

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・コード改定後の グローバル企業のガバナンス改革

——新たなハードローミックスならびにプラクティス、多様なステークホルダー
重視と資本コスト、英国のダブルコード改定を踏まえて——

藤 川 信 夫

序論 ダブルコード改定と企業のガバナンス改革

一．スチュワードシップ・コード改定と影響

二．コーポレートガバナンス・コード改定とプラクティスにおける課題と展望

——株主の対話とエンゲージメント、情報開示、資本コストなどを通じた企業価値向上——

- 三. 改訂コーポレートガバナンス・コードの制度設計とプラクティス
- 四. ガバナンス規律の見直しとプラクティスにかかる企業側の対応、
多様なステークホルダーならびにハードローとソフトローのバランス
- 五. ヘッジファンドのアクティビズムと取締役派遣ならびに株主の権利
- 六. EU第二次株主権指令、議決権助言会社規制ならびに部分的ハードロー形成
- 七. 英国スチュワードシップ・コードの改定案公表
—Apply and Explain— 我が国スチュワードシップ・コードの次期改定に向けて—
- 八. ステークホルダーの多様化と企業価値向上、ならびに部分的ハードローによるハードローミックス
まとめにかえて

序論 ダブルコード改定と企業のガバナンス改革

アベノミクスの成長戦略を支えるスキームとして二〇一五年会社法改正施行とともにスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの策定がなされているが、二つのコードについては近時相次いで改定が図られた。金融庁等の主導の下、スチュワードシップ・コード（SSC）およびコーポレートガバナンス・コード（CGC）のフォローアップ会議、スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会等において、形式から実質化に向けて改訂に向けた議論が進められてきた。二〇一九年会社法改正により、社外取締役の義務付けなどのガバナンス関連制度の整備も予定されている。

企業側のコーポレート・ガバナンス改革については、独立社外取締役の選任等の対応が進んでいるが、ガバナンスの実質面において以下の課題が指摘されてきた。^① ①経営陣と投資家との間で、資本コストの水準の把握や企業のリターンが資本コストを上回っているかに関する認識に相違があり、かかる要因等を背景に事業ポートフォリオの見直し等の果敢な経営判断が必ずしも十分に行われていない。②企業の手元資金について、多くの投資家が適正水準を上回っていると認識し、設備投資、研究開発投資、人材投資等に十分活用されていない。③CEOの選解任に関し、指名委員会の設置等は進んでいるが、選解任の具体的基準の整備は途上にあり、後継者計画も取締役会による十分な監督が行われている企業は全体の四分の一程度に留まっている。④取締役会構成をみるとジェンダー、更に国際性の面において必ずしも多様性が十分に確保されているとはいえない。⑤政策保有株式について、多くの投資家から企業のバランスシートにおいて活用されていないリスク性資産であり、資本管理上非効率ではないか等の指摘があるにも拘わらず、必ずしも保有目的や効果についての検証が十分行われていない。

コーポレートガバナンス・コード改訂については、こうした指摘を踏まえてフォローアップ会議において、政府の「新しい経済政策パッケージ」（二〇一七年二月八日閣議決定）に沿って提言が行われ、二〇一八年六月「投資家と企業の対話ガイドライン」（対話GL）策定とコーポレートガバナンス・コード改訂が行われた。^② また経済産業省では二〇一八年九月改定コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）^③を打ち出し、二〇一八年一二月金融庁はESGなど非財務情報に関し、ルールへの形式的な対応にとどまらない開示の充実を図るべく企業が経営目線で経営方針・経営戦略等、経営成績等の分析、リスク情報等を開示していく上でのガイダンス（案）を提示するなど、ガバナンス改革をめぐる規制動向の進展は目まぐるしいものがある。

本稿は、ダブルコードの改定内容や最新の規制動向などを踏まえて今後の我が国グローバル企業のガバナンス改革について敷衍し、そのリスクマネジメントとプラクティスに向けた一定の私見を提示せんとするものである。⁽⁴⁾二つのコードの内容は多岐・広範に亘り、以下では主としてCEO・取締役会、資本コスト等の経営あるいはリスクガバナンス機能等に焦点を当てて考察を進めていきたい。

一・ スチュワードシップ・コード改定と影響

1. スチュワードシップ・コード改定における規律の明確化

二〇一七年五月二九日日本版スチュワードシップ・コード（SSC）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ものと評価できる。

改訂SSCでは独立した取締役会、議決権行使の意思決定・監督のための第三者委員会などのガバナンス体制整備が求められ、独立社外取締役の活用や第三者委員会の構成が課題となることが指摘されている。具体的な利益相反管理方針策定なども要求され、運用機関は金融商品取引法などに基づく利益相反管理方針等も策定している。必要に應じ、集团的エンゲージメントが有益な場合もあり得るという規定を新設し、機関投資家としてはインサイダー取引規制、法人関係情報規制、フェア・ディスクロージャー・ルール上の問題も考慮して参加の要否を判断することとなる。

取締役会などのリスクガバナンスをめぐってコーポレートガバナンス・コードの内容や履践にかかるものであり、

実質へ深化に向けてダブルコードの一体化が進むことが示されているといえよう。日本版SSCは、趣旨に賛同する機関投資家が受け入れることを期待する諸原則で、法的拘束力を有する法規範ではないが、主要な機関投資家は受け入れており、改訂により年金基金等のアセットオーナーと投資運用会社等の運用機関を含む機関投資家の実務に影響を与えることが見込まれる^⑤。

SSCの対象となる機関投資家には資産保有者としての機関投資家と資産運用者としての機関投資家が含まれるとされ、機関投資家から業務委託を受ける議決権行使助言会社等に対してもSSCが当てはまる。議決権行使助言会社に対しても個別的な指針を追加している。

主たる改定内容は、①アセットオーナーによる実効的なチェック（改訂SSCコード指針1-3、1-4、1-5）、②運用機関のガバナンス・利益相反管理等（指針2-2、2-3、2-4、7-2）、③パッシブ運用における対話等（指針4-2）、④議決権行使結果の公表の充実（個別開示）（指針5-3）、⑤運用機関の自己評価（指針7-4）、⑥議決権行使助言会社（指針5-5）、⑦集团的エンゲージメント（指針4-4）、⑧ESG要素（指針3-3）、⑨コンプライアンド・エクスペレインの推奨（前文12）である。

2. 改訂スチュワードシップ・コードの影響

スチュワードシップ・コード改訂後における今後の課題として、フェア・ディスクロージャー・ルール（二〇一八年四月一日施行）のスチュワードシップ活動に及ぼす影響、議決権の個別開示が機関投資家の行動や組織に与える影響、アセット・マネージャーの自己評価と活用、議決権行使助言会社の行動や組織に与える影響と機関投資家による利用の実態、スチュワードシップ・コードがコーポレート・ガバナンスに与える影響などが指摘されている^⑥。

SSCの場合、ソフトローとしてエンフォースメントが弱い面は否定しがたく、米国において従前SSC導入に消極的であった理由の一つは、企業年金を運用する機関投資家に受託者責任を課する一九七四年米国エリサ法 (Employee Retirement Income Security Act 従業員退職所得保障法) のように、規律すべき時はハードローによつてエンフォースメントを確実にした上で策定する傾向があったためであるが、もつとも最近ではハードロー、ソフトローの連関を重視して議論と実務を進める傾向が窺われると指摘されている。⁽⁷⁾

二. コーポレートガバナンス・コード改定とプラクティスにおける課題と展望

―株主の対話とエンゲージメント、情報開示、資本コストなどを通じた企業価値向上―

1. 改訂コーポレートガバナンス・コードと対話ガイドラインの位置付け

対話ガイドライン (GL) は、機関投資家と企業との対話において重点的に議論することが期待される事項を取り纏め、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの附属文書と位置付けられ、それ自体について Comply or Explain の対応が求められるものではない。各原則を実施する場合 (各原則が求める開示も含む)、実施しない理由の説明を行う場合に対話GLの趣旨を踏まえることが期待されている。⁽⁸⁾

2. 改訂コードの内容

- (1) 経済環境の変化に対応した経営判断および投資戦略・財務管理の方針―資本コストの的確な把握―
- ① 経営戦略や経営計画の策定・公表 (原則5-2)

事業ポートフォリオの見直し等の果敢な経営判断と方針の明確化を求める。改訂コードでは経営戦略や経営計画の策定・公表は自社の資本コストを的確に把握した上でなされるべきことが明確化され、資本コストの強調は今般の改訂における顕著な特徴を形成している。資本コストは、自社の事業リスクなどを適切に反映した資金調達に伴うコストで資金提供者が期待する収益率と考えられる。適用場面に応じ株主資本コスト、WACC（加重平均資本コスト）、あるいはCAPM（Capital Asset Pricing Model 資本資産評価モデル）、配当割引モデルDDM（Dividend Discount Model ゴードンモデル）が用いられる場合が多い。

- ② 投資戦略・財務管理の方針（原則5-2）―資本政策の基本的な方針、経営資源の配分等―
- (2) CEOの選解任・取締役会の機能発揮等
- ① CEOの選解任・後継者計画（補充原則4-3③、補充原則4-1③、補充原則4-10①）
- ② 経営陣の報酬決定（補充原則4-2①）
- ③ 取締役会の機能発揮

取締役会の構成の多様性にはジェンダーや国際性の面を含むことが明確化され、多様性と適正規模を両立する形で取締役会を構成すること（原則4-11）、多様性および規模に関する考え方を定めて開示することが求められる（補充原則4-11①）。

④ 独立社外取締役の選任・機能発揮

改訂コードでは①独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきこと（原則4-8前段）の記述を維持しつつ、②少なくとも三分の一以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、十分な人数の独立社外取締役

を選任すべきとされた（原則4―8後段）。

(3) 政策保有株式

① 政策保有株式の適否の検証等（原則1―4）

② 政策保有株主との関係（補充原則1―4①、補充原則1―4②）

(4) アセットオーナーの取組み、開示と利益相反の管理（原則2―6）

三. 改訂コーポレートガバナンス・コードの制度設計とプラクティス

1. 制度設計の視点―会社法、金商法とコードの在り方―

私見を交えつつ改訂コードの制度設計とプラクティスにおける課題について考察しておきたい。大規模公開会社の規律付けに関しては中小零細企業も対象に含む会社法（ハードロー）ならびに取引法としての金融商品取引法が存在するのみで、⁹公開会社法制を持たない我が国の場合、その詳細はソフトローとしてのガバナンス・コードに委ねざるを得ない背景がある。上場規則としてエンフォースメントは一定程度備えているが、ソフトローによる規律付けも限界もあり、今後は税制を含めてハードローのインフラ面の整備の必要性がある。

2. 制度設計とプラクティスの要諦

(1) 経営環境の変化に対応した経営判断の制度設計とプラクティス

コードの実質化の観点から、実務面における制度設計が細かく決められるにつれてコーポレート・ガバナンス制度

の本来有する柔軟性が失われる恐れがある。四つの課題の中でも、特に企業への影響が大きい「経営環境の変化に対応した経営判断」と「CEOの選解任・取締役会の機能発揮等」等に焦点を当てて考察を進める¹⁰⁾。

「経営環境の変化に対応した経営判断」では自社の資本コストの的確な把握がポイントとして挙げられるが、企業が資金調達する場合のコストを意味し、負債（他人資本）調達のみならず株主資本（自己資本）にも発生する。改訂コードのパブリックコメントではWACC (Weighted Average Cost of Capital 加重平均資本コスト) 等に言及しているが、¹¹⁾最適資本構成を念頭に置くものと考えられる。

負債コストである金利は每期変動し得るものであり、加えて銀行側の与信評価、あるいは社債における格付け機関の審査結果も必ずしも一定ではない。一方で、株主資本コスト (Cost of Capital) は株主が期待する収益 (Expected Return) 率であると説明されるが、改訂版では規定としての明示はされていない。しかも株主コストは、配当還元モデルやCAPM (Capital Asset Pricing Model 資本資産評価モデル) で算出しても、割引率、ベータリスクなどの選定において恣意性が入り込みやすいことがつとに指摘されている。資本コストの開示や説明をすることも企業側が苦慮することにならないだろうかと案じられる。

実際上は、中期経営計画の投資プロジェクトにおける投資採算や投資回収年数などを踏まえ、予想バランスシートあるいは資金計画表を策定することになる。企業はこの前提で整合性をもって資本コストを算定、さらには説明することになる。

資本コストについて正しく理解する独立社外取締役の資質も求められる。M&A (企業買収) の計画段階におけるデューデリジエンス (Due diligence 詳細調査) の理解、戦略決定におけるノウハウなどに関して企業経営の経験値の

備わった社外人材の発掘が重要となろう。

「経営環境の変化に対応した経営判断」では、企業に対して果敢な経営判断とその方針の明確化を求めている。この実行には、企業が積極的にリスクテイクを行った場合の報酬面などにおけるインセンティブ付けが重要となる。ただし、コードに準拠してインセンティブを導入したとしても実際にはなかなか損金算入されにくいという税制面の制約があるため、今後は会社法（ハードロー）の規律付けとしての制度整備が求められる。

他方で、積極的なりスクテイクを行った結果として多大の損害が生じた場合、法令・定款に違反しないとしても次の段階として善管注意義務、任務懈怠、あるいは監視義務を問う形で株主代表訴訟による責任追及の可能性が生じる。

