

英国スチュワードシップ・コードの理論と実践— Approved persons と域外適用ならびに監査等委員会と非業務執行取締役、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等の接点—

藤川 信夫

はじめに

金融危機後の改善策として英国ではスチュワードシップ・コードが策定され、我が国も日本再生・成長戦略の一環として導入されることとなった。英国コーポレート・ガバナンス・コードから派生したソフトローであり、国際金融法制の接点となる。一方、我が国では2014年6月20日会社法の一部を改正する法律案が成立し、監査等委員会制度創設や社外取締役の要件改正などガバナンスに関わる論点を中心にしている。会社法改正と日本版スチュワードシップ・コードの両輪で我が国におけるガバナンス改革は進められる。本稿では、英国スチュワードシップ・コードをコーポレート・ガバナンス・コードと合わせて検討し、理論と実践の考察を図る。日本版コードとの比較検討などのほか、金融機関の英国現地法人における最新の論点として Approved Persons 制度に焦点を当て、域外適用と金融機関のガバナンスなどヒヤリング調査を基に研究を進める。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等にも論及し、国際経営・組織法の大きな枠組みの下で、コーポレート・ガバナンス法制と国際金融法制に関わる包括的かつ統一的な俯瞰を試みたい。

第一章 英国スチュワードシップ・コードの概要

1. 英国スチュワードシップ・コードの目的ならびに意義

英国の財務報告評議会 (Financial Reporting Council FRC) による英国スチュワードシップ・コード (The UK Stewardship Code 2010年制定, 2012年改訂) は、FRC の英国コーポレート・ガバナンス・コード (2010年制定, 2012年改訂)⁽¹⁾ を前提にして、それを支える役割を担っている⁽²⁾。スチュワードシップ (stewardship) の意義について本来の意味は、責任ある思慮ある所有 (responsible and thoughtful ownership) とされ、受託者責任あるいは信託義務 (fiduciary duty) と親近性がある。他方では、最終的な投資家 (根

(1) 英国の2つの2010年版コードにつき、中川照行「『2010年規範』と『監督規範』による英国の新しいガバナンス構造」経営戦略研究 vol.5 (2012年8月) 25-41頁。

(2) 神作裕之「コーポレートガバナンス向上に向けた内外の動向—スチュワードシップ・コードを中心として—」『日本経済の活性化に向けたコーポレートガバナンス』商事法務 No.2030 (2014年4月) 11-24頁参照、以下同。東京大学第46回比較法政シンポジウム (2014年2月) 発言。

源的な資金提供者)の繁栄の観点から、資産保有者・資産運用者・サービス・プロバイダー(議決権行使助言会社・投資コンサルタント)なども含む投資の連鎖(investment chain)を視野に入れたステュワードシップでもある。エンゲージメント(engagement)の意義について、エンゲージメントについては企業戦略、パフォーマンス、リスク、資本構造およびコーポレート・ガバナンス(企業文化、報酬を含む)に関する事項や次期株主総会の議案をめぐり会社との間で行われる目的を持った対話として定義され(コード原則1指針参照)、エンゲージメントとはそれによってステュワードシップの責任が果たされることになる手段をいう⁽³⁾。

2012年改正ステュワードシップ・コードによりステュワードシップ概念等の明確化が図られ、効果的なステュワードシップは会社、投資家および経済全体の利益になるものである。投資家にとりステュワードシップは議決権行使以上のものであり、経営を監督し、企業戦略、パフォーマンス、リスク、資本構成、企業文化や報酬を含むコーポレート・ガバナンスにつき会社とエンゲージメントを行うことである。エンゲージメントは、これらのテーマおよび株主総会の決議事項について会社と目的を持って対話を行うことである。

ステュワードシップ・コードの目的は、FRCの説明によれば、①資産運用者と投資先企業との間のエンゲージメントの質を向上させ、株主に対する長期的かつリスクに適切なリターンを高めることに資すること⁽⁴⁾、②会社の報告制度とコーポレートガバナンスを最高の質に高めるために、コーポレートガバナンスの体制としては、Comply or Explain(遵守せよ、さもなければ説明せよ)のアプローチを採用し、取締役会におけるベスト・プラクティスの加速を目指す、取締役の説明責任を果たさせるに際し、投資家に中心的役割を担わせることとし、そのための行動規範を定めるもの⁽⁵⁾となる。③さらに、投資先企業が長期的かつ持続的なパフォーマンスを上げることに對し、機関投資家が影響を与え得ることについて、機関投資家の自覚を促すものであること⁽⁶⁾が指摘される⁽⁷⁾。

2. 英国ステュワードシップ・コードの沿革

ステュワードシップ・コードの沿革をみる上で、関連する英国におけるコーポレート・ガバナンスの変遷の概要を考察したい。伝統的に機関投資家は、不在地主(absentee landlord's)との評価を受けていたが、1990年代以降、株主アクティビズムの公認という傾向が顕著になり、1991年ISC(Institutional Shareholders' committee; Institutional

(3) Fair Pensions submission to FRC Stewardship consultation (April 2010), at 18.

(4) <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>

(5) <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards.aspx>.

<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-governance/The-UK-Stewardship-Code.aspx>

(6) Sergakis, Konstantinos, The UK Stewardship Code: Bringing the Gap Between Companies and Institutional Investors, 47 RJTUM 109 (2013).

(7) 上田亮子「英国ステュワードシップ・コードについて」金融庁「日本版ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会」資料(2013年9月)を参照した、以下同。大崎貞和「英国における機関投資家と上場会社のエンゲージメント(対話)」神裕裕之編『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(2013年)272頁以下。Cheffins, Brian, The Stewardship Code's Achilles' Heel, Legal Studies Research Paper Series, No.28/2011, University of Cambridge. Micheler, Eva, Facilitating Investor Engagement and Stewardship, 14 EBOR No.1,29 (2013).

Investor Committee 改称)が「英国における機関株主の責任に関するステートメント」公表、1992年キャドベリー・レポートがComply or Explainアプローチを提唱してガバナンスと大株主の関係に言及した。1998年ハンベル・レポートが出された後、1998年統合規範(Combined Code)にまとめられ、2002年ISCが「機関株主および代理人の責任：原則ステートメント」を公表した。

その後、2007年-2009年リーマン金融危機・経済危機の発生を受け、2009年ウォーカー・レビュー(David Walker, "A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations", (26 November 2009))が出され、FRCがスチュワードシップ・コードとレビューについて責任を持つべきことが提言されている。金融危機発生後、2010年統合規範が廃止されたが、金融危機発生を防げなかったことから統合規範の有効性を疑問視する声があり、廃止されたものである。FRCの英国コーポレート・ガバナンス・コード制定およびスチュワードシップ・コードの制定に至っている。2010年スチュワードシップ・コードは、金融危機、経済危機を踏まえて、企業のリスクを低減し、適正化するために投資家によるコントロールに期待するという側面も有する。2012年には英国スチュワードシップ・コード改訂がなされている。

3. 英国版スチュワードシップ・コードの概要と特徴

(1) 英国版スチュワードシップ・コードの特徴

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

(2) 英国版スチュワードシップ・コードの概要

英国版スチュワードシップ・コードには以下の7原則がある。1. 機関投資家は、スチュワードシップの責任をどのように果たすかについての方針を公表すべきである。2. 機関投資家は、スチュワードシップに関する利益相反を管理することに関する穴のない強固な方針を策定し、公表すべきである。3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。4. 機関投資家は、スチュワードシップの行動を強化する時期と方法について、明確なガイドラインを策定すべきである。5. 機関投資家は、適切な場合には進んで他の投資家と共同して行動すべきである。6. 機関投資家は、議決権行使と議決権行使活動の開示についての明確な方針を策定すべきである。7. 機関投資家は、スチュワードシップ

の行動と議決権行使活動について定期的に報告を行うべきである。原則5は、我が国の制度に馴染まないということで取り入れられていないが、その他の原則は、基本的に日本版スチュワードシップ・コードに取り入れられている。

4. 受託者責任 (fiduciary duty) とスチュワードシップの関係

(1) スチュワードシップの意味づけと受託者責任

スチュワードシップの意味づけについて、スチュワード (Steward) は領主館などの執事・財産管理人に由来し、英国において長い歴史を有する。スチュワードシップは、他人の資産を管理するという関係性が核心に存在する場合、その他人の利益のために行動すべきであるという現象をとらえる概念である。行政の財務運営、個人の資産運用、株主の出資に基づく取締役による会社経営等、形態は異なっても種々の状況でスチュワードシップの関係が生じることになる。本稿で問題としている機関投資家による資産運用について、顧客、最終受益者の最善の利益のため、資産を注意深く管理し、投資先企業に対して監視、対話等の行動をとることを意味する。そこで、受託者責任 (fiduciary duty)⁽⁸⁾でなく、スチュワードシップの概念に依拠する理由についてみてみたい。背景には、環境の変化がある。機関投資家の責任について、受託者責任の範囲内で議論されることが多かったが、投資連鎖 (investment chain) の複雑化、関係当事者の拡大の中で受託者責任の概念で把握しきれない要因が出てきた。第1に、受託者責任の限界として指摘されるようになり、受託者責任は契約上、法律上、または実態に基づく明確な信認関係を基礎にして構築されるものであるが、投資連鎖、その周辺では受託者責任の概念で網羅できない関係も出現するようになる。例示として、アセット・マネジャーはアセット・オーナー (年金基金等) に対し受託者責任を負い、アセット・オーナーは受益者 (年金受給者等) に対し受託者責任を負うことは明白で、疑いがない。しかしながら、アセット・マネジャーがISSのような議決権行使助言機関を採用した場合に、アセット・オーナーは議決権行使助言機関とは直接の接点はないことになる。アセット・オーナーの背後の最終的な受益者の関係をも、アセット・マネジャー、議決権行使助言機関との間には直接の関係は存在しない。このため、受益者に対する責任の所在が不明確な状態が現出する。

第2に、スチュワードシップによる広範囲の関係性の網羅が述べられる。即ち、スチュワードシップという関係性が曖昧な概念を採用することで、投資連鎖における広範かつ複雑な関係を把握し、上場会社の価値向上を通じてアセット・オーナー、最終受益者の利益に資することを最終目的とし、その達成を目指すことができるようになる。第3に、そこでスチュワードシップの用語の理解が問題となる。スチュワードシップの用語は定義、概念が曖昧で、2010年策定第一版コードでは説明が不十分として、改正の主要論点の俎上に上がっている。ICGNの2013年機関投資家原則においては、英国以外では十分理解されおらず、無用な混乱を生じるおそれがあるとし、スチュワードシップの用語を用いないで、機関投資家の責任、あるいは受託者責任と記述されている。

(8) この場合の受託者責任は企業経営者が任命してくれた所有者である株主あるいは企業に対して担う責任ではなく、年金などのアセット・オーナーなどが資金の出し手である受益者 (契約者など) に対して担っているものをいう。

5. スチュワードシップ・コードの2012年改正と内容の明確化

(1) 2012年英国版スチュワードシップ・コードの改定

2012年英国版スチュワードシップ・コードの改定の内容は2010年版英国スチュワードシップ・コードとほぼ同じであるが、エンゲージメントの内容が細かく具体的に解釈された⁽⁹⁾。2010年版では、それによりスチュワード責任がなされるもの、という抽象的文言でエンゲージメントの定義をしていたところ、2012年版では企業戦略、パフォーマンス、リスク、コーポレートガバナンスに関する対話、とより明確な定義になっており、私見であるが英国において伝統的にリスクマネジメントと戦略的リスクの融合化が図られてきたことを受けて、一層戦略的リスクマネジメントであるERM (Enterprise Risk Management) との一体的な理解が進められたものといえようか。

(2) 意義の明確化

スチュワードシップの意味が不明確という批判に対して、2012年コード改正において定義の明確化が図られた。改正に先立って諮問文書の中で、FRCはスチュワードシップについて市場の混乱が生じ、スチュワードシップ・コードの目的が責任ある投資 (relational investments) に関連するものであるとの認識しかなされない場合もあることを指摘した。国際的な機関投資家団体のICGNの2013年6月機関投資家原則ではスチュワードシップは英国以外では十分理解されていない旨を述べ、これを採用しなかった。2012年のコード改正では、原則1の指針において具現化されたスチュワードシップ活動を述べ、用語の意味、目的、ガバナンスとの関連を明確に説明している。もっとも2012年コード改正によりスチュワードシップの目的、活動の内容について記述は追加されたが、概念自体の説明は十分とはいえない難しい面もなお存在する。

(3) アセットオーナーならびにアセットマネジャーの役割・責任の明確化

2012年改正においては、アセットオーナーとアセットマネジャーの役割・責任を整理し、当事者が明確にこれらを認識することを要請している。スチュワードシップ活動は立場により相違があり、アセットマネジャーに委託する場合も、アセットオーナーは引き続き受益者に対するスチュワードシップ責任を負うことを明確化した。改正後のコードでは、アセットオーナー、アセット・マネジャーのどちらか一方の投資家のみを対象とする場合、改正前コード機関投資家の用語につき、内容に応じてアセット・マネジャー、アセットオーナーに置換えて明確化を図った。アセット・マネジャー、アセットオーナーの双方を含む場合に機関投資家の用語を用いる。アセット・マネジャー、アセット・オーナーについて法律上は株主として認定されるのか、との議論もあることから、株主ではなく投資家として扱い、アセット・マネジャー、アセットオーナーはスチュワードシップ・コードに対するステートメントで役割、責任の範囲を明確に認識することが要請されることとなった。

(9) 上田亮子・前掲注(7)20頁以下。

(4) 機関投資家の利益相反の管理の強化

機関投資家がコーポレート・ガバナンスにおいて果たす役割が重要になり、その中で利益相反問題の対処が課題となってきた。アセット・マネジャーを巡って、この利益相反問題が現出し、その規律付けが要請されることになる。具体的には、アセット・マネジャーが金融機関グループに属する場合にグループ会社の関係で顧客、投資先企業の間で利益相反が生じること、アセット・マネジャーの各顧客利益が異なる場合に顧客間で利益相反が生じる。2011年12月公表の調査報告書では、署名機関のステートメントにおいて利益相反の管理方法に関する説明が不十分な場合が多いことが指摘される。コードの改正内容をみると、機関投資家内部の利益相反管理、説明が不十分という批判に対応すべく利益相反管理の強化、情報開示の充実を奨励するものとなっている。2012年改正において、原則2本文については変更はないが、同指針に関しては大幅改正が行われ、利益相反管理の実務に与える影響は少なくない。即ち、改正コードの原則2の指針において、機関投資家は顧客、受益者の利益を第1とし、顧客、受益者のために行動する義務があることが明記された。利益相反問題は不可避免的に生じる可能性があることを認識し、顧客、受益者の利益を最優先に合理的に行動することが求められ、利益相反管理の方針を作成、開示することが要請されている。

(5) 集団的エンゲージメントに関する情報開示の強化

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

(6) 議決権行使助言機関の利用に関する情報開示強化

議決権行使助言機関の影響力の拡大に対して、相応する情報が開示されないとする批判があり、機関投資家による議決権行使助言機関の利用方法に関して、一層の情報開示を要請することとなった。2012年改正コードの原則6指針において開示内容拡充が図られ、署名機関は議決権行使助言機関の利用の有無のみならず、利用する議決権助言機関の名称等を明確にして、議決権行使助言機関からいかなる種類のサービスを受けたか、賛否の推奨に準拠、依存・活用した程度などについて説明が要請されることとなった。議決権行使助言機関を利用する場合の機関投資家のスチュワードシップ責任が定められており、機関投

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

6. コードの適用範囲の再確認と域外適用

(1) スチュワードシップ・コードの適用範囲

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

(2) 機関投資家のアセット・アロケーションにおける資産の多様化

しかしながら、英国内の機関投資家よりも海外機関投資家が英国株式市場における保有比率が高く、英国機関投資家のアセット・アロケーション⁽¹⁰⁾においては英国株式以外の資産比率が高く、2010年以降運用資産で見れば英国株式より海外株式比率が高い状況となっている。大手機関投資家では英国株式同様に海外株式に対してもエンゲージメントを行い、ガイドラインを公表して議決権を行使し、結果を公表する投資家も存在する。アセット・オーナーとしてはアセット・マネジャーが英国株式以外についてもスチュワードシップ・アプローチをとることを期待しているが、アセット・オーナー側からは署名機関のステートメントはコード原則を運用資産の一部あるいは全体に適用しているか、不明瞭との意見も出される。

(3) 改正内容と域外適用

2012年改正の内容としては、スチュワードシップ・コードの適用範囲については変更はない。第一義的には英国上場会社株式を保有する機関投資家を対象にすることを明確化し、序論第9パラグラフで、英国内外の国際投資家に対するスチュワードシップ・コードの適用のあり方を規定した。海外投資家に対するスチュワードシップ・コードの域外適用について、慎重な姿勢を示しており、英国株式を所有する海外投資家については、コードの適用の第9パラグラフにおいてスチュワードシップ・コード以外の他国あるいは国際的な規範・原則等を採用する場合は尊重し、英国コードの採用は要求しない旨を指摘している。海外のアセットオーナーに対し、アセットマネジャー採用において、スチュワードシップ・コードの署名を条件とする等により、実質的にスチュワードシップ・コードの対象とすべく議論の継続を図っている。

対象資産の範囲として、序論コードの適用の第9パラグラフで英国投資家に対し可能な

(10) アセット（資産）のアロケーション（配分）で、投資対象リスクをコントロールしつつ、リターン獲得のために資産配分を行うことである。

限り英国以外の株式投資についてもスチュワードシップ・アプローチにおける良好な実務慣行を拡大適用することを奨励した。第10パラグラフでは、署名機関はスチュワードシップ・コード適用に関するステートメントの中で、英国株式ファンド、金融商品のうち、スチュワードシップ・アプローチの対象となる資産についての説明を奨励し、英国株式以外の資産に対してもスチュワードシップ・コードを適用する場合はその旨の開示を行うことを奨励する。私見であるが、Approved Personsなどの域外適用に繋がる部分といえよう。

(4) アセット・マネジャーの内部統制に関する保証報告

内部統制に関する保証報告に関して、2011年3月イングランドおよびウェールズ勅許会計士協会（ICAEW）は、業務委託先（service organisations）の内部統制の保証報告書に関するAAF01/06指針に関連し、スチュワードシップ・コードをアセットマネジャーに適用する補足文書（Stewardship Supplement）を公表した。その内容は、業務委託先の内部統制について形式主義的な干渉を最小限に抑え、アセット・オーナー、受益者に対して独立性のある保証を提供せんとするものである。即ち、原則7について、アセット・マネジャーは保証報告書を取得しなければならない。また顧客が要請すれば保証報告書が提供されなければならない、との文言を追加した。アセットマネジャーが保証報告書の提供を拒否することがあり、提供にあたって追加料金を取られることに懸念を示すアセット・オーナーが存在したためである。

アセットマネジャーの内部統制に関する保証をアセット・オーナーに拡大できるか、が問題となる。具体的には、スチュワードシップ活動がアセット・オーナーにより内部（インハウス）で実行される場合、アセット・オーナー自身がサービス・プロバイダーを利用して実行する場合、アセットオーナー自身の内部統制に関する保証も必要か、という問題である。この点、アセット・マネジャーに適用されるAAF01/06指針の枠組みは、第一義的にはアセット・マネジャーが顧客のアセット・オーナーのために行うスチュワードシップ活動について保証を与えることを目的とするものであり、これをアセット・オーナーに対しても拡大適用するかについては、改正後の「コードの適用」の第8パラグラフにおいて、アセット・オーナーはステートメントに対して独立した保証を受けるように検討することが望ましいとされた。この拡大適用は、コード本文でなく序論部分で述べられ、アセットオーナーに対して保証の取得を義務付けるものではないと解釈される⁽¹¹⁾。

