的に認められる脅威を明確にしなければならぬ (must articulate)⁽⁹⁾。

ユノカル基準の二つ目の段階は比例性テスト (a proportionality test) で、取締役会の防御的対応は提示された脅威に対して妥当であることを証明することより充足される。比例性のレビュー更に二つの部分から成り、第一に、裁判所は取締役会の防衛的行為が排除的または威圧的の何れかの点で過激である (draconian, by being either preclusive or coercive) かどうかを検討しなければならない。第二に、脅威に対する取締役会の対応が過激ではなかった場合、裁判所はその後、取締役会の行動は提起された脅威に対する合理的な対応の範囲内であるかどうかを決定しなければならない⁽⁹¹⁾。被告である取締役会は、ユノカル基準の下での合理性を証明する責任を負っている。

ユノカル判決から派生する基準として、議決権の実効性を妨害することを主要目的とする防衛策に関するブラシウス基準 (一九八八年) があり、買収者の委任状合戦を著しく妨害する目的で行う防衛策として有事において取締役会定数を増加し株主の議決権行使を妨げる場合は経営者の保身を助長するもので過剰とされる。ブラシウス基準の下では防衛策は否定される方向に働くことになる。本件ではブラシウス基準適用も考えられるが、取締役会が中長期的利益の最大化から正当な事業戦略を有する場合、これを否定してユノカル基準に基づき判断を下し、敵対的買収防衛策に関する一定の許容性を示したものと思量される。取締役選解任の議案等への反対投票を念頭に置いた対処と異なり、米国においても徐々にスチュワードシップの考え方が浸透しつつあるともいえる。SSC受容の契機にも繋がる。

英国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・コード改訂、

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務 (藤川)

(2) 買収防衛策の有用性の再考察ならびに Wolf Pack と集团的エンゲージメント

我が国株主総会では近時は買収防衛策の廃止を行う企業が増加している。反面で買収防衛策になおも残る意義として、市場買付けは公開買付制度の対象でなく、強圧性が排除されない買付けも可能で、自社の事業戦略について対等な立場でファンド等買付者側と交渉や協議をすることを考えればファンドの買増しを止める措置は重要な意味合いを持つ⁹²。即ち買収防衛策により経営陣の交渉力が一定程度確保され、対決型でなく企業価値向上に向けた対話・エンゲージメントが図られ経営陣とアクティビストの建設的な合意形成が行われるための道程となろう。

ファンド従業員出身取締役は独立社外取締役ではなく、特定株主の利益代表であるが、情報格差等の障害が開示規制等の更なる整備で克服できれば、彼我の差異はあれ、なお中長期的企業価値向上に向けた経営陣との協働態勢の構築が対話等により可能となる余地があると思料される。議決権行使行動にかかる環境変化は、アクティビストにおいて機関投資家の議決権を取り込む Wolf Pack の可能性を引き上げ、Wolf Pack によるアクティビストと経営陣の協働化を通じて、企業価値向上の道程をつける意味合いから買収防衛策にもなお新たな有益性が示されているといえよう。英国 S S C の「機関投資家は適切な場合に他の投資家と協調して行動すべき」との集团的エンゲージメントを推奨する原則について、有益な場合もあり得ることが我が国 S S C の指針(四一四)に漸く盛り込まれ、機関投資家において集团的エンゲージメントを積極的に活用する素地は整いつつある。

七．我が国におけるガバナンス制度改革の展望に向けて――まとめをかねて――

1. 本稿では、英国ならびに米国における近時のガバナンス制度改革に焦点を当て、英国ではC G Cの改訂、更にはS S C改訂に向けた最新の議論を検討した。米国では株主主権からステークホルダー重視への変容について議員立法提案ならびに敵対的買収防衛策にかかる判例理論の考察を進めた。両国のガバナンス制度改革のアプローチは乖離していたが、企業価値向上に向けた世界的なガバナンスの収斂化の傾向を窺うことができ、取締役会の責任あるいは株主主権への対応などの他、従業員に関して経営への関与強化を推進せんとする点でも共通する。法秩序形成や制度改革手法のアプローチは異なるが、我が国ガバナンス改革の俯瞰にも大いに資するものである。

英国では我が国が範とするダブルコード改訂の動きと並行して、英国二〇〇六年会社法一七二条の会社の成功を促進するための取締役の義務を基礎とする部分的ハードローが形成されている。

ルールベースと株主至上主義を貫いてきたる米国においても、民主党エリザベス・ウォーレン議員から説明責任ある資本主義法案が出され、経済的格差の拡大と不平等の克服に向けステークホルダーの利益に配慮するガバナンス改革を通じて、過重な配当負担等による成長投資の減少など資本主義の機能不全の解決に向けた抜本的な提案がなされている。ユノカル基準やブラシウス基準の適用を通して、アクティビスト・ファンドあるいは支配株主の議決権行使などに関する新しい司法判断も出され、議論が交錯する状況にある。背景にはWolf Packと集团的エンゲージメント、取締役の対株主責任のみならず株主の担うべき対会社責任にかかる忠実義務の考察等も存在する。

米国は施策面からスチュワードシップの考え方を取り込み、株主と経営陣の対話を通じた長期的企業価値向上が試

行され、ハードローに馴染みにくい内容の実現に向け一定の法制整備が指向されつつある。また注意義務や忠実義務にかかる概念の規範化、買収防衛策におけるユノカル基準などケースローからハードロー形成に向かうものと思料される。

他方、英国の inclusive (包括的) アプローチは、株主利益にやや重きを残しつつ、忠実義務の枠を超えて受託者義務により将来の株主を含めた一般的株主利益を想定し、法人擬制説に立つハードローミックスである。

我が国は英国を模範としつつ中長期的企業価値向上に向けて攻めのガバナンス改革が進められるが、会社法に根拠を置いたハードローミックスの形をとらず、エンフォースメントのあり方、グループガバナンスなどプラクティス面の課題も残る。各国が共通してガバナンスの重点が株主主権から多様なステークホルダー重視、コンプライアンスから企業価値向上へ移る過程にあると思料され、各々異なる歴史や背景の下で金融資本主義のジレンマを抱え、その克服に向けて制度改革を打ち出しつつあるといえよう。以下では、改めて項目ごとに要諦を掲げておきたい。

2. 英国のダブルコード改訂の方向性として、英国二〇〇六年会社法一七二条を共通の目標として掲げてきた点が挙げられる。同じくコモローを基礎としつつ、米国と異なり取締役の受託者責任の枠内において企業価値向上という共通認識のもと、広範な取締役の一般的義務を規定するものといえる。英国二〇〇六年会社法一七二条においては、会社の成功に向けて行動する取締役の義務について、多様なステークホルダーに対応して六つの事項を考慮しつつ株主全体の利益のために誠実と考える方法に従って行動すべき旨が示される。意思決定により長期的に生じると考えられる結果、従業員の利益、顧客等の関係を育成する必要性、地域社会および環境に対し会社の活動が与える影響、事業上の行為について会社が評価を維持することが望ましいこと、株主間において公正に行為することの必要性であり、