取締役会の監督と執行を分離し、社外取締役など十分に配してモニタリング機能を重視した組織においてなおも、経営執行部隊における戦略のミスに対する監督責任の追及が個々の取締役に対しては実際には十分なされていない現状が背景にある。集団的責任（group thinking）、あるいは経営判断原則（business judgement rule）による壁ともいえよう。リスクテイクをした結果、特に会社の破綻に繋がりにかねないような経営ミスを招来した場合は、刑事責任を含めた経営者の責任を追及する手段があってもいいのではないかと考える¹²。

今後実務のプラクティスをコードの中に落とし込むに当たり、英国の二〇一八年改訂コーポレートガバナンス・コードのように（原則F11、各則9-16ほか）、取締役会議長の役割分担の明確化、さらに筆頭独立社外取締役が一般株主の利益代表として株主との対話の窓口になるほか、この取締役会議長に対する監督・評価を行う責任を明確化することが考えられる。

英国の二〇一八年改訂コーポレートガバナンス・コードでは、非業務執行取締役は建設的な批判（constructive

challenge) 戦略的な指導 (strategic guidance) および専門的な助言を行い、経営陣に対して責任を問うべきとする。また取締役会議長は取締役会を統括し、取締役会の実効性に責任を担い、客観的判断 (objective judgement) と寛容で闊達な企業文化 (a culture of openness and debate) を推進し、各取締役に正確且つ明確な情報提供を確保すること (原則 F)、CEO と分離すべきこと (各則 9)、主要株主との定期的なエンゲージメントを図ること (各則 3) など重要な役割を担う。また Independent Non-Executive Directors (独立非業務執行取締役) の中の一名を Senior Independent Director (筆頭独立社外取締役) として指名すべきとし、他の取締役と株主の仲介人 (an intermediary for the other directors and shareholders) としての役割を果たさせる。この Senior Independent Director の主導により、年一度は取締役会議長の職務執行を評価するための会合を取締役会議長の不在の下で行うべきとする (各則 12)。

その場合、独立社外取締役に對する社内外の情報が集まりやすくする組織内のプラクティスの整備も重要であり、単に内部監査部の充実や監査委員会、外部監査人との連携 (三様監査) を深めれば解決できるという問題ではない。

次に経営の失敗を未然に防ぐべく事前予防の視点から、重要な M & A (企業買収) の詳細調査 (Due diligence デューデリジエンス) の局面において社外取締役に關して、場合によっては計画にストップをかけられるように資質の向上を図り、また必要な情報を付与するべく情報開示請求権の付与を制度整備することも考えられる。またグローバル企業では、海外の現地法人 (overseas affiliated company) や合弁企業 (Joint Venture) などにおける税制や税率の相違もあり、グローバル内部統制とコンプライアンス態勢の整備と併せて、いかにグローバルに整合性と実効性のある組織設計を行うかが中期経営計画の策定などにおいても重要になるう。

取締役会の多様化については、ジェンダーとともに国際性の文言が改定コードに入ったが、グローバル展開を行う

企業では外国人の社外取締役あるいは国際経験の豊富な人材の選任が求められ、社外役員の人材不足の露呈が女性の経営経験者のみならず、深刻化することになるろう。

(2) CEOの選解任・取締役会の機能発揮等の制度設計とプラクティス

CEOの選解任においては、任意の指名・報酬委員会の導入が事実上強制されることになるが、監査等委員会設置会社を導入した企業では、指名権や報酬権限がCEOから剥奪され、監査等委員会設置会社の持つメリットが少なくなるリスクもある。また任意の委員会であれば、米国型の指名委員会等設置会社と異なり、最終的には取締役会で新任員の指名議案を決定することになるため、取締役会規定などにおいて任意の指名委員会で決定した事項をいかに尊重するのを書き込んで担保することになるろう。

3. 更なる実効性確保に向けて——リスクマネジメント、独立役員機能——

(1) 会社法規律におけるリスクマネジメントの齟齬

特にアベノミクスにおける果敢なリスクテイクを促す攻めのガバナンスと「損失の危険の管理」（会社法上の内部統制システム）の記載に不調和感を禁じ得ない。

(2) 独立社外取締役の機能、役割と責任の不明確さ

戦略・経営計画、コンプライアンス、経営陣を指名する目利きなのか、求められる専門性はなにか、大学教授や弁護士などの独立役員に次期社長選定の判断がどこまで可能か、という疑問が残る（大杉謙一教授¹⁴）。経験や実績のある異分野の社外人材をCEO（常勤）に招聘することとは別異の要因となるろう。

株主との対話において、その相手は経営陣なのか、独立社外取締役か、¹⁵独立社外取締役を株主の利益代表とすれば

根本的に矛盾があると指摘されている（神田秀樹教授¹⁶）。また株主における短期主義の弊害が唱えられる中、長期的企業価値向上を目指す根拠もどこに存在するのか、企業文化、風土などの相違する我が国では比較的容易に中長期的視点を経営陣は取ってきたとみられるため、疑問となる。

この点において社外取締役は、取締役役会のリスクガバナンスの機能を担うとすれば、最終の防衛線には通常議論がされるような内部監査ではなく、取締役役会のリスクガバナンスの機能を配するという最近の米国研究者から提示された考え方に親和すると言えようか。社外取締役はCROとしての監督機能を有するものとすれば、経営陣の代表でなくステークホルダーの代表として株主とエンゲージすることの意味合いが整合しよう。

4. コーポレートガバナンス・コードにおける任意の諮問委員会活用とプラクティス

(1) 任意の諮問委員会の活用とプラクティス

我が国の改定コーポレートガバナンス・コードにおいて強化される任意の諮問委員会に関する規律付けについて、私見を交えて検討していきたい。

改定CGCでは任意かつ独立した諮問委員会の活用について、会社法上指名委員会と報酬委員会の設置が強制される指名委員会等設置会社以外の監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であつて、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、独立社外取締役を主要な構成員とする任意かつ独立した指名委員会・報酬委員会などを設置することにより、独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきとされ（補充原則4-10①）、改定前は諮問委員会の設置は方法論の例示にとどまっていたところ、改訂により諮問委員会の設置という方法をとるべきことが明確化されている。

当該規定の趣旨について、取締役候補者の指名、取締役の報酬決定等の会社と取締役との利益相反が生じ得る局面では、取締役会判断の独立性・客観性を確保するために独立社外取締役の積極的関与を可能とする工夫を講じる必要があることが指摘されている。¹⁸⁾

議決権行使局面において発生する顧客・受益と運用機関・グループ会社の利益相反に関して、その判断の独立性・客観性を確保するSSC（指針2-3）とも主旨を同じくするものがある。¹⁹⁾

CGCにおいては諮問委員会の構成員について、独立社外取締役を主要な構成員とする旨が規定され、人数・構成割合などは記載されないが、取締役会の判断の独立性・客観性の確保の観点からは当然独立社外取締役が諮問委員会の過半数を占めるべきものと考えられる。もともと社外取締役が不在の諮問委員会設置もCGCの内容をコンプライアしていることになり（補充原則4-10^①）、二〇一七年版の経産省CGSガイドラインにおいては社外監査役、社外有識者を含む社外者が少なくとも過半数、または社内者・社外者が同数であって委員長が社外者であることが提示されている。²⁰⁾

この点について、改定CGSガイドラインでは一層の細分化を図り、委員会の諮問対象者（社長・CEO、それ以外の経営陣、社外取締役）、諮問事項（指名（新任・再任・解任）、報酬）には様々なものがあり、望ましい委員会の構成や運営の在り方も一様ではないと考えられると述べ、^①社長・CEOなど経営陣の指名や報酬決定については社内事情に精通している社内者が委員に加わることは一定の合理性がある場合もある。^②監督者である社外取締役の指名や報酬決定については、経営陣からの独立性を確保するため社外取締役が主導することが望ましく、委員会の過半数を社外取締役とし、かつ委員長も社外取締役とすることも考えられる。更には社長・CEOなど経営陣の指名・報酬決定

とはプロセスを分け、社外取締役のみで委員会を構成すべきという指摘もされる。③社長・CEOの指名に関する事項として、後継者計画のプロセスにおいては、社内の情報・事情を熟知している現社長・CEOが指名委員会における議論にオブザーバーとしての役割も含め、積極的に関与することには合理性がある反面、指名委員会において社長・CEOの再任や解任の適否を判断する場合は、社長・CEO自身は直接的な利害関係を有し、議論に関与することは基本的に望ましくない。社長・CEOが指名委員会の委員に含まれている場合は該当者不在の場で議論できる工夫が必要になる。

(2) 監査等委員会設置会社と任意の指名・報酬委員会にかかる意見陳述権

―プラクティスとしての役割・機能の変容―

任意の指名・報酬委員会に関して、監査等委員会設置会社との関係で意見陳述権が問題となる。監査等委員会設置会社の場合、監査等委員会の選定する監査等委員は監査等委員以外の取締役の指名と報酬に関して会社法上の意見陳述権を有しており、意見陳述権と任意の指名委員会・報酬委員会の答申内容、取締役会の決定権限の関係について実務面の整理を図られている。⁽²¹⁾

(3) 諮問委員会について役割・機能面の変容と意見陳述権

指名委員会等設置会社以外の形態において、任意の諮問委員会によるガバナンス体制構築が進むと元来が指名委員会等設置会社のような法定された指名・報酬委員会が存在しないことの補完機能としての役割を担うべき諮問委員会について、役割・機能面の変容が想定できる。また兼任状況については、後継者計画・サクセッション・プランの審議など任意の指名・報酬委員会の機能の実効的な発揮に向けて審議事項、開催回数も増加することが予想され、随時

見直しを図ることになる。⁽²²⁾

任意の指名・報酬委員会が独立社外取締役を主要構成員とし、指名・報酬の決定プロセスの独立性と客観性を確保するコーポレート・ガバナンス体制が構築されている場合は、監査等委員会は決定プロセスの実効性について審査し、指名・報酬の内容面の実質的な検討は任意委員会に委ねることも合理性がある。任意の指名・報酬委員会において諮問事項に対応した適切な審議事項が設定され、十分な情報提供がされていること、合理的な審議によって決定され、取締役会において任意委員会の答申等を尊重する決定がされていることなどの場合、監査等委員会としては内容面の妥当性監査を行わず、指摘事項が存在しない旨が述べられる。逆に決定プロセスに重要な問題がある場合は、業務監査等を通じて得た情報に照らして、内容面の妥当性に踏み込み、意見陳述権行使の要否を検討することが考えられる。⁽²³⁾

監査等委員会の指名・報酬に関する意見陳述権について、実質的に法廷の指名・報酬委員会と同等の機能を果たすことを期待する見解⁽²⁴⁾に対しては、任意の指名・報酬委員会を活用したガバナンス体制下では任意の委員会の実効性を補完的に支える権限として位置付ける旨が指摘されている。⁽²⁵⁾

(4) 諮問型の指名・報酬委員会委員と監査等委員会委員に関する私見

① 諮問型の指名・報酬委員会の業務に対しても監査等を行うことがその監査等委員会の職務内容に入るとすれば、指名・報酬委員会委員と監査等委員会委員とは利益相反関係にあるともいえ、基本的には兼任は避ける方が望ましいのではないか（以下、私見）。もつとも監査等を行うためには関連情報の知悉が必要であり、特に社外取締役においては情報不足に陥りやすいため、内部取締役の監査等委員を置き、指名・報酬委員会として加えることが考えられる。その場合、オブザーバーとしての常時出席でも一定の機能は果たせようか。監査等委員会の構成として、社内

取締役ならびに社外取締役の双方の参加が可能となっている会社法上のスキームの実務上のメリットの一つといえよう。

②また監査等委員全員が社外取締役である場合、法的には内部統制システムを活用でき、補助者を要しないとされるところであるが、実際には監査等委員会室などの実務担当を配下に設置し、情報収取せざるを得なくなる。三名のうち、一名以上は指名・報酬委員会の兼任となることの必要性も生じ得る。

③もつとも監査等委員三名全員が指名・報酬委員会の兼任となれば、三名が全員社外出身であれ、内部者が含まれているにせよ、両委員会の決定内容等を改めて監査等の対象にすることにはやや違和感を禁じ得ない。

④諮問委員会である指名・報酬委員会、法的な監査等委員会の三委員会において、各委員の重複が著しい場合、例えば三委員会ともに全く同じメンバーである場合、全員が社外者であっても馴れ合いに墮する懸念は捨てきれず、かかる場合は最終的に取締役会自体によるリスクガバナンス機能を担保とせざるを得ないのではないかと。取締役会の構成について過半数を社外独立取締役とし、監査等委員会以外の社外者も任用すること、内部取締役にも監視・監督（コンプライアンスやリスク委員会、財務など）の担当者を配するといった工夫が有用であろう。この場合、現状でも社外の適任者不足に悩まされている中で、一層の社外取締役を発掘するというネックが存在する。

⑤形式面から任意・諮問型の指名・報酬委員会が独立社外取締役を主要構成員とし、指名・報酬の決定プロセスの独立性と客観性を確保するガバナンス体制が構築されているという推定が働く場合は、プロセス監査が主となり、監査等委員は全員が社外者であっても機能するといえようが、指名・報酬委員会が独立社外取締役の審議・決定内容に対する歯止めが効かない懸念は残る。指名・報酬委員会委員である独立社外取締役自体の選任において、チェック機

能を残すべく、監査等委員から兼任者を出す意義はある。この場合は、指名・報酬委員会の主要メンバーではない社外取締役が監査等委員となって兼任することがポイントとなろう。