第二章 日本版スチュワードシップ・コードの導入と実践

1. 日本版スチュワードシップ・コードの導入の経緯と目的、検討の背景

(1) 企業価値向上と日本経済活性化

日本再興戦略（2013年6月14日）では、株式の長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的課題という問題意識と共に、企業価値向上、ひいては日本経済活性化の期待が示されている⁽¹²⁾。

(11) 上田亮子・前掲注(7) 30頁。

(12) 内閣府「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」報告書（2013年）1-19頁。

(2) 投資者の議決権行使をめぐる問題と対話の充実

①機関投資家は背後にある多数の一般の契約者や加入に対して受託者責任を負い、議決権行使は機関投資家の受託者責任の重要な要素を構成している。機関投資家による適切な議決権行使の徹底を図ることが重要となる。議決権行使のガイドライン作成・公表、議決権行使結果の公表が必要との意見が出されてきた⁽¹³⁾。②株主・投資者においては、株式売買、議決権行使を通じた経営監視にとどまらず、日常から経営者と経営について建設的対話を行うことが重要となる。

(3) 持続的成長と建設的なコミュニケーション

内閣府「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」報告書（2013年11月1日）では、企業統治の今後の課題と方向性として、①多様なステークホルダーの利害調整を重視する企業統治、②新陳代謝を進めながら人的資源の形成・活用ができる企業統治と共に、③機関投資家を通じた企業統治の向上を掲げている。英国スチュワードシップ・コードを念頭に置きつつ、機関投資家と企業との建設的なコミュニケーションによって企業の持続的成長を実現することを重視し、日本版スチュワードシップ・コード策定が望まれる。機関投資家と企業のコミュニケーションの質と信頼関係が強まり、中長期的資金確保に重要な役割を果たすことが期待される。

2. 日本版スチュワードシップ・コードの概要

(1) 日本版スチュワードシップ・コードの原則

今般導入された日本版スチュワードシップ・コードの7原則は以下の通りである⁽¹⁴⁾。1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。原則1, 2, 4, 5, 6については英国版スチュワードシップ・コードに基

(13) 金融審議会分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」報告書「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」（2009年6月）。

(14) 金融庁「「責任ある機関投資家」の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（2014年2月26日）。

づいて作られたものであるが、原則3は日本版スチュワードシップ・コードで独自に作られたものであり、原則7も日本版独自のものとみなすことができる。

(2) スチュワードシップ責任の意義

スチュワードシップ責任を企業価値向上、持続的成長促進を通じた投資リターン拡大を図る責任として位置付け、機関投資家の責任、啓蒙的・教育的要素等を定め、建設的目的を持った対話をエンゲージメントと把握している。

(3) スチュワードシップ・コードの目的と性質

本コードは、機関投資家が顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、責任ある機関投資家として、スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定める。ソフトローであり法的拘束力はなく、原則を定めるものでプリンシプルベース・アプローチを採用する。また Comply or Explain アプローチにより、透明性の確保を図る。コードを受け入れる旨、スチュワードシップ責任を果たすための方針など、コードの各原則に基づく公表項目を各機関投資家のウェブサイトにおいて公表し、ウェブサイトのアドレス (URL) を金融庁に通知する。この通知を受けて、金融庁は受入れを表明した機関投資家 (社名) のリストを公表する。

(4) 対象となる機関投資家の範囲

対象となる機関投資家の範囲は、①資産運用者としての機関投資家で、資金の運用等を受託し、自ら企業への投資を担う者で投資運用会社などが該当する。②資産保有者としての機関投資家で、当該資金の出し手としての年金基金、保険会社などである。③機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社などである。我が国の上場株式に投資をする機関投資家が対象で海外機関投資家も含む。

2. 日本版スチュワードシップ・コード導入の問題点

日本版スチュワードシップ・コード導入に関しては、①スチュワードシップ・コードの目的と性質、対象の機関投資家の範囲、②受託者責任 (fiduciary duty) とスチュワードシップ、③日本版スチュワードシップ・コードと英国版スチュワードシップ・コードの比較検討として、集团的エンゲージメントと共同行動、アセット・マネジャーの内部統制に関する保証報告、④プリンシプルベースと Comply or Explain、⑤日本版スチュワードシップ・コードに関する法的論点として、金融商品取引法の大量保有報告制度、公開買付制度、インサイダー取引規制、機関投資家のエンゲージメントの役割分担、コスト負担、グローバル対応の仕様、⑥日本版スチュワードシップ・コードのアプローチとして、委託者の評価・選別、利益相反と受益者、⑦日本版スチュワードシップ・コードと日本型エンゲージメント等の問題点が検討される。法的論点として、大量保有報告制度における重要提案行為と投資先企業との対話の関係、大量保有報告制度における共同保有者・公開買付制度における特別関係者との投資家との協調行動の関係、インサイダー取引規制等にお

ける未公表の重要事実の取扱いと投資先企業との対話の関係などが掲げられる⁽¹⁵⁾。

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

日本版スチュワードシップ・コードと英国版スチュワードシップ・コードの比較考察を図りたい。日本版スチュワードシップ・コード原則5に関しては投資先企業別、議案別の個別開示まで求めるかについて、英国では現在65%の機関投資家が何らかの形で開示をしているが、資先企業別、議案別開示まで行っている機関は44%に過ぎない。コード案では、議決権の行使結果を議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきであるとしている。

1. コーポレート・ガバナンス・コードの期待

日本版スチュワードシップ・コードは、コーポレート・ガバナンス・コードが存在せず、英国のように同一主体（FRC）が策定するコーポレート・ガバナンス・コードとリンクしたスチュワードシップ・コードではない。企業側のコーポレート・ガバナンス機能を発揮する責務と本コードに定める機関投資家の責務は車の両輪で両者が適切に相俟って質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的投資リターンの確保が図られることが期待される。

2. 短期的リターン

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

3. プリンシプルベース・アプローチの明記

英国版コードはプリンシプル・アプローチの手法が採られ、形式や文言の充足でなく、実質的なものや精神がなければならないとする。我が国コードもソフト・ロー的考え方を柔軟に修正、適用できる長所として取り入れる。機関投資家が取べき行動を詳細に規定

(15) 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」参考資料「法的論点に係る解釈の明確化等」（2013年11月27日）、金融庁「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（2014年2月26日）。金融庁企業開示課長補佐笠原基和・同係長柴川貴志「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～の概要」全国銀行協会「金融」（2014年4月）9-14頁。笠原基和「責任ある機関投資家の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>の概要」商事法務（2014年4月5日）59-71頁。

するルールベース・アプローチ（細則主義）でなく、機関投資家が各状況に応じて自らのスチュワードシップ責任を実質において適切に果たすことができるようにプリンシプルベース・アプローチ（原則主義）を採用する。コードの見直しは、英国では3年ごと、我が国では2年ごととなっている。

4. 原則3関係—モニタリングとインサイダー、Approved Personsとコーポレート・ガバナンス・コードの有機的関連—

原則3のモニタリングの文言について、英国版スチュワードシップ・コードでは企業の業績、現状、コーポレートガバナンスの整合性、などと具体的に考えられているが、日本版スチュワードシップ・コードでは具体的に示されていない。日本版スチュワードシップ・コードはより広範にモニタリングすることが可能になるとも考えられ、原則のみを定めようとしていることになる。さらに英国コードでは、列挙された機関投資家はインサイダーとなるよう希望することも、そうならないよう希望することも可能となる。インサイダーになっても構わない場合には、その意思・方法を明示すべき、との記載があり、特定株主に選択的開示を行うことを想定している。日本版コードの下では、株主平等などの観点から我が国の機関投資家がインサイダーになることを希望することはないという意見もあり、日本版コードではかかる記載を行っていない⁽¹⁶⁾。

私見であるが、英国コードにおいて、モニタリングに当たり、会社業績の最新状況のなどの把握、実効的なリーダーシップが存在することの確認、取締役等との面談を通じた会社の取締役会・委員会のコーポレート・ガバナンス・コードとの整合性の確認を行っていることは、後述する Approved Persons 制度の議論に通じるものといえる。ソフト・ローとして規制当局側からはこうしたスチュワードシップ・コードの策定・導入があり、一方、受け入れる機関投資家あるいはその投資先企業側においては、規範たるコーポレート・ガバナンス・コードに沿った Approved Persons としての資質を備える人材の配置および自主的な取締役会・委員会の社内コーポレート・ガバナンス・コード策定が求められ、これらが一体となって整合性を保ち機能することが重要となる。英国のコードと実務の関係を最善とするものでもなく、我が国の特徴に合わせて独自の発展を遂げることが目標となるが、有機的一体となって機能を発揮するに諸々の点で課題が残されているよう。

5. 原則5の協働原則の不採用—集团的エンゲージメントと共同行動—

(1) 協働原則不採用

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

(2) 集团的エンゲージメントと共同行動—我が国の金融持株会社のアナロジー—

協働原則が導入される場合には、英国と同様に金融商品取引法上の共同行為（acting in concert）規制の適用関係が問題となり得たと考えられる。集团的エンゲージメントと共

(16) 神作裕之・前掲注（2）27頁。

共同行動 (acting in concert) については以下の通りとなる⁽¹⁷⁾。

(イ) 共同行動 (acting in concert) の定義

共同行動の定義は、欧州では TOB 指令⁽¹⁸⁾、透明性指令⁽¹⁹⁾において制定され、加盟国は各々定義を行う。オランダは金融監督法 (Wet Financieel Toezicht) 5:45条で定められ、英国ではM & Aに係るルールであるシティ・コードの執行機関である Takeover Panel⁽²⁰⁾において実務ステートメントが公表されている。集团的エンゲージメント増加に伴い、共同行動の定義は大量保有制度と関連して重要性が指摘され、集团的エンゲージメントの進展により TOB 規制に該当する場合も生じることが指摘される。また現在の指令において、定義が不明確で投資家同士が共同して行動する場合にグレーゾーンが存在すると批判がされる。英国では共同行動と判断される境界線についてコンセンサスがあり、投資家自身はあまり意識していないとの意見もあるが、市場の国際化において明確な基準策定が必要であること、エンゲージメントを阻害することなくプリンシプル・ベースで判断することが望ましいこと、投資家のエンゲージメント増加と合わせて欧州委員会が共同行動に関する明確な定義を確立することなどの要望が出される。欧州委員会もコーポレート・ガバナンスに関する投資家による集团的エンゲージメントと共同行動の定義の検討の必要性を認識している⁽²¹⁾。

共同行動の判断基準に関して、実務的としては頻度、深度の観点から判定され、頻度は1回のみ集团的エンゲージメントは共同行動には該当しないが、複数回を共同行動する場合は該当する。深度は、投資先企業の間で共同会合を開く程度は集団行動とならないが、株主総会で共同株主提案を行う等の協力・関与の程度が強い場合、集団行動とされるとする意見もある。英国では1人の取締役解任・選任は共同行動基準に該当しないが、取締役会支配に通じる場合は規制を受けるという実務ガイドラインが策定されている⁽²²⁾。実際は個別事案ごとに判断される場合が多いであろう。また集团的エンゲージメントにつき、投資家同士が協定、契約を締結する場合、明確に共同行動に該当することになるが、こうした協定等を締結する場合は少なく、面談、議論は共に行いつつ、議決権行使等の意思決定は個別投資家が独自に判断する形式が多いとされている。

2013年11月12日欧州証券市場監督局 (ESMA) は、EU 企業買収指令につき集团的エンゲージメントにおける共同行動の定義を明確にするパブリック・ステートメント⁽²³⁾を公表し、共同行動に該当しないホワイト・リストが明らかになった。集团的エンゲージメントにおける共同行動の認定についてグレーゾーンを排除して定義を明確化するもので実務

(17) 「EU 大陸諸国におけるスチュワードシップ・コードの受止め・それに対する取組みの実態に関する調査」日本投資環境研究所 (2013年11月) 11-13頁ほか参照、以下同。

(18) EC Takeover Bids Directive Article 2 (1) (d) (Directive2004/25).

(19) EC Transparency Directive Article 10 (a) (Directive 2004/109).

(20) TakeoverPanel Practice Statement No.26, "Shareholder Activism".

(21) EC, "Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies" (2012.12.12), para34, pp10-11.

(22) TakeoverPanel Practice Statement No.26, "Shareholder Activism".

(23) ESMA, "Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive" (2013.11.12).

上も意義が大きい。例えば取締役指名の関連は共同行動に該当することが明確になったいえるが、報酬、会社資産の譲受・処分、資本政策等の取締役指名以外の問題は株主提案、臨時総会の招集、議決権の共同行使を行った場合も共同行動とはみなされない。

(ロ) 集团的エンゲージメントの実務

集团的エンゲージメントの実務について、投資家団体主導の場合、任意の投資家グループが行動する場合に大別される。英国ロンドンをみると、投資プロフェッショナルの関係が強く、多くの非公式のグループが存在し、任意の投資家グループによる集团的エンゲージメントが活発に行われる。投資家グループによる集团的エンゲージメントの方法は、事案毎に期間に応じて相違がある。短期のエンゲージメントではリード・スポンサーが存在することが多い⁽²⁴⁾。1年超の長期的エンゲージメント⁽²⁵⁾は毎年リーダーが変わったが、定期的会合など投資家側に努力が必要となる。

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

(ハ) スチュワードシップ・コードと我が国金融持株会社などのアナロジー

私見として、米国型の取締役会内部委員会の中で、報酬委員会等の関連は非該当となるものの、指名委員会関連は共同行動に当たるとしてスチュワードシップ・コードの制約に服する。当然ながら原則5の協働原則の集团的エンゲージメントに関する適用がなされる。必要があれば、機関投資家が公式・非公式の集団形成によって他の機関投資家などと協調することになり、一種の外部からの役員人事介入ともいえる。我が国では、この協働原則は採用されていないものの、2014年4月みずほファイナンシャルグループが委員会設置会社化⁽²⁶⁾を図ることによりコーポレート・ガバナンス改革を進める場合、指名委員会委員全員を社外取締役で構成し、委員長は旧富士銀行の有力企業の元経営トップを招聘したことを述べた。見方によれば、他の指名委員会委員とも共同して、事実上の集团的エンゲージメントとして、有力株主たる機関投資家の善意かつ良識ある影響力を前提としていると考えられなくもないであろう。一方で、報酬委員会委員長は元最高裁判事の弁護士が就いているが、不正融資事案が改革の発端であるだけに、コンプライアンスの襟を正すべく、法曹出身者に委員長職を委ねたものと推測される。集团的エンゲージメントによる外部干渉は、むしろ排除する方向性と思料される。2つの委員会共に、役員の昇進、報酬の

(24) オリンパス事件など参照。

(25) BPのメキシコ湾での油田流出問題。EITI（採掘産業透明性イニシアティブ Extractive Industries Transparency Initiative）も長期的なエンゲージメントとして知られている。

(26) 2014年4月23日日本経済新聞、同日読売新聞。

査定などについて、内部の長年の業績の集大成としての総合評価を行うこととなり、月1回程度の出社で複雑な金融業務にも精通していない社外取締役には荷が重い面がある。このため、CEO、COOなどの社内出身者の取締役兼務者が少数ながら委員会構成メンバーとなることが多く、ソニーなどでは指名委員会に力点を入れ、従前より社内出身者も含めつつ法定最低数3名を大きく上回る7名で構成している。業況不振に呻吟する近時のソニーの改革は⁽²⁷⁾、コーポレート・ガバナンス改革の2つの主旨の内、経営の妥当性・効率性向上が主眼であり、大してみずほフィナンシャルグループの改革は寧ろ健全性である違法性排除が主目的であるといえ、事実上もメガバンク3行は現在最高利益の更新をするなど業績面の問題はない。違法性排除に関しては、経営判断原則の適用はないとされ、この点からも経営業績面の精通よりも、違法性排除の専門家が報酬委員会委員長となることには首肯される。もっとも他の報酬委員会委員の構成は、日立製作所の前会長、JXホールディングス名誉顧問であり、報酬査定に関しては十分な意見を述べうる人材が揃っており、また大株主として集团的エンゲージメントを発揮しているといえなくもない。

6. 原則6関係—アセット・マネジャーの内部統制に関する保証報告—

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

7. 原則7関係

日本版スチュワードシップ・コードの原則7について、当該項目は日本版コード独自のものであり、コードを教育的・啓蒙的な水準まで引き上げようという試みが伺える。英国コードにおいてもエンゲージメントによりコーポレート・ガバナンスが向上するのは、対話の対象についての相互理解があることを前提とするとされ、コードは機関投資家等が自己の役割を再考するための触媒であると称される⁽²⁸⁾。英国にはコーポレート・ガバナンス・コードが存在するが、我が国には存在しないことが関係しているように考えられる。補完機能を果たしているものともいえようか。

8. プリンシプルベースと Comply or Explain の交錯

(1) プリンシプルベースと Comply or Explain

日本版スチュワードシップ・コードについて、ルールベース・アプローチ（細則主義）に慣れている我が国においてプリンシプルベース・アプローチ（原則主義）を採用する意義は、抽象的なプリンシプル（原則）について趣旨・精神を確認・共有し、各自が形式的文言・記載でなく、趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することであり、機関投資家がコードを踏まえて行動するに当たり、プリンシプルベース・アプローチの意義を十

(27) 2014年2月7日読売新聞。

(28) 神作裕之・前掲注(1)29頁。

分に踏まえることが望まれる（前文10）⁽²⁹⁾。

両者の組み合わせは一見すると規制の仕方としては緩い感があるが、詳細をルールとして規定するルールベース・アプローチでは自ら判断せず、決められた細則を遵守（ボックス・チェックング）して形式を満たすことで済むものともいえる。日本版コードでは受入れを表明した機関投資家は、形式的な文言・記載でなく、趣旨・精神に照らして真に適切か否か（前文10）を自らが判断する責任が課される。原則を実施しない場合は、実施しない原則に係る自らの対応について、顧客・受益者の理解が十分に得られるよう工夫すべき（前文12）であり、その状況は金融庁が、一覧性のある形で公表（前文14）すること等を通じ、可視化（前文14）され、顧客・受益者を含む市場評価・判断に委ねられる。即ち、プリンシプルベース・アプローチと Comply or Explain の組み合わせは、金融庁が情報の媒介となり、機関投資家の説明責任を明らかにし、責任の遂行を市場原理で競い合わせるという機関投資家においては実質的に厳しいアプローチとなろう。

(2) コーポレート・ガバナンス・コードを補う試み

英国版スチュワードシップ・コードは1998年策定のコーポレートガバナンスに関する統合規範から枝分かれし、会社側にはスチュワードシップ・コード分離後のコーポレート・ガバナンス・コードが存在する。このため、英国スチュワードシップ・コードでは英国コーポレート・ガバナンス・コードに触れる個所がある。我が国では、東証上場会社向けのコーポレートガバナンス原則はあるが、Comply or Explain は適用されず、海外からベスト・プラクティス原則であるコーポレート・ガバナンス・コード設定を提案されるに至っている⁽³⁰⁾。日本版スチュワードシップ・コードでは、企業の責務を、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務（前文5）と定義し、企業側のこうした責務と本コードに定める機関投資家の責務とは、車の両輪であり、両者が適切に相まって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターン確保が図られていくことが期待される（前文5）と明記しており、コーポレート・ガバナンス・コードが存在しない点を補充しているといえよう。