最後の点は相反する背景を背負った全取締役について、社外取締役を一律に想定するのではなく、企業価値最大化のための忠実義務を一層明確化する内容のものといえるが、ハードローで定めている点、注目される。

3. 米国では、判例法で緩和された注意義務と対照的に忠実義務では適用の厳格化が指向されたが、範囲としては柔軟に対象を拡大しつつあることが窺える。コードを持たない米国にとりルールベースで捕捉しきれない領域に対して忠実義務の規範化概念の範疇において柔軟性な対応を可能とする。

英国では二〇〇六年会社法一七二条の実効性確保の視点から、業界によるフォーラム形成など規範意識の高揚に向けた動きもみられ、SSC、CGCの制度設計上も枢要な役割を果たしている。一七二条は法文が限定列挙の内容となっており、規定のあり方に疑問も提示されている。改正では従業員の利益に配慮を見せているが、今後ESG、SDGs等の対応を余儀なくされることを鑑みれば、首肯される指摘である。

4. 株主に関して支配株主、あるいは過半数には到達しないアクティビストか、それも機関投資家かファンドかなど多様性を持つ事例にかかる米国の司法判断が示されつつある。社外取締役が株主の利益代表であると仮定しても、ファンドから経営陣との合意あるいは私的和解により送り込まれた場合など、総体的に当該企業の長期的利益か、短期的利益か、あるいは利益計上に関する派遣元のファンドに結果的に有利とみなさない計数処理方法か等、社外取締役間でも事実上差異が生じかねず、情報格差、非対称性等によるディスクロージャー・ルールの課題も生じる。注意義務では包含しにくい領域であり、また米国では注意義務における過失認定には緩い歴史もある。

支配株主にかかる忠実義務、株主間の差別化の問題は近時、米国判例上も少なからぬ議論となってきた(Southern Peru事件)。支配株主、分散株主等により株主が担うべき対会社義務も内容が異なると考えられ、利益相反モデルに

よる四類型化の試みもされる。支配株主の場合、取締役派遣も監視に止まらずガバナンス改革の全責任を担う。他方ファンドでは改善要求を突き付け、キャピタルゲインなどのリターン期待、私的和解、集团的エンゲージメントの行動をとり得る。情報格差の問題はいずれの類型もあり得るが、ファンドの場合はインセンティブが強いといえよう。

多様な株主利益を代表する社外取締役を含む取締役会が共通して企業価値向上を目指すべき規定として英国では二〇〇六年会社法一七二条が存在し、同条を前提にソフトローであるコードにおいて企業価値向上に向けた柔軟な対応が図られ、他方米国ではケースローによつて忠実義務の扱いに柔軟性を持たせる形がとられてきた。英国ではダブルコードにおいて株主、ステークホルダー等の多様化の傾向を柔軟に反映でき、取締役会をコンプライアンスのみならず、企業価値向上を図る戦略的意思決定、リスクマネジメント上の最終の防衛線 (third line of defense) としてリスクガバナンスの機能を担わしめる根幹の構造となっている⁽⁹³⁾。

5. 我が国でも忠実義務の内容面について拡大し、利益相反防止に止まらず、企業価値向上をコードに義務化する規定を置き、注意義務を含む受託者責任とは別に並列させる制度設計が想定できないか (異質説による)。問題意識として一石を投じたい。半面で、忠実義務の有する本来の厳格性が緩むことは避けたいため、コードによる対応が望ましい。

6. 政府による公定のコードが制定されない米国においても、二〇一八年一月主要機関投資家および運用会社は投資コミュニティのスチュワードシップ、コーポレート・ガバナンスを推進するため Investor Stewardship Group (ISG) を設立し、機関投資家向けにスチュワードシップとコーポレート・ガバナンスに関する原則を制定した。EUと異なり、エンゲージメントに関する基準が存在せず、各機関投資家はエンゲージメントを担う社内体制、対象

先の選定方法など独自の方法によりエンゲージメント活動を行ってきたが、この面でも徐々に世界的なガバナンスの収斂の兆しが顕在化しつつある。

7. 世界的な景気停滞下、パッシブ運用が増え投資家に協調行動化が進んでおり、議決権行使助言会社の依存度も高まる中、米国下院で二〇一七年一二月コーポレート・ガバナンス改革および透明性法案 (Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017) が可決され、助言会社にSEC登録ならびに正確かつ客観的な提言を行う専門性と能力の証明を義務付け、発行体に対して助言会社に対応する時間を十分与えることを求めている。二〇一七年五月一七日改正E.U株主権利指令でも助言会社に関する規律が設けられた。機関投資家が助言会社サービスを利用し、情報処理コスト削減に寄与する一方、分散ポートフォリオや外国人投資家の議決権行使に重要な影響を与えるため、一層の透明性が求められる⁹⁴。

8. ルールベースの米国は英国二〇〇六年会社法一七二条の広範な受け皿を採用しにくく、他方英国は純粹株主義を脱して一七二条の捕捉範囲を拡大したとされる。英国の場合、元来は組合契約的結合が主で柔軟な対応が可能という特徴もある。米国のように忠実義務に拘泥すれば、勢い支配株主など株主間の差別化、取締役の株主に対する義務という議論に入らざるを得ない。英国の制度設計の利点を生かし、我が国の場合、英国二〇〇六年会社法一七二条の内容である企業価値向上遵守義務を我が国CGCに規定すればなおのこと柔軟に対応できようか。内容面の精査は、今後のケースロー、実務指針に委ねることとなる。経済産業省が積極的に取りまとめつつあるガバナンスのプラクティス、グループガバナンスの類型化などガイドラインの比重が増していこう。

我が国SSCが実質化を進める上で集团的エンゲージメント整備も求められる。受託者責任を負う株主において

Wolf Pack 戦術を駆使するアクティビストと支配株主を両極とし、社外取締役の担う忠実性にも多様性があり、取締役の忠実義務イコール株主の忠実義務に重なりかねない場合、取締役会の健全かつ効率的な機能発揮のためにも情報格差是正などのハードロー規制のみならず、ダブルコードの両面から誘導を図ることが考えられる。プラクティスのガイドラインとも合わせ柔軟性、自主性維持から有益な手法となろう。

9. 米国における株主にかかる忠実義務を検討する場合、ドイツ法的にヨコの関係重視し、株主相互間の誠実義務違反・株主間差別化とみる立場との親和性から、コモンローの修正局面がケースローにより生じつつあることが看取できようか。

アクティビストと異なり支配株主では長期的視点でメリット追求を図ることが想定され、情報格差による利益獲得、他の株主との利益相反は要因として少なくなろう。対話とエンゲージメントをダブルコードが進め、機関投資家に求める行動と支配株主による経営への圧力については本来異質なものとなってくる。支配株主の関連事案において、コードの中で経営陣に対して規律付けを図る内容としては、単に主要株主あるいは三分の二の多数を超える株主の賛意を得ればよいとするのではなく、結果としては取締役会評価 (board evaluation) において適切な評価を行い、改善 (PDCA) を図ることが主になろう。ブルドックス事件にかかる最高裁決定⁹⁵に対して、単純な株主主権主義に対して我が国においても神田秀樹教授などから批判がされる⁹⁶。社外取締役の独立性と専門性の相克・ジレンマ、完全公正原則と忠実義務の考察などが鍵となつてこよう。