⑥ 決定プロセスに重要な問題がある場合、監査等委員会は妥当性の審査も行わざるを得ないが、グローバル企業においては意思決定など迅速化が求められる、会社法上の意見陳述権を毎回行使することによる時間面、手続面のロスを考えれば、実際上は酬委員会の構成を変更することの方が望ましいとも思料する。またかかる場合こそ平時からの態勢整備として、内部統制システムに依拠するのみならず、監査等委員会室のスタッフ整備、内部者の監査等委員を置いて連携を図るといった対応が重要になる。なお監査役会設置会社では、そもそも妥当性監査ができないという考え方に立てば、かかる問題点では取締役会の監視機能頼みとなるが、妥当性監査が可能としても内部統制システムの利活用は法制度上でできず、監査役の補助スタッフ整備が一層重要になる。何れにしても監査役会設置会社では監査等委員会のような指名・報酬にかかる意見陳述権はない。指名委員会等設置会社においては法定委員会の権限行使に関しては、監査委員会は内部統制システムを活用して補助スタッフなく妥当性監査を行うことになるが、情報不足などに関しては内部監査部を事実上の補助スタッフとして配することで監査機能の十全を図ることが考えられる。会社法上の規定がない内部監査部の位置づけに関しては、(a) 監査役会、監査委員会あるいは監査等委員会の下部スタッフすること、(b) CEO・代表取締役の直属機関とすること、(c) 取締役会の直属とすることなどの類型が考えられる。(a)では業務監査機能の強化、就中法定の補助スタッフを有していない指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社における機能強化に資することになるか。(b)では意思決定の迅速化が重要な業態・業界では有用になる。半面で、内部監査長やスタッフのCEO等経営陣からの独立性確保が課題となる。(c)では取締役会構成が独立社外取締役主体で

内部者が少数といったガバナンスの利いた形態において有用性を発揮しようか。監査等委員会設置会社の意見陳述権の関係では、(a)のように監査等委員会の補助スタッフとして内部監査部を配置することで一層有効性が高まろう。上記の通り、内部監査部との連携を活用して任意の委員会の構成や内実に応じ、監査等委員会などの監視機能強化を図ることが想定できる。

⑦社外者も長期の任用となれば指名・報酬委員会の次期CEOの選定などにおいて内部情報には詳しくなるというメリットもあるが、事実上は内部取締役化して苦言を呈することを避けるようになる恐れもあり、形式面で指名・報酬委員会が社外取締役中心に構成されていることのみを持つて妥当とすることができないのは当然である。社外者における五年程度のローテーションは必須となろう。ガバナンスの実効性確保の視点から、改めて独立社外取締役の独立性をいかに実質面で担保するかという本来的テーマの重要性に帰着することになる。

なお、取締役会機能において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者である非業務執行取締役が取締役会議長となることの利点があることが指摘されている²⁶。この場合、独立社外取締役に關する常時の情報提供体制について、上記に比して社内の負担は軽減される面があるが、(a)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の開催、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意味合いを有することになる(私見)。改定された英国コードにも記載のあるところである。(b)また英国の公開企業のように、経営陣において会社秘書役(Company Secretary)類似の職制を設定し、業務執行部門と非業務執行部門の双方の情報提供などを速やかに進める機能が実効性を発揮する局面ともいえよう。コーポレート・ガバナンス対応を一元的に統括する部署・担当者を配置し、対外的な一元的窓口を設置すると共に、株主等との意思ある対話(エンゲージメント)を担

うこと、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。⁽²⁷⁾

四．ガバナンス規律の見直しとプラクティスにかかる企業側の対応、

多様なステークホルダーならびにハードローとソフトローのバランス

1. 「実効性あるコーポレートガバナンスへの改革に関する意見」（関経連）

— ROE重視か ROICかの指標選択 —

以下では、内外の最新の動向を踏まえて、我が国におけるガバナンス規律の見直しとプラクティスにかかる企業側の対応などについて更に多面的に考察を進めたい。二〇一九年会社法改正（予定）における社外取締役の義務付け等の内容については、紙幅の制約もあり本稿では省略する。

公益社団法人関西経済連合会のまとめた二〇一八年四月一七日「実効性あるコーポレートガバナンスへの改革に関する意見」の内容を掲げておきたい。⁽²⁸⁾ 会社法改正やコードの改定に対して経済界側の反応を示すものとして傾聴できるものがある。

①企業価値向上に向けては多様なステークホルダーとの中長期的なビジョンに則った建設的な対話を促すことが重要である。企業統治の仕組みについては、個別企業ごとに柔軟な制度設計とすべきである。

②四半期開示の義務付けを廃止すべきである。短期的利益志向を助長し、開示内容も形式的なものとなる。取締役の構成について各社の事情に応じた制度にすべきである。政策保有株式等について柔軟な制度設計とすべきである。

議決権行使助言会社の規制について本格的な議論を開始すべきである。議決権行使助言会社の発信情報に対する透明性の確保などが必要である。経営指標として期的利益志向、株主利益重視のROEを過度に重視すべきではなく、ROICなどにより企業の成長性、果たしている役割は、より多面的に判断されるべきである。

私見としてROE（株主資本利益率）、ROIC（投下資本利益率）の指標選択は、議論が噛み合わない神学論争の呈をなすが、経営者の経営能力を図る場合、機関投資家目線か、長期的企業価値かの優先度合いにもなる。ROA（総資産利益率）も同様であり、経営者としては借入利率と比較してROEが上回るなど、借入金・社債を金融資本市場・経済局面によつては優先的に導入し、総資産としての効率アップを選択することもあり得る。

SSCを強化して中長期的な目線へ機関投資家を誘導しようとしても、機関投資家の場合、国民などから資金を受託し、受託者責任を担う限り、最終的受託者の国民自身の視点が短期主義から転換する必要がある。そうでない限り、機関投資家がROEに固執することは無理からぬ、必然といわざるを得ない。その場合経営者は、直接金融市場において資金調達時には高いROEの実績を示さざるを得ない。

ROICにしてもあくまで経営者の視点での投下資本（インプット）に対するアウトプットとしての経営の効率性を示すものであり、機関投資家などは配当やキャッシュピタルゲインを重視するという上記の根本的な視座が変化しない限り、議論はかみ合わない様相を呈する。

反面、徐々に長期的展望がアナリストからも重視されるようになるが、少なくとも年金基金のように長期的視点を取りうる機関投資家は別として、他の機関投資家においてはSSCの締め付けが強まってもROE重視の傾向は急には変化するとは考えにくい。ガバナンスの意識改革は一朝一夕に進まず、こうした議論の積み重ねの延長上に拓け

るものと思料される。

2. ACGAのCG Watch2018

—ハードローとソフトローのバランス、CEOの概念整理と社長決裁規定も踏まえて—

ACGA (Asian Corporate Governance Association) のCG Watch2018⁽²⁹⁾が提示され、我が国のガバナンス規律においてハードローとソフトローのバランスが課題として指摘されている。今後はハードローミックスとして会社法などに根拠付け規定を置き、ソフトローにかかるエンフォースメントの強化を図ることが課題となる。

前提としてCEO (Chief Executive Officer) とCOO (Chief Operating Officer) あるいは会長、取締役会議長、筆頭独立取締役 (Lead Independent Outer Director (米国), Senior Independent Director (英国))、業務執行取締役 (Executive Director)、非業務執行取締役 (Non-Executive Director)、内部監査 (Internal Audit) などコード (英国コードを含む) において使用される役職名、術語について、ハードローとしての会社法上の代表取締役、社外取締役などの概念整理を図ることが実務上の混乱を避け、エンフォースメントを会社法に置く場合の予測可能性維持にも繋がる。特にCEO、COOについて形式的な代表権限の有無、実際の担当業務の社内外の区分けなどが会社により区々になっているのが現状であろう。

CEOが会長職あるいは社長職なのか、取締役会議長を会長兼任とするか、あるいは議長職は社外取締役に任せて会長職を別に置きCEOが担うのか、各場合において権限、責任などは変化し、コード規定を昨今のように詳細にする傾向が強まるほど、企業側の対応は狭まり、柔軟性も失われる。取締役会議長に社外取締役に就く場合はともかく、CEO、会長が兼任するのであれば議長としての業務を監視し評価する機能を独立社外取締役のみで構成する独立社

外取締役会議に付与する意味合いが根拠を有することになる。かかる規定は、英国コードにはあるが、我が国コードには存在していない。

取締役会議長の職責として英国コードでは、ガバナンス・戦略にかかる業績についての意見を理解すべく、株主総会とともに定期的エンゲージメントを主要な株主と図ること、取締役会全体として株主の意見を明確に理解できるよ
うに整えること（各則3）、取締役会を統括し会社を運営するにおいて取締役会が全ての面で実効性を有することに対
して責任を負うこと、在任期間を通じて寛容かつ闊達な議論が行われる企業文化を維持すべきこと、建設的な取締役
会のリレーションおよび全非業務執行取締役の実効的な貢献の促進を図り、取締役が性格、適時、明確な情報取得が
できることを確保すること（原則F）等が規定されている。³⁰

取締役会議長と独立非業務執行取締役、更に筆頭独立取締役の関係について、筆頭独立取締役は取締役会が独立非
業務執行取締役の中から一名を指名し、取締役会議長に広報の手段（a sounding board）を提供し、他の取締役と株主
の仲介人の役割を果たす。非業務執行取締役は筆頭独立取締役主導により、少なくとも年一回その他必要に応じて取
締役会議長の出席しない形で取締役会議長の職務執行の評価を行うための会合を行うべきである（各則12）。非業務執
行取締役は業務執行取締役の選解任主要な役割を有する。取締役会議長は、業務執行取締役が出席しない非業務執行
取締役のみによる会議を開催すべきである（各則13）。

監督機能の主要な取りまとめ役となる取締役会議長に対する更なる監督機能を規定しており、取締役会議長が内部
昇格によるCEO経験者・会長である場合に、有用な内容を有している。独立非業務執行取締役のみの会合を持ち、
その代表として筆頭独立取締役を指名することも同様に評せよう。若干の懸念として、筆頭独立取締役は取締役会が

行い独立非業務執行取締役の互選でないこと、非業務執行取締役のみによる会議の主権がなおも取締役会議長となっていることが挙げられる。実効性確保は独立非業務執行取締役の構成割合にもよるが、過半数を独立非業務執行取締役に占めていることが前提であり、英国では取締役会の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（各則11）。その場合にも、経営陣寄りの独立非業務執行取締役が筆頭独立取締役に指名される危惧は残り、独立非業務執行取締役の互選が望ましい。また取締役会議長の職務評価はコード（各則12）に記載されているが、その他必要に応じて随時独立非業務執行取締役のみの会合を開催したい場合、なおも取締役会議長の開催発議が必要なのか。取締役会議長の直接の職務内容ではなくとも間接的に関わっている場合などについて調査・検討したい場合に、取締役会議長と関係なく独自の開催権限が認められるのか。認められるとして、独立非業務執行取締役の中の一名の発議でよいか、独立非業務執行取締役間の多数決によるか、我が国の監査役機能を敷衍すれば独任制として単独発議が筋であると思料する。また独立非業務執行取締役のみの会合における決定権限等についても議論が一致しない場合に多数決か、筆頭独立取締役の最終的な役割をどうするか、こうした点は、実際には各社の内部管理規定等に委ねられることになろう。

次にCEOと取締役会議長職を分離すべきことは監督機能と執行機能の分離徹底の視点から予てからいわれてきたが、CEOが業務執行権限を代表し得ることが前提であり、CEOが代表取締役であるにせよ実は会長としての対外的な業界活動が主であり、社内の業務執行の事実上の最終的な決定権限はCOOが別途代表取締役として存在する場合、かかる会長（CEO）と議長職の分離徹底を図るべき重要性は低下する。必ずしも議長に対する独立社外取締役会議による監視、評価は必要にではない嫌いもある。会長（CEO）として代表取締役である場合が少なくないのは、

業界活動などを行う上で代表権限の肩書があれば行動しやすい面があり、必ずしも業務執行権限の最高決定者に位置付けられていないケースも多いであろう。社内決定・稟議上、形式的に最終決定者となつていても、事実上代表取締役社長（COO）の段階で決済され、会長（CEO）としては追認するのが実態ということもある。決済権限の中でも監査役会設置会社における取締役会の決定事項であれば集団的意思決定（group thinking）、経営判断原則などの機能する領域となるが、取締役会内部規則でなく社長決裁規定以下の領域ではこうした問題があり、果たしてコードに内容を漏らさず書き込めるのか、プリンスプルベースの重きの方にやはり回帰すべきでないか、という疑問も生じる。

英国では英国会社法一七二条で取締役会の企業価値向上義務など比較的大枠のみを定め、詳細はコードに規定し、内容面は我が国コード以上に詳細に亘っているが、市民法社会に根付いた企業文化・経営者風土が背景にあつて機能していると思われる。今後我が国において会社法や金商法などとコードの在り方をいかに制度設計するのか、概念整理を含めた根本的な問いに対応しないまま、コードの詳細化あるいはプラクティスの区々に分かれた分離の縦割り行政による提示を精力的に進めることには、企業側の対応において不安を生じさせないか一抹の懸念を感じざるを得ない。会社法上のガバナンス三類型（監査役（会）設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社）毎に株主総会あるいは取締役会の会社法上の権限などは相違するが、実際には内部規定等により各々の取締役会決定内容は近接している傾向がある。プリンスプルベースによる規律回帰あるいはミックス化も再考される面があるだろうか。

コードの詳細化はガバナンスの柔軟さを失いかねないとの指摘が関経連からなされているが、そもそもプリンスプルベースのガイドダンスとして実務・プラクティスの誘導を図ること自体、背理と言えなくもない危惧がある。