英国版スチュワードシップ・コードと同様の定義としては、スチュワードシップ活動が議決権の行使のみを意味しないこと（前文6）、資産運用者としての機関投資家と資産保有者としての機関投資家では期待される役割が異なること（前文7）、我が国上場株式に投資する機関投資家（海外機関投資家も対象）、機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等がコードの対象であること（前文8）等、が挙げられる。今後の展開として、英国においてはスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードが連関性を有して補完関係にあるといえるが、我が国がコーポレートガバナンス・コードを策定しないままであればスチュワードシップ・コードが独立して存在することになり、英国版と異なる独自なものになっていく可能性もある。

(29) 小口俊郎「日本版スチュワードシップ・コードについて」資料版商事法務 No.359（2014年2月）6-15頁。

(30) ACGA「日本のコーポレートガバナンス改革に関する意見書（2009年12月）」。

第四章 日本版コードのエンゲージメントに関わる法的考察ならびに実践

1. 金融商品取引法の大量保有報告制度—重要提案行為と投資先企業の対話—

日本版コードは、機関投資家に対し投資先企業との建設的な対話を求め、各機関投資家は投資先企業との対話の一層の充実を図るため本コードの趣旨を踏まえた主体的取組みが期待される。対話を円滑に行うため、既存の法制度との関係で疑義が生じないように法制度の関係についても整理が必要と指摘もされ、金融庁は日本版コード策定・公表と共に、大量保有報告制度、公開買付制度等に係る法的論点について解釈の明確化を図るべく、「日本スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を公表した⁽³¹⁾。

大量保有報告制度では大量保有報告書の提出頻度、期限等を緩和する特例報告制度⁽³²⁾が設けられ、機関投資家の多くが利用している。大量保有報告制度の趣旨を損なうような利用を防止する観点から、株券等保有者が投資先企業に対して重要提案行為を行う場合は利用できないとされる。機関投資家が投資先企業と対話を行う場合、具体的にいかなる行為が重要提案行為に該当するかを明確にする必要があると指摘がされていた⁽³³⁾。

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

2. 公開買付制度—大量保有報告制度における共同保有者・公開買付制度における特別関係者と他の投資家との協調行動—

大量保有報告制度・公開買付制度では、株券等の保有割合・所有割合を算出する場合、他の投資家と共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している者の保有分・所有分を共同保有者・特別関係者として合算対象とするため、機関投資家が他の投資家と協調して個別投資先企業に対し行動を起こす場合、いかなる場合に共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している者に該当するかを具体的に明確にする必要があると指摘がされていた。「法的論点に係る考え方の整理」では、共同する株主としての議決権その他の権利とは議決権、株主提案権、議事録・帳簿閲覧権、役員等に対する責任追及訴訟の提訴請求権など株主としての法令上の権利を指し、それ以外の株主としての一般的行動についての合意に過ぎない場合は基本的に合意の相手方である他の投資家は共同保有者に該当しない旨を示している。

(31) 笠原基和・前掲注(15) 59-71頁を参照した、以下同。

(32) 特例報告制度は、日常の営業活動等において反復継続的に株券等の売買を行う金融商品取引業者等について、取引のつと詳細な情報開示を求めると事務負担が過大となるため、重要提案行為等を行わないこと等を要件として大量保有報告書と変更報告書の提出頻度や期限等を緩和する制度である。

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

3. インサイダー取引規制等—未公表の重要事実と投資先企業との対話—

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

4. 機関投資家のエンゲージメントの役割分担

日本版スチュワードシップ・コードでは機関投資家、投資先企業、顧客・受益者が相互に好影響を与えることが期待される。機関投資家内の役割分担として日々の対話は資産運用者としての機関投資家が行い、最終受益者に接近した資産保有者としての機関投資家は、資産運用者としての機関投資家の行動を通じて寄与を期待するという現実的な提案がされる（前文7）。その上で、資産保有者としての機関投資家はスチュワードシップ責任を果たすべく基本方針を示すこと、資産運用者としての機関投資家に対するコードの趣旨を踏まえた評価を行うことが期待される。

5. コスト負担

コスト負担の問題は、日本版スチュワードシップ・コードの形骸化を防止する上でも重要であり、機関投資家と顧客・受益者において投資のために必要なコストとしての認識の共有化が明記されている（前文7）。実際の対応としては、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることによるコスト分担（原則7指針3）、2012年7月英国ケイ報告（Kay Review）が提言する集中型ポートフォリオによりエンゲージメントに対し支払われるインセンティブを引き上げること⁽³⁴⁾が想定されよう。

6. グローバル対応の仕様

日本版スチュワードシップ・コードは海外投資家について意識し、我が国上場株式に投資する機関投資家を念頭に置き（前文8）、定義付けについても丁寧な説明と共にグローバル慣行を活用し、内外に向けた発信力の強化に努めている。我が国の実状を考慮して独

(34) 英国企業の長期的なパフォーマンスを向上させるための資本市場や投資家の役割について分析を行ったケイ報告（Kay Review）が提言する。伊藤邦雄「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～（企業報告ラボ 特別プロジェクトへの呼びかけ）」経済産業省（2013年10月）。

自性を追求するあまり、形骸化することを懸念したものである。

7. 定期的な見直しと形式主義防止

陳腐化、形骸化の防止の観点から、前文15において定期的な見直しに関する記載がなされ、見直しスケジュールを予め可視化し、実務的にも有効な手段といえる。ステewardシップの効果については定量評価が難しく、機関投資家においてはインセンティブが欠如しがちで、形式主義に陥ることも懸念される。本コードの趣旨を踏まえた評価について、評価する主体、対象ともに説明責任と判断が問われる。機関投資家は安易な形式主義でなく、適切に評価する実力を備えるべきこととなる。

8. 日本版ステewardシップ・コードのアプローチ—委託者の評価・選別、利益相反と受益者—

資産運用者としての機関投資家のアプローチは、委託者の資産保有者である機関投資家が評価・選別を行う。評価が形式主義に墮すことなく、利益相反の発生を前提に顧客・受益者の利益を第一とするような措置がとられているか（原則2指針2）も含め、短期的視点に偏らず、コードの趣旨を踏まえた評価（前文7）、知見の構築が望まれる。適切な評価と選別、自発的な事後検証を踏まえ、機関投資家のステewardシップ活動の改善にも繋がる⁽³⁵⁾。機関投資家が企業と車の両輪（前文5）となり、経済全体の成長にもつながる好循環の実現により企業価値向上と持続的成長が促進され、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るという機関投資家の役割の拡大が期待される。

第五章 英国金融規制の新たな展開と現地金融機関の実践—英国金融犯罪摘発事案, Approved persons, 監査等委員会設置会社の接点—

1. 英国コーポレート・ガバナンス・コードと Approved Persons 制度

(1) 英国コーポレート・ガバナンス・コード

英国コーポレート・ガバナンス・コード（UK Corporate Governance Code）とステewardシップ・コード（Stewardship Code）の一体的考察の下で英国金融改革法制、各コードの展開と実際、我が国の相似点など本邦進出現地法人のガバナンス、リスクマネジメントの新たな実践を探ってみたい。以下では、2014年3月筆者が独自に行った英国金融シティ地区のヒヤリング調査⁽³⁶⁾を基に英国の金融法制などに関する最新の状況を取りま

(35) 小口俊郎・前掲注(29)12-13頁。

(36) 2014年3月ヒヤリング調査。筆者が従前勤務していた日本政策投資銀行のLondon現地法人であるDBJ Europe Limited (Level 20, 125 Old Broad Street London EC2N 1AR, UK) に資料収集・ヒヤリングを行った。金融街中心地区シティのバンク・オブ・イングランドとロイヤル・エクスチェンジに隣接している。先方は、Hiroyuki Kato CEO (Chief Executive Officer, Member of the Board), Hideyuki Nagahiro COO (Chief Operating Officer, Member of the Board)。欧州・中東地域等における顧客支援、投融資・M & Aサービスの提供等を目的にロンドン駐在員事務所を現地法人化し、日本政策投資銀行の全額出資による子会社DBJ Europe Limited(本社ロンドン、資本金750万ユーロ)として設立された。英国金融サービス機構(FSA)の業務認可取得を受け、2009年11月10日より業務を開始。

とめ、考察を図る。

2008年の金融危機後、英国では2009年11月26日英国政府により英国銀行業界のコーポレート・ガバナンスの見直しの最終提案書であるウォーカー・レビュー (Walker Review) が出された。銀行のコーポレート・ガバナンスに関して Board (取締役会) の強化を図るべく、発達した金融技術が理解できる人材を登用し、Board member (取締役役) が理解できる情報 (Management Information) を Board に上げていくことが要求されることとなった。英国の現地金融法人が如何にコーポレート・ガバナンスの実践を模索し、実現を図っているかという問題意識の下に、筆者が従前勤務していた日本政策投資銀行の London 現地法人である DBJ Europe Limited へのヒヤリングを実施し、最新の状況を掌握することができた。コーポレート・ガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードに関する論稿はあるが、金融機関等への実践、適用・運用の実際等を考察し、Approved Persons など最新の議論を踏まえて論文として取りまとめた点に本稿の独創性、価値があると信ずる。

コーポレート・ガバナンス・コードに関して、直近では英国財務報告審議会 (FRC) から2012年9月改訂版コードが発出され⁽³⁷⁾、その中で Board の強化について、① Non Executive Director (非業務執行取締役) の強化、Chairman Leadership など上場企業向けのコーポレート・ガバナンスのあり方を示している。② リスクマネジメントについて、Board の中に Risk Management Committee (リスク委員会) を置き、CRO (Chief Risk Officer) を独立した立場で担当させる。Audit Committee (監査委員会) とは分離する。更に Internal Audit (内部監査) を担うセクションのあり方が議論となるが、別途発出されたガイダンスにより、Audit Committee, Risk Management Committee, Internal Audit の3つは分離させて設置する。これらについてウォーカー・レビュー⁽³⁸⁾は提言に止まっていたが、英国金融サービス機構 (Financial Services Authority FSA) が FSA Handbook の中で詳細にルール化し、実践に移したものである。

FSA のルール・ブックである FSA Handbook (注) の基本規準は、FSA のプリンシプル・ベースのアプローチに依拠しているが、行為規制 (Conduct)、数値規制 (Prudential) からなる。FSA のプリンシプル・ベースは、規制により消費者が享受し得る便益・効果を規制の結果として達成することを金融機関に求める結果アプローチを特徴とし、金融機関は FSA の示す規制の結果を踏まえ、自主的・自律的に対応を行うことが求められる。なお、英国の金融監督体制の変革は後述する。

(2) FSA Handbook の行為規制とコーポレート・ガバナンスの実践

行為規制については、組織のあり方として、FSA Handbook の中で内部統制 (System and Control) に関して詳細に記載される。具体的には Risk Control, Chairman の役割、CEO の役割が記され、ウォーカー・レビューの成果物を示す形となっており、FSA の傘下の金融機関はこの精神に従うことになる。FSA は2013年4月1日にツインピークス体

(37) The UK Corporate Governance Code, September 2012.

http://www.hm-treasury.gov.uk/walker_review_information.htm (英国財務省)

(38) 正井章彦「EUにおけるコーポレート・ガバナンスをめぐる議論—ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス・フォーラムの声明を中心として—」比較法学43巻1号(2009年4月) 1-46頁。

制として金融行為監督機構（FCA Financial Conduct Authority）、健全性監督機構（PRA Prudential Regulatory Authority）に分割され、FCAが投資会社、取引所、金融サービス業者、保険ブローカー、資産運用会社などの健全性規制、行為規制を担い、PRAは健全性監督上重要な金融機関（預金取扱機関、保険会社、主要投資会社）の健全性規制を担う⁽³⁹⁾。金融監督手法としては預金、株式など業務の種類毎に分類し（Regulatory Activity）、行為規制に関する監督機能はFCAにおいて全金融機関を対象に一括して担い、健全性規制の方は、FCA、PRAが分掌することになる。行為規制についてみると、CEO（最高業務執行責任者）、Chairmanなどのkey personはFCAの承認を受ける必要がある。

(3) Approved Persons 制度と金融危機の接点

コーポレート・ガバナンスの実践について、ウォーカー・レビューはリスク機能（Risk Function role）、議長の役割（Chairman role）などコントロール機能（Control Function）を細分化し、枠組みを用意している。ウォーカー・レビューでは Consultation paper は発出されたものの法的な強制力を持たず、精神的な枠組みに止まり⁽⁴⁰⁾、内容面を補完する意味合いから、行為規制においてCEO（最高業務執行責任者）、Chairmanなどkey personはFCAの個別承認を受ける必要があるものとされた（Approved Persons）。個人的資質を問われ、形式面でなく実質的な内容を求められる。本社の論行行賞によるローテーション人事・派遣では承認されない状況となっている。

かかる Approved Persons 制度は、2000年発効のFSMA2000（Financial Services & Market Act 2000）のsection59を根拠法令（条項）とし、法令に基づきFSA（FCA/PRA）Handbookにおいて詳細な規定がされる⁽⁴¹⁾。2009年ウォーカー・レビューにおいてChairmanや非業務執行取締役（NED）の責任と役割強化、Risk Committee設置などリスク管理態勢強化が提言されたが、当時のFSAはこの提言に基づき、コーポレート・ガバナンス・コード改訂の中でApproved Persons制度の一部変更を進めてきたものである。以下、Approved Personsに焦点を当てつつ、スチュワードシップ・コードとの一体的考察の下に英国のコーポレート・ガバナンスの理論と実践について考察を進めたい。

2. 英国の金融機関現地法人のコーポレート・ガバナンスに係る理論と実践

DBJ Europe Limitedを例にコーポレート・ガバナンスの実践をみると、Governance

(39) 銀行について、FCAは2000-3000社、RPAは50-60社が対象とされる。RPAは保険会社、投資会社など合計で約1700社。

(40) 林孝宗「イギリスにおけるコーポレート・ガバナンスの展開—非業務執行取締役の役割と注意義務を中心に—」社学研論集 Vol. 17（2011年3月）247-263頁参照、以下同。2009年12月FRCから統合コード改正に関してFinal Report、Consultation Paperが公表され、実務界など外部の声を検討し、2010年5月統合コードからUK Corporate Governance Codeに名称変更され、新コードが公表された。従前の統合コードと同様にキャドバリー報告書以来のソフトローによる規制を踏襲し、ガバナンス・コードも上場規則に採用され、上場会社に対する強制力は統合コードと同等である。ガバナンス・コードは、ウォーカー報告書を参考に多くの規定の追加、変更を行なっている。非業務執行取締役の注意義務に関して二重の規準などを解説しており、今後の我が国の監査等委員会制度導入について参考となろう。

(41) <http://www.fsa.gov.uk/doing/regulated/approved/persons>

Structureとして、取締役会（Board of Directors）に5名がおり、取締役会議長兼業務執行者（Chairman & Executive Director（Executive Chairman））、Executive Director（最高経営責任者（Chief Executive Officer CEO））、Executive Director（最高業務執行責任者（Chief Operating Officer COO））、非業務執行取締役（Non Executive Director（NED））2名となっている。内部監査（Internal Audit）、リスク委員会（Risk Committee）の各セクションはBoard of Directorsに報告・連絡を行う。英国型モデルであり、非業務執行取締役（Non Executive Director）2名をBoard of Directorsに配している⁽⁴²⁾。

次に、Board of Directorsのコントロール下に、経営執行委員会（Executive Committee）があり、Executive Chairman, CEO（Chief Executive Officer）、COO（Chief Operating Officer）の3名で構成される。Chief Operating Officerは、CRO（Chief Risk Officer）、Head of Planning & General Affairs, Human Resources Officer, Compliance & MLR Officerを統括している。またExecutive Committeeには、Advisorsが付いている。

Internal Auditに関しては、DBJ Europe Limitedの場合、通常の銀行における内部監査部門とは異なり、銀行業務の内部検査ではなく、対外用のために外部専門家に委託している。今後業務増大の場合には、通常業務面の内部監査の処理も検討されよう。Internal AuditはExecutive Committeeのラインに設置される。私見であるが、全体としてコンプライアンスもさることながら、戦略的な意思決定を念頭に置き、ERM（Enterprise Risk Management）の精神を重視し、多様なリスク、ケースを想定した大変優れた経営組織モデルと評価できる。Internal Audit機能における人員の人事、報酬面などの独立性の担保を図ることが鍵となろう。

業務面の実際に関しては、Head of CSFがCorporate & Structured Finance（EMEA）、CROがRisk Control⁽⁴³⁾とFacility Administration, CFOがTreasury, Back Office, Accountig & Tax, Head of Planning & General AffairsがPlanning, General Affairs, Human Resources OfficerがHuman Resources, IT Security OfficersがIT information Security, Compliance & MLR（Money Laundering）OfficerがRegulatory & Legalの各機能を担当している。マネー・ロンダリングに関しては、コンプライアンス機能と纏めて、CROとは切り離して単独のオフィサーに任せている。

3. Approved Persons ならびにリスク・コントロールと金融犯罪—3つの防衛線モデルの実際、最近の摘発事案と域外適用リスクおよびコンプライアンス—

(1) リスク・コントロールと3つの防衛線モデル

英国における金融監督のテーマは、リスク・コントロール（Risk Control）と金融犯罪（Financial Crime）に大別され、その監督の相違について以下に述べる。まず、リスク・コントロールについては、3つの防衛線モデル（the three lines of defence model）⁽⁴⁴⁾が

(42) <http://www.dbj.jp/en/co/info/governance.html> (Corporate Governance, Board of Directors, Audit & Supervisory Board Members and Executive Officers)

(43) Credit Fundation, General Control, ICAAP (the Internal Capital Adequacy Process), Liquidity Risk Control, Operating Risk.