経営陣が支配株主のために受託者責任を果たすべき、と単純に言えるケースでもなく、支配株主もまた少数株主の利益に資する行動が求められる法的根拠について、株主自身に対会社の忠実義務を認めていく制度設計も検討される。

多様なステークホルダーのために攻めのガバナンスが我が国CGCの冒頭で規定されており、経営陣、多様な株主とも協同して企業価値向上を図ることが求められる。

10. 部分的ハードロー化の前提として、英国二〇〇六年会社法一七二条の概念の導入が有用になろう。支配株主派遣の社外取締役に対しても協働して企業価値向上に向けて取締役会の機能を果たさせるには、企業価値向上の意味合いの共通認識を持たせることが必要になる。WACC (Weighted Average Cost of Capital 加重平均資本コスト)、CAPM (Capital Asset Pricing Model 資本資産評価モデル) など資本コストの内容も株主属性等により相違し、ROE (Return on Equity 自己資本利益率)、ROIC (Return on Invested Capital 投下資本利益率) など目標値に関する認識の統一も求められる。そのためにも対話、エンゲージメントの一層の形成が改めて求められる。こうした整備がSSC、CGCの実質化、義務化の視点から、集团的エンゲージメントの発揮のために前提として重要となる。この面では長期的株主のエンゲージメント促進に関する改正EU第二次株主権利指令が発せられたが、仲介機関に対して上場会社の在り方について包括的役割を担わせること、〇・五%以上の持株比率を有する株主が誰かを知る権利を会社に与え、もはや株主の匿名性を否定する立場に立っていることが指摘される。⁽⁹⁷⁾ここから、背後にいる真の株主を特定する必要性も生じよう。⁽⁹⁸⁾

11. 近時、Southern Peru 事件における支配株主の株主としての忠実義務のほか、アクティビストにかかるThirdPoint 事件ならびにe-Bay 事件においては共通して敵対的買収防衛策にかかるユノカル基準等のスクリーンを通して、株主の企業価値向上義務や株主第一主義のあり方などが米国において議論となってきた。ThirdPoint 事件では株主であるアクティビストに厳しい判断が出され、e-Bay 事件では株主第一主義の判断が維持されている。株主

英国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・コード改訂、

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務(藤川)

第一主義に対して米国資本主義の将来に対する危機感からウォーレン法案 (The Accountable Capitalism Act ACA) が提出され、多くの州法で公益会社モデル (Benefit Corporations Model) の規定が浸透しつつある。一方で、支配株主に対して会社に対する忠実義務を認めたとされる Southern Peru 事件も近時存在している。

これらの一見錯綜した事案の整合性をとる考察として、閉鎖会社の特殊性により、e-Bay 事件の場合は支配株主ではないが、無視はできないシェアを有する株主であり、また短期的利益追求に走っていた訳でもなく、アクティビストとも相違すること等が挙げられよう。また支配株主、アクティビストの場合、各々企業価値向上を至上とする企業理念にかかる中立性の点に疑問があり、支配株主の場合は短期的視点でないにせよ、少なくとも利益相反性を内包している。この点でも e-Bay 事件とは内実が異なるといえよう。

12. 米国において受託者責任あるいは信託義務の内容としての忠実義務、誠実 (Good faith) 義務を重ねた規範化の概念が進み、ウォーレン議員の提案にも繋がり、経済成長に向けた米国資本主義の転機に向けた流れに連なるともいえる。民間機関の自主的なダブルコード制定と平行してハードローにおける規範化あるいはソフトロー化の動きが出たことになるが、英国流のハードローミックスでなく、形式的にはルールベース主体の米国であくまでハードローの枠内の法制度として形成が進むのであろうか。我が国ではコードが上場規則として事実上のエンフォースメントを有しているが、米国の民間機関のダブルコードは同じソフトローと解しても、模範的コードとしての性格に留まる点でも大きな相違がある。

13. 米国の忠実義務、英国の inclusive アプローチ、ウォーレン議員の A C A 法案の共通点、スチュワードシップ・コードの事実上の受容について、まとめておきたい。米国における支配株主にかかる裁判例、会社に対する忠実

義務ならびに株主間差別化の検討を通じて、忠実義務において適用に柔軟さを認め、従来は注意義務の一部とされた誠実執行義務 (Duty of good faith) につき、意図的な義務の怠慢 (intentional dereliction of duty) あるいは意識的な義務の軽視 (conscious disregard for one's responsibilities) の領域に対しては責任減免等条項の適用が否定されている (Walt Disney 事件判決)。

注意義務のミステリーからの解放、主として重過失に限定され責任追及に緩慢であった注意義務から誠実義務を分離する姿勢とも見られ、内部統制システム構築につき意図的な義務の怠慢や意識的な義務の軽視があれば忠実義務違反となり、責任減免条項の適用がないことになる。また忠実義務違反に該当するかは利益相反の場合に限定されないとして単純な二分法を排し、会社にとって最善な利益に向け誠実に執行しているかを基準とする。注意義務から誠実義務を外し、反面では本来的な忠実義務適用の拡大傾向の中、あくまでも本来の厳格性を維持すべく誠実義務として要求するというケースローにおける一律性の顕現化ともいえなくもない。経営陣の判断の積極的妥当性にかかる義務・責任追及の制度形成ともいえ、日米のみならず、英国法制とも考え方が接近してきつつある。我が国での善管注意義務の精緻な検討、取締役等の職務の明確化の受容性を指摘しておきたい。

米国において施策面からスチュワードシップの考え方を取り込み、株主と経営陣の対話を通じた長期的企業価値向上が試行され、本来はハードローに馴染みにくい内容の実現に向け一定の法制整備が指向されつつある。適用領域は限定的ともなろうが、ACCA法案は英国二〇〇六年会社法一七二条のハードロー化としてケースローからハードローへの流れと言えなくもない (私見)。他方、英国の inclusive (包括的) アプローチは、ウォーレン議員の立法提案に比して株主利益にやや重きを残すものであろうか。忠実義務の枠を超えて受託者義務により将来の株主を含めた一般的

株主利益を想定し、法人擬制説に立った考え方である。忠実義務に拘泥した場合には支配株主に従属する危険性があり、この点でも先見性のある優れた考え方といえよう。我が国CGC冒頭でステークホルダーと株主が併記されているが、inclusiveアプローチとも平仄がとれた内容にもなっている。