ガバナンス三類型に止まらず、実態としては企業ごとに業態、グローバル度、株主構成、持株会社化、更には企業

文化等の相違もあって企業実態は区々な様相を呈する。持株会社といっても親会社である持株会社を上場させるか、逆に親会社を非上場として子会社を上場させるか、また親子会社ともに上場させるかなど、資金調達・企業戦略に並び、あるいは時節の経過によって変化も見せる。中央集権的な運営を図るか、分散型運営を図るかといった組織形態とは別に運営面の相違も出される。

取締役会機能として意思決定重視型か、モニタリング型かという二択でもなく、連結持株会社内において併存もし得る。その全ての類型に亘って事例を掲げ、社外取締役、経営陣などの権限・役割、義務・責任等をマトリックス化することは、経営企画・法務面の対応が十分でない企業において一定の基本類型を示すメリットもあるが、既存の企業の分類を試みた場合の後追的な類型化に止まるリスクもあろう。上場会社の全てにおいて、策定したマトリックスあるいはスタンダードなどの何れかに該当するはずとしてガバナンスの方向性に枠をはめ、外れたものを不適合とみなすようになることは避けたい。

反面で経済産業省の二〇一八年改定ガイドラインにおいては、顧問や相談役の在り方、会社秘書役の提言など課題となっている新しいガバナンス領域を積極的に取り込んでおり、大いに評価できる。企業におけるCGCの実質化と対応の中で、必然的に生じたものではあるが、企業側としては適宜に取り込み、あるいは参考とすべきものである。柔軟であるべきガバナンス改革、プリンシプルベースの導入のそもそもの経緯や主旨などとの整合性は重要である。エンフォースメントを伴わないのであれば、上場規則化して一定の強制力のあるCGCとの適用関係、逆にCGCとの一体的な運用の在り方が問われる。

3. 統一性ある開示ルール策定

開示情報の充実に関して、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告（二〇一八年六月公表）において記述情報・非財務情報についてプリンシプルベースのガイダンスの策定が進められる。かかる分野は企業としても導入当初の取組みの混乱を避け、統一性を図る上でも重要性は高い。プリンシプルベースに関しては、上場企業における直近のCGCに対するコンプライア率が高いこともあつて、ESGやSDGsの対応が急務の中、コードの実質化に向けプリンシプルベースのガイドラインが策定されてきた面もあろう。今後は、既存のガバナンス報告書との開示面の整理、有価証券報告書による一本化も含めて、わかりやすく統一性のある開示ルールの策定が望まれる。ガバナンスの柔軟性維持からプリンシプルベースに対する一定の重視は変えないとしても、コード実質化を図る上で、ハーローとの概念整理を進めることは必須と思料する。

4. 多様なステークホルダーと英国 Green Paper の提案

二〇一六年英国 Green Paper⁽³¹⁾では、業務執行取締役の報酬規制の見直し・強化、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新たな枠組みの模索、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を表明した。⁽³²⁾

経営陣側、株主側の双方からの改善提案を図る手法は、ステークホルダーの利益の反映、重視に向け、我が国のコード改訂やガバナンスの改善を図る具体的手法として、大いに参考となろう。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。我が国のガバナンス・コードが会社法上の根拠規定のないまま、CEO等の概念の統一も図らず相場規則化され、ハードローほどでないにしても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ることになり、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そのメンバー構成が重要になるが取締役会でこれを決定するか、そもそも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。また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担うとするの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。従業員でなく債権者の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、完全に外部の存在でもあり会社の業績向上等と背反することにはなりにくい。その場合も代表権付与は想定しにくい。英国におけるGreen Paperの提案・議論は一考に値すると思料される。

五．ヘッジファンドのアクティビズムと取締役派遣ならびに株主の権利

1. アクティビストからの取締役受入れの動き―オリンパス「企業変革プラン」―

二〇一八年一月一日オリンパスは企業変革プラン「Transform Olympus」を発表し、最大株主 ValueAct Capital Management L.P. より一名（同社パートナー）を受入れて二〇一九年六月株主総会で選任する取締役候補者とする⁽³³⁾ことを示した。取締役会のダイバーシティの一環であり、グローバルな知見や経験を取締役に取り込まんとし、他の新任二名の取締役候補者についても ValueAct の助言を参考にする予定と述べる。また監査役会設置会社から、指名委員会等設置への移行を図る。企業価値を一層向上させ、ステークホルダーの期待に応えるための諸施策と述べている⁽³³⁾。

ValueAct はアクティビストとして活動するが、プロキシ・ファイト（委任状合戦）などの経営陣対立型ではなく、友好的・協調して戦略提案、事業企画提案などを行うことが多く、米国のようにモノ言う株主から取締役を受け入れる動きとして注視される。

CGC に定める取締役会における多様性・国際性の充足にも繋がり、ダブルコードにおいて重視されている対話・エンゲージメントの究極の発現形態ともいえる。反面で、少数株主保護をいかに図るか、株主によるガバナンス機能は緊張関係が薄れてしまうことで機能するかといった将来的な課題もあろう（私見）。

2. ヘッジファンドのアクティビズムと株主の権利―ウルフパックと情報格差―

(1) ウルフパックと情報格差

アクティビストからの取締役受入れの動きに関連して、ヘッジファンドのアクティビズムと株主の権利について考察がされている。アクティビスト・ファンドは通常は保有株式数が数%程度に止まり、議決権争奪戦 (Proxy Fight) の局面では前提として他のアクティビスト・ファンドと多数派工作のために協同行動をとることが多くなる (Wolf Pack)。私的和解 (private settlement) により取締役の派遣や経営改善を求めることにより情報を取得し (Information Leakage 情報漏洩)、多数派株主ですら超過収益を巡って情報格差による不利益を蒙ることになりかねないリスクがある。³⁴⁾

かかる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に対して、米国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買収防衛策を肯定し、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は、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。³⁵⁾

(2) 重要事項と情報漏洩―独立取締役とファンド従業員出身取締役の相違―

アクティビスト・ファンドは秘密裏に対象会社と交渉し、要求項目について私的和解を行うが、全ての開示義務はない。ファンド側の役員を受け入れた場合、多くのケースでCEO交替も起きている。かかるファンド側の役員はファンドの従業員が多く、役員会に参加すれば重要事項の漏洩のリスクがある。即ち独立取締役と異なり、ファンド従業員が役員に選任されれば重要事項 (Material Information) の公表前に漏洩が起きかねない。更にはファンド提案が

私的和解によって会社提案となることがあり、多数派株主ですら不利益を蒙ることになりかねない。こうした情報の不平等は株主平等原則違反として認識すべきことが指摘される³⁶。私的和解の成立阻止と証券法制に関して、①私的和解のプロセスに機関投資家を関与させること、②私的和解に株主の情報開示を義務化することが提示されている(Coffee教授)³⁷。後者についてはインサイダー取引・法人関係情報の規制として、ウルフパックにつき集合体(group)として把握し、非公開の情報授受により集合体としての認定を図り、開示規制を適用せんとする。

(3) 我が国法制への示唆

我が国法制への示唆としては、①アクティビスト・ファンドによる私的和解のみならず、CGC、SSC、更には対話ガイドラインに基づく株主との対話においても重要情報については株主平等原則を適用するべきである。②フェアディスクロージャー・ルールは既に存在するが完全には機能しておらず、法人関係情報やインサイダー取引規制など証券法制によりかかる情報の平等性に対応すべきである。株主には共通の情報を得る権利があるのであり、タイムリーなディスクロージャーが求められる。フェアディスクロージャー・ルールについて、上場会社の運営、業務または財産に関する公表されていない情報であって、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報(重要情報)の伝達を上場会社が行う場合、原則として当該重要情報を同時に公表する義務が規定されている(金融商品取引法二七条の三六第一項)³⁸。主要株主との対話において、重要情報を伝達することも同時に公表する必要性があることを前提にして対話を図るべきである。IRあるいは対話によって適時開示が求められる。自己売買や勧誘規制のみで十分か、株主間の情報の平等性を担保する機能を持たせるべき提案がされている³⁹。

アクティビスト・ファンドの従業員出身取締役は本来的な独立取締役と異なり、あくまで出身ファンドの利益のた

めに働く使命を担っていることがポイントとなり、一般的株主あるいは少数株主の立場で中長期的企業価値向上、ステークホルダーの利益のために機能するとは限らないということであろうか。ステークホルダーとしての債権者についても同様の趣旨が当てはまり、同じく長期安定資金供給を行う銀行間でもメインバンクか否か等により内部情報格差、役割の相違は生じ得る（私見）⁽⁴⁰⁾。

3. 第三者委員会と弁護士依頼者秘匿特権ならびに取締役の株主に対する説明責任

独立社外取締役の役割・機能に関連して、第三者委員会と弁護士依頼者秘匿特権ならびに取締役の株主に対する説明責任が新たに問題となつている。スルガ銀行の第三者委員会調査報告書（二〇一八年九月七日）⁽⁴¹⁾では業務執行取締役のみならず常勤監査役にも善管注意義務違反を認めているが、有効に機能するために必要な情報が提供される体制になつた社外取締役、社外監査役には法的責任は認められないとしている。また社外取締役が第三者委員会に加わる場合の業務執行性の問題については、今般の会社法改正要綱案において対応が盛り込まれている。

第三者委員会に関連して弁護士依頼者秘匿特権⁽⁴²⁾の問題、その対処が議論になつてきている⁽⁴³⁾。神戸製鋼所における品質不正の原因にかかる調査委員会報告書（二〇一八年三月六日）について、調査委員会は外部の弁護士等で構成され、報告書の開示が米国では弁護士依頼者秘匿特権（Attorney-Client Privilege）の放棄とみなされ、会社に不利益になるとして不開示とし、まとめて記者会見した事例が生じている⁽⁴⁴⁾。これに対して第三者委員会報告書格付け委員会（久保利英明委員長）は低評価とした上で、外部調査委員会の調査報告書には弁護士依頼者秘匿特権が及ばず、独立性の高い第三者委員会と弁護士依頼者秘匿特権は相容れないのではないか等のコメントがされた（二〇一八年三月三〇日）⁽⁴⁵⁾。

神戸製鋼所は報告書全体が秘匿特権で守る対象であることを前提に、その判断を企業自らが行つた上で、第三者委

員会報告書とは別に調査報告書に基づき自らの報告書を作成して提出している。コーポレートガバナンス・コード（基本原則3）、会社法規定（三五五条、三五七条）などにより、取締役の株主に対する説明責任は株主・投資家、消費者、顧客・取引先、更には従業員など全てのステークホルダーに対する義務として拡張して理解される。秘匿特権を主張することには取締役の責任を問われかねない点で取締役会のリスク判断となり、特に独立社外取締役がかかるリスクを勘案して正しい判断と助言をする役割・責務を担っているとも考えられ、その点に独立社外取締役の機能が期待されていようか。⁽⁴⁶⁾

六．EU第二次株主権指令、議決権助言会社規制ならびに部分的ハードロー形成

1．EU第二次株主権指令―株主が誰であるかを知る権利、株主権の行使とエンゲージメントの促進―

企業の持続的成長に向けた株主・機関投資家と経営者の対話・エンゲージメントの強化に向けた議論がグローバルレベルで活発化し、具体的には①パッシブ運用主体の中で株主権行使やエンゲージメントによるコーポレート・ガバナンス向上をいかに確保・促進するか。②インベストメントチェーンの複雑化と地理的拡大の中で、株主権行使をいかに図るか。③機関投資家のスチュワードシップ責任、経営者との建設的対話促進に向けた規範のソフトロー化あるいは部分的ハードロー化の進展が想定される。④株主外のステークホルダーの利益、社会・環境問題への配慮の要請が強まり、機関投資家に対する2006年国連責任投資原則（PRI）、機関投資家におけるESG投資の重視、投資先企業におけるSDGs（Sustainable Development Goals）に向けた経営（二〇一五年国連「世界を変える…持続的発展の

ための二〇三〇年の「アジェンダ」などに対する整合性が求められている。⁽⁴⁷⁾

2. EU第二次株主権指令と株主が誰であるかを知る権利

EUでは二〇一七年五月一七日EU第二次株主権指令 (EU Shareholder Rights Directive II 長期的な株主のエンゲージメントの促進に関するEU指令を改正する指令)⁽⁴⁸⁾ が発出され、EU加盟国は第二次株主権指令を二〇一九年六月一〇日までに国内法化することを義務付けられた。背景には二〇一二年一月二日欧州委員会アクションプランがあり、株主と持続可能な会社との間のエンゲージメントを促進する現代的な法的枠組みに向けて、欧州委員会は長期保有株主によるエンゲージメントを奨励し、投資先企業と投資者の間の透明性を向上させるためにコーポレート・ガバナンス分野で多くの提言を行うこととなっている。

第一のポイントとして、長期保有株主をキーワードにし、会社が株主を特定する権利を定め、議決権割合が〇・五%以下であれば加盟国の自由裁量とするが、〇・五%を超えると強行法規化する内容を定めている。EU指令というハードローの中の更なるハードローといえる。株主権の行使とエンゲージメントの促進のためには、会社において株主が誰であるかを知る権利が重要であると位置付ける。

第二のポイントとして株主権行使の促進に関し、会社情報の提供についてインベストメント・チェーンである仲介機関に義務付けを行った。そのために発行会社が招集等の情報を提供することになる。