(44) 銀行監督に関するバーゼル委員会は、2011年12月2日市中協議文書「銀行の内部監査機能」を公表し、2012

採用されている。第1の防衛線は業務管理（operational management）、第2の防衛線はリスク管理部門、コンプライアンス部門およびその他のモニタリング部門、第3の防衛線は内部監査部門となる。

3つの防衛線モデルについて、DBJ Europe Limitedの場合、具体的には第1の防衛線は営業、ITなど現場であり、各現場が自己判断によりリスクコントロールを行う。第2の防衛線はリスクマネジメント、コンプライアンスの各部門である。第3の防衛線は内部監査（Internal Audit）部門であるが、大規模銀行の場合は内製化して100人規模の体制を備えているが、少人数の場合は外注化することが多い。

(2) Approved Persons ならびにリスク許容度とコンプライアンスの対応—第2の防衛線、2007年資金洗浄規則と最近の摘発事案—

コンプライアンスに関しては、リスク許容度（risk tolerance）との関連が問題となる。私見であるが、銀行経営・監督の現場で、リスク管理とコンプライアンスが融合化し、境界線が不明確になってきつつあることの一例ともいえる。FSA（英国金融サービス機構）、分割後はFCA（金融行為監督機構）が監督官庁として銀行の検査に入る場合、検査対象・要求資料としては①リスク・マトリックス（Risk Matrix）、②コンプライアンスの2つである。

(イ) リスク・マトリックス—リスク許容度、Mitsui Sumitomo Insurance Company (Europe) (8 May 2012) 事件—

(イ)については、リスク許容度の存在を前提に、当該金融機関において潜在的なリスクは

年6月28日最終文書「銀行の内部監査機能」および市中協議文書に対してIIA（内部監査人協会）国際本部を含む38の機関のコメントを公表した。市中協議文書では、原則13説明文の paragraph 55に、3つの防衛線モデルが示される。第1の防衛線：業務管理（operational management）、第2の防衛線：リスク管理部門、コンプライアンス部門およびその他のモニタリング部門、第3の防衛線：内部監査部門である。最終文書（paragraph 60）では、「銀行の業務部門、管理部門および内部監査部門の関係は、3つの防衛線のモデルを使って説明できる。」とし、各防衛線ごとに説明が記載され、説明が詳細かつ丁寧になった。市中協議文書の paragraph 56では、「ある防衛線の不備は、原則として他の防衛線で検知されなければならない。しかし、最終文書（paragraph 61）では、「内部統制の責任は、1つの防衛線から次の防衛線（the next line）に移るわけではない。」と修正された。英国銀行協会（BBA）は、「下流の防衛線は上流の防衛線の不備を検知するべきであるが、その反対、すなわち第1および第2の防衛線が内部監査（第3の防衛線）の不備を検知することは期待されていない。市中協議文書は、誤解を避けるためこの点を明確にすべきである。」という意見を出した。次に、市中協議文書では、原則14は、「グループ企業や持株会社における内部監査は、親銀行によって一元的に整備されるべきである。」とされ、最終文書では全面的に書き換えられた。「銀行業を行う組織体内のすべての銀行に対して内部監査をする際に統一的な手続きを踏むことを容易にするために、銀行グループまたは持株会社形態の下での個々の銀行の取締役会は、次のいずれかが確実に行われるようにすべきである。（i）個々の銀行が内部監査部門をもち、その内部監査部門が自行の取締役会に対して説明責任を負い、かつグループまたは持株会社の内部監査部門長に報告する。（ii）グループまたは持株会社の内部監査部門が、個々の銀行における十分な範囲の内部監査業務を遂行し、個々の銀行の取締役会が受託者責任および法的責任を果たすことができるようにする」。日本内部監査協会 CIA フォーラム研究会報告「バーゼル銀行監督委員会「銀行の内部監査機能」の最終文書における市中協議文書からの変更箇所及び市中協議文書に対する各機関のコメントについての調査研究」研究会 No.24月刊監査研究 No.473（2013年4月）21-29頁。

何かについて英国における金融機関の監督手法である ARROW (Advanced Risk Responsive Operating Framework) のリスクアセスメント・フレームワークに従って、監督当局に説明することになる。ARROW については後述する。FSA に関して、リスク・マトリックス⁽⁴⁵⁾が近年問題となった公表事案として、我が国の損害保険大手の現地法人 Mitsui Sumitomo Insurance Company (Europe) (8 May 2012) 事件がある⁽⁴⁶⁾。ドイツの新ビジネス分野への業務拡大に関して適切な内部統制がとれておらず、特に FSA プリンシプル原則 3 が問題となった事案で、リスクマネジメント体制の構築の不備を理由に、現地法人 CEO に 3,345,000 ポンド (約 6 億円) の罰金が科せられている。その理由の中で、日本の論功行賞的な人事ローテーションにより現地法人の経営トップが任命されることが多いため、適切な人材が配置されていないことが指摘され、Board によるビジネス戦略面の監視を問題としている点で、戦略的リスクマネジメントである ERM の視点を重視していることが窺える。今後は CEO などの交代時に英語力、担当の役割をこなせる能力を身につけた人材であるかどうか、書類審査、個別インタビュー (審査側は 3-4 人、1.5 時間) により監督当局が認めた人物でないと認められないこととなっている。

コーポレート・ガバナンス、System and Control の不備、関連してビジネス戦略の変更においては Board による注意深い監視が必要としており、ERM に繋がる。また Board の機能を十全に発揮し、効率的な監視と分担を可能にするためには、良質で十分なマネジメント層からの情報が必要で、新分野ビジネス、英国の規制に関する十分な理解が求められる。新分野の進出に当たり、英国規制が要求する資本の積み上げなど、特に FSA プリンシプル原則 3 が問題となった事案である。FSA Final Notice をみる限りでは、コーポレート・ガバナンス、内部統制の対象をリスクマネジメントであるとし、この点では我が国会社法における内部統制の構造と類似する。また 3 つの防衛線モデルに基づいた経営陣の義務と責任の分離を求め、当該本邦企業は新 CEO、2 名の独立 NED (非業務執行取締役) などの配置により改善され課徴金の軽減 (1,435,000 ポンドの軽減) に繋がったとする。当該事件は、英国に進出する邦銀においては、人事上の大きな脅威となっているとされる。

(ロ) コンプライアンス—金融犯罪、Standard Bank (22 January 2014) 事件—

(ロ)については、リスク許容度は存在せず、遵守すべき規制が多くなり、リスクコントロールの仕方について、対象業務リストと対処方法をリストに従って、マネジメント側が当局に説明することが求められる。具体的には金融犯罪を念頭に、マネー・ロンダリング、テロリスト・ファイナンス、更には英国賄賂防止法である UK Bribery Act of 2010 関連の 3 つが当該分野に包含される。コンプライアンスに対処するためのリスクの洗い出しとコントロールが問題となる。マネー・ロンダリングに関しては、英国には我が国にはない規制が存在し、司法省・警察が担当するが、金融機関が「無償の警察官」として疑わしい取引に関しては自発的に顧客デューデリジェンスを行い、当局へ報告する必要がある、怠る

(45) ボックス・チェック型のリスクチェックであり、あらゆるリスクでなく重要性を有する部分を重点的に調べる。

(46) Financial Services Authority, FINAL NOTICE To: Mitsui Sumitomo Insurance Company (Europe) Ltd. Date: 8 May 2012, <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/final/msicel.pdf>, <http://www.fca.org.uk/static/documents/annual-report/fsa-annual-report-appendix-2.pdf>

と両罰規定により金融機関の経営陣個人も刑事罰の対象となる。私見であるが、疑わしいと思われる取引に対する事前予防体制の内部統制構築と両罰規定の組み合わせという構図は米国のFCPA（Foreign Corrupt Practices Act）など海外汚職行為防止法等とも共通する。

英国では2007年資金洗浄規則（Money Laundering Regulation 2007 MLR2007）において⁽⁴⁷⁾、①法人顧客の真の受益者の確認義務について規定され、②継続的な顧客管理に関する義務も定められている（MLR2007 規則8）。①についてみると、真の受益者の確認が必要となる取引の種類などについて、金融機関は以下のいずれかに該当する場合には、真の受益者の確認を含めた顧客デューデリジェンスを自ら実施しなければならない（MLR2007 規則7(1)）。(a) 継続的な取引を開始する場合、(b) 臨時の取引を実行する場合、(c) 資金洗浄やテロリストの資金調達が疑われる場合、(d) 過去において顧客特定や照合に用いた情報について、正確性や適切性が疑われる場合。リスクベース・アプローチであり、顧客が例外事由に該当すると信じるに足る合理的根拠がある場合には、金融機関に対し顧客デューデリジェンスは要求されないが、但し、資金洗浄やテロ資金供与の疑いのある場合は除かれる（MLR2007 規則13(1)）。罰則としては両罰規定であり、金融機関が「真の受益者」の確認を含めた顧客デューデリジェンスの実施に係る義務（MLR2007 規則7(1)）に違反した場合、監督機関（FSA）は適正と考える金額の罰金（civil penalties）を課すことができる（MLR2007 規則42(1)）。また、当該義務違反は以下の刑事罰の対象にもなる（MLR2007 規則45(1)）。(a) 即決裁判により、法定上限以内の罰金、(b) 陪審裁判により、2年以下の禁固または罰金、あるいはその両方。会社法人である金融機関による違反の場合、当該違反が当該金融機関の役員（officer）の同意または黙認の下に行われたものであったり、あるいは当該役員の怠慢に帰せられるものである場合には、当該役員も刑事罰の対象となる（MLR2007 規則47(1)）。

即ち、金融犯罪に対しては、Money Laundering Reporting Officer（MLRO）を1名置き、当該金融機関の関連情報を監督当局に報告することになる。このための金融犯罪に対する内部統制（System and Control）の構築が求められる。金融犯罪処罰の根拠法規制としては、2007年資金洗浄規則（両罰規定）、FCAハンドブック（罰金）の2つになる。

マネー・ロンダリングに関連し、FCAによる金融検査が行われ罰金が課された最近の公表事案として、南アフリカに本社を置くStandard Bank（22 January 2014）事件がある⁽⁴⁸⁾。金融犯罪防止のための内部統制構築がされていないことでMoney Laundering Regulation 20(1)違反との指摘を受け、7,640,400ポンド（約14億円）の罰金を科されている。今後は、金融機関は事前予防体制を整備することが求められ、整備・構築していないだけで処罰されることになる点で、英国賄賂防止法（UKBA）と共通するが、Bribery Act

(47) 金融庁「諸外国における金融機関のマネー・ロンダリング対策に係る調査」三菱UFJリサーチ&コンサルティング（2013年2月）参照。米国では現在、「FATF40の勧告および9の特別勧告の履行状況審査のためのメソドロジー」における勧告5に対応するための規制制定の過程にある。そのため現時点では、マネー・ロンダリングに関しては、米国の資金情報機関（FIU）である財務省金融犯罪取締ネットワーク（Financial Crimes Enforcement Network FinCEN）が2012年2月29日に公表した規制案提案に向けた事前通達（advance notice of proposed rulemaking）が参考となる。

(48) Financial Conduct Authority, DECISION NOTICE To: Standard Bank PLC, Date:22 January 2014. <http://www.fca.org.uk/static/documents/decision-notice/standard-bank-plc.pdf>

of 2010 (UKBA) の場合は実際に汚職行為など事案が生じて初めて内部統制の不備が問題となるが、マネー・ロンダリングの場合は事件が勃発しなくても不備が指摘される。

(3) 内部監査とオペレーショナル・リスク—第3の防衛線—

上記の第2の防衛線に続いて、第3の防衛線は内部監査 (Internal Audit) の機能がリスクマネジメントにおいては重要となる⁽⁴⁹⁾。英国内部監査協会 (Chartered Institute of Internal Auditors) が2013年6月金融機関向け指針 (Effective Internal Audit in the Financial Services Sector, Recommendations from the Committee on Internal Audit Guidance for Financial Services) を発出し、当該分野について理解ができる独立した内部監査人により情報提供がなされるべきことを規定する⁽⁵⁰⁾。英国 FCA の監督アプローチも内部監査の重視に変容しつつある。特にオペレーショナル・リスクに関する監査委員会監査が金融機関においては現下のホットイシューであり、4大会計事務所からの人材の動きもウォーカー・レビューが出された時期はリスクマネジメントに、一方現在は内部監査に多くの異動・転出がみられる。英国 FCA は、3つの防衛線の最後の第3の防衛線も重視し、直接チェックを行うようになっている⁽⁵¹⁾。またプリンシプル・ベースの考え方から、FCA はガイダンスを発出するのみで、新設されたガイダンス規定の個別金融機関の組織等への落とし込み作業は大手会計事務所が担うこととなった⁽⁵²⁾。

(4) 金融犯罪ガイドライン

金融犯罪関連の監督に関する最近の動きとしては、FCA から2013年4月金融犯罪ガイドライン (Financial crime: a guide for firms Part 1: A firm's guide to preventing financial crime, Part 2: Financial crime thematic reviews) が発出されている⁽⁵³⁾。この中ではマネー・ロンダリング、テロ活動資金、英国賄賂防止法 (UKBA) の3つを金融犯罪 (Financial Crime) と位置付けるが、同様にプリンシプル・ベースであることからガイダンスを出すことで内容の明確化を図っている。特に国際汚職行為防止法に関しては、agent を用いることが多く⁽⁵⁴⁾、agent における責任、資金決済方法、身元照会等のリスク分析が agent を用いる金融機関側に求められている⁽⁵⁵⁾。親会社の側における不正な意図の存在が鍵となり、また適切な管理体制を敷くことで、問題が起こったとしても会社として

(49) Effective Internal Audit in the Financial Services Sector, Recommendations from the Committee on Internal Audit Guidance for Financial Services, Chartered Institute of Internal Auditors, July 2013.
http://www.iaa.org.uk/media/354788/0758_effective_internal_audit_financial_webfinal.pdf

(50) 英国 FCA の監督アプローチも変化しつつあり、Hi Risk, Middle Risk, Low Risk の3分類のうち、Hi Risk は1年に1回、Middle Risk は4年に1回程度のチェックを金融機関向け、Internal Audit の責任者に対して直接ヒヤリングを行い、年間の監査計画の提出を求めるようになっている。

(51) 内部監査部は FCA の手下と称されている。

(52) 英国シティにおける1つの産業化現象となり (「ニューディール政策」)、会計事務所の繁忙に繋がっている。

(53) Financial crime: a guide for firms Part 1: A firm's guide to preventing financial crime, Financial Conduct Authority, April 2013.

(54) 拙稿「新たな国際汚職行為防止法の考察—域外適用と Red Flag 対処義務—」政経研究第50巻第3号 (2014年3月) 609-654頁参照。UKBA は Facility Payment としての僅少な金額の賄賂も認めていない。

(55) 近時、代表的再保険ブローカーのウィリス・リミテッド (英国) が賄賂に関し agent の件で問題となっている。

不正な意図がなかったことを説明できるようにすることが必要である。海外汚職問題に関しリスク指向の不徹底として、会社が贈賄リスクを直視・把握していなかったこと、贈賄リスクを踏まえた詳細な社内規定を備えていなかったこと、リスクコントロールの合理的な手順や仕組みを設けていなかったことの3つに集約される⁽⁵⁶⁾。

4. Approved Persons と通常監督

国際汚職行為防止法などの事前予防の見地から、コンプライアンス・プログラムの構築などが求められるが、金融犯罪、インサダー取引などに関して、CEO、スタッフなどのトレーニングが必要となる⁽⁵⁷⁾。特にCEOなど他現地法人等の経営トップに対しては、新任着任時の事前研修などを行い、業務に即応できる人材を監督当局側は求めており、ローテーション人事による人材が着任後に一定時間をかけて業務にキャッチアップすることは許容されていない。着任時に Approved Persons として FCA に登録することが必要となり、弁護士事務所などに委託した CEO などの研修内容は、金融犯罪などの研修ならびに Approved Persons の研修の2つが中核となる。内部統制の実効性確保としては、事前の体制構築という枠組み作りと共に、業務を担う CEO などの人材の承認という2本立ての制度となっている。

FRC と PRA の分離独立に伴い、FSA Handbook において Threshold Conditions Code (COND) が策定され、Approved Persons の内容も規定し、対象企業を拘束する。Approved Persons に対する Principles and Code をみると⁽⁵⁸⁾、先ず Principles としては integrity, skill など、説明可能な機能に対する skill, care and diligence, 市場の規範の遵守、FCA・PRA など規制機関との open, co-operative な deal, 規制機関側が期待するような情報の適切な開示、説明可能で重要な影響を及ぼす機能 (accountable significant influence function) を実践する Approved Persons はビジネス組織の効率的な統制に向けた組織形成のための合理的な段階を踏んでいること、などが求められている。ここでは市場との対話・開示もさることながら、監督当局との通常の付き合い (deal)、監督当局側が求める適宜開示情報という、監督当局主導かつ日々の通常監督が重視されている⁽⁵⁹⁾。次に Approved Persons に関する Code of Practice (行動規範) としては、FCA のルール

(56) 現地子会社などに関しては、親会社の側における、不正な意図の存在が鍵となる。適切な管理体制を敷くことで、問題が起こったとしても、会社として不正な意図がなかったことを説明できるようにすることが必要である。またリスク指向の不徹底として、海外腐敗問題に関し、会社が、①贈賄リスクを直視・把握していなかったこと、②贈賄リスクを踏まえた詳細な社内規定を用意していなかったこと、③リスクコントロールの合理的な手順や仕組みを設けていなかったことに集約される。この3つのステップを踏むことが、リスク指向の徹底につながる。高巖「外国公務員贈賄防止法に係わる内部統制ガイダンス」麗澤大学企業倫理研究センター（2014年3月20日）1-196頁。

(57) コンプライアンス・プログラム構築における Red Flag (危険な徴候) の認識と従業員教育、経営判断・妥当性との関わりなどに関して、拙稿・前掲注 (57) 参照。

(58) “DBJ Eourpe Limited Approved Persons Training” Tim Lewis, Heenal Vasu, TRAVERS SMITH, 27 February 2014.

(59) 金融危機の反省に立って、事前予防の観点から、年1回の金融検査でなく、オペレーショナル・リスクに焦点を当てた日常監督が重視されているといえよう。年1回の金融検査では事後のチェックに主旨する懸念がある。そのためにも、CEOなどが、自身でFCAなどと普段から綿密に接することが必要となり、所要の能力を備えた Approved Persons 制度が意義を持つことになる。

ブック (Statements of Principle and Code of Practice for Approved Persons) に準拠している⁽⁶⁰⁾。

5. 3つの防衛線モデルの理論と実際

3つの防衛線モデルの実際を現地法人 (DBJ Eouropé) において考察すると⁽⁶¹⁾、第1の防衛線 (First line of defence) は Head of Corporate & Structured Finance and CFO (Chief Financial Officer)、第2の防衛線 (Second line of defence) は CRO (Chief Risk Officer, enhanced by Risk Committee)、第3の防衛線 (Third line of defence) は内部監査 (Internal Audit) の各セクションが担い、コードの内容に準拠した構造をとっている。先ずは通常業務の枠組みにより最高財務責任者 (CFO) が第1の防衛線として役割を果たすこととなる。

私見であるが、内部監査 (Internal Audit)、リスク委員会 (Risk Committee) は取締役会 (Board of Directors) の直属となっており、ガバナンスも利いていようが、リスク担当最高責任者 (CRO) は Executive Chairman, CEO (Chief Executive Officer), COO (Chief Operating Officer) の3名で構成される経営執行委員会 (Executive Committee) の傘下であり、経営執行委員会自体は取締役会の統率下にあることから最終的には取締役会のガバナンスの枠内にあるとはいえ、経営執行に関する第2の防衛線の構築面で考察の余地無しとしない嫌いもある。CROの独立性の担保として、内部監査 (Internal Audit)、リスク委員会 (Risk Committee) 同様に取締役会の直属組織とすることも想定されよう。あくまでも役員 (officer) の一員であることから、経営執行委員会から完全に切り離すことは困難ともなろうが、並行してCROの人事・報酬面では取締役会の判断に委ねることも一案となる。現状では、CFOと並行して経営執行委員会の傘下であり、第1の防衛線と第2の防衛線の区分が不透明となりかねない懸念もあろう。また第3の防衛線に関しては、実際には会計事務所へ外注しており、今後業務量・業容の増加・拡大につれ、人員を配して自己アセスメントすることも検討されようか。総体として、非常に配慮され、ガバナンスも利いた優れたコンプライアンス・モデルと評価できる。

第六章 スチュワードシップ・コードと金融監督—行動原則と数値規制およびリスク管理と内部監査—

1. スチュワードシップ・コードと金融監督と我が国導入の示唆—2014年3月の新FCAガイドブックにおける行動原則ならびに数値規制—

機関投資家に関するスチュワードシップ・コードと金融監督の関係について検討してみたい。金融機関においては、アセット・マネジメント、議決権行使を行うインベストメント・バンク (投資銀行) などはスチュワードシップ・コードに対する取り組みを示し、さらには情報開示が求められる。

(60) FCA APER rulebook. 原則1は Integrity, 原則2は Skill, care and diligence, 原則4は Proper standard of market conduct, 原則3は Dealing with the FCA (and the PRA and other regulators) となり, Principles に対応する。http://fshandbook.info/FS/html/handbook/APER

(61) “DBJ Eouropé Limited Governance and control of risk”

FCAの金融機関に対する規制・監督アプローチは、大きく行為規制と数値規制(prudential supervision)に分類される。FSAハンドブックの行動原則(FSA Handbook: Principles for Businesses PRIN)をみると、以下の11原則が示されている⁽⁶²⁾。1. Integrity, 2. Skill, care and diligence, 3. Management and control, 4. Financial prudence, 5. Market conduct, 6. Customers' interests, 7. Communications with clients, 8. Conflicts of interest, 9. Customers: relationships of trust, 10. Clients' assets, 11. Relations with regulators。