14. 最後に部分的ハードロー、更にケースロー(判例による規範形成)について比較法的にまとめを図っておきたい。米国はユノカル基準などを通じたケースローから、ACA法案というハードロー形成に向かい、実態に合わせるべく規範化しつつあったガバナンス関連の概念につきハードロー化の取り組みが窺える。支配株主の忠実義務に關してもケースローによって規範化概念の流れが見られつつあったところであり、更なる展開が注視される。民間機関のダブルコード策定は自主的なものであり、上場規則のようなエンフォースメントがなく、ケースローには展開しにくい面がある。英国はダブルコードと会社法によるハードローミックスによりこの領域では先行するが、短期主義によるジレンマが実際に顕在化しつつある点で課題が残る。企業価値向上義務はハードローに組み込まれているが、これまでのところ長期的視点に立った経済成長に必ずしも繋がってはいない嫌いがある。英国研究者からも指摘がなされているところである⁹⁹⁾。

我が国は英国を模範としつつ、ダブルコードで攻めのガバナンス改革が進められ、政府主導でコード改訂やガイドライン発出など精力的、継続的な政策フォロワーがなされるが、会社法に根拠を置いたハードローミックスの形をとらず、グループガバナンスを含め会社法と概念の不統一性も存在し、金商法とコードに關する根本的設計の問題点も指摘される¹⁰⁰⁾。上場規則として一定のエンフォースメントはあるが、ケースロー形成の段階には至っていないと考えるのであるろうか。部分的ハードローに依らない限り、エンフォースメント強化の課題は残る。会社法上、三つのガバナ

形態の選択が可能で、ガバナンス・コードは Comply or Explain、プリンシプルベースにより柔軟な個別企業の改革手法を容認するが、各国の施策面でもこうした最終的な共通の改革目標に向け柔軟さを保ちつつ、ガバナンスのコンバージェンス（収斂）、コードの実質化等に向けた動きが各々異なる金融資本主義の抱えるジレンマ克服に向けて現出しつつあるといえる。

15. 重畳的ソフトローミックスと Functional Convergence 我が国では上場規則としてのコーポレートガバナンス・コードとプラクティス先行によりケースローの誘導も含む政策効果を内包させたガイドラインを並行させ、ソフトローのみに着目すればエンフォースメントの異なるソフトローを重畳的、連関的に組み合わせた我が国独自のソフトローミックスともいえよう。世界各国とは法制度面の相違は残しつつ、機能面のガバナンスの収斂 (Functional Convergence) の顕現化とも思料される。

コードの上場規則化によって社外独立取締役の導入、任意ではあるが指名・報酬委員会の設置等を義務付け、社外独立取締役の機能向上も図るなど米国型のガバナンス体制をソフトローにより進めつつある現在、同方向に沿ってガイドラインを発し、実務面の醸成と司法判断の誘導も図り、会社法に直接に基盤を持ったハードローミックスではないが、大きなソフトローの組み合わせによるガバナンス制度設計が企図されているように感取できる。我が国独自のソフトロー主体によるガバナンス制度設計として注視されよう。

経済産業省産業組織課は「公正な M & A の在り方に関する指針―企業価値の向上と株主利益の確保に向けて―」(二〇一九年六月二八日)⁽¹⁰⁾ によるガイドラインを発し、MBO や支配株主による上場子会社の買収を念頭に、利益相反防止措置として Majority-of-the-Minority Voting、マーケット・チェックの実施、特別委員会の具備等を掲げている。

英国 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・コード改訂、

米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務 (藤川)

米国における支配株主とレブロン基準・義務¹⁰²に関する判例法理の展開を念頭に置いたものと見られるが、一方で従来我が国の司法判断では二〇一三年レックス・ホールディングス損害賠償請求事件東京高裁判決¹⁰³に見る通り、基本的には総会の判断を重視する傾向にある。米国判例理論をそのまま移植することについては、法制度全体の相違を勘案することの必要性が指摘もされているところである¹⁰⁴。ブルドックス事件判決¹⁰⁵において総会の圧倒的多数の判断を重視することに対しては、株主価値向上と企業価値向上の異同性の把握と共に、予て二〇〇八年企業価値研究会報告書¹⁰⁶において過剰な重視であるとして批評が出されている。

我が国では、ハードローたる会社法に直接の基盤は置かないものの、コーポレートガバナンス・コードが上場規則として一定のエンフォースメントをもって機能しつつあり、独立社外取締役導入、その果たすべき機能の明確化、任意ではあるが指名・報酬委員会の設置義務付けなど米国モニタリング型設計のガバナンス態勢構築に向けて、徐々に上場企業における変化を誘導し、基盤を整えつつある。他方ではグループガイドライン¹⁰⁷、M&Aに関する相次ぐ詳細なガイドラインが発せられ、こちらはエンフォースメントの弱いソフトローではあるが、特に実務面のプラクティスを変化させ、ひいては司法判断の拠り所となりうることに期待が寄せられている¹⁰⁸。我が国は、独自にエンフォースメントにおいて強弱の異なるソフトローミックスを主にガバナンス制度改革を進め、ケースローとしての司法判断も徐々に米国判例の方向に変化させていくことで法制度全体の在り方を変化させ、ガイドラインの実効性も一層発揮させんとする方向性が窺えよう。

即ち金融庁主導のコーポレートガバナンス・コードならびに上場規則、経済産業省による相次ぐガイドライン発出という暗黙の省庁間連携からなるソフトローミックスによって、プラクティスのみならず、一定のケースローの方向

付けも進め、モニタリング重視の米国型ガバナンスへと誘導し、これによって支配株主とレブロン基準にかかる利益相反防止措置として米国判例法理を念頭に置いた Majority-of-the-Minority Voting⁶ 特別委員会の具備が機能を発揮し、且つ今後の司法判断においても実効性を持てるように、時間をかけてガバナンスに関する全体の法制度の転換を徐々に図りつつあるものと思料される。ソフトローミックス主導でケースローの転換を促し、これによってガイドラインに沿ったプラクティスが一層実効性を発揮するという PDCA の関係が看取できようか。攻めのガバナンスも盛り込みつつ、アベノミックスのガバナンス改革の更なる深化に向けた政府主導の独自性のある Functional Convergence¹⁰⁹ として把握でき、更なる進展が期待される。

(1) 金融庁長官遠藤俊英「今後の金融行政について」証券経済学会全国大会講演（二〇一九年五月一日於神奈川大学）一六八頁。

(2) 「英国コーポレートガバナンス・コード改訂の概要二〇一八年六月に改訂された日本のコーポレートガバナンス・コードとの比較」BUSINESS LAWYERS 三菱UFJ 信託銀行（二〇一八年九月二二日）。Financial Reporting Council, A UK Corporate Governance Code that is fit for the future, 16 July 2018, 1-15pp.