更に機関投資家および資産運用業者の行為規範の策定を図る。機関投資家および資産運用業者の議決権など株主権行使と経営者の協働に関する透明性向上を図るべく、英国SSCを範とするもので、投資者にそのような透明性の重要性を気付かせ、投資者による最適な投資決定を可能にする。また会社と株主の対話を容易にし、株主と投資先企業

の協働を促進すると共に、ステークホルダーや市民に対する説明責任を強化せんとする。

3. 株主が誰であるかを知る権利と我が国への示唆

①株主が誰であるかを知る権利に関し、EUではハードローレベルで企業開示制度を制定しているところ、立法論として我が国へ導入が図れるかが検討される。英国では企業買収において秘密保持義務もあり買収防衛策を導入しにくい背景がある中で採られた手法でもあり、直接に導入することは考えにくい面もあろう。

②パッシブ運用における株主と経営者の対話の在り方として、スチュワードシップ責任の開示について部分的にハードロー化する必要があるか、ソフトローとしてのスチュワードシップ責任のままではエージェンシー問題を解決できないのではないかが課題となる。

③スチュワードシップ活動やESG問題などステークホルダーとの対話が会社役員や資産運用業者の善管注意義務あるいは忠実義務と抵触する怖れはないか、については中長期的視点を導入し洗練された株主利益最大化論を採り、株主利益との統合あるいは両立を図らんとしている英国における議論や法制度の検討がなされる。むしろ中長期的利益の増大に繋がり、株式市場の効率性を念頭に市場全体のリターンの底上げに資するという考え方もある。ステークホルダーへ配慮することが取締役の等の視点を含め、株主、投資家、金融資本市場を相互的に考慮した施策が必要となる。⁴⁹⁾

4. EU第2次株主権指令における議決権行使助言会社規制

EU株主権利指令（SRD II）では、開示規制として議決権行使助言会社において助言等に関する以下の内容を毎年開示させること等を含む規制を加盟国が導入することを求める。利用している方法・モデルの特徴、主な情報源、

サービスの質およびスタッフの資質を確保するための手続、各国市場・法規制・対象企業に係る個別事情の考慮の有無・内容、市場毎の議決権行使助言方針の特徴、対象企業・ステークホルダーとの対話の有無・内容、利益相反管理方針。この他、機関投資家等において議決権行使助言会社の利用に関する説明を含む対話方針をどのように実施しているかについて、毎年開示するか、開示できない場合には説明を求める（comply or explain）。

利益相反への対応状況等の開示について、議決権行使助言会社においてサービスに影響を与える可能性のある利益相反・事業上の関係（潜在的なものを含む）の内容、利益相反の管理等のために実施している対応内容を顧客に開示させる規制を加盟国において導入することを求める。また欧州証券市場監督局（European Securities and Markets Authority ESMA）の要請を踏まえ、議決権行使助言会社にて構成される機関（Best Practice Principle Group）が二〇一四年に議決権行使助言会社の助言活動に関する原則（Best Practice Principle）を策定しているが、指令改正に伴い当該原則の改訂に向けて検討中である。⁵⁰

七．英国スチュワードシップ・コードの改定案公表

— Apply and Explain、我が国スチュワードシップ・コードの次期改定に向けて—

1．英国FRCによるスチュワードシップ・コード改定案—EscalationとCollaboration—

二〇一九年一月三〇日英国FRC（財務報告評議会）は英国スチュワードシップ・コードの改定案を公表した。⁵¹
二〇一二年改定以降の実務動向、二〇一七年第二次EU株主権指令（EU Shareholder Rights Directive II）の内容も踏ま

えて大幅な改定に至っており、機関投資家によるスチュワードシップ活動について高度な期待を示すもので注視されている。

主要な改定内容は、①コードの構成の見直し、②組織の目的等の設定とガバナンス強化、③ESG要素の考慮である。改定案の構成として原則・ガイダンスの二段階から、原則・各則(Provision)・ガイダンスの三段階構成に変更し、英国コーポレートガバナンス・コード(二〇一八年七月改訂)と構成を合わせる観点に立っている。運用機関、アセットオーナーについては共通の原則を設け、各則・ガイダンスを規定する。サービスプロバイダー(運用コンサルタント、議決権行使助言会社を含む)については別途、原則・各則・ガイダンスを規定した。第一章目的・目標・ガバナンス、第二章投資アプローチ、第三章積極的なモニタリング、第四章建設的な対話・明確なコミュニケーション、第五章権利の行使と責任と構成している。各原則について適用を義務付けるApply and Explainを求めている。

スチュワードシップを受益者・経済・社会の持続可能な価値を創造するための機関投資共同体を超えた責任ある資産配分と管理と定義し、署名者に組織目的の設定とスチュワードシップの目的やガバナンス体制等の開示を要求する。債券等、上場株式以外の形で投資する場合においても原則の適用を奨励してESG要素の考慮を明確に要求する。活動と結果に関する年間報告(Annual activity and Outcome Report)の提出・開示を要求する。開示等については、EUの第二次株主権利指令を前提に高水準を要求する内容である。

次期の我が国SSC改定に向けては、投資家の意思決定のファクターの中にESG要素をインテグレーションし、金融市場の安定性を求めてシステマティック・リスクの観点を取り込むこと、投資家との対話ではEscalationとCollaborationを図るプロセスが重要であること等の指摘もされている。⁵²⁾

2. コードの構成の見直しと適用範囲拡大—Apply and Explain—

英国スチュワードシップ・コード改定案ではコード全体の構成を見直し、章立てを変更している。また二〇一八年改定の英国コーポレートガバナンス・コードに沿って原則 (Principles)、各則 (Provisions) に整理し、指針 (Guidance) を設けている⁽⁵³⁾。

各則に関しては Comply or Explain が求められるが、他方基本的な内容を示す原則については適用したうえでの態様を示す Apply and Explain が新しく求められる。EU株主権利指令 (SDR) と平仄を合わせる必要もあつてシンプルベースの下でルール化を強めるものといえる。また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ペロバイダーに適用される規律が明確に分けられている。

コードの適用範囲について拡大し、機関投資家の顧客・受益者に対するスチュワードシップ責任の視点から、上場株式のみならず非上場株式や債券など他の幅広い分野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にコードの適用対象としている。

3. 組織の目的等の設定とガバナンス強化

機関投資家は組織の目的を設定し、かかる目的や戦略、価値観、組織文化がいかにしてスチュワードシップ責任を果たすことに繋がるの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んでいく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、機関投資家はスチュワードシップ責任を果たす観点からガバナンスに関する適切な方針、体制を整備すべきこと (各則3)、組織としての適切なインセンティブをいかにして確保しているかを説

明すべきこと（各則5）などが規定されている。概して、名宛人が機関投資家であるか、あるいは経営者であるかは相違するが、内容・趣旨がCGCと同様のものとなり、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 Duty⁵⁴あるいはスチュワードシップ責任に関して、名宛人などは異なるが共に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して対話・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）。

4. 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について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つくESG投資の増加を踏まえ、機関投資家に対して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（各則10）、多くの場合に長期的視点が求められることを示唆している（指針10）。

英国の改訂スチュワードシップ・コードの原案では、機関投資家は重要なESG要素をどのように考慮しているかを示さなければならないこと等を記載し、二〇一八年九月企業年金受託者は投資プロセスにおいて財務的に重要であると考えられるESG要素を考慮する必要あること等を示した企業年金制度に関する規則を改正している⁵⁵。

他方、ESG要素の考慮の必要性は全投資家に共通課題であるものの、個別企業の限られた経営資源の投入においては問題が異なるとの指摘がされている⁵⁶。投資先企業におけるSDGs経営の問題は幅広いステークホルダーにかかるとして普遍的要因が強いが、これに投資を行う投資家においては受託者責任を担っている受益者に対するリターン確保の問題は不可欠であり、ESG投資を凶る上での考慮が求められることが示唆されているようか（私見）。

八・ステークホルダーの多様化と企業価値向上、

ならびに部分的ハードローによるハードローミックス

1. ステークホルダーの多様化と資本戦略

ダブルコードの改定や最新の規制動向などを踏まえ企業のガバナンス改革についてリスクマネジメントとプラクティスなど、主としてCEO・取締役会、資本コスト等に焦点を当てて考察を進めてきた。CEO・取締役会についてはソフトローとハードローミックスの在り方、特にプラクティスを促すガイドラインとしての役割とガバナンスの柔軟さのバランスなどが課題となる。資本コストについては具体的指標の設定と重視の程度、対話・エンゲージメントにおける提示などが検討され、超過利潤のトレードオフや資本コストを重視しすぎると成長分野への投資がしにくくなるという根本的な問題もあり、今後のプラクティスの改善、対話・エンゲージメントの深化、規制の制度設計に向けた官民挙げての一層の取組みが期待される。

2. 英国コーポレートガバナンス・コード改訂の示唆

二〇一八年英国コーポレートガバナンス・コードの改定に関して、そのたたき台の役割を担った二〇一六年Green Paperにおいては、業務執行取締役の報酬規制の強化、二〇〇六年会社法一七二条を前提とする株主以外のステークホルダーの意見を取締役会の意思決定等に反映させる新たな枠組みの模索、大規模非公開企業におけるコーポレート・ガバナンス強化等について会社法改正を含め、見直しを行う方針が示された。

また英国ガバナンス・コード改定においては二〇〇六年英国会社法一七二条が取締役に対して求める内容が実質的に義務化されているが、今後の英国スチュワードシップ・コード改定において同様の内容を投資家にも義務化することに賛同がされている。これもまたダブルコードの整合性のある改定を通じて実質化を進めていく局面において、ハードローミックスの重要性を示す内容となろう。我が国のガバナンス規律については、直近においてAGGAからもハードローとソフトローのバランスの悪さが指摘されているところである。

開示面の強化については、ショートターミズム是正等の視点もあり、四半期開示の撤廃が唱えられ、またコーポレート・ガバナンス報告書と記述情報にかかる有価証券報告書の一体化も今後の課題となる。その場合、金融商品取引法とコーポレート・ガバナンスとの接近の傾向が窺える中で、⁵⁷新たなガイドラインとガバナンス・コードの整理も金商法の規定も含め検討が求められることになろう。

ガバナンス向上に向けて開示面の強化、非財務情報を含めたグローバル基準との整合性なども投資リターンを求める機関投資家において共通する面も少なくないだけに重要な課題となる。欧米や政府内の整合性を図り、コード以外にも企業開示、各ガイドライン等を含めた全体の見直しを進める方向性は参考となる。SSCにおいてESG要因など広範な社会的影響を明示的に盛り込み、取締役の職務遂行の上で必要性を明確化することが検討される。ダブルコード間の平仄合わせ、整合性もプラクティスの面で一層重要になってこよう。

特にステークホルダーの多様化への対処が問題となってきたており、バランスシートにおけるEquity（資本）とDebt（負債）の利害対立も表面することに繋がる。EUにおける透明責任への対処、実質株主の具体化、更には英国二〇〇六年会社法一七二条にみるようなDebt（負債）サイドのステークホルダーへの考慮などの新しい傾向にその萌

芽がみられる。⁽⁵⁸⁾

3. ステークホルダーとしての債権者と社外取締役のアナロジー——中長期的企業価値向上に向けて——

(1) 社外取締役に対する歯止め、監視の必要性——銀行融資機能とのアナロジー——

今後の課題として、ステークホルダーの中でも一定の債権者と社外取締役の間には、当該企業の中長期的企業価値向上の役割を果たす上でアナロジーが窺えることを付言しておきたい(以下、私見)。当該企業におけるサステナブルで中長期的な企業価値向上の真の担い手、あるいは公平に体现できる者についての公平な視点や利益の複線的な担保の必要性でもある。株主は社外、社外取締役は社内にあつてその役割を担うはずの者であるが、社外取締役は株主、特に一般株主や少数株主の利益代表としてその意見を絶対視する傾向がなしとしない。社外取締役の全般的なパフォーマンスの評価については、取締役会内部の相互チェック機能、指名委員会や独立社外取締役会議あるいは筆頭独立取締役制度、更には取締役会評価 (board evaluation) 等によつてチェックを受け、最終的には株主総会における選解任という洗礼を受けることになる。しかしながら議決権行使助言会社の示すガイドラインもまた形式的に厳格なものとならざるを得ず、格付機関や決権行使助言会社に対するガバナンス規律の必要性も議論に上りつつある。

形式的に独立性の高い社外取締役、一般あるいは少数株主等に対する過度の依存もまたリスクを伴いかねない。社外取締役は、株主更には広く企業価値向上に向けステークホルダーの利害を担っているとすれば、銀行の融資担当者とのアナロジーが浮かび上がる。

現在の我が国の状況では、社外取締役が不足し、社外取締役に対する研修の必要性が説かれる。現状ではまだ顕在化していない問題と考えるが、いずれ人材の流動化など成熟段階に入れば、検討課題としてその暴走に対する一定の

歯止めの予防的設定も遡上に上ろうか。エンフォースメントの弱い内部管理規定、あるいはコードやガイドラインによる対応も考えられる。

社外取締役の意見がもとより全て天の声でもなく、在任期間が長期に及び、更に社内の特定勢力と結合する潜在的なリスクもなしとしない。實際上、社外取締役を業とする職業専門家も今後は生じかねず、自身のポストの維持に拘泥することも考えられる。これ自体は、欧米のように経営陣の人材の流動化を示すものとして是とされる面は勿論存在する。