さらに内部統制(Systems and Controls)に関しては⁽⁶³⁾、強固なガバナンス(robust governance)、コンプライアンス、リスクマネジメント、利益相反(manage conflicts of interest)、報酬規制等を内容とし、近時の問題となった事案(Enforcement examples)がFSA(FCA/PRA)から公表されている⁽⁶⁴⁾。

数値規制に関してPillars of conduct supervisionがあり、2014年3月に発出されたばかりのFCAガイドブック(The FCA's Approach to Supervision for C2 firms and groups)によれば⁽⁶⁵⁾、FCAの監督アプローチ(approach to supervision)のカテゴリーは、4 categories of supervision, 4 categories of prudential supervisionに分かれる。FCAのPrudential Approachとして、Pillar1. Proactive Firm Supervision (Firm Systematic Framework), Pillar2. Event-driven work, Pillar3. Issues and products (including thematic reviews)の3つがある⁽⁶⁶⁾⁽⁶⁷⁾。Pillar 1-3は、金融機関の最低所要自己資本の積み

(62) <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/PRIN/2/1>

(63) <http://fshandbook.info/FS/html/FCA/SYSC/4/1>

(64) ① UBS (Union Bank of Switzerland) 事件(詐欺事件における内部統制不備, 2012年), ② HBOS (Bank of Scotland) 事件(拡大戦略における不十分なリスクコントロール, 2012年), ③ Barclays, UBS, Rabobank and RBS (Royal Bank of Scotland) 事件(ロンドン市場のインターバンク取引金利であるLIBOR不正, 2012年)。HBOS事件は既述のMitsui Sumitomo Insurance Company (Europe) 事件と類似しよう。① FSA fines UBS £29.7 million for significant failings in not preventing large scale unauthorised trading, FSA/PN/105/2012,26 Nov 2012. <http://www.fsa.gov.uk/library/communication/pr/2012/105.shtml>

① FSA issues ban and fine of £500,000 against former HBOS executive, Peter Cummings, FSA/PN/087/2012,12 Sep 2012. <http://www.fsa.gov.uk/library/communication/pr/2012/087.shtml>

③ Financial Services Authority FINAL NOTICE To: Barclays Bank Plc, FSA Reference Number: 122702, Date: 27 June 2012. <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/final/barclays-jun12.pdf>

RBSについて, "RBS and Lloyds sued in New York over libor scandal", Friday 14 March 2014, <http://www.heraldscotland.com/news/home-news/rbs-and-lloyds-sued-in-new-york-over-libor-scandal.1394835564>

(65) The FCA's Approach to Supervision for C2 firms and groups, March 2014,

<http://www.fca.org.uk/static/documents/corporate/approach-to-supervision-c2-guide.pdf>

(66) FCA FACTSHEET How the FCA will supervise firms, <http://www.fca.org.uk/static/fca/documents/factsheet.pdf>

(67) ピラー1は最低所要自己資本(非予想損失/今後1年間)、ピラー2は所要自己資本(ピラー1に含まれていないリスク)である。バーゼル銀行監督委員会による新しいバーゼルⅢの枠組みにおいて、金融機関の所要自己資本の構成は、ピラー1、資本保全バッファー、カウンターシクリカル・バッファー(該当する場合)、G-SIFI/N-SIFIバッファー、ピラー2の合計となる。G-SIFI/N-SIFIバッファーは、国内の金融システムまたは世界的な金融システムのいずれかの金融安定においてシステム上、重要とみなされる金融グループ(グローバルなシステム上重要な金融機関(G-SIFI)、国内のシステム上重要な金融機関(N-SIFI))に付加される資本サーチャージである。「次の危機に備えた金融システムの構築 現下の対症療法的対策の間

増しに関わる数値規準であるが、Pillar 1 はベーシックなリスクに対応する所要自己資本であり、市場リスク、信用リスク、オペレーショナル・リスクの3つのリスクに対応する。Pillar2は、上記の3つのリスク以外に各金融機関において個別に相違があるリスクを自己アセスメントして自ら自己資本を積み増すものであり、具体的には流動資産、グループ間リスク、ビジネスリスク、IT リスクなどが該当する。リスク・マトリックスを用いてリスク評価を行い、リスク軽減（mitigation）策を図った上で資本バッファを積むことになる。Pillar1-2は、その時点（spot）のリスク分析に基づくものであるが、加えて時系列、さらには3-5年程度先の将来の景気変動による資本毀損などのストレス・テスト（stress test）を想定したPillar3を積むことになる。関連して、逆に当該金融機関が破綻するだけのストレスを想定・計算し、自己清算に必要なコストを算定する手法（reverse stress test）も近時は行われる。

Pillar3に関しては、Pillar1-2の文書化と開示も併せて求められる。この中にリスクコントロール、内部統制に関わる文書化と開示が含まれ、ここにスチュワードシップ・コードについての開示が必要となる。これらの内容は、最近の改訂によりFCAハンドブックに落とし込まれ、金融機関として自発的対応が迫られている。

我が国において類似制度の導入を考えた場合、レピュテーション・リスクはともかく、強制力の点で弱さがあり、事後的な金融検査などとは別に予防的なシステム構築が求められることは論を待たない。ソフトローとして上場規則への各種ルール盛り込み、開示徹底、中央銀行による通常監督の一層の強化を図り、さらにはスチュワードシップ・コードに関する導入枠組みの検討も進められている。近時は英国はシティというコードを遵守するに足りる人物的資質を監督当局の面談などにより実践してきており、進出する邦銀においても大きな脅威となっているとされる。ガバナンスの実効性確保については、従前から欧州市民社会という素地形成による寄与が大きいことが指摘されてきており、我が国には英国のようなガバナンス・コードも存在せず、単純な制度の模倣のみでは上手くいかない。スチュワードシップ・コード導入に際しては、こうした不備も踏まえて検討がされているが、実際に効果を上げるには時間を要しよう。金融規制改革に限っては、米国ドッド・フランク法の対応も大きな課題となっており、従来の我が国の規制と総合的な統一性を維持しつつ規制改革を進めることには、各規制の摩擦による効果の低減なども予想され、監督当局、金融機関側双方の相当綿密な努力が求められることとなろうか。

2. 英国金融規制改革と実際、我が国会社法改正の接点

(1) 英国金融法制のアプローチの考察—リスク管理と内部監査の要諦—

英国進出の金融機関の現地法人ヒヤリングを通じて、近時の英国金融法制のアプローチを考察してきた。① Boardとして、戦略面のリスマネジメントへの取り込みとしてERMへの即応性が求められている。②そのための規制枠組みの充足のみならず、実際に配置される経営トップの人材の資質が面談などを通して問われている（Approved Persons）。③プリンシプル・ベースを基本とし、きめ細かいガイドブックを発出することで実際の金融監督の実効性を向上させることを狙っており、そのためにもローテーション人事でなく、

題点を踏まえた提案」NIRA 研究報告書（2009年10月）、「上昇するか？減損提案が規制上の自己資本に与える影響」Deloitte LLP（2013）。

精緻な法規制の内容が理解でき、監督当局に求められる情報を適宜に作成・報告できる人材の養成と現地法律事務所などによる事前のトレーニングが求められている。④リスク・コントロールについては、3つの防衛線モデルが示され、第2の防衛線はリスクマネジメント、コンプライアンスの各部門であるが、コンプライアンスに関しては、リスク・マトリックスによるリスク許容度（risk tolerance）との関連が問題となる。銀行経営・監督の現場で、リスク管理とコンプライアンスが融合化し、経営判断原則の適用される境界線が不明確になってきつつあるといえる。英国では伝統的にERMが重視されてきたことが背景にもあるといえよう。消極的妥当性に関わる経営判断として、2010年英国賄賂防止法などのコンプライアンス・プログラム策定、経営陣自身の自己規律、従業員教育などにおけるコンプライアンスとの境界を示すことが必要となり、米国判例法理であるRed Flag（危険な徴候）の活用も検討されよう。⑤リスク許容度についてはMitsui Sumitomo Insurance Company (Europe) (8 May 2012) 事件、コンプライアンス・金融犯罪についてはStandard Bank (22 January 2014) 事件が注目され、両罰規定であることから邦銀などの対応が焦眉の急となる。⑥第3の防衛線では、内部監査とオペレーショナル・リスクが問題となる。

英国FCAの監督アプローチも内部監査の重視に変容しつつあり、業容拡大に伴い、会計事務所への外注から自社の人材育成も課題となる。特に当該分野では、事前予防として金融当局の通常監督が重要であり、この観点からもApproved Personsの存在が必須となるろう。

(2) 我が国の金融規制との比較検討

監督と執行の厳格な分離を図るモニタリング・モデルである米国型経営組織では、2008年金融危機、さらに遡及すれば2000年エンロン事件など、いずれも社外取締役の独立性の不徹底を危機の主因と考え、その後のサーベンス・オクスレー（SOX）法、ドッド・フランク法などでコーポレート・ガバナンスの強化を種々検討してきている。今般の我が国の会社法改正においても、社外取締役の必置化、社外要件の厳格化などが考察されてきている。他方で、金融危機の再発防止においては、社外取締役か、社内取締役かの2分でなく、英国型の非業務執行取締役（NED）の導入による改革が有効となると考えられる。取締役における業務内容の熟知、多様性の必要性が唱えられ、また単なる内部統制でなく許容されるリスクを取り込んだERM（戦略的リスクマネジメント）が重視され、取締役会において、コンプライアンスなどの監視・監督のみならず、リスクコントロール、ERMの機能を担い、また金融当局の通常監督にもコミットしうる人材が求められていることから、取締役会とオフィサーの分離のみならず、取締役会において戦略的意思決定も担わせつつ、十全な監督機能を発揮させるためには、英国型モデルの導入が検討される意義があろう。我が国会社法改正における監査等委員会制度の導入は、委員会設置会社の導入企業がそれほど多くないために社外取締役導入を推進するための消極的な動機付けでなく、こうした積極的な意味合いから、今後の検討が求められることになる。

3. スチュワードシップ・コードと英国金融規制の交錯

スチュワードシップ・コードに関しては、短期的視点に偏りがちなアクティビストから

長期的視点に立った機関投資家による経営陣とのエンゲージメント強化を働きかけるものとなるが、FCAのPrudential Approach（数値規制）に関してPillars of conduct supervisionがあり、2014年3月に発出されたばかりのガイドブック（The FCA's Approach to Supervision for C2 firms and groups）によれば、ストレス・テスト（stress test）を想定したPillar3に関しては、Pillar1-2の文書化と開示も併せて求められる。この中にリスクコントロール、内部統制に関わる文書化と開示が含まれ、ここにスチュワードシップ・コードについての開示が必要となる⁽⁶⁸⁾。これらの内容は、最近の改訂によりFCAハンドブックに落とし込まれ、アセット・マネジメント、議決権行使を行うインベストメント・バンク（投資銀行）などの金融機関として自発的対応が迫られている。

我が国においては日本版スチュワードシップ・コード導入が既に提示され、英国のようにコーポレート・ガバナンス・コードを持たない現状において、実効性のある改革枠組みが検討されている。英国では、規範（code）あるいはハンドブックという法律ではない規制が中心となるが、規制としての実質的なエンフォースメントはジェントルマンシップとして金融の中心であるシティに存在することができないという欧州市民社会ルールが背景に厳正に確立している。金融危機の再発防止の観点から、事前防止としての通常監督が重視され、Approved Personsの制度が徹底されてきていることも、同様の考え方の一環であろう。我が国においては、大きな制度枠組みは米国方式により、原則的には企業活動は自由ながら、実質的なエンフォースメント枠組みの不足がとくに指摘される（上村達男教授）。近時の英国金融法制の改革と我が国規制のあり方をみると、さらにその感を強くする。Comply or Explain原則の導入によるスチュワードシップ・コード導入にしても然りであろう。単純な日本版スチュワードシップ・コード策定・導入を上場規則などのソフトローで図るとしても、上記の背景を異にする限りは実効性は疑問とならざるを得ない。金融検査と共に、通常監督を重視するのであれば、英国では中央銀行に権限を集約し、金融庁（FAS）解体を図ったが⁽⁶⁹⁾、我が国においても日本銀行が所要の監督人員を確保して通常監督するにせよ⁽⁷⁰⁾、中央銀行の組織である限りはエンフォースメントに限りがある。英国の場合は、実質的にCEOなどが金融の中心地で活動できない制裁が存在するが、Approved Personsの制度のない我が国では、通常監督違反に対する制裁は現実には金融庁が業務停止処分などを行っており、反社会的勢力との取引、システム障害などの明確なコンプライアンス事案に止まり、事後制裁的である。今後は、各金融機関が自発的にERMのリスク管理体制を組織として取り入れ、通常監督と併せて、コンプライアンスのみならず、一定の重要な消極的妥当性に関わる経営判断事項についても、監視の目を自発的かつ他律的に、重疊的に強化していくことが将来の金融危機の再発防止の鍵となろう。英国のような市民社会ルールの形成には相当な時日を要しようが、一方では米国金融改革法制であるドッド・フランク法の域外適用ならびにガバナンスや破綻処理などの実質的影響、さらには金融システムの重要な影響を及ぼしかねない一定規模以上の金融機関等に対

(68) 田村俊夫（みずほ証券）「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治革命-「所有と経営の分離」の終わりの始まり？」証券アナリスト協会（2014年2月14日）。

(69) もっとも記事・論文等でFCA（FSA）等と併記されることも散見され、実質的にはFCAなどとしてFASの実質は存続しているとみられる。

(70) 我が国の金融庁ではオペレーショナル・リスクなどの通常監督に十分な人員は現状ではないと思われる。

してはバーゼル規制の適用が進むとみられ、国内の会社法改正、金融商品取引法、銀行法に加えてソフトローである上場規則、日本版スチュワードシップ・コードなどの全体的な整合性をいかに保つか、今後の金融法制においては大きな課題が残されている。

第七章 英国の Approved Persons に関する金融犯罪事件におけるアナロジー

Approved Persons に関連し、第2の防衛線として内部統制 (Systems and Controls) が問題となったリスク許容度ならびにリスク・マトリックス案件の検討を深めたい。① UBS 事件 (詐欺事件における内部統制不備, 2012年), ② HBOS 事件 (拡大戦略における不十分なリスクコントロール, 2012年), ③ Barclays, UBS, Rabobank and RBS 事件 (LIBOR 不正, 2012年) が近時の金融犯罪として俎上にのぼる⁽⁷¹⁾。以下では、HBOS 事件を考察していきたい。

UK bank である HBOS 事件 (FSA issues ban and fine of £500,000 against former HBOS executive, Peter Cummings, FSA/PN/087/2012, 12 Sep 2012.) は、Mitsui Sumitomo Insurance Company (Europe) 事件と類似の行政処分事案といえる。FSA の審決をみると、HBOS (Halifax Bank of Scotland) の chief executive であった Peter Cummings に対し、CEO 個人としては過去最高額の500,000ポンドの罰金を課している。due skill, care, diligence in managing の点で Approved Persons に関する FSA のコード (breaching Statement of Principle 6 of the FSA's Code of Practice for Approved Persons) に違反した旨が記載されている。拡大戦略 (an aggressive growth strategy) がコントロール面の弱さを内包したまま進められたが、スタッフはリスク以上に利益追求にインセンティブを与えられ、リスクマネジメント (risk management) はビジネス上の束縛 (a constraint) とみなされてきたとし、内部統制の欠如した事案である。個々の部署のアセスメントも楽観的なものであり、Mr Cummings は HBOS の監査委員会、リスク担当部の指示したレベルには従っていなかった⁽⁷²⁾。特に組織文化を問題視し、戦略的リスクマネジメントである ERM における統制環境を持ち出している感がある⁽⁷³⁾。また内部コントロールにおける長期的、持続的成長を確実にすることの重要性を強調し⁽⁷⁴⁾、スチュワードシップ・コードの精神とも合致している。

本事案は、CEO に個人としては過去最高額の罰金を課した金融犯罪案件であり、合わせて HBOS における役職に就くことを禁止している。Approved Persons に関する Statement of Principle 6 (Statement of Principle 6 of the FSA's Statements of principle and code of Practice for Approved Persons) の不遵守、ならびに Bank of Scotland が Principle 3 (Principle 3 of the FSA's Principles for Businesses) に違反していることを

(71) 前掲注 (64) 参照。

(72) a culture of aggressive growth without the controls in place to manage the risks associated with that strategy. 前掲注 (64)。

(73) robust controls are imperative to ensure growth is achieved in a way that is both stable and sustainable. 前掲注 (64)。

(74) 監査委員会やリスク担当部は責任がなく、Mr Cummings の独断としている感があるが、個人の判断をチェックするシステムこそがリスクマネジメントのはずで、若干の疑念を覚える。

認識していたことを処分の理由に掲げている。

事案を通じて、Mitsui Sumitomo Insurance Company (Europe) 事件では本社によるローテーション人事、他方で本事案ではリスクコントロール（内部統制）を問題視している点で相違はあるが、いずれも単純なコンプライアンス違反の事例ではなく、Approved Persons に関するコード違反とする点では共通する。Mitsui Sumitomo Insurance Company (Europe) 事件と異なり、外資をターゲットとして事案ではなく、純粋な域内適用案件である。

特に HBOS 事件では、処分の理由は FSA のコード原則違反であるが、ペナルティについてはコード原則ではなく、2000年金融サービス市場法第66条 (section 66 of the Financial Services and Markets Act 2000) に従ったものであることを明示している点が注視される。処分の根拠はコードとしつつ、エンフォースメントは法制度に依拠している点、よりルールベースとしての強行法規性が強まっているといえようか。リスクマネジメント案件ながら、コンプライアンスの要素も強く、規制当局側の強い取締りの意思が窺える。英国国内案件に対してはエンフォーメントの法規が明示されるが、MSIEu 事案については罰条根拠が今ひとつ明確でない。上場・非上場の相違はあるが、こうした点にも規制当局側の恣意性を伺うこともできようか。

HBOS 事件では、戦略面 (strategy) について立案内容でなく、実行過程におけるリスクコントロール機能の担い手として Approved Persons 制度の適用が問われた。CEO の戦略面の失敗を契機に、Approved Persons の要件を適時的に適用しており、状況次第で要件が緩和され、適用の有無が変化しうる点で予測可能性における不透明さ、恣意性が懸念される。due skill の意味合いも明確でなく、CEO の採った拡大戦略が余程目に余ったことが直接の処分の理由であろうが、FSA の Final Notice には損失額の記載もない。Code 違反である限り、明確な金額基準などはないとしても、リスクコントロール（内部統制）の欠如を問う場合の基準の明確さの点で、不透明な感が否めない。

私見であるが、英国規制当局の FSA (FCA・PRA) は Approved Persons の適用を拡大する傾向にあるが、リスクコントロールなど Approved Persons の機能を中核となって最も体現しうるのは非業務執行取締役 (NED) であるといえよう。我が国では会社法改正により新設される監査等委員会委員が想定される。社内情報に疎くなりがちで、そのため情報開示・提供を常に求めるための法整備並びに社内体制が必要とならざるを得ない社外取締役のみでなく、社内の業務執行を担わない取締役が協働してこうした監視機能を担うところに大きな特長の1つがある。コンプライアンスのみであれば社外の法律家などで充足し得ようが、経営の妥当性・効率性については従前は各委員会において CEO、COO などの参加を得てチェック機能が果たされてきた事例が少なくない。英国型のガバナンスでは、監査委員会に限定されず、社内取締役でありながら監視・監査機能に専念する人員配置がされ、こうした CEO などからの影響を排除しうる点に利点があろう。Approved Persons、非業務執行取締役 (NED) の機能は、コンプライアンス案件よりも、経営判断原則 (business judgment rule)、経営の妥当性、利益相反 (conflict of interests) など、判断事項が関わる局面においてその効用を発揮しうるものであろう。Approved Persons は特にこうした非業務執行取締役の機能を規制当局側がチェックする場合に機能を担保しうる制度ともなるか。本来的には各企業による自主的な対応を主とするはずのところ、