(3) 鈴木裕「日英ガバナンス・コード改訂動向」大和総研・金融資本市場（二〇一七年二月二九日）一六頁、同「株主総会で反対票が多い場合の対応」大和総研・金融資本市場（二〇一七年二月二六日）一一三頁。

(4) 大杉謙一「ガバナンス・コードに関する実務上の課題」グローバル対応の視点も含めて」国際取引法フォーラム報告、双日（株）法務部長守田達也コメント（二〇一八年七月二八日）。

(5) 江木聡「英国コーポレートガバナンス・コード改訂に見る『従業員重視』ニッセイ基礎研究所・年金ストラテジー二六八号（二〇一八年一〇月二日）一一五頁。

- (9) CORPORATE GOVERNANCE REFORM (2017). “The Government response to the green paper consultation” 26-27pp.
- (7) (1) 会社の取締役は、当該会社の社員全体の利益のために当該会社の成功 (success) を促進する可能性が最も大きいであろうと誠実に考えるところに従って行為しなければならない。且つ、そのように行為するに当たり特に次の各号に掲げる事項を考慮しなければならない。(a) 一切の意思決定により長期的に生じる可能性のある結果 (the likely consequences of any decision in the long term)。(b) 当該会社の従業員の利益。(c) 供給業者、顧客その他の者と当該会社との事業上の関係 (business relationship) の発展を促す必要性。(d) 当該会社の享業 (operations) のもたらす地域社会 (the community) および環境への影響。(e) 当該会社がその事業活動 (business conduct) の水準の高さにかかる評判を維持することの有用性 (desirability)。(f) 当該会社の社員相互間の取扱いにおいて公正に行為する必要性(第一七二条第一項)。(2) 会社の目的 (the purposes) が、その社員の利益以外の目的から成るとき、または社員の利益以外の目的を含む限りにおいて、第一項は、当該会社の社員の利益のために当該会社の成功を促進するとは、当該目的を達成することをいうものとしてその効力を有する。(3) 本条により課される義務は、取締役に対し一定の状況において当該会社の債権者の利益を考慮しまたは当該会社の債権者の利益において行為することを要求する一切の法規 (enactment) またはコモンロー・ルール (rule of law) に従うことを条件として、効力を有する。イギリス会社法制研究会 (代表者川島いづみ・中村信男・田中庸介) 「イギリス二〇〇六年会社法 (2)」『比較法学』四一巻二号 (二〇〇八年) 一八九—二三三頁。
- (8) 須磨美月「英国コーポレートガバナンス・コードと改訂の概要—日本企業は英国コーポレートガバナンス・コード改訂から何を学ぶべきか—」資料版商事法務四一四号 (二〇一八年九月) 二四—五三頁を参照した。改訂内容が詳説されている。上田亮子「英国コーポレートガバナンス・コード改訂と日本への示唆」月刊資本市場三九五号 (二〇一八年七月) 二四—三四頁。
- (9) KPMG Beard Leadership Centre, Guide to Directors’ Remuneration 2017, 28p.
- (10) 須磨美月・前掲注(8)四〇—四二頁。
- (11) もっとも実務上、FTSE350銘柄のみでいく少数に留まっている (三〇五社中一二社)。須磨美月・前掲注(8)四二頁。
- (12) 上田亮子・前掲注(8)三一—三三頁。

- (13) The Department for Business, Energy and Industrial Strategy, Corporate Governance Reform Green Paper (November 2016) 1-57pp.
- (14) 中村信男「イギリスにおける会社法改正構想―二〇一六年緑書「コーポレート・ガバナンスの改革」に示された会社法改正構想の概観と示唆―」比較法学五一巻二号(二〇一七年二月)七五―一一頁参照。
- (15) House of Commons, Work and Pensions and Business, Innovation and Skills Committees, BHS, First Report of the Work and Pensions Committee and Fourth Report of the Business, Innovation and Skills Committee of Session 201617, HC54.
- (16) Chizu Nakajima, Proposals for corporate governance reform and crack — down on irresponsible business in the UK, the Company Lawyer, Vol. 38, No. 3, 94p (2017).
- (17) 中村・前掲注(14)一〇六―一一頁。
- (18) 上村達男「株式会社法にルネッサンス(人間復興)を求めて」早稲田大学最終講義(二〇一九年一月二二日)参照。
- (19) 三井千絵「英国のコーポレートガバナンス・コード改訂論点と現地の反応、日本でも考慮すべき点」日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク講演(二〇一八年二月二七日)―一二九頁を参照した。改訂に至る経緯が詳しく述べられている。
- (20) The Department for Business, Energy and Industrial Strategy, Corporate Governance Reform Green Paper (November 2016), 29-30pp.
- (21) <https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2014/04/eu-non-financial-reporting-140407.html>. KPMGジャパン「非財務情報開示を義務付けるEU指令案承認」(二〇一四年四月七日)。拙稿「コーポレート・ガバナンス・コードにおける攻めのガバナンスの実践とエンゲージメントならびに株主総会改革―ESG責任投資と統合報告、海外機関投資家の議決権行使、二〇一五年英国現在奴隷法のモンセンクス・アプローチと域外適用、人権デュー・デリジエンスの交錯など―」政経研究五三巻二号(二〇一六年一〇月二二日)三二七―四〇四頁。
- (22) 三井・前掲注(19)九―一七頁、一二頁。
- (23) Financial Reporting Council, The UK Corporate Governance Code, July 2018, pp6-7. Deloitte, FRC issues new UK
英国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・コード改訂、
米国 The Accountable Capitalism Act にみる企業価値向上義務(藤川) 一七七(四二三)

- Corporate Governance Code, July 2018,1-12pp. 須磨美月・前掲注(8)四八―四九頁。
- (24) 三井千絵・前掲注(19)一七一―一八頁。
- (25) Financial Reporting Council, Guidance on the Strategic Report, July 2018,1-98pp.
- (26) 洗練された株主価値最大化論と称される。神作裕之「企業の持続的成長と会社法・金商法上のいくつかの論点」東京大学比較法政シンポジウム『グローバル・ガバナンスの実務と最新諸論点―日本企業の国際競争力強化に向けて―』(二〇一九年二月二七日)四六頁。
- (27) 杉浦保友「イギリス会社法の下での取締役によるステークホルダー利益考慮義務」杉浦保友編『EUスタディーズ4企業の社会的責任』勁草書房(二〇〇七年一〇月)一九七―二二八頁参照。
- (28) 三井・前掲注(19)二〇―二八頁。
- (29) Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017, Amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term Shareholder engagement. Commission Implementing Regulation (EU) 2018/1212 of 3 September 2018 laying down minimum requirements implementing the provisions of Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council as regards shareholder identification, the transmission of information and the facilitation of the exercise of shareholders rights. 神作・前掲注(26)一―五〇頁。
- (30) 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」(第一九回)補足資料一―七頁。
- (31) 金融庁・前掲注(30)補足資料四頁。
- (32) Consultation on changes to the Investment Regulations following the Law Commission's report 'Fiduciary Duties of Investment Intermediaries' Public Consultation, 26 February 2015. 水口剛「イギリス機関投資家にみる環境・社会に配慮した投資行動の研究」産業研究(高崎経済大学地域科学研究所紀要)五一巻一・二号(二〇一五年一月)二七―四〇頁。
- (33) FRC, Tiering of Stewardship Code Signatories. 三井千絵「英国FRCのTiering(運用機関評価)」、日系運用会社 Tier1