取締役会評価を内部の自己評価のみならず第三者機関にも委ね、かつ評価対象について社外取締役を含む個別取締役のパフォーマンスにも拡大し、合わせて任期更新にも年数制限の歯止めをかけることがプラクティスの任意規律として提示できる。就任当初こそCEOほか経営陣と中立であったが、長期に及び、業界環境や会社業務のみならず、社内の人脈等の事情に通じ、あるいは取締役会における多数決の議決権争奪に自然と巻き込まれる怖れもある。もともと社内の派閥争い自体は企業の活力の源泉の一つでもあり、それ自体は決して無価値なものではない。あるいは社外取締役に対しては第三者委員会による事後的評価・監視のほか、独立社外取締役会の職責として常時監視を図ることも考えられる。

指名・報酬委員会などにおいてバーゲニングパワーを社外取締役が握ることは、社外取締役に求められる当初の制度趣旨でもある。それだけ社内社外の事情を掌握し、社内の信頼も得てきていることの証左であろう。年数が長期化するほど職務遂行能力、判断力も向上しうる、当該企業としても有能な人材を活用しえたことになり、社外取締役導入のパフォーマンスも良好ということにはなる。

この点で銀行の融資担当者とのアナロジーが想起される。筆者の銀行融資の経験からも、例えば融資担当者は取引先企業に常駐していなくとも、財務面の定量分析は当然として定性的な非財務・記述情報、社内の人事内容も熟知し、一体感も持つに至る、またそうでなければ大企業の巨額の設備資金に対して責任ある融資の詳細な審査はできない。取引先企業から膨大な資料を徴し、何度もミーティングやCEOとの面談も繰り返すこともある。だからこそ、三年程度のローテーションで融資担当は異動するという人事システムを多くの銀行では採り、公正性等を担保せんとする。社外取締役も一定の長期に亘れば、CEO等の経験者ではなくとも当該企業の社内社外の事情に通じ、大きな監視機能を発揮し得るに至ると考える。取締役会が戦略立案型もさることながらモニタリング機能主体型で構成メンバーを少数に絞り、社外取締役が過半数を占め議論や決定において比重が大きくなれば一層こうした傾向は強まると思料される。

反面で、そういう時期になればこそ適度のローテーションが重要になることを指摘したい。銀行の融資担当者の場合も、在任が長いほど、融資先企業の経営陣等に対するグリップも効き、当該取引先が有力、高業績企業であればライバル銀行との融資競争にも遅れをとらないメリットが当該銀行にあることと類似するが、それでも単に融資先とのコンプライアンス違反となるような癒着の防止のみでなく、違反性は全くなくとも廉潔性、自己規律等の維持から一定の人事ローテーションが必須となっていることと相似しよう。この点で、総合商社などでは入社時以来、社員は総じて転勤こそあつても同一業界を担い続け、商社力を強めんとする傾向が強いことと対比される。コンプライアンス違反が許容されるということではない。銀行の場合は、取締役の善管注意義務が預金を源泉とする公益性などから、他の業界の善管注意義務よりも水準が高いとされることとパラレルに考えられようか。社外取締役が、支配株主の利

害でなく一般株主あるいは少数株主の利益を代表するべきという考え方に馴染もう。二〇〇六年英国会社法のように我が国も取締役の企業価値向上義務について、少なくともコードに明記するべき時期が近付いていよう。

英国の二〇一六年 Green Paper では株主以外の労働者・顧客その他の広範なステークホルダーの意見を会社経営上の意思決定に適切に反映させるための枠組み作りを検討項目に掲げる⁽⁶⁰⁾。制度的背景には、二〇〇六年会社法が規定した長期的な会社事業の成功を促進する取締役の一般的義務(同法一七二条)の存在があるとされる。

現下の我が国の上場企業の大部分はジェンダー、国際性を含め社外取締役の人材難の局面であり、社外取締役の会社法による義務付けもようやく今般導入される段階であり、上記のようなリスクの発現には年数がかかるであろうが、考慮すべき今後の課題と考える。

その場合、米国エンロン事件後においてSOX(サーベンス・オクスリー)法(Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 上場企業会計改革および投資家保護法)などにより米国ではコーポレート・ガバナンス改革が進められ、財務報告プロセス厳格化、情報開示の強化と合わせて監査の独立性強化が図られたが、再びリーマン金融危機においてガバナンスの欠如の問題が議論になり、ドッド・フランク法制定等に繋がった。形式的な独立性の強化を一層求めるものではなく、粉飾決算や財務諸表の信頼等会計不正や法的な不祥事の対応が主題となっているのではない。法令遵守、コンプライアンス違反はいかなる場合にも宥恕されないことは当然として、コーポレート・ガバナンスのもう一つの究極目標である経営の妥当性の局面、指名・報酬やリスクマネジメントなどが対応の課題になってきている。経営判断(business judgement)、Group Thinking にかかる領域で取締役の信頼の原則などにも関わる。その時点では正誤のつけにくい、あるいは当該社外取締役など社外役員に対する責任追及を行いにくい領域の課題である。

る。⁶¹ 社外役員には大きな権限を付与し、実際には責任追及がされにくい。また代表訴訟に対する防波堤として、社外取締役には会社補償あるいはD&O保険の整備も会社法上進められる。

戦略決定のミスで大きなビジネスチャンスを喪失し、あるいは会社破綻の危機を招く場合には、社外取締役といえども積極的妥当性にかかる責任追及の枠組みを構築できないか。萎縮効果を招き、結果責任を問うことになるとの反論もあるが、一定の歯止めの必要性を提言しておきたい。

監査法人同様、社外取締役のローテーションについては既に議論になっているところであるが、ガバナンスの議論の深化に伴い、比重を高めて遡上に上る問題である。人材不足の折でもあり、強制力は伴わずともコードや上場規則に織り込み、Comply or Explainの対象としてガバナンス報告書の記載事項を求めるか、プラクティスのガイドラインとして一層の規律を図るか。エンフォースメントある規律付けは想定しにくく、更なる設計に向けた検討になろう。

(2) ステークホルダーとしての債権者と中長期的企業価値

ステークホルダーとしての債権者と中長期的企業価値向上について、銀行の場合は債権者として、ステークホルダーの立場で経営陣と対話、エンゲージメント構築を図ることとなる。要すれば、特に長期安定資金を提供している金融機関がガバナンス改善に向けた適切な役割を担い得ること、対象企業としては財務面が健全な構成の状態にある中で成長機会を模索する場合であることを指摘しておきたい。短期資金借り換えを継続するケース、あるいは限度枠設定のケースも、実質的な長期運転資金として固定長期適合率の検討においては安定資金として算入し、将来のバランスシート試算に織り込むことも有意なこととなろう、特に金利の下降局面ではこうした事態が想定し得る。以下で、具体的に検討していきたい。

株主とは相違し、四半期決算の報告を徴し、あるいは月次の決算報告を毎月受けていても配当やキャッシュ・フローといった短期的な視点にはならず、勿論例外もあろうが、基本的には企業の中長期的な成長を視野に置くことになる。短期の運転資金融資でなく、大型の設備投資融資やプロジェクト・ファイナンス(PF)の場合は特にその傾向が強まる。

一部の利益追及を優先する銀行、あるいは融資でなく株式取得がメインの投資銀行型業務ではこの限りではなからうが、長期設備資金に対する融資業務では特に短期的視野の株主と債権者の利害相反が顕在化することになる。長期資金融資の場合は当該融資プロジェクトに関して、ROIと趣旨を同じくする当該プロジェクトの投資回収年数の算出、債務償還年数試算、これをセグメントの一つとした全社の中長期的損益表と予想バランスシート、資金計画表の算定等を銀行側が独自に連結企業グループを含めて試算し、場合によっては企業の申し出数値の修正も求めている。その場合は財務数値のみならず生産販売状況、経営陣、リスクマネジメントなど記述情報も詳細に調査、ヒヤリングを行う。第一義には銀行が融資期間における貸付金回収を確実にすることが念頭にあろうが、そうすることで企業側の見透しの甘さは是正を図り、ひいては中長期的な成長、企業価値向上にも株主とは異なった公平な視点から資することになる。銀行あるいは間接金融によるガバナンス効果といえよう。⁶²⁾

経営陣と株主との対話の内容、債権者である銀行との対話の目的等には当然異同もあり、更に銀行の融資の具体的な内容、メインバンクかシンジケート団の一員かなど当該企業との立ち位置の相違も加わって債権者としての銀行と言っても一概に括れない。更にメインバンクといっても短期的な運転資金融資によって資金繰りに関して決定的な力を有するのか、あるいは負債比率は元来低く、固定長期適合率⁶³⁾が一〇〇%以内など長期安定的な調達状況下で設備資

金におけるメインバンクとなっているのか等、設備投資など資金需要と調達のデュレーション (duration)⁽⁶⁴⁾ あるいはマッピングも加味し、状況に応じてその役割、位置付けも多様である。この場合、短期資金借り換えを継続する場合は、長期安定的な調達として分母に加えることもあり、借入資金の分類は実質的に検討する必要がある。プロフィールおよび債務の残存期間に応じて説明することにもなる。

社外取締役の役割、機能にしても同様に区々にマトリックス化を図ることは可能であろうが、その軽重、今後の変容の可能性など明快な図式化を図ることの意義は一概には言えない。逐一の詳細なプラクティスのガイダンスを示すか、あるいはプリンシプルベースと説明責任の組み合わせにウエイトをおくべきかなど検討が必要になる。

プロジェクト融資など長期資金融資になればなるほど、こうした銀行のガバナンス効果は中立的かつ適切さを増すことになる。機関投資家の場合は受託者責任を担う限り、SSCの規律には限界もあり、支配株主と少数株主の相克などもあって株式保有と議決権の分離の制度的な議論が出される所以ともなってくる。株主によるガバナンスを最終の拠り所とする場合の問題点ともなり、社外取締役が果たして誰の利益を代表しているかなど議論が堂々巡りしかない背景ともなる。

アベノミクスの攻めのガバナンスの根本において、我が国のCGCの冒頭に述べられた通り、債権者などのステークホルダーをも重要視せんとするのであれば、コードに書き入れるかはともかく、債権者の行動にかかるガバナンスの機能あるいは規律についてガイダンスその他で適切な誘導をはかり、当該企業の中長期的な価値向上に向かわせることができないか。

英国ガバナンス・コードでは、ステークホルダーのうち従業員について今般改訂によって記述が加えられた。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改訂コード各則5 (Provision 5) に規定された⁽⁶⁵⁾。即ち取締役会は①従業員代表の取締役招聘、②従業員に諮問する正式な会議の設置、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ない。いずれも選択しない場合は、自社にとり実効的な代替策を実効的であるとするとする理由と併せて説明することになる。

もつとも英国では元来、経営陣には従業員出身者が多くなく、米国同様に経営陣の人材が流動化していることが従業員重視に傾いていること背景にあり、我が国では従業員出身の経営陣が大半であること、少なくとも経営執行陣には流動的な職業経営者の登用はまだまだ少ない我が国とは実状が異なる。

金融機関の政策投資株式保有に対しては改訂ガバナンス・コードによって金融庁から制限が強まっているが、銀行の場合は元々5%ルールがあり、本来は事業会社に対する支配株主を目論むものではない。

中立、中長期の視点から継続的な企業の成長に資するべく、一部の特別な趣旨を目的とした投融资は別とし、あるいは制約をかけて、特に一部上場企業などにおいて長期安定資金の調達先であるメインバンクなどを念頭に経営陣あるいは独立取締役が大口債権者である金融機関と対話、エンゲージメントを一層促進する方向の制度設計が考えられないか、一石を投じたい。英国ガバナンス・コードと異なつて、ステークホルダーについては従業員もさることながら、債権者に関する規律、あるいはその機能の活用を検討の対象として提示しておきたい。全ての機関投資家等との対話・エンゲージメントを縮小していくのではなく、債権者との対話に拡大し、就中適切・有意義なエンゲージメントを構築できる金融機関等に対しては関係構築の深度を深めていくことが有意と考える。

その場合、金融機関特に銀行経営の根幹を揺るがしかねない現下の FinTech・AIの台頭、クラウドファンデイン

グ活用、あるいはそもそも直接金融のウエイト増大、今後の預金と融資を前提とした銀行自身のビジネスモデルの変容の可能性など、金融構造の大きな変革期に差し掛かっていることにも十分な考察を加えることは当然であり、やみくもに長期資金融資の機能のガバナンスへの利活用を推挙するものではない。もつとも大手上場企業においては、当面は中期のプロジェクト資金の調達において銀行など金融機関の融資は、社債と異なり、資本市場の変動の影響が相対的に少なく、依然として安定的な調達先として我が国ではなおも機能しうろと思料される。対話、エンゲージメントを通じ、経営陣はサステナブルな中長期的企業価値向上に理解を示す株主と、更には金融機関に対する経営陣からの逆選別に向かうことが考えられよう

4. 適切な部分的ハードローによるハードローミックス

現下の新しい課題として規制の面では、①株価低迷の折、パッシブ運用が主流となる中でパッシブ運用に対してもスチュワードシップ責任が問われ、議決権助言会社に対する依存度が高まっている。議決権助言会社に対する規制強化の在り方が問われている。②更に、EU法制において会社においては株主が誰であるかを知る権利があるとき、議決権行使など適切な株主権行使の前提として情報開示とともに制度設計が問われている。EU第二次株主権指令では、株式預託機関・機関投資家など仲介機関に対して上場会社の在り方について包括的な役割を担わせようとしている。そのためにかかるインベストメント・チェーンである仲介機関の透明性向上を図り、機関投資家や資産運用業者、議決権行使助言会社に対して一定の義務を課することは企業の成果に大きな役割を果たし得ることから正当化される。③もつとも情報開示・透明性については、投資ノウハウを同業他社に知られたくない機関投資家・ファンドからは、Comply or Explain ルールの下でも私企業の営業秘密への介入として批判も出される。規制による情報開示の在り方