Comply or Explain の市場主義的アプローチを超えて、エンフォースメントを強化しつつあるとみることもできる。Approved Persons が対象について拡大適用され、また本国本社の多くの業種を傘下に抱える金融持株会社にも域外適用がかかるとすれば、業際、かつ多重にも適用が広がっていくことになるだろう。

第八章 Approved persons とスチュワードシップ・コードの域外適用リスク等の試論—恣意性ならびに多重・重畳適用の衝突リスクと国際私法の規律—

1. Approved persons と FCA 規制—スチュワードシップ・コード適用—

現地法人ヒヤリングを通してリスクガバナンスの試論を提示したい。Approved persons の事項は FCA の Principles for business の構成要素の 11 Principles に位置している。英国当局は諸外国の子会社が国内で経営されている場合、スチュワードシップ・コードやコーポレート・ガバナンス・コードの適用内であるならば FCA の定める Approved persons の要件を満たすように要求する。スチュワードシップ・コードやコーポレート・ガバナンス・コードと FCA の既存規制を合わせることで国内のほとんどの海外企業子会社に対して FCA の規制を及ぼすことが可能となると考えられ、また 2 つのコードには手を加えず、FCA 関連規則を修正することで規制の対象・態様は無限に広がりうるともいえよう。英国進出の金融機関など現地法人に対しては、FCA 関連規制につき、2 つのコードを媒介・仲介項として当局の恣意的な規制の網がかぶせられる怖れがある点で国際汚職行為法同様のリスクがある。

2. Mitsui Sumitomo Insurance Company (Europe) Ltd の事件から考えられること

この事件の論点を改めてみてみたい。三井住友海上グループホールディングスは英国内の子会社の株主（本社）であるため、スチュワードシップ・コードの適用対象となる。よって FCA の定める Approved persons の要件を満たさなければならない。FSA の Final Notice (8 May 2012) を分析すると、①対象につき、Mitsui Sumitomo Insurance Company (Europe) Ltd (MSIEu) は、今や MS&AD グループの 1 つである三井住友海上グループホールディングスの完全子会社である⁽⁷⁵⁾。かつて MSIEu は英国外の企業で対象外であったが、現在はドイツやフランスなど欧州のエリアに進出してきており、ついにはロンドンにも設立したため、当局がスチュワードシップ・コードの規制をかけることができる対象内に入ったことが示される。②事例について、三井住友現地法人の親会社が directors を任命したが、選出の仕方は非合理で、かつ directors（取締役）は Approved persons ではないという判断を当局は示し、日本市場と性質が異なるので安易に日本式で決定すべきでないとした⁽⁷⁶⁾。

(75) MSIEu is 100% owned by the Holding Company which is in turn owned by the Parent Company. . . . It is now part of the Japanese MS&AD Group which is one of the world's largest non-life insurance groups. 前掲注 (64)。

(76) コーポレート・ガバナンス、System and Control の不備を指摘し、関連してビジネス戦略の変更においては Board による注意深い監視が必要としており、ERM に繋がる。また Board の機能を十全に発揮し、効率的な監視と分担を可能にするためには、良質で十分なマネジメント層からの情報が必要で、新分野ビジ

私見であるが、100%子会社であることが根拠の1つとなっており、今回はスチュワードシップ・コードの対象として本社に適用されている感があるが、示された行動内容はコーポレート・ガバナンス・コードの行動規範の内容と類似する印象を受ける⁽⁷⁷⁾。スチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードは本来1つの統合規範が分離したものであるため相関性が高く、裁決者が適用を恣意的に選択できる要素があろう。

3. Standard Bank 事件について

Standard Bank 事件は、南アフリカの最大手銀行 Standard Bank が FCA の規制する PEP (Politically Exposed Person) に該当する顧客と取引したとしてマネー・ロンダリング規制を受けたという内容である。Politically Exposed Person の該当性は明確でなく、やはり FCA の恣意的判断基準により決定、規制される可能性がある。

4. Approved person 事項と FSA 原則

英国 FSA は解体され、政権交代により FCA に権限などが委譲されたが、依然として FSA の名称で規則などが残されている。どちらのコードの適用か、必ずしも明確ではない所以である。Approved persons は FSA により選定される会社のコントロールに適した人材である。金商法の適合性・公正原則に相応する内容 (the FSA's Fit and Proper

ネス、英国の規制に関する十分な理解が求められる。新分野の進出に当たり、英国規制が要求する資本の積み上げなど、特に FSA プリンシプル原則 3 が問題となった事案である。FSA Final Notice をみる限りでは、コーポレート・ガバナンス、内部統制の対象をリスクマネジメントであるとし、この点では我が国会社における内部統制の構造と類似する。また3つの防衛線モデルに基づいた経営陣の義務と責任の分離を求め、当該本邦企業は新 CEO、2名の独立 NED (非業務執行取締役) などの配置により改善され、課徴金の軽減 (1,435,000ポンドの軽減) に繋がったとされる。

- (77) 英国子会社は非上場企業と考えられるため、スチュワードシップ・コードの直接適用のケースではないとも考えられるが、完全子会社であることを処分事由に掲げており、明示はしていないが、スチュワードシップ・コードも念頭に置いて処分したものとみられる。2つのコードを合わせた全体の規範を適用した事案といえよう。加えて、Final Notice を読んでも、英国における金融機関の監督手法 (ARROW) のリスクアセスメント・フレームワークに従ったもので、breaches of Principle 3 of FSA Principles. Approved persons 適用の文言はあるが、エンフォースメントの名称・根拠などについては必ずしも明確にされない。全体として、スチュワードシップ・コードを適用したのか否かも含め、不透明さが残る印象を受ける。他方、同じく Approved persons 制度が適用されたリスクマトリックス案件である HBOS 事件 (拡大戦略における不十分ナリスクコントロール、2012年) では (前掲注 (64))、処分事由は FSA のコード原則違反 (breaching Statement of Principle 6 of the FSA's Code of Practice for Approved Persons)、ペナルティについてはコード原則でなく、2000年金融サービス市場法第66条に従ったものである点が明記される。両案件は、拡大戦略におけるリスクコントロールを問題視した点では類似性が高いが、海外案件に対する規制当局側の恣意性を伺うことができようか。もっとも、損失計上ではなく、人事ローテーションという計数化し難い点を問題視する限りは、こうした不透明さが残ることに已むを得ない側面もあろう。また金融サービス市場法は、2000年に上場関連の権限が LSE (ロンドン証券取引所) から FSA (金融サービス機構) に移された折、上場規則違反の制裁規定が置かれ、統合規範のエンフォースメントに繋がったものである (この点は、林孝宗・前掲注 (40) 261頁注 (13) 参照。Alan Dignam, Capturing corporate governance: The end of the UK self-regulating system, (2006) Vol4 (1), International Journal of Disclosure and Governance, at p.24)。従って、上場・非上場による扱いの相違は存在することも否めない。対象が非上場の場合は、エンフォースメントの根拠が明確な法ではなくコードなどに委ねられている可能性もある。この点は、更なる考察対象としたい。

test) も述べられる。具体的な資質として, (a) honesty, integrity and reputation, (b) competence and capability, (c) financial soundness などが要求される。

海外企業が英国と関連するとき, スチュワードシップ・コードまたはコーポレート・ガバナンス・コードの適用を受けるかのアプローチをかけ, 該当した場合は FSA の規制, つまり approved person 事項を厳守するように強制させる。英国に子会社を持つ全ての会社が, ①その子会社の株を所有している (スチュワードシップ・コードの対象), または②ガバナンスにおいて関係性がある (コーポレート・ガバナンス・コードの対象) ので例外なく, FSA の規制や原則を遵守することが要求されることとなろう。

5. Approved persons の対象の考察

FCA 規制の Approved persons について, どこまで規制対象になるのかは必ずしも明確ではない。印象として manager, director などの経営幹部のみでなく, 範囲が拡大し, 英国現地法人で働く全ての社員に拡大する可能性もある。この点も規制当局の恣意性に関わり, FCPA, UK Bribery Act of 2010の適用拡大と厳罰化の動きと軌を一にするリスクがある。我が国の長期的雇用慣行等に影響を及ぼしかねず, 後手に回ったその場しのぎの措置, 現場任せや法務部限りの対応でなく, 事前予防として経営トップ主導による人事制度改善と平仄を合わせた改革, リスク対応プログラムの構築が求められる。内部統制・会計条項を含むコンプライアンス・プログラム構築などが海外汚職行為防止法では求められるが, 同様の観点からのコンプライアンス対応が必要となろう。

6. コード適用の交錯と域外適用の影響ならびに国際私法規律—国際間の多重・重畳適用の衝突リスクなど—

以上から, 英国進出現地法人を抱える本邦の金融機関において, 本社はスチュワードシップ・コード (域外適用), 現地子会社はコーポレート・ガバナンス・コードならびにスチュワードシップ・コード (現地子会社が他に投資を行っている場合⁽⁷⁸⁾) の二重適用の怖れがある⁽⁷⁹⁾。これらが現地法人と本社に同時適用される懸念もある。コードに止まる限りはエンフォースメントの点で問題は少ないとも思料されるが, 本社において人事制度を見直さざるを得なくなり, その意味合いの実質的な域外適用の影響も見逃せない。直接の親会社である三井住友海上グループホールディングスのみならず, さらにその親グループである MS&AD グループにも多重に及びかねない。他方, 英国子会社に対する本社株主として日本版スチュワードシップ・コード自体の適用も想定される。今後世界的に独自のスチュワードシップ・コードの導入を図る国や機関投資家が増加してくると, こうした国際進出企業に対する域外適用 (Extraterritorial Application) を含む内容の相違するコー

(78) 現地孫会社など現地子会社が中間持株会社形態をとる場合が想定できる。域外適用といっても, 現地法人自体は英国に存在し, 効果主義を持ち出すまでもなく, 客観的属地主義に基づくもので, 域内適用といった方が正確かもしれない。また日本版スチュワードシップ・コードの適用としては, 投資先は英国にあるが, 本社は日本本国にあり, これも域内適用として扱うことができようか。拙稿「国際取引における域外適用ルール統一化ならびに秩序形成に向けて」日本法学第79巻 第1号 (2013年6月) 参照。

(79) 域外・多重適用について, Neil MacBride・Ted Paradise`Keys to Crisis Management in Response to Global and Interconnected Enforcement Actions`Davis Polk & Wardwell LLP, June 10, 2014.

ド適用の交錯により、企業サイドの混乱を招致しかねず、準拠法、消極的抵触における反致（renvoi）など国際私法の絡む問題にもなりかねない。法規制でなくプリンシプルあるいはコードであるため、国際連携を基にソフトローによる国際礼讓主義（international comity）、特に他国の利害にも配慮した消極的礼讓（negative comity）に依拠した一定の規律づけが望まれる。もっとも、後述のソフトローによる規律付けゆえの問題点などもある。

第九章 スチュワードシップ・コードと会社法改正、Approved Persons 制度ならびに非業務執行取締役—国際経営法の新展開—

1. スチュワードシップ・コードと会社法改正ならびに非業務執行取締役

国際的な企業展開を図る企業において、スチュワードシップ・コードと会社法改正の両面からコーポレート・ガバナンスの対応が迫られている⁽⁸⁰⁾。我が国のコーポレート・ガバナンス改革に関して、企業の経営陣に対しては2014年6月20日にコーポレート・ガバナンスを中心とする会社法の一部を改正する法律案が成立し（会社法改正）、また株主に対しては2014年2月26日日本版スチュワードシップ・コードが策定・公表されており、この2本立てで今後のコーポレート・ガバナンス改革が行われることになる。会社法改正の柱は監査等委員会設置会社を中心とするコーポレート・ガバナンス改革への対応であり、これは非業務執行取締役を柱とする英国型ガバナンスモデルと相似する面がある。

他方で、株主に関しては機関投資家のエンゲージメント・対話を通して、株主価値というよりも長期的な企業価値向上に向けた経営陣の取り組みが求められ、機関投資家に対するスチュワードシップ・コードが検討の俎上にのぼっている。スチュワードシップ・コード自体が英国の一連のコーポレート・ガバナンス改革の発展の中で形成されてきたが、その重要な一部を形成するComply or Explain原則にしても、会社法改正に取り込まれ、企業側としては「社外取締役を選任することが相当でない理由」の株主に対する内部統制関連の説明義務が生じ（会社法改正案327条の2）、さらに当該理由は事業報告の内容となる⁽⁸¹⁾。2012年英国スチュワードシップ・コードでは、7原則について若干の修正を加え、Comply or Explain原則については、遵守しない場合には単に説明をすれば足りるのではなく、意味のある説明（meaningful explanation）を要するものとした。スチュワードシップ・コードの提示する原則を維持するため、説明により明確な合理性を要求する趣旨である。投資家は、意味のある説明により、それを評価し、当該企業のスチュワードシップ・コードにおけるスチュワードシップについての基本的考え方・取組を理解することが可能となる。長期的企業価値向上に向けて、Comply or Explain原則の意味のある説明を通し、機関投資家と経営陣とが協働化するwin-winの関係の構築が可能となろう。このた

(80) 長谷川俊明弁護士「株主総会のグローバル化」日本大学比較法研究所英米法研究部会講演（2014年3月7日）。同「株主総会のグローバル化」国際商事法務 Vol.42, No.1（2014年）115-117頁参照。

(81) 中西和幸・小磯孝二・柴田堅太郎・辻拓一郎「社外取締役を選任することが相当でない理由」商事法務 No.2025（2014年2月）14-24頁、佐藤寿彦（東京証券取引所上場部企画担当調査役）「社外取締役がない会社に求められる説明—英国における議論と投資家へのヒヤリングを踏まえて—」No.2024（2014年2月）12-21頁。

めには、スチュワードシップ概念の明確化と共に、資産保有者の役割の明確化、集团的エンゲージメントに関する情報提供の強化、スチュワードシップの適用範囲の拡大（海外機関投資家のサイン・アップを認める）などが課題となる⁽⁸²⁾。

2. 企業サイドの今後の取組み—国際経営法の新たな観点—

2008年金融危機を契機に米国ではドッド・フランク法による金融改革が進められるが、同法は包括的にパンドワゴン（便乗条項）として、コーポレート・ガバナンスに関する種々の改正を盛り込んでおり、域外適用問題と併せて、金融機関以外の企業も大きな影響を受けることになる。他方で、我が国会社法改正では、上記の通り、企業経営側、機関投資家共に、英国型モデル・理念が鍵となる。私見であるが、我が国の国際展開を図る企業としては、①、②の双方の観点からの取組みが求められ、米国型の原則自由で一定の行動に対する厳しい規制という方式、自己規律重視型の欧州市民社会ルールを背景とした approved persons を一例とした英国型のアプローチの共生・調和モデルの構築が求められることになろう。ドイツの共同決定法とも異なる監査役制度を有する我が国のコーポレート・ガバナンス法体系において、今般の一連の制度改革は、さらなる我が国独自のコーポレート・ガバナンス体制の構築に向けた嚆矢となろう。従前は、日本型か、米国型かの2分の議論の中で進められた社外取締役の社外・独立性の徹底など米国型モニタリングモデルの形式的追求から、魂を込める方向への転換点ともなるであろう。

3. 日本版スチュワードシップ・コードの導入と実践における Approved Persons 制度ならびに非業務執行取締役

英国のコーポレート・ガバナンス・コードとしては、その最新時点のものとして2010年規範が検討対象となる。FSA Handbook において Threshold Conditions Code (COND) が策定され、Approved Persons が規定されている。Approved Persons に対する Principles and Code は、本法の英国進出現地法人も規制対象となり、従前の大企業・金融機関におけるローテーションあるいは論功行賞人事の見直しも余儀なくされることとなろう。グローバル企業においては全社的コーポレート・ガバナンスあるいは内部統制・コンプライアンス、リスクマネジメント体制を敷いており、子会社の動向を通じて本国の本社の人事制度・規範にも逆に少なからぬ改革に向けた影響を及ぼすこととなろう。

私見であるが、Approved Persons 制度導入は、我が国会社法改正の中の監査委員会等設置会社における非業務執行取締役（NED）による改革に通じるものといえよう。今次の改正においては社外取締役の社外要件も一層厳しくなるが、法文に書き込まれる形式面主体の厳格化と合わせて、監査委員会等設置会社制度では指名委員会、報酬委員会の機能も付与しつつ、非業務執行取締役による改革を指向しており、コーポレート・ガバナンス改革を進める上での実質面からの必要条件ともなろう。同じくコモンローとはいっても英国と米国では相違もあり、米国ではエンロン事件以降、社外・独立性要件の強化を図ってきたところであるが、リーマン金融危機では再び米国大企業におけるコーポレート・ガバナンスの欠陥も指摘された。我が国では金融危機後の経済不況に見舞われたものの、金融

(82) 神作裕之・前掲注(2)。

危機自体に関しては大きな金融機関の破綻は発生しておらず、長期的雇用と昇進、教育・研修を前提とする我が国のこれまでのコーポレート・ガバナンス・システムの利点も生かしつつ、英国のコーポレート・ガバナンス・コードを取り入れていくことが提案される。我が国ではコーポレート・ガバナンス・コードが英国のような形では存在せず、今後の改革に向けてはスチュワードシップ・コードと合わせて策定・導入が検討される。非業務執行取締役（NED）につき、法的義務と責任、米国における忠実義務の規範化概念の考察、社会規範と法の相互に作用する側面などは後述する。

米国法の影響を受けている我が国法制度を前提とする限り、会社法改正の実務導入において、英国の Approved Persons 制度の導入と共に、法文の理解の中にコードの考え方を入れていくことで、形式面に止まらず、実践的なコーポレート・ガバナンス改革を進めることが可能となろう。その場合、判例法形成を待つのか、何らかのガイドライン発出を図るのか、我が国の企業の実態に見合った独自の規範意識形成が求められる。

次に、スチュワードシップ・コードに関しては、今後の我が国大企業の株主総会実務などにも大きな影響を及ぼすことが予想される。既に、海外機関投資家による持株割合の増加と議決権行使・議案や議題提案、敵対的企業買収と防衛策などの局面を経て、アクティビストに対する実務の対応は検討が進められてきたところであるが、更にスチュワードシップ・コードに関する対応も加わってくることになろう。

第一〇章 英国の非業務執行取締役と米国における忠実義務の規範化概念

1. 英国の非業務執行取締役に関する考察

(1) 英国のガバナンス改革における非業務執行取締役の役割および有効性

上記の検討を行う上で、米国型のガバナンス・モデルとも異なり、我が国ガバナンス改革に親和性を有するともいわれる英国のガバナンス改革における非業務執行取締役の役割および有効性の議論をみていきたい。具体的にはヒッグス報告書における非業務執行取締役の役割および有効性に関する検討が参考となる⁽⁸³⁾。

英国のガバナンス改革の系譜について、Comply or Explain 規定がコーポレート・ガバナンス規制全般に及ぶ通則として機能していることを明らかにするため、同規定の適用対象となる最善慣行の内容について概観していきたい。コーポレート・ガバナンスのあり方に関する報告書をまとめると⁽⁸⁴⁾、①1992年キャドベリー報告書（発案者はロンドン証券取引所（LSE）、財務報告評議会（FRC）は、財務の透明性の確保（監査委員会の設置、会計監査）、最善の行為規範の順守（取締役会の役割、社外取締役の選任、機関株主）についてまとめている。②1995年グリーンブリー報告書（英国産業連盟（CBI）を通じた英国政府からの要請）は、取締役の報酬決定（報酬委員会の設置、報酬方針、雇用契約）、情報開示と承認手続き、民営化公益事業会社と報酬制度についてまとめている。③1998年ハ