- になる」スチュワードシップ研究会（二〇一八年一月一八日）。
- (34) 「英国スチュワードシップ・コードの改訂案」商事法務、二一九一号（二〇一九年二月二五日）五五頁。
- (35) 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によって投資連鎖におけるより広範で複雑な関係を捉え、上場会社の価値向上を通じてアセット・オーナーや最終受益者の利益に資するという最終目的の達成を目指さんとする。受託者責任 (Fiduciary duty) ではなくスチュワードシップ責任なのか、受託者責任の限界とスチュワードシップによる広範囲の関係性の網羅について、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（二〇一三年九月一八日）一一三三頁。
- (36) Financial Reporting Council, Consulting on a revised UK Stewardship Code,30 January 2019. Proposed Revision to the UK Stewardship Code, 1-27pp. Annex A: Proposed Revisions to the UK Stewardship Code - Revised UK Stewardship Code. Annex B: Proposed Revisions to the UK Stewardship Code - Summary of Changes.
- (37) 前掲注(36)FRC, Proposed Revision to the UK Stewardship Code,1-3pp, p10.
- (38) Consulting on a revised UK Stewardship Code,2-3pp. コンサルテーション報告書の翻訳にかかる文責は全て筆者にある。
- (39) Kay, J. “The Kay Review of UK Equity market and Long-Term Decision” Investor Management Association,[2012.,Kay,J. “Building a Culture of Long-Term Equity Investment-Implementation of the Kay Review: Progress Report,” BIS. 拙稿「日本コーポレート・ガバナンスの転換点とリスクマネジメント—英国型ガバナンスに向けた改革の功罪、真のリスクマネジメントへ原点回帰—」『危険と管理』日本リスクマネジメント学会R M双書三六集四八巻（二〇一七年五月一〇日）五二—六三頁。
- (40) www.investorforum.org.uk/about/history/. Investor Forum による集团的エンゲージメントの特徴としてエスカレーションの手段、効果的なコミュニケーション、幅広い投資家との協働があげられる。株主意見を直接取締役会に伝達し、長期的解決策を創出するための Hub & Spoke モデルが提示されている。村澤竜一「機関投資家による集团的エンゲージメント」KPMG Insight 二九号（二〇一八年二月）一—四頁。
- (41) 会計監査人が被監査会社の経営者に選任され、監査契約を締結して経営者から会計監査人に対して監査報酬が支払われる

- こと。(社) 日本監査役協会第九回有識者懇談会議事要旨 (二〇〇八年二月二四日) 一一二頁。
- (42) 前掲注(38) FRC, Proposed Revision to the UK Stewardship Code, 6p.
- (43) 武井一浩「監査等委員会設置会社と今後のガバナンス法制上の課題」神作裕之編『企業法制の将来展望―資本市場制度の改革への提言―2014年度版』財経詳報社 (二〇一三年) 二六八―二七一頁。
- (44) 武井・前掲注(43) 三七〇―三七二頁。
- (45) 三井・前掲注(19) 二七―二八頁。
- (46) 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―」日本法学八〇巻三号 (二〇一五年一月) 四三九―四九二頁。
- (47) 大杉謙一「アメリカのコーポレート・ガバナンス論・再論(下その一)―および『日本の経営』の法と経済学―」都法四四巻二号 (二〇〇四年) 一四五頁、一九二頁。)(Karolina Eriksson, Corporate Governance in the European Union: Post-Enron, 15 Bond L. Rev. 158, 168 (2003).メルビン・A・アイゼンハーグ (川口恭弘訳)「アメリカにおける会社法制の改革」民商一三〇巻三号 (二〇〇四) 三八九頁、三九一頁以下。
- (48) 仮屋広郷「取締役の注意義務と経営判断原則―人間観と法の役割―」一橋法学三巻二号 (二〇〇四年) 一〇七、一一二頁以下。
- (49) Winiam T Allen, The Corporate Director's Fiduciary Duty of Care and the Business Judgment Rule under U.S. Corporate Law, in Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research 307, 330 (Hoptet al.eds.1998).
- (50) 酒井太郎「米国会社法学における取締役の信認義務規範(1)」米国会社法学における取締役の信認義務規範(2・完)一橋法学一一巻二号 (二〇一二年一月) 四九―一六六頁、一二巻一号 (二〇一三年三月) 八九―一三〇頁参照。酒井太郎「取締役の誠実性 (good faith グッドフェイス) をめぐる米国会社法学の近時の議論」徳本穰・徐治文・佐藤誠・田中慎一・笠原武朗編森淳二朗先生退職記念論文集『会社法の到達点と展望』法律文化社 (二〇一八年五月) 一八九―二〇八頁。
- (51) 神田秀樹「いわゆる受託者責任について…金融サービス法への構想」財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レ

- ビュー」March-2001.98-110頁。田岡絵里子「忠実義務からみた信認関係の内容とその性質」早稲田法学五八巻二号（二〇〇八年）三五九—四一二頁。
- (52) 青井信「M&Aをめぐる諸問題について」慶応大学グローバルセキュリティ研究所金融市場論（二〇一一年）一—五〇頁。
- (53) 経済産業省企業価値研究会報告書「企業価値報告書〜公正な企業社会のルール形成に向けた提案〜」（二〇〇五年五月二七日）一—一二七頁。
- (54) 野田博「法規範と社会規範の相互作用についての一考察—取締役の信認義務との関係を中心として—」ソフトロー理論研究会（東京大学）（二〇〇四年九月二四日）一—二〇頁。
- (55) In re The Walt Disney Company Derivative Litigation, 906 A.2d 27 (2006). 正木義久・野崎竜一「日米のフィデューシャリー義務の変容と比較」商事法務一八〇四号（二〇〇七年七月）三〇—四一頁。
- (56) Johnson, Lyman, After Enron: Remembering Loyalty Discourse in Corporate Law. *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 28, No. 1, 27-73pp, 2003. Emerald Partners v. Berlin, 787 A.2d 85 (Del. 2001). 酒井・前掲注(50)一八六—一九四頁。
- (57) 野田博「エンロン後における取締役の信認義務論議の一断面」一橋法学三巻二号（二〇〇四年）八九—一〇四頁。
- (58) 拙稿「銀行取締役の追加融資責任に関する考察—東和銀行損害賠償請求等訴訟事件と関連事案の検討ならびに米国の比較法的研究を通じて—」法学紀要第五四号（二〇一四年三月）五五—一六二頁。
- (59) Court of Chancery of Delaware. Inre SOUTHERN PERU COPPER CORPORATION SHAREHOLDER DERIVATIVE LIGATION. C.A.No.961-CS. Submitted: July 15, 2011. Decided: Oct. 14, 2011. Revised: Dec. 20, 2011. (WEST LAW).
- (60) 支配株主の忠実義務に関して、支配株主の権限濫用行為の規制につき我が国は明文規定がなく、不法行為責任説、忠実義務説、事実上の取締役説の法理解釈がされる。忠実義務説（出口正義『株主権法理の展開』文真堂（一九九一年）三頁他）では支配株主に忠実義務を認めるが、有限責任という立法上の難点も指摘される。江頭憲治郎『株式会社法（第4版）』二二頁（有斐閣二〇一一年）。事実上の取締役とみて監視義務と構成する判例もみられる。京都地判平成四・二・五（判時一三七六号一一〇頁・金判八八〇号二四頁）、大阪地判平成二三・一〇・三一（判時一二三五号一一二頁）。事実上の取締役説も四二九条