が問われソフトロー、ハードローミックスの手法にかかってくる。④株主のみならず、多様化し幅広いステークホルダーに対する配慮が英国二〇〇六年会社法一七二条における取締役の義務として求められ、株主価値最大化に関する考え方がステークホルダー重視にまで拡大、洗練されつつある。株主コストのみならず Debt（負債）面も考慮した全体としての資本コストあるいは最適資本構成を重視する方向性といえる。機関投資家側の国連PRI原則（責任投資原則 Principles for Responsible Investment）に依拠したESG（Environment、Social、Governance）投資、投資先企業におけるSDGs（Sustainable Development Goals 持続可能な開発目標）の一七項目の自社の事業活動への取り込みなど、幅広いステークホルダーに対する配慮が企業と社会の共通価値創造（CSV）を通じ、企業価値の持続的向上、機関投資家の長期的リターン拡大に繋がる新しいコーポレート・ガバナンスの発現の局面に向かいつつある。アベミクスにおける攻めのガバナンス、株主以外のステークホルダー重視とも整合する。従来のコーポレート・ガバナンスの考え方はともすれば株主とステークホルダーを分けて考え、ROE指標を重要視し、またコンプライアンス（法令遵守）と効率性向上を二律背反的に位置付ける傾向があったことと大きく方向性を変えてきている。むしろ総合的なリスクマネジメントとして全体の組織態勢を整え、株主とステークホルダー間の調整をいかに図るのか、ESGなど非財務面も含めて資本コストをいかに想定し、統合報告書（Integrated Reporting）⁽⁶⁶⁾などの開示を通して中長期計画策定に反映させるか、企業としては経営企画部・財務部・法務部の垣根を取り払った態勢整備が求められよう。⁽⁶⁷⁾

債権者の利益代弁を担うべき非業務執行取締役の機能をコードに規定することも想定されるが、具体的な選任方法と取締役会内部の主導権争い、利益相反のリスク、取締役としての一般的義務との相克、更には代表権の付与において第三者委員会など業務執行性が生じかねないことに対する手当のほか、予定される会社法改正の重要事項にも関わ

る論点が内包され、実際には容易でない。CEOと代表取締役などの概念の統一に加え、こうした視点から今後のコードの実質化に向けた議論やプラクティスの整備を図る上でも、ハードローミックスとしてはハードローである会社法あるいは金融商品取引法に根拠を有したソフトローとしてのコード鼎立に向け、更なる検討が求められる。

英国はコモンローの背景の下、会社法では企業価値向上義務等を定め、個別の詳細はガバナンス・コードで規定を置く形を採っており、コードが明確に会社法の補完性機能を果たしているとみられる。我が国は会社法に組織法の根本規定を置き、会社法とは切り離してガバナンス・コードでは比較的に概括的内容を載せていたが、今般の改訂により徐々に詳細になってプリンスプルの良さを失ないつつあり、コーポレート・ガバナンスが持つ本来の柔軟さもなくなってきたと評される。公開会社法を持たない我が国において、ガバナンス・コードがその実質的な機能を果たし、強行法規化の傾向を見せつつあるといえようか。いきおい、開示面などにおいて金商法とコードの整理の必要性が求められることになる。またコードの実質化を支えるべく、縦割り行政のもと、ガイダンスの詳細化も進んでいるが、これについても実務界から疑問が出されている。金商法は本来取引法であり、情報開示をテコにコードとの組立てを進め、かつ強制力のないプラクティスの重層化によるスキームには限界も感じられよう。

英国の多様なステークホルダーに対する会社法上の義務設定とコードの組合せという部分的ハードロー化も、法制度の背景に関する彼我の相違はあるが参照されるところである。我が国の場合、上場企業などに対してはメインバンクによる規律が有効であった。形を変えてステークホルダーとしての債権者を特に注視し、財務バランスあるいは非財務情報を含め、資本コスト重視の経営に繋がる。

5. グループガバナンスと上場子会社のガバナンス強化のガイドライン化

直近では親子間のグループガバナンスに踏み込んだ検討も開始され、経済産業省CGS研究会はグループガバナンスの在り方に関する実務指針を策定し、企業グループ全体の価値向上を図る観点からガイドラインを二〇一九年六月頃に公表予定とする（座長・神田秀樹教授⁶⁸）。特に支配株主による完全子会社化の局面での利益相反は最も深刻と考えられ、一般株主の利益を保護するための公正性担保措置の在り方について指針の策定に向けた検討を行っている。要点として、上場子会社においては支配株主からの独立が重要となるため、独立社外取締役の独立性判断基準については少なくとも支配株主出身者（二〇年以内に支配株主である親会社に所属していた者）は選任しないこと、上場子会社の取締役会の独立社外取締役比率を高めること（三分の一以上または過半数）を目指すこと、利益相反取引が発生する具体的な局面においては独立社外取締役または独立社外監査役のみ、または過半数を占める委員会において少数株主の利益保護の観点から審議・検討し、取締役会において審議結果が尊重される仕組みをつくることが示される。

会社法の未解決領域であり、親会社取締役の子会社に対する責任などハードローの規定なくソフトローでどこまで強制力ある規律付けが可能か、プラクティス面の整理を示すにとどまらず、会社法などと一体化した対応が重要になり、経済産業省と法務省が連名で発した二〇〇五年五月二七日企業買収防衛策指針（企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針⁶⁹）などと比して、現時点で企業側のプラクティスについて実務先行によりガイドライン化する手法の在り方も問われよう。コンプライアンスを含め、喫緊の課題であればなおのことハードロー整備が重要になると思料される。

買収防衛策指針ではニッポン放送事件⁷⁰でライツプランの適法性が否定されたことを受け、経済界の要望もあつて事

実上、司法判断基準となり得る内容を提示したものとされる。法務上のプラクティスに止まるものとしても今後の親子会社法制の議論に少なからぬ影響を与えると考えられる詳細な内容だけに、制度設計上の位置付けを明確にしておくことが期待される。同時にプラクティスを前提にしなければ実効性を保てない領域でもある。

まとめにかえて

1. 我が国ではアベノミクスの成長戦略の根幹として、主として英国コードの制度設計に依拠しつつ、政府主導ともいえる精力的なガバナンス改革推進に向けた取り組みが示されている。機関投資家と経営陣の対話・エンゲージメントによる協働化が特徴となるが、現下の急激な変動に柔軟に即応するべくコードというソフトロー中心に改革を進めんとする手法は規制コスト節減の面からも首肯できる。

2. 改訂コーポレートガバナンス・コードの制度設計とプラクティスを考える場合、今後のガバナンス改革の鍵となるのは情報開示とともに資本コストが挙げられ、資本コストの計測手法、ROEとROICなどの業績評価基準などにおいて、経済界の実務とは必ずしも統一されていない面がある。更には昨今の新しい動きとして、ESG投資、SDGs対応といった非財務情報を含む統合報告書の開示なども求められている。情報開示に反映させるべき内容となるだけに、海外投資家が増加しつつある現在、特にグローバルに展開する企業においては整合性のある説明責任を果たすうえで対応が苦慮されるところであろう。

3. 社外取締役においても、従前は株主の利益代表としてCEOなど経営陣の不正防止や御意見番的な役割を期待

されていたが、コンプライアンスあるいは業績悪化の防止にとどまらず、戦略面の積極的な役割も期待される場合が増加してきた。取締役会をモニタリング型、あるいは戦略・計画策定型設計とするか、という当該企業の経営方針にもかかるが、単に独立社外取締役として、CEOなど経営執行陣からの独立性の強化をガバナンス改革の柱としてきたこれまでのポリシーとは異なる要因が求められつつある。

加えて従業員、地域社会、債権者など多様なステークホルダーを見据えた中長期的企業価値向上、持続的成長を柱とする我が国のコーポレートガバナンス・コードの本旨からも社外取締役の機能、役割については制度設計上、一層の検討が重ねられることになる。

また社外取締役といっても一様でなく、投資先企業に改善を迫るアクティビスト・ファンドから派遣された社外取締役の場合、従来の社外取締役の概念とも異なり、派遣元のアクティビスト・ファンドに関する情報の非対称性という問題を内包することになる。取締役会において、内部取締役と社外取締役の対立、のみならず社外取締役間の多様性、差別化の方向も顕れてくる。

我が国上場企業が、形式的なコード規範の遵守から踏み込み、コードの実質化あるいはコードの義務化への対処という新たな段階に入ってきた中、いかにして当該企業の企業価値向上に向けて取締役会が纏まって機能するか、またそれを如何にして誰が評価するのか、根拠付けとして会社法など部分的ハードローの形成が視野に入る。EU第二次株主権指令の内容なども参考とされる。

二〇一九年三月にはグループガバナンスのガイドライン化など、詳細なプラクティスのあり方について、政府主導で次々にガイダンス等の形で公表されている。会社法の未解決領域であり、実効性を持たせるうえで一定のガイドラ

イン化にはやむを得ない面もあるが、エンフォースメントの視点から今後ガバナンス・コードに織り込んでいくことはコードの彫大化にも繋がり、上場企業において柔軟性を奪うことにもなりかねない。

彼我の相違を踏まえて、英国のダブルコードや Green Paper から受ける制度設計にかかる先駆的な示唆を活用していくことが、ガバナンスの柔軟さを維持しつつ実質化を進める重要な鍵となろう。現状の制度構成のまま、コードにこれ以上内容を盛り込み続けることには無理もあろうか。我が国の法体系全体において、コードの根源的位置付けにつき改めて整理が必要になってきつつあるといえよう。

〔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〕

- (1) 金融庁「変革期における金融サービスの向上にむけて」金融行政のこれまでの実践と今後の方針（平成30事務年度）（二〇一八年九月）四六―四九頁。
- (2) 株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために（二〇一八年六月一日）、金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」（二〇一八年六月一日公表）。
- (3) 経済産業省「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）」（二〇一八年九月二八日改定）一―一三八頁。
- (4) 筆者の日本リスクマネジメント学会全国大会研究報告「コーポレートガバナンス・コード改訂と対話ガイドラインの策定にみる新たなリスクマネジメント―CEO・取締役会、任意の独立委員会、資本コスト等を中心に―」於関西大学（二〇一八年九月二九日）を基にその後のフォローを図った。

- (5) 有吉尚哉「スチュワードシップ・コードの改訂」西村あさひ法律事務所M&Aニューズレター(二〇一七年五月号)一四頁。
- (6) 神作裕之「日本版スチュワードシップコードの改訂について」東京大学公共政策大学院第二回金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム(二〇一七年二月二日)一一二五頁。上田亮子「日本版スチュワードシップ・コードの改訂」機関投資家の役割と実効性の強化」月刊資本市場No.三八二(二〇一七年六月)二六―三四頁。
- (7) 大崎貞則・小野傑・湯山智教「スチュワードシップ・コード改訂と責任ある機関投資家像を考える―第2回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」における議論を通じて―」金融財政事情(二〇一八年三月一九日)三六―四一頁、神作裕之発言四一頁。
- (8) 有吉尚哉・五十嵐チカ「コーポレートガバナンス・コード改訂と対話ガイドラインの策定」パブリック・コメント結果を踏まえて」西村あさひ法律事務所金融ニューズレター二〇一八年七月号一一頁参照。田原泰雅(金融庁総務企画局企業開示課長)・渡邊浩司(前東京証券取引所市場部企画グループ統括課長)・染谷浩史(金融庁総務企画局企業開示課長)・安井桂大(前金融庁総務企画局企業開示課専門官)「コーポレートガバナンス・コードの改訂と「投資家と企業の対話ガイドライン」の解説」商事法務No.二二七一(二〇一八年七月五日)四―二〇頁、中村慎二「コーポレートガバナンス・コードの改定と資本コスト」商事法務No.二二七四(二〇一八年八月五日)四―一五頁。
- (9) 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)一一―二九頁。
- (10) 拙稿「コーポレートガバナンス・コードの初めての改訂―コードと会社法が混在する中、ハードローミックスによる実効性確保が課題」Regulations Vol.14(二〇一八年九月)一八一―一九頁。
- (11) コーポレートガバナンス・コード・パブコメ回答三五番。
- (12) 拙稿「英国金融法制とSenior Management Regime―コーポレート・ガバナンス・コードの交錯、裁判例を通じたソフトウェアの変容、上級管」理者機能(SMFs)および域外適用」日本法学第八一卷第二号(二〇一五年一〇月二〇日)一一

六一頁。

(13) 英国コーポレートガバナンス・コードにおいて取締役会は、業務執行取締役と非業務執行取締役に二分され、理論上は非業務執行取締役の中に独立社外取締役と内部出身の非業務執行取締役の二つがあり得る。例としてコード各則9の記載では、独立性を有すると考える非業務執行取締役について、と書かれており、非業務執行取締役は全員が独立性を有するかは文言からは必ずしも一義ではない。CFO (Chief Financial Officer) など内部の非業務執行取締役も執行陣からは社内業務とは一線を画し独立しているはずであるが、独立性として我が国のように社外独立性を指すものとするれば、CFOのように内部者で社外性のない非業務執行取締役の存在は肯定しうる。業務執行取締役と非業務執行取締役(社外者と内部者を含む)の協働による取締役会運営あるいは業務監査等におけるメリットに関して、我が国で二〇一五年改正会社法により導入された監査等委員会設置会社をみると、監査等委員会の構成として外部出身の監査等委員、内部者の監査等委員の協働によって十分内部情報に知悉した監査あるいは監督が行い得る点、同趣旨にも解しうる。もっとも、実際には英国で非業務執行取締役といった場合は殆どの場合社外取締役を指しているものと考えられる。本稿では我が国コード同様に、独立社外取締役という文言を使用しておきたい。

(14) 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)」(コメント…双日株式会社法務部長守田達也) 国際取引法フォーラム報告(二〇一八年七月二八日)。

(15) 米国では独立社外取締役が代表訴訟の防弾チョッキ(bulletproof)の機能を果たし、形式面の免責要因となってきた背景がある。

(16) 神田秀樹「コーポレートガバナンス・コードの改訂」資料版商事法務No.四二二(二〇一八年七月) 九—一一頁。

(17) Implementing enterprise risk management: from methods to applications, James Lam, author. 2017 Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, pp1-405.