(83) 谷口友一「コーポレート・ガバナンス規制における補完性と柔軟性：イギリスにおける『遵守又は説明』規定の生成と展開」法と政治60巻3号（2009年10月）51（696）-110（637）頁参照。

(84) 橋本基美「英国における社外取締役の役割—コーポレート・ガバナンスに関する「ヒッグス報告書」について—」資本市場クォーターリー2003年春号1-9頁参照、以下同。同論文では non-executive directors については社外取締役と書かれているが、本稿では非業務執行取締役とした。

ンベル報告書（発案者はFRC, CBI, LSE, 会計士団体）は、コーポレート・ガバナンス原則、取締役会議長と最高業務執行取締役（CEO）、取締役報酬、株主の役割、説明責任および監査などについてまとめている。④1999年ターンブル報告書（発案者はイングランド&ウェールズの勅許会計士協会）は、内部統制に関する取締役のための指針（内部統制の範囲の拡大、責任体制の強化など）についてまとめている。

(2) 日米の各監査委員会制度ならびに監査役の比較考察

私見であるが、ヒッグス報告書において非業務執行取締役に期待する役割として、戦略面の役割を強調する点において、監視機能を中心とする米国型のモニタリング・モデルでなく、戦略的リスクマネジメントであるERMの実践に親和性を有するものといえよう。米国の取締役会の場合、戦略的な機能も担っているとしても、例えば12名中、CEO、COOを除いて10名を多様性を求め、異業種や様々な経歴の企業経営経験者から募るとすれば、斬新なアイデアなどは生まれようが、実際問題としてどこまで実効性のある実践的な戦略たり得るか、困難な部分もあろう。当該業種・日常の業務内容に長年精通した社内取締役の存在・役割が重視される面もあると思われる。役割は直接は非業務執行取締役としてであるが、監視・監督のみならず、中長期的戦略面での役割を期待し、しかも違法性の判断と経営判断原則の適用される妥当性・効率性判断との境界が不分明となってきた局面では、なおのこと、こうした社内・非業務執行取締役の役割が発揮される部分は拡大してこよう。1月に1回程度の出社する社外取締役の独立性の程度を上げることのみでは解決しがたい部分といえる。監査委員会委員であれば、2002年米国企業改革法（サーベンス・オクスリー法）にみる通り、監査委員会の独立性強化として委員は全て独立取締役に限定し、独立性の徹底化を図るなどの改革の方向性が想定される。同法では、コーポレート・ガバナンスの改革として企業責任の厳格化・明確化を図るべく、監査委員会の独立性強化、財務報告および内部統制に対する経営者の責任の明確化等を規定する。監査委員会は会計事務所の任命・報酬・業務監督の責任を負い、監査委員である取締役は取締役報酬以外の報酬等を受け取らず、当該会社・子会社の社員等でない者に限定される。CEO、CFOは年次報告書・四半期報告書に報告書を吟味した旨、虚偽記載がない旨、重要な事実の記載を欠いていない旨、財政状態・経営成績を適正に表示している旨、内部統制の有効性についての評価結果を開示している旨等を記載した証明書の添付が義務付けられる⁽⁸⁵⁾。

ヒッグス報告書では、社外独立取締役ならびに社内取締役を含む非業務執行取締役が総体として担う監査委員の機能が、社外独立取締役のみにより担う監査委員の機能と具体的にどう異なるのか、必ずしも明確には書かれていない感がある。

監査委員会について、日米の役割・機能などの異同を検討してみると⁽⁸⁶⁾、米国監査委員

(85) KPMG「米国企業改革法（サーベンス・オクスリー法/SOX法）」（2012年10月3日）

http://www.kpmg.com/jp/ja/knowledge/glossary/pages/sox_2.aspx

齋藤慎「日本版SOX法入門—金融商品取引法における内部統制」同友館（2006年6月）14-125頁。

(86) 拙稿「商法改正後の新しいコーポレート・ガバナンスと企業経営—社外取締役、監査役会など米国型機構、従来型機構の検討を中心として」経済経営研究（日本政策投資銀行設備投資研究所）VOL23-6（2003年3月）96-107頁。

会の場合は、違法性監査を中心にするべく、社外取締役の独立性強化、取締役会の過半数を占めさせるなどの改革が主となろう。我が国の委員会設置会社では、取締役会自体において内部取締役が多数を占めることが許容され、監査委員に妥当性・効率性監査と違法性監査を併せて担わせることには向いている側面もある。英国の監査委員であれば、社内・業務非執行取締役を含むことで、より一層こうした要素が強まろう。

監査等委員会制度であれば、委員会設置会社との比較検討を行ってきたが、具体的業務に精通した社内・業務非執行取締役の有する監視機能が重要となり、戦略的検討の機能を担うこととも整合しよう。社内業務非執行取締役の選任、報酬決定など、いかに監視対象のCEOなど執行部経営陣から距離を保ち、かつ日常情報なども継続的に入手でき、事前の差止請求権、指名・報酬委員会の類似機能を担わせるか、ということになるだろうか。監査等委員会制度の機能しうる場面は拡大していくものとみられる。また我が国の監査役と比較しても、監査委員であれば妥当性監査を担えることから、経営判断あるいは経営戦略面の役割を持たせるには適している。監査役の場合は二元制度のため、コンプライアンスを担うには適するが、経営戦略の意思決定には加わらないため、社内業務非執行取締役の役割の代替はできにくい。

2. 米国における法の拡張と柔軟性—責任制限、忠実義務など規範化概念—

(1) 法の拡張と柔軟性の維持、法と社会規範の相互作用

我が国における法の拡張ならびに効果的なエンフォースメントと柔軟性の維持の問題への対処方法と法の役割について、法と社会規範の相互作用と関連づけ、取締役会と信託義務を具体化する司法の役割などについて、比較法的考察が進められる⁽⁸⁷⁾。英米法における法の拡張(juridification)の相違⁽⁸⁸⁾、法以外の社会規範の役割および法と社会規範の相互作用、規範の維持に法が役立つ場合などが検討される。

もっとも取締役の注意義務が経営判断原則適用などで骨抜きになってきた米国の動向も踏まえ、忠実義務へのコード概念導入による仲介項を介した柔軟な適用が却って責任追及の手を緩める手段となっては本末転倒であることも注視しなくてはならない。

政策的考慮により、定款規定に基づく責任免除を認めるデラウェア一般会社法102条(b)(7)などデラウェア州会社法の伝統的立場において、受認者の行為規範が厳格であるのに対し、司法審査基準は緩くなるという乖離が当然とされる考え方が前提にされた。

他方で、1985年デラウェア州最高裁のSmith v. Van Gorkom事件判決(Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del. 1985))など、伝統的立場と対立する判例も存在する。健全なコーポレート・ガバナンス体制における取締役の行為に対する金銭的制裁の適切な役割という問題を提起する⁽⁸⁹⁾。

(87) 先駆的研究として、野田博「コーポレート・ガバナンスにおける法と社会規範についての一考察」COESOFTLAW・2004-10(2004年9月)1-20頁を参照、以下同。同「コーポレート・ガバナンスにおける法の役割」柴田和史・野田博(編)『会社法の現代的課題』法政大学現代法研究所(2004年)。

(88) イギリス会社法に関して、川島いづみ・中村信男(イギリス会社法制研究会)「イギリス2006年会社法(1)-(15完)」比較法学第41巻第2号-第46巻第2号。

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

(2) 英国・米国における法の拡張の相違，効果的エンフォースメントと柔軟性維持のジレンマ

(イ) 米国における法の拡張

米国においてはエンロン事件等の勃発から，自発的コーポレート・ガバナンスに対する信頼が揺るぎ，サーベンス・オクスリー法（Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 SOX 法）の成立等の改革が進められることとなった。米国のコーポレート・ガバナンス法制度において，自由度の高い州会社法を補完するものとして連邦証券諸法（1933年証券法，1934年証券取引所法，1935年公益事業持株会社法，1940年投資会社法，1940年投資顧問法），証券取引所上場規則における会社に関するルールがある。SOX 法もこの基本的原理を変更するものではなく，会社の不正行為を抑制し，透明性を増すことによって市場の信頼を回復・維持するのに役立てることを意図しているが，SOX 法では，各州が排他的権限を持つとされたコーポレート・ガバナンスに関する事項について実体的な規制を及ぼすという規制のあり方の質的变化をもたらす可能性がある⁽⁹⁰⁾。

(ロ) 英米の比較法的考察

これに対して，英国の一連の改正作業は，コーポレート・ガバナンスについて，高い基準を支えて推進する役割を担うものとして統合規範を評価し，公的な利益にかかわることを認識しつつ，非制定法上の文書であることを維持せんとする。効果的なエンフォースメント達成と柔軟性の維持の比較を行う前提として，英米両国の間で自主規制等の実効性に相違があるか，が問題となる。相違があると一概にはいえないことが指摘されている⁽⁹¹⁾⁽⁹²⁾。強力なエンフォースメントに重きを置く立場，エンフォースメントの達成につき不足があっても柔軟性確保のために支払わなくてはならない代償であるとする立場の対立が存在する。

(ハ) 社会規範と法の相互作用

効果的なエンフォースメント達成と柔軟性の維持の間の衝突の問題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は無視できない⁽⁹³⁾。また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の緩やかな司法審査の基準が望ましいとしつつ，取締役の行為規範自体はこれに合わせず厳格なままとすることが問題となる⁽⁹⁴⁾⁽⁹⁵⁾。

(90) 野田博・前掲注(55) 105-122頁。

(91) See Karolina Eriksson, Corporate Governance in the European Union: Post-Enron, 15 Bond L. Rev. 158,168 (2003). 岩井克人『会社はこれからどうなるのか』平凡社(2003年) 93頁。

(92) 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130巻3号(2004) 389頁，391頁以下。

(93) 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『日本的経営』の法と経済学—」都法44巻2号(2004年) 145頁，192頁。

(94) 仮屋広郷「取締役の注意義務と経営判断原則—人間観と法の役割—」一橋法学3巻2号(2004年) 107, 122頁以下。

(95) William T Allen, The Corporate Director's Fiduciary Duty of Care and the Business Judgment Rule

第1に、行動の典拠となる明確な基準を提供することには社会規範ないし取締役の道徳意識を維持し高める面が認められ、ソフトローの制度設計を考えることは考慮に値する。第2に、メカニズムが働く前提条件として、行為規範をエンフォースが可能な責任ルールとすることも考慮されるが、柔軟性の要請の関係で慎重な考慮を必要とする。限定的な側面があろう。第3に、機関投資家の活動が適切に機能する環境変化などを視野に入れ、明確な行為規範の提供が大きな意味を持つことも考えられる⁽⁹⁶⁾。

(二) 信認義務の役割、忠実義務における規範概念と注意義務の分類

米国における取締役の信認義務の法と社会規範の関わりについて、取締役の注意義務に関して責任の対象となることはほとんどない広範な領域が存在している（注意義務のミス터리）。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ており、取締役の注意義務について緩やかな司法審査の基準が望ましいことを正当化する理由があるとする場合に、それでは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のかが考察の対象となる⁽⁹⁷⁾。

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更には多くなるとはいえ、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。司法審査の基準よりも厳格な取締役の行為規範がおかれる意味合いとして、注意義務は実際は経営判断原則を伴い、むしろ法に拠らないルール・社会規範そのものであるという見解も唱えられる⁽⁹⁸⁾。注意義務と忠実義務の分類に関する問題として、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102条 (b) (7) の解釈を対象とし、注意義務と忠実義務の概念上の区分につき、信じられているほど明確かどうかを問い、忠実義務の再検討を試みる⁽⁹⁹⁾。

会社法において、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探求の鍵となる可能性が主張される（注）。具体的な立法論として、デラウェア一般会社法102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されるべきことが述べられる。Johnson 教授は、適正な忠実性（due loyalty）の概念による絞りをかけられる。

米国において、経営判断原則の適用などにより、実際の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などの局面で追求され、無過失責任として厳格に適用されてきたはずのところ、規範化概念導入、責任免除規定の存在などにより、柔

under U. S. Corporate Law, in Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research 307,330 (Hoptet et al. eds.1998)

(96) 米国におけるスチュワードシップ・コードの重要性を既に指摘しているといえようか。

(97) 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）（2004年9月24日）1-20頁参照。

(98) Edward B. Rock & Michael L. Wachter, Island of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation. 149 U. Penn. J. L. Rev. 1619, 1676 (2001).

(99) Johnson, Lyman, After Enron: Remembering Loyalty Discourse in Corporate Law. Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 28, No. 1, pp. 27-73, 2003.

軟に扱われつつあり、同じく信認義務の一部をなす注意義務、忠実義務の概念の不明確化を招来しつつあるものといえよう。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。

(ホ) 責任免除規定の適用除外事由

以上、米国における信認義務の考察において、責任免除規定の適用除外事由と絡めて、注意義務と忠実義務の規範的側面を検討してきた。英国の統合規範などのコードたる部分との類似性が伺えよう。米国においても規範による規律づけが別の形によって機能し、発展してきたことを示しており、忠実義務の概念とその実際の扱いが鍵となる。従前は注意義務は概念を広くとり、その上で重大な過失概念により緩やかな適用関係とし、反面忠実義務については狭くとり、その分、厳格適用関係としてきたものと理解されるところ、忠実義務の適用においても規範的要素が窺え、もっともその拡張には適正な忠実性の概念を用いることで歯止めをかけていると思料される⁽¹⁰⁰⁾。

3. コモンローにおける融合化とコードならびに忠実義務などの考察—忠実義務の規範化概念とコーポレート・ガバナンス・コード、コモンローの交錯—

法の拡張と規範意識の相互作用ならびに柔軟性の維持に関する我が国への敷衍と展望等に関して、私見を述べてみたい。我が国における注意義務、忠実義務の2つの義務の意味合いが米国とは異なること、そうはいいつつも米国型の法制度を基本的には導入していること、今般英国型の改革を目指して類似のコードの導入を図らんとすること、等を踏まえて、今後の規範の実践化に向けた法制度とコードのミックスをいかに配置し、企業に根付かせていくのか、自然に根付いていくことを見守りつつ、判例等の形成、後追いの分析と修正を通して、逐次結論づけていくことで基本的には足りるのか、まだ方法論も踏まえて大きな検討課題が残されているのではないか。

英国のようなコーポレート・ガバナンス・コードを十分な形では有していない我が国において、米国の忠実義務の規範化概念を導入し柔軟な対応を図ることで、スチュワードシップ・コードと併せてコーポレート・ガバナンス改革を進めることになる。監査等委員会制度における非業務執行取締役（NED）は特に利益相反における監督に視点があり、この点では忠実義務と親和性もある。概念を厳格化した上での適用ではなく、柔軟な解釈を行うことで、取締役など経営陣に対する自己規律を促すことも可能となろう。ハード・ローにおける法令解釈、判例蓄積に依拠する領域ではあるが、規範というソフト・ロー領域と交錯した局面である。それだけに、米国に由来する忠実義務が本来有する無過失責任適用・追求の手を緩めかねないことにもなるが、損害賠償責任に限定して厳格化する手法もあり得る。また裁判による追求可能性自体はなおも残ることの意味合いも存在しよう。これにより、One size fits allでない、企業や業界特性に合わせた柔軟なコーポレート・ガバナンス改革を進めることに繋がると思料される。

(100) 上田谷恒久「取締役の対会社責任の制限」(2004年)筑波大学審査学位論文1-294頁参照。

第一章 Approved Persons と持株会社—域外適用, 非業務執行取締役など—

1. 持株会社・連結グループ経営体制における子会社管理—人事面など Approved Persons との交錯—

子会社のコンプライアンスに関して、子会社粉飾防止の注意点としては、日本監査役協会ケーススタディ委員会「企業集団における親会社監査役等の監査の在り方についての提言」(2013年12月)において、親会社からの高い評価に拠る子会社社長への権限集中、キーパーソンなど人事の固定化、子会社内の監視監督機関の形骸化、子会社の会計数値の検証体制の不備、企業集団における共通の会計管理システムの不存在、子会社から親会社への報告の内容・迅速性の欠陥等が指摘されている。これらは会計関連のものではあるが、Approved Persons の項で議論してきたことと共通性がある。

子会社への権限集中について、子会社、特に海外子会社において外国の企業風土・競争激化・人的資源制約等から、経営トップ等への権限集中によるスピード経営が図られる傾向にあり、競争力強化の観点からは合理的といえるが、広範な権限の悪用による隠蔽、偽装工作等のリスクも高く、これに対するモニタリング体制整備が重要となる。

子会社への権限集中によるリスク防止策として、親会社役職員の派遣が挙げられているが、非常勤の派遣の場合には牽制機能を発揮できるか疑問なしとしない。社内規定整備による権限と責任の明確化を組み合わせる対策が重要となろう。海外汚職行為防止法 (FCPA) など国際不正に対するコンプライアンスについては、本社に現地の情報を集中させ、決定や責任も本社が担うシステムの整備が求められる。

子会社人事の固定化に関して、人事の固定化は国内外を問わず子会社の経営トップやキー・パーソンの人事固定化による弊害に繋がる。特定の役職員が長期間業務を担当すれば業務に精通するメリットはあるが、当該役職員以外の人間には分からないブラック・ボックス状態が発生し、取引先関係も緊密となって新任者には理解できにくいことから、更に人事が長期化する悪循環に陥る恐れがある。長期的視点から人材育成、不正を働くことがないようにモニタリング体制構築を図ることが必要である。

子会社内の監視機関の形骸化について、子会社は独立した法人格を有し、海外子会社も所在国の法制に従った機関設計が行われる。当該国において要求される最低限のガバナンス体制を充足し、子会社においても経営監視機関が設けられているはずであるが、子会社の重要事項が実質的に親会社で決定される等、子会社の経営意思決定や監督を担う機関が制度が想定する役割を果たしていない場合も存在する。子会社の経営者が親会社の事業担当部署の意向を受け、子会社の取締役会は形骸化する事例もある。

2. 英国型ガバナンスモデルと監査等委員会設置会社のアナロジー

利益相反に焦点を絞り、考察を深めたい。英国型ガバナンスモデルは取締役会において業務執行役員 (ED) と非業務執行役員 (NED)⁽¹⁰¹⁾ の二分化を図り、NED の監督機能を強化させガバナンスの実効性を確保せんとする。監査等委員会設置会社の監査等委員が

(101) 非業務執行取締役には社外取締役と監査(等)委員役員(監査等委員と指名委員会設置会社の監査委員)、非業務執行役員とすれば社外監査役も含むことになる。第V章では、総称してNEDと表記して議論を進める。

NEDの機能を担う者として、両者には相似性がある。会社法改正により、利益相反事項の監査等委員による承認により免責が図られる規定が置かれ、監査等委員が指名委員会や報酬委員会に代替する機能も担うなど⁽¹⁰²⁾、NEDの機能は今後の改革の焦点ともなる。利益相反について米国判例法における忠実義務の規範化概念など柔軟な対応が想定されるが、我が国へのコード導入の意義付けとも適合するといえよう。

3. 利益相反モデル—スチュワードシップ・コードの機能発揮に向けて—

スチュワードシップ・コードと会社法改正を踏まえ、株主保有状況に即して株主と非業務執行取締役（NED）の役割分担について利益相反モデルが以下の通り提示される（武井一浩弁護士）⁽¹⁰³⁾。