- に包摂され、更に別途、株主の権利行使に関する利益供与(会社法二二〇条)として構成することも可能であろうか(私見)。
- (61) 拙稿「金融危機後の国際金融法規制の展望と新たな統合的リスク管理ならびにガバナンス体制構築に向けて」奥島孝康先生古稀記念『現代企業法学の理論と動態第一巻《下巻》』成文堂(二〇二一年一〇月) 六九三―七五九頁。
- (62) 最三小決平二一・五・二九金判一三二六号三五頁参照。
- (63) 酒井太郎・前掲注(50)四九―一六六頁、八九―二三〇頁参照。
- (64) 酒井太郎・前掲注(50)七八〇―七八三頁。太田洋・矢野正紘「対抗的買収提案への対応に際しての取締役の行動準則」〔上〕〔中〕〔下〕―わが国でレブロン「義務」は認められるか―」商事法務一八八四号(二〇〇九年) 一五頁・一八八五号(二〇〇九年) 三八頁・一八八九号(二〇一〇年)、劉小勇「アメリカ判例法におけるRevlon基準の変遷―取締役が株主のために株式売却の最高価格を得る責任」六甲台五〇巻三号(二〇〇四年) 六九頁。
- (65) 田村俊夫「米国エンゲージメントの新潮流―何を話すか、誰と話すか―」日本証券アナリスト協会講演(二〇一七年六月二七日)。
- (66) 金融庁・前掲注(30)補足資料二頁。「米機関投資家団体、スチュワードシップ原則とコーポレートガバナンス原則を制定。26機関が既に賛同」ニューラルサステナビリティ研究所(二〇一七年二月一七日)。
- (67) Unveils Framework of Guiding Principles with Expectation of Long-Term Value Creation, Investor Protection \$17 Trillion in AUM Represented by U.S. and International Investors, Investor Stewardship Group Launches Stewardship Framework for 2018.<https://sustainablejapan.jp/2017/02/17/american-stewardship-corporate-governance-principles/> 25615.
- (68) 佐藤剛(全米取締役協会)「コーポレートアメリカの魂の戦い―『株主第一主義』vs『ステークホルダーの価値のバランス』―」経営行動研究学会報告(二〇一九年四月二三日) 一―四頁を参照した。ウォーレン法案、Benefit Corporation Model <https://www.warren.senate.gov/imo/media/doc/Accountable%20Capitalism%20Act%20One-Pager.pdf>.
- (69) “Accountable Capitalism Act” (エリザベス・ウォーレン議員HP)。
<https://www.warren.senate.gov/imo/media/doc/Accountable%20Capitalism%20Act%20One-Pager.pdf>.

- (70) Citizens United v. Federal Election Commission, 558 U.S. 310 (2010). Citizens Unite. 政治資金規正の一部規定について合衆国憲法第一条の言論の自由に反し、違憲として連邦宣教委員会を提訴した。最高裁では五対四の票決で Citizens United 勝訴となり、米国企業の政治献金の支出時期に関する制限は事実上撤廃され、ロビー活動と株主や経営者の利益最大化を促す法制度策定を助長する要因となった。岡田功太「米国の社会及び環境に対して説明責任ある資本主義法案」野村資本市場クオーターリー (2018 Autumn) 八―九頁。
- (71) <https://www.gsgboards.com/>
- (72) 佐藤・前掲注(68)二頁。鈴木由紀子「ベネフィット・コーポレーションの展開と課題」商学研究三三三号(二〇一七年二月)九三―一〇八頁を参照した。“Elizabeth Warren has a plan to save capitalism”Vox Media, Inc. Aug. 15, 2018.
- (73) 米国では州法において以下の企業タイプを選択できる。連邦税法 Subchapter C により課税される C-Corporation が最も一般的で NYSE 上場企業が該当する。個人経営 (Solo Proprietorship) C-Corporation S-Corporation パートナーシップ (Partnership) LLC (Limited Liability Company)。 https://www.bengoshiusa.com/start_up/entity.htm.
- (74) eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark, C.A. No. 3705-CC (Del. Ch. Sept. 9, 2010).
- (75) 佐藤・前掲注(68)四頁。
- (76) 高橋真弓「営利法人形態による社会的企業の法的課題 (1) : 英米におけるハイブリッド型法人の検討と日本法への示唆」一橋法学第一五巻第二号(二〇一六年七月一〇日)二五二―二八八頁を参照した。同二八二頁(注224)。Dana Brakman Reiser, Theorizing Forms for Social Enterprise, 62 Emory L. J. 681, 692 (2013), at 726-727.
- (77) 岡田功太「米国の社会及び環境に対して説明責任ある資本主義法案」野村資本市場クオーターリー (2018 Autumn) 一二―一三頁参照。
- (78) “Why do American CEOs make twice as much as German CEOs?” Fortune, November 4th 2014.
- (79) 岡田・前掲注(77)七―八頁。
- (80) 一九三四年証券取引法一〇条(b)(18)において、市場における自己株式取得が相場操縦に該当しないと規定され、

セーフハーバー (規則の適用除外) と称されている。二〇〇三年以降は見直しがされていない。Division of Trading and Markets: Answers to Frequently Asked Questions Concerning Rule 10b-18 ("Safe Harbor" for Issuer Repurchases). <https://www.sec.gov/divisions/marketregr/r10b18faq0504.htm>.

(81) 岡田功太・吉川浩史「米財務省による資本市場の包括的な規制・制度改革提言」野村資本市場クォーターリー (2018 Winter) 一一一五頁。

(82) 岡田功太「米国上場企業のコーポレート・ガバナンスに係る最近の議論」野村資本市場クォーターリー (2018 Autumn) 一一〇頁。Steven K. Vogel (Professor, University of California, Berkeley, 2018/10/04) 「アメリカで物議」日本型経営」法案の衝撃内容株主重視から対極な動きが出てきた」東洋経済ONLINE (二〇一九年五月九日) 一一三頁。