(18) 油布志行・渡邊浩司・高田洋輔・浜田宰『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説「IV・完」商事法務No.二〇六五(二〇一五年四月一五日) 四九頁。

- (19) 横山淳「改訂日本版スチュワードシップ・コード」3つの論点とその対応」大和総研調査季報Vol.二八(二〇一七年秋季号) 六六―九七頁。
- (20) 経済産業省「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)」(二〇一七年三月二二日) 一―八五頁。
- (21) 経済産業省・前掲注(3)改定版CGSガイドライン八三頁。
- (22) 太子堂厚子・吉田瑞穂「TOPIX500構成銘柄企業にみる監査等委員会設置会社の指名・報酬の規律―指名・報酬に関する意見陳述権の行使状況を中心に―」商事法務No.二一八六(二〇一八年二月二五日) 一四―二四頁。
- (23) 高い職業意識の下、指名・報酬の決定内容の妥当性について積極的な意見形成を行っている監査等委員会の活動を否定的にとらえるものではない。意見形成をしなければならないと考える必要はない。太子堂厚子・吉田瑞穂・前掲注(22)二〇―二二頁。
- (24) 江頭健治朗「会社法改正によって日本の会社は変わらない」法律時報八六巻一一号(二〇一四年) 六四頁(注二七)。
- (25) 太子堂厚子・吉田瑞穂・前掲注(22)二二頁。
- (26) 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(二〇一六年一〇月二〇日) 一―四頁。
- (27) 経済産業省・前掲注(3)改定版CGSガイドライン一九頁。
- (28) 公益社団法人関西経済連合会「実効性あるコーポレートガバナンスへの改革に関する意見」(二〇一八年四月一七日) 一―五頁参照。
- (29) Jamie Allen, Secretary General, ACGA, CG Watch2018—Hard Decisions, ACGA'S PRESENTATION, December 5, 2018, pp1-34.
<https://www.acga-asia.org/cgwatch-detail.php>. 富永誠「直近四半期(2018/11月〜2019/1月)のコーポレート・ガバナンスの動向」『第23回コーポレート・ガバナンス連絡会』日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク報告

- (29) 二〇一九年一月三〇日) 一―五頁。
- (30) 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) 一四―五三頁。Financial Reporting Council, The UK Corporate Governance Code, July 2018.
- (31) CORPORATE GOVERNANCE REFORM (2017). “The Government response to the green paper consultation” p26-27.
- (32) 中村信男「イギリスにおける会社法改正構想―2016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。
- (33) オリンパス「企業変革プラン」[Transform Olympus]について (二〇一九年一月二一日)。 https://www.olympus.co.jp/news/2019/contents/nr01098/nr01098_00000.pdf.
- (34) 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」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) 一―三七頁参照。米国プロクター・アンド・ギャンブル (P & G) の取締役の地位を巡り、アクティビストのトライアン・ファンド・マネジメントが委任状争奪戦を仕掛け、ファンド側の役員の選任を求めた事例 (P&G vs Triam Fund Management (TFM)) につき同二二―三〇頁。山田剛志・井上健「わが国におけるヘッジファンド・アクティビズムに対する法的対応と課題 (1)―(9)」商事法務ポータル (二〇一八年五月八日)。
- (35) 米国デラウェア州の近時の裁判例ではアクティビスト・ファンドの買増しに対する買収防衛策について、株主総会の議決権行使による判断の前に株式売買を通じた支配権取得により決着がつくことを上場企業側が一時停止させる行為 (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、ウルフバック戦術に言及しつつ、対アクティビスト・ファンドとの関係で議決権の一〇%という従前の実務よりも低水準の発動基準を持つ買収防衛策を肯定した。Third Point LLC v. WR CA No. 9469-VCP (Del. Ch. May 2, 2014). 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。フリーラ

イダーのケースも多い。岩谷賢伸「米国アクティビスト・ファンドの実態と資本市場における役割」野村資本市場クォーターリー(二〇〇七年秋号)二〇〇—二一七頁。

(36) ヘッジファンド・アクティビズムでは短期的指向が強く、インデックス投資を行う Silent Majority 株主を支配し、多数派も阻害される。水平エージェンシーコスト (horizontal agency cost) であり、垂直的エージェンシーコスト (vertical agency cost) ではない。山田剛志・前掲注(34)二八頁。

(37) John C. Coffee, The Agency Costs of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 373/2017.

John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance, Columbia Law and Economics Working Paper No. 521.

(38) 金融庁「金融商品取引法第27条の36の規定に関する留意事項(フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン)」。

(39) フェアディスクロージャー・ルールも現時点では十分に機能しているといい難い。山田剛志・前掲注(34)三一—三五頁。

(40) 投資家・株主とは異なり、債権者平等原則は主に当該企業の採算悪化時などを想定し、平時からの法制整備は馴染みにくい面もある。平時には債権者が株主を兼任することは別として、特に早期の資金回収を図る必要性もないであろうか。もともと長期資金供給を行う金融機関のガバナンス規律の効果、有用性としては少なからぬ影響が生じよう(私見)。

(41) 「スルガ銀行第三者委員会調査報告書(公表版)」(二〇一八年九月七日)一一三—一一四頁。

(42) 矢吹公敏「企業ガバナンスと『弁護士との通信秘密保護制度(いわゆる弁護士依頼者秘匿特権)』の重要性」東京大学比較法政シンポジウム・前掲注(34)一一九頁参照。

(43) 日本弁護士連合会「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」(改訂二〇一〇年二月一七日)一一六頁。

(44) 株式会社神戸製鋼所「当社グループにおける不適切行為に関する報告書」(二〇一八年三月六日)一一八一頁。
http://www.kobelco.co.jp/releases/files/20180306_report.pdf

(45) D評価三名、F評価六名。第三者委員会報告書格付け委員会(評価日二〇一八年三月三〇日)一一三—一一四頁。

<http://www.rating-tpcr.net/wp-content/uploads/fcfdcaec65688725d484784e82ca152d17.pdf>.

- (46) 第三者委員会報告書に弁護士依頼者秘匿特権が及ばないとすれば、開示による同特権の放棄、そして莫大な民事責任や刑事責任を問われることを恐れて、かえって、第三者委員会の調査に支障をきたすことは明らかである。他方で、事実調査や法律分析の専門家である弁護士を第三者委員会の委員として任命しないことも、実態解明を弱体化させることになる。矢吹公敏・前掲注(42)八―九頁。
- (47) 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・前掲注(34)一―五〇頁参照。
- (48) 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.
- (49) 神作裕之・前掲注(47)四九―五〇頁。
- (50) 金融庁企画市場局「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討課題」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」(第一八回)資料(二〇一九年三月五日)一―二四頁参照。
- (51) Consultation on Proposed Revisions to the UK Stewardship Code, Financial Reporting Council, Jan 2019, pp1-27.
<https://www.frc.org.uk/getattachment/8caae9e-58bb-41b2-923e-296223755174/Consultation-on-Proposed-Revisions-to-the-UK-Stewardship-Code-Jan-2019.pdf>. 金融庁企画市場局・前掲注(50)五頁参照。
- (52) EU株主権利指令(SDR)と平仄を合わせる必要から Apply and Explainを導入したが、英国FRCは投資家に原則の遵守を要求し、他の良い代替案があれば説明を求めるという趣旨の Comply or Explainの途も残されている。活動と結果に関する年間報告(Annual activity and Outcome Report)の提出・開示は重要であり、アセットオーナーに対してLiabilityに応じた戦略を示すことを求めている。また投資家と経営陣の対話が上手くいかないときに(Escalation)、まず投資家が他社とのCollaborationを図るプロセスが重要になるが、我が国SSCには欠落している。金融庁・前掲注(50)フォローアップ会議(第一八回)における Kerrie Waring 委員(Chief Executive Officer, ICGN)発言。ICGN(International Corporate

Governance Network) は二〇一六年六月年次総会でグローバル・スチュワードシップ原則を採択している。

- (53) パブリックコメント手続きは二〇一九年三月二十九日まで。「英国スチュワードシップ・コードの改定案」商事法務No. 二一九一(二〇一九年二月二十五日) 五五頁参照。
- (54) 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等について、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―三三頁。
- (55) 金融庁・前掲注(50) フォロアアップ会議(第一八回)「参考資料」六頁。
- (56) SSCは機関投資家と最終投資家のAgency問題を解決するものでなく、最終投資家との利益相反問題が残される。金融庁・前掲注(50) フォロアアップ会議(第一八回)における神作裕之委員発言。
- (57) 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(二〇一六年三月二二日) 一―二一九頁。
- (58) 武井一浩「課題総括」東京大学比較法政シンポジウム・前掲注(34) コメント参照。二〇一八年六月改定のわが国CGCにおいて資本コストが強調され、また政府の「未来投資戦略2018」においてはガバナンス改革としてROEでなく、ROAにおける目標値が示され、関経連においてもROIC重視の姿勢が示されるなど、株主・機関投資家のみでなく、Equity(資本)とDebt(負債)の最適資本構成による資本コスト改善に向けた施策、経営者による能力発揮の方向性が示されつつあるものといえようか(私見)。
- (59) 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―」法学紀要第五四卷(二〇一三年三月一日) 五五―一六一頁。
- (60) 中村信男・前掲注(32) 八〇頁。山口幸代「英国会社法上の社会的配慮に関する企業責任の取扱い」熊本法学一二三号(二〇〇八年) 一一七頁、川島いづみ「〈新版〉英法系諸国の会社法〔35〕」国際商事法務四五卷七号(二〇一七年七月) 九五九―九六二頁。Brenda Hannigan, *Company Law*, 4th ed., Oxford University Press, 2016, paras. 10.22-10.27.

- (61) 「スルガ銀行第三者委員会調査報告書」・前掲注(41)二四三―二七三頁。
- (62) メインバンクのコーポレート・ガバナンスにおいて果たす役割については従前から定量・数理解析等の多くの実証分析が試みられてきたところである。堀内昭義・花崎正晴「日本企業のガバナンス構造―所有構造、メインバンク、市場競争―」日本政策投資銀行設備投資研究所・経済経営研究第二四巻第一号（二〇〇四年一月）一―九五頁。植田和男・福田慎一・大石英生・中村純一「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―2016年東大・設研共同主催シンポジウム抄録―」経済経営研究第三七巻第二号（二〇一七年三月）一―八三頁。
- (63) 固定資産投資が自己資本の枠内を超えるものの、長期的資本（自己資本と固定負債）の枠内に収まり、長期安定的な調達ができているかを示す指標で、固定比率と合わせて分析に用いる。銀行審査などでは、当該投資プロジェクト稼働後の将来の予想バランスシート算定にも用いる。
- (64) 資金あるいは投資にかかる平均回収期間。
- (65) Financial Reporting Council, A UK Corporate Governance Code that is fit for the future, 16 July 2018, 1-15pp. 「英国コーポレートガバナンス・コード改訂の概要 2018年6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 ニ菱UFJ信託銀行法人コンサルティング部会社法務コンサルティング室（二〇一八年九月二二日）参照。須磨美月・前掲注(30)四六―四七頁、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No.三九五（二〇一八年七月）二四―三四頁、三井千絵「英国事例に学ぶガバナンス対話の充実に向けた企業開示整備」金融ITフォーカス二〇一六年六月号一四―一五頁。
- (66) 国際的NGOであるIIRC（The International Integrated Reporting Council）国際統合報告評議会）が財務情報と非財務情報を統合的に公開する国際的ガイドライン「国際統合報告フレームワークThe International <IR> Framework」を公表した（二〇一三年二月）。
- http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/International_IR_Framework_JP.pdf
- (67) 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コンセンサス・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」政経研究第五三巻第二号（二〇一六年一月一日）三二七―四〇四頁。

(68) 法的対応の重要性は当然として、時間がかかるため、先ずは実務的対応のガイドラインを示さんとするものと述べられる。経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（仮）」の骨子案について「コーポレート・ガバナンス・システム（CGS）研究会（二〇一九年二月一三日）一―二四頁。政府は二〇一九年三月七日未来投資会議で新たな指針として定める方針を決めている。二〇一九年三月八日読売新聞。

(69) 経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（二〇〇五年五月二七日）一―一七頁。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―二七頁、同「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（二〇〇八年六月二〇日）一―一七頁。

(70) ニッポン放送による新株予約権発行の差止請求事件（東京高決平成一七年三月二三日判例時報一八九九号五六頁、東京地決平成一七年三月二一日商事法務一七二六号四七頁（原審仮処分決定）。田中亘「買収防衛策の限界を巡って―ニッポン放送事件の法的検討―」IMES Discussion Paper Series 2007-J-27（二〇〇七年一〇月）一―七五頁。