(83) 矢崎淳司「アメリカにおけるポイズンピルをめぐる近時の動向」法学会雑誌五三巻二号 (二〇一三年一月三十一日) 六九一—一〇頁参照。

(84) 高橋真弓・前掲注(76)二三七—二八八頁、二七五—二七六頁 (注195) 参照。

(85) 矢崎淳司・前掲注(83)・九三—九七頁。衡平法裁判所は、期差取締役会 (classified board, staggered board) に関して信義務違反は認められないとする点について、ユニカル基準適用に対する逆風の傾向が出てきたことを述べ、eBay 事件判決と方向が合致する。かかる傾向に対する修正として、staggered board を取り上げており、democratic socialism の方向性と軌を一にしよう (私見)。①期差取締役会が企業価値を向上させるとの実証研究も出される。K.J. Martijn Cremers & Simone M. Sepe, The Shareholder Value of Empowered Boards, 68 Stan. L. Rev. 67 (2016) 67-148pp. ②shareholders' empowerment に対する修正のしつつして staggered board を把握し、short-term shareholder と market pressures から逃れるべく、集合的株主を考えて取締役、経営陣、ステークホルダーと長期的エンゲージメントを構築して結果的に株主価値も増大することを主張している。

(86) William H. Clark, Jr. and Elizabeth K Babson, How Benefit Corporations are Redefining the Purpose of Business Corporations, 38 Wm. Mitchell L. Rev. 817, 842 (2012), at 828. 高橋・前掲注(76)二七六—二七九頁 (注202) — (注206)。

- (87) J. Haskell Murray, *Choose Your Own Master: Social Enterprise, Certifications, and Benefit Corporation Statutes*, 2 Am. U. Bus. L. Rev. 1, 37 (2012), at 15.
- (88) 山田剛志「ヘッジファンドアクティビズムの隆盛と株主の権利」前掲注(26)シンポジウム『グローバル・ガバナンスの実務と最新諸論点—日本企業の国際競争力強化に向けて—』一一二七頁参照。
- (89) Third Point LLC v. WR C.A. No. 9469-VCP (Del. Ch. May 2, 2014). IN THE COURT OF CHANCERY OF THE STATE OF DELAWARE, THIRD POINT LLC v. WILLIAM F. RUPRECHT and SOTHEBY'S, a Delaware corporation, C.A. No. 9469-VCP, May 02 2014, Transaction ID 55389863, Case No. Multi-Case, 1-64pp. 石崎泰哲「近時のアクティビスト・ファンドの動きと日本の上場会社に求められる対応」西村あさひ法律事務所 M&A ニューズレター (二〇一八年一月号) 五—九頁を参照した。買収防衛策導入について、経営陣との対話、エンゲージメントの観点から新しい有用性に論及されている。
- (90) Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc., 16 A.3d 48, 92 (Del. Ch. 2011).
- (91) Unirrip, Inc. v. Am. Gen. Corp., 651 A.2d 1361, 1367 (Del. 1995).
- (92) 石崎・前掲注(89)八—九頁。
- (93) Implementing enterprise risk management : from methods to applications, James Lam, author. 2017 Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons, 1-405pp. 拙稿「金融機関における新たな二つの防衛線とリスクガバナンスの実践—内部統制および内部監査ならびに FinTech 関連法制を踏まえた組織法的考察—」日本法学八三巻三号 (二〇一八年一月三二日) 一一六〇頁。
- (94) 尾崎悠一「議決権行使助言会社の規制をめぐる議論について」月刊資本市場三九二号 (二〇一八年四月) 三六—四七頁。
- (95) 最二小決平成一九・八・七民集六一巻五号二二二—二二五頁。
- (96) 経済産業省企業価値研究会 (座長：神田秀樹教授) 『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』(平成二〇年六月三〇日) 一一—一七頁。
- (97) 神作裕之・前掲注(26)一八頁。
- (98) 拙稿「英国企業法制における新たな登記制度 PSC Regime (people with significant control) にかかる考察」千葉商大論

叢五六卷一号 (二〇一八年七月) 一三五—一五四頁。

- (99) 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 (二〇一六年九月一日)、拙稿・前掲注(39)五二—六三頁。
- (100) 神作裕之「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」日本証券経済研究所金融商品取引法研究会研究記録第五五号 (二〇一六年五月二六日) 一—二九頁。
- (101) 経済産業省産業組織課「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」(二〇一九年六月二八日) 一—四七頁。
- (102) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).
- (103) 東京高判平成二五年四月一七日判時二一九〇号九六頁。
- (104) 飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務—買収対価の適切性について—」財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」通巻第一二二号 (二〇一五年三月) 一三五—一五八頁参照。
- (105) ブルドックソース事件最高裁決定 (二〇〇七年八月七日) 民集六一卷五号二二二—二二五頁。
- (106) 二〇〇八年経済産業省企業価値研究会 (座長神田秀樹教授)「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」(二〇〇八年六月三〇日) 一—一七頁。
- (107) 経済産業省産業組織課「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針 (グループガイドライン)」(二〇一九年六月二八日) 一—一四二頁。
- (108) 坂本里和経済産業省産業組織課長「『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針』(グループ・ガイドライン)とグローバル企業の企業価値向上に向けたグループガバナンスの在り方について」日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク講演 (二〇一九年七月二六日) 参照。
- (109) Types of Convergence and 'Convergence on Legal Form' 'Convergence on Function' の二つの要素の充足の有無から、

Formal Convergence' Functional Convergence' Faux Convergence' No Convergence に四区分し、Faux Convergence では形式的な収束はあるが、機能が変わっておらず、偽のコンバージェンス (Faux Convergence) と称している。他方で、ガバナンスの在り方にはローカルな独自性の存在は容認され、Functional Convergence では形式は異なるものの機能は同じである。外国の制度を採用する場合に、歪曲に取り込むことが問題となる (「悪魔が潜む」)。Dan Puchniak, Associate Professor, National University of Singapore, "Stewardship in Asia and Singapore" 講演『コーポレートガバナンスとM&Aの国際的な動向』東京大学第五回比較法政シンポジウム (二〇一九年八月五日)。同シンポジウムにおける他の講演は、Roger Barker, Head of Corporate Governance, Institute of Directors, UK, "Corporate Governance and Institutional Investors : Do Stewardship Codes make any difference ?" ほか。更に Formal' Functional' Contractual' Hybrid' Normative' など Institutional の各 Convergence 間の相違について Gilson 教授や Coffee 教授は Functional Convergence が Formal Convergence よりも起るべきである。Ronald J. Gilson, Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function, 49 AM. J. COMP. L. 329, 337-45 (2001); John C. Coffee, The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications, 93 NW. U. L. REV. 641, 679-80 (1999). Gilson 教授によれば、形式面を変化させることはリストもかからの競争条件の圧力に晒されている経営トップとしては業績低下を気にかけるためである。また Formal と Functional の二元論の Convergence (dualism) は Hybrid Convergence よりも補完される (is supplemented with the concept of hybrid convergence) として Paul Rose, EU Company Law Convergence Possibilities After Centros, 11 TRANSNAT'L L. & CONTEMP. PROBS. 121, 134-35 (2001) (explaining "hybrid" convergence in the post-Centros landscape). See Mathias M. Siems, Convergence in Corporate Governance: A Leximetric Approach, The Journal of Corporation Law, Vol.35:4, June 7, 2010, 729-756pp.

〔本稿は財団法人民事紛争処理研究基金の助成金に基づく研究成果の一部である〕