(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

株主が完全に分散している場合には、各株主の意見は他の株主の意見と異なることが考えられ、各株主に共益権行使を認めると企業経営の効率性を損なうことが懸念される。株主選任による非業務執行取締役に利益相反処理権限を付与し、訴訟委員会制度を含め米国はNEDの職責を正面から規定した制度が立法・判例法において確立している。具体的には、Supervisory Boardは非業務執行取締役を過半数として業務執行取締役を含めて構成し、独立役員もここに入れる。Supervisory Boardにガバナンス機能を集中させ、総会決議事項は少ない。この監視の下で、Management（ED）層が業務執行を図る。

(2) 支配株主主導型利益相反処理

支配株主が存在する上場会社である。株主利益を損うことで最も困るのは支配株主となり、支配株主がガバナンス機能も担うことになる。支配株主型組織が企業価値を高めるモデルである⁽¹⁰⁴⁾。

支配株主型の利益相反処理は、支配株主対一般株主の株主間のヨコの利益相反処理である。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、株主分散化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ることとなり⁽¹⁰⁵⁾、欧米ではNEDが一定の行動規範の下で行う関与に対しては法的効果が付与される。米国では独立した非業務執行取締役が了承すれば経営判断原則（business judgment rule）が適用され、非業務執行

(102) 改正法では監査等委員である取締役を除く取締役との利益相反取引について監査等委員会の承認を受けた場合、取締役の任務懈怠の推定規定（423条3項）を適用しない（同条4項）。監査等委員会が選定する監査等委員は、株主総会において監査等委員である取締役以外の取締役の選解任等および報酬等について監査等委員会の意見を述べる事ができる（342条の2第4項、361条6項、399条の2第3項3号）。

(103) 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（2013年）368-371頁参照。

(104) 経済成長段階の新興国や韓国・中国、産業別にみても成長段階にある事業会社の事例が相当する。

(105) 今回の会社法改正で、下から上の議論の際の監査役会・監査委員会意見の箇所や略式スクイーズアウトの箇所、非業務執行取締役がヨコの利益相反を見る職責があることを示した手当てがなされている。前掲・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」369-371頁。

取締役が行う審査プロセスのみが司法審査の対象となる。他方で、独立非業務執行取締役が不在の場合は、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。この支配株主型における利益相反処理では、支配株主が利益も最も享受することになるが、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 は非業務執行取締役と業務執行取締役により構成し、Management（ED）層の業務執行を監視する。

(3) エンゲージメント（機関投資家）主導型利益相反処理—スチュワードシップ・コードの機能発揮型モデル—

従来の英国モデルである。個人株主を機関投資家が束ね、機関投資家同士も英国シティにおいてまとまっていくという、株主の層をまとめて束ねる方策である。更に会社と機関投資家のまとまりの間で建設的エンゲージメント（constructive engagement）、目的を持った対話（purposeful dialogue）により話し合いを図る。会社サイドでは業務執行取締役、非業務執行取締役共にエンゲージメントには、各々の職責に応じて適宜対応することになる。機関投資家型における利益相反処理は、英国では株主がシティにおいて団結し、総会決議事項も多くなることを想定する。Supervisory Board は非業務執行取締役（3分の1）と業務執行取締役（3分の2）により構成し、Management（ED）層の業務執行を監視する。

日本版が想定される事例となろうが、我が国でエンゲージメント型利益相反処理を進めるに当たり、以下の課題も指摘される。先ず、機関投資家同士のヨコの関係が十分でない環境がある。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って、ヨコの関係で話し合いを持つことが進展しにくい面がある。この点は、日本版コード策定作業の中で重要提案行為の解釈・意味を明確にせんとする動きがあることを述べた。次に、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。更には英国に比すれば個人株主の多さも難点となろう。加えて、エンゲージメント型利益相反処理を図る場合、会社側から大株主に対する情報請求権の存在が不可欠となり、会社法上の手当が検討課題となろう。株主側の状況を把握すべく、対話を行う機関投資家などの相手側の情報を請求する権利を付与されないと、会社としてはエンゲージメントを適切に行えない。こうしたモデルの選択は、コーポレート・ガバナンスの組織体制と同様に、各上場会社の株式状況に応じて、各企業におけるその時々最適モデルを柔軟に構築することになろう。従って、企業法制としては全てのモデルに対処できるように整備を図ることとなろう⁽¹⁰⁶⁾。

4. 利益相反モデルと Approved Persons, 実質的域外適用

もっとも、私見であるが、スチュワードシップ・コード自体の機能する領域は、③に限定されるものではなく、広範囲にあらゆる形態の組織構造において適用されるべき規範である。③については、その株主間エンゲージメントの点で、ヨコの株主間連携のケースとして最も上手くスチュワードシップ・コードの特質を顕現化し得る例といえよう。②のタ

(106) 武井一浩・前掲注（71）370-371頁。

テ型の支配株主型であっても、米国では株主の当該会社に対する忠実義務が議論とされつつあり、株主自体は他のモデル同様にスチュワードシップ・コードの適用対象たり得るものである。この場合には非業務執行取締役において経営層として担う会社に対する忠実義務と併せて、株主が担うべき忠実義務を想定でき、両者が協働して会社に対する忠実義務を果たし、企業価値向上を目指すこととなる。株主・機関投資家と経営陣たる非業務執行取締役は相対立する緊張関係よりも、主としてベクトルが同じ方向を目指す協働関係となる。会社に対する忠実義務の制約から、支配株主自身の恣意性に基づく行動は制約を受けることとなるが、スチュワードシップ・コードもまたその方向で支配株主の行動に対する制約規範要因となる。

この意味で、従前はコーポレート・ガバナンスの議論で株主であるシェアホルダーは所有者であることを前提に理論が組み立てられ、利害関係者としてのステイクホルダーに対する関係で所有者としての行動を制約されるという図式であった感があるが、②の利益相反モデルとスチュワードシップ・コードの関係では、支配株主と経営層のタテの関係、支配株主と一般少数株主という株主間でみればヨコの関係とも思料できる新たな考察モデルにおいて、必ずしも所有者としての株主の特質を前提としない検討が進められることになる。通常は、社外取締役は自らを選任した株主の意見を代弁者として機能し、CEOなどの経営陣との対峙を念頭に置くが、上記の②あるいは③のモデルの場合、社外取締役を含む非業務執行取締役は決して支配株主など特定の株主の代理人としてではなく、真の企業価値向上を真摯に追求するための、想定される理想的な株主・機関投資家のスチュワードとして機能することが理念型となる。その意味では株主権万能を標榜する支配株主に対して、会社に対する非業務執行取締役と株主の両忠実義務がスチュワードシップ・コードと共に制約的に働き、非業務執行取締役は自己に対する規律付けの下で、こうした株主等とエンゲージメント、ダイアログ（対話）を通じて協働する。かかる構図は、利益相反の各パターン分けを通じて共通するものとなる。

英国におけるFRCのコーポレート・ガバナンス・コードによるApproved Persons制度にしても、本邦の親会社からの論功行賞・恣意的な人事ローテーションによる子会社の安易な支配、逆に子会社側の独断によるコンプライアンス面の暴走などの事前予防を図るシステムであり、本来的にはコーポレート・ガバナンス・コードの適用領域となるが、子会社が現地法人として市場規律の下で経営されていく限りは、たとえ完全子会社であっても、長期的企業価値向上を追求する必要性は変わらない。少数株主の存在の有無、現地証券取引所上場か否か、で考慮すべき課題は異なることとなるが、スチュワードシップ・コードのCodeたるべき所以がこの点にこそあり、対象企業の自発的・柔軟な採用に委ねられることとなる。また近時の米国FCPA（海外汚職行為防止法）、英国UK Bribery Act of 2010（賄賂防止法）など、国際的企業の海外展開に伴い、海外不正・コンプライアンス法制の域外適用の圧力が高まりつつあり、本邦企業に対しても本社役員などが適用を受けるケースが出現しつつある（ブリジストン事件など）⁽¹⁰⁷⁾。

(107) 米国司法省 事件 No. 11-CR-651。2008年12月、事件当時のブリヂストン化工品海外部長であった容疑者は、共謀してFCPAに違反した行動をとったこと、反トラスト法に違反してカルテルを組み、価格を設定したことを認めた。同容疑者は、懲役2年の実刑及び8万ドルの罰金が科せられた。2011年9月15日、司法省と2800万ドルの支払いで和解した。同社は、司法省の調査に全面的に協力するとし、司法省は同社が大規

英国のコーポレート・ガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードなどもコードに止まるため、具体的なエンフォースメントについては不透明な部分があるが、少なくとも英国シティのエリアでは当該ローテーション人事はコードの趣旨に反すればその旨の監督当局からの迅速な公表と共に拒否されることとなる。本国の本社としても、FCPAにおいてコンプライアンス・プログラムの構築が経営陣の責任として求められ、責任軽減にもつながることと同様に、事前予防的組織体制・人事制度構築を図り、監督当局に対する説明責任を果たすことが必要となつてこようか。スチュワードシップ・コードの我が国親会社に対する実質的な域外適用といえよう。この場合、現地法人に対して直接コーポレート・ガバナンス・コードの関連規定が適用され、加えて親会社に対する投資家としてのスチュワードシップ・コード適用の直接の可能性とともに、こうしたコーポレート・ガバナンス・コードの実質的な影響も親会社に及ぼすことが想定できよう（二重の域外適用リスク）。現状では、コードの直接適用については否定的な旨が述べられるが、米国FCPA、UK Bribery Act of 2010などの適用厳罰化の流れの中で、今後の動向は不透明な部分もあると料する。本邦企業としては、その場合、経営陣の自発的、自己規律的なガバナンス意識が求められ、ERM（戦略的リスクマネジメント）における統制環境（control environment）の醸成が並行して必須となる。この点においても、一種の利益相反事項として、非業務執行取締役の果たすべき機能は重要であろう。

非業務執行取締役の忠実義務は、米国では取締役として具体的な裁判例の蓄積された領域であることを示したが、ここに規範概念の持ち込むことで、個別具体的な利益衡量を図り、妥当な解決を図ることが可能となる。株主が果たすべきスチュワードシップ責任にしても、規範領域の問題であり、両者が協働して長期的木々用価値向上の観点からガバナンス面で機能するに当たり、共通するコード内容を平仄を合わせた策定・抽出し、機関投資家・企業の両者に提示することもまた、今後のコーポレート・ガバナンス・コードなどにおける考察対象となろう。

5. ガバナンス法制の新たな課題—スチュワードシップ・コードと会社法改正の融合化による非業務執行取締役の機能発揮など—

監査等委員会設置会社制度の導入により、我が国上場企業においては経営機構の選択肢が増加し、企業側は企業価値向上、持続的成長に向けて説明責任を果たすべき必要性が高まってきた。非業務執行役員の実務責任について、取締役会に出席した役員が社内外のく別なく付議事項に対する一律の責任を負うとした裁判例が増加しており、欧米の社外役員に比して過大な責任を負担することになる点、改善が望まれる。監査等委員会設置会社を選択すれば対処可能な問題点である。更に付議事項に違和感を有する非業務執行役員の実務的に取り得る行動についても議論が必要となろう。社外取締役には業務監査権限がない以上、情報収集権限などいかなる権限があるのか、既に検討してきた論点である。非業務執行役員においては、手元情報に対する判定であり、責任を重くするほど十分な情報もなく

模なコンプライアンス体制の改善を行ったことを認め、和解金が減額された。梅田徹『外国公務員贈賄防止体制の研究』麗澤大学出版会（2011年）、経済産業省「平成23年度 中小企業の海外展開に係る不正競争等のリスクへの対応状況に関する調査（外国公務員贈賄規制法制に関する海外動向調査）報告書」日本能率協会総合研究所（2012年3月）。

動かざるを得ないこととなり、経営現場に無用の混乱を招来しかねない⁽¹⁰⁸⁾。これまた、新たなジレンマといえようか。

持合株式解消により、長期的視野に立つ日本型経営の弱体化が懸念され、これを補う意味でも日本版スチュワードシップ・コードの導入の我が国独自の意義が存在することを述べた。持合解消から株主とのエンゲージメント強化、個別対話を促進するのであれば、株主間の価値観多様化に備えた企業サイドの仕組みも整備が求められる。一般株主、少数株主など株主間の判断の差異、株主間差別化を反映して、非業務執行役員が外見的な利益相反の事項に関し、経営の現場の非効率性を払底するためにも、利益相反の懸念がなく適正な業務執行が遂行されていることを一般株主に提示する仕組みが求められよう。非業務執行役員の担う利益相反権限の拡充が求められる所以である。ガバナンス改革においては、スチュワードシップ・コード導入と会社法改正が両輪となって牽引することを述べたが、更にこの両者が連結し一体となってガバナンス向上に向けて機能するものといえよう。その前提としても、社外取締役における業務調査権限の不備是正が求められる⁽¹⁰⁹⁾。

監査等委員会設置会社では、必要な調査権限が取締役でもある監査等委員会に一元化されるため、情報収集権限と監督権限が一体化される。これによって、リスクマネジメント、内部統制部門との連携も進展することになる。現行法制では社外取締役には情報収集権限と調査権限が不十分であり、仮に社外取締役に調査権限を付与したとしても、その場合は監査役の調査権限との不調和が生じてしまい、重複することから上手くいかない危惧がある。また監督機能一元化に関して、企業の健全性・コンプライアンス維持など事前予防の観点から、独任制を前提とする監査役などの最も重要な機能の一部でもある違法行為差止請求権も監査等委員会設置会社では確保されている⁽¹¹⁰⁾。

利益相反処理の問題は、株主代表訴訟の問題に敷衍され、業務執行現場における利益相反処理の一形態ともいえる。いきなり単独株主権のmatterとして発動する前に、非業務執行役員が内部処理することで迅速かつ実効性のある処理を促すシステムを作ることが望まれる⁽¹¹¹⁾。近時検討が進められる株主間差別化の進展と共に、利害関係の適切な調整に繋がると考えられる。多重代表訴訟創設において、提訴が少数株主の権限となり、株主代表訴訟に関するこうした議論は一層多様化した局面で進められよう。

私見であるが、金融持株会社体制における上場親会社と非上場子会社の銀行本体などの間における利益相反取引関係、親子会社法制のあり方などの議論も含めて、問題点解決の突破口となるものとする。また、上記の場合における利益相反には、人事、報酬関連も含めた広義のものであり、監査等委員会設置会社における監査等委員会の非業務執行取締役は、実質的には指名、報酬委員会としての権限を付与されていることを会社法改正事項の説明の中で考察してきたことと符合・親和する。この人事事項の中に、本社などの役員

(108) 武井一浩・前掲注(71) 335-371頁参照。多くの示唆に富む問題提起・提言がなされている。

(109) 弥永真生「社外取締役と情報収集等」商事法務 No.2028 (2014年3月) 4-16頁。

(110) マイナスを防ぐべき局面において、経営組織形態の選択により実質的差異が生じることはおかしいからである。武井一浩・前掲注(71) 352頁。

(111) 現行法制では、業務監査権限を監督概念から切断した硬直的概念のため、非業務執行役員の監査役・監査委員会に対して、今般の改正で利益相反処理に当たり監査等委員会委員に付与した免責権限を与えるような議論は進展がなかった。改正により非業務執行役員の決議事項が増加し、株主と非業務執行役員の役割分担の議論の進展が期待される。武井一浩・前掲注(71) 339-359頁。

選任以外の例えば海外現地法人に関する役員派遣も包含されよう。現地法人に関する人事が広義でみれば英国 FRC などの拒絶などを通じて、本社の株主に対する企業価値を損ねることもあり得るので、お手盛りの従前のようなローテーション人事は、一種の利益相反（社内の主流派と反主流派の経営陣間の対立などが引き起こす企業価値毀損）ともとらえることができようか。かかる海外現地法人関連人事の決定の仕方については、具体的な方式は、非業務執行取締役（NED）による決定、非業務執行取締役プラス業務執行取締役（ED）の決定、業務執行取締役の決定プラス非業務執行取締役の同意権、非業務執行取締役の意見陳述を前提とする業務執行取締役による決定の各パターンが示される。

もう1つの重要な検討事項が、社内非業務執行役員（組織形態によって取締役のほか、監査役もあり得る）の果たす機能の重要性である。非業務執行役員が意思決定に一票を投じることによって一般に合理性が認められる事項としては、株主総会付議議案の決定、業務執行取締役の選定・解職、経営の基本方針（プラスの伸張方法の基本方針）、内部統制システムの骨子（マイナスの防止方法の基本方針）、計算書類確定、株主分配（剰余金配当、自己株式取得）、競業取引・利益相反取引承認など役員の法的責任の判定事項（監査等委員会承認で免責の効力あり）などが提示される。これらは社内外の非業務執行取締役が意思決定に共同することで機能を発揮するが、独立者の判断の実効性向上からその情報入手ならびに共有において、中間的な社内非業務執行取締役が潤滑油としての機能を発揮することが期待される。独立者か否かの二分割でなく、社内非業務執行取締役を含め3分割とすることの円滑化に対するメリットが提示される。この場合には、独立性要件は非業務執行取締役の職責を果たす上では消極要件に止まるといえ、逆に独立性を充足することで自動的に非業務執行取締役の能力を備えていることにはならない。他方で会社法上は監査役において常勤監査役の存在が必要とされるが、この場合の常勤性は正しく非業務執行取締役における積極要件と置き換えることができる。監査等委員会設置会社、改正後の指名委員会設置会社ともに常勤性に関してはこうした常勤性が義務付けられていない点、バランスを欠いているが、企業が自主的に継続すべき事項であろう。ソニーなどにおいては、委員会設置会社の形態の中で自発的に常勤監査委員を設置しており、かかる実践例と想われる。もっとも常勤役員と社外性の併存が時間の経過と共に継続可能であるのか、一種のジレンマとなるところでもあろうか。

利益相反解消において、健全かつ持続的成長を図る観点からプラスを伸ばすこと、マイナス発生を防止することの二つの機能面からガバナンスを考察してきたが、積極的に事業戦略拡大を図れば社内の他部署との利害調整などが発生し、プラスの側面の利益相反が生じる可能性がある。監査等委員会設置会社では、他の2つの組織形態と異なり、非業務執行取締役が会社の事情を熟知した上で妥当な調整を図りうる点に強味がある。業務執行面は第一義的には業務執行取締役が決定し、取締役会全体の決定として合議として非業務執行取締役がこれに加わり、潤滑油として会社全体として妥当な決定を下すことが可能となる。非業務執行取締役においてこうした利益相反事項に関する関与は非強制であり、こうしたグレーな部分があって現実には上手く機能することになる。他方、委員会設置会社の場合は、米国型モニタリング・モデルであり、取締役会はコンプライアンス重視でマイナスの防止にむしろ主眼があり、監督と執行の間の厳格な線引きによって対立軸を生み出

し、摩擦を生じさせることでガバナンス機能を発揮させるやり方ともいえる⁽¹¹²⁾。こうした根本的な制度設計上の相違が監査等委員会、改正後の指名委員会設置会社の間であり、前者の要諦は常勤性を伴った非業務執行取締役の存在、その機能と責任の考察にあるといえる。当初はとかく社外取締役導入の促進のために、従来の重要財産委員会あるいは特別取締役制度の代替として消極的な意味合いの制度として導入される感のあった監査等委員会設置会社であるが、長期的視点から企業の持続的成長を促し、スチュワードシップ・コードとも親和・一体化した積極的な意義を有する制度として企業の自発的活用が期待される。

第十二章 日本版スチュワードシップ・コードと株主総会のグローバル化

1. スチュワードシップ・コードに関する実務

スチュワードシップ・コードが規律せんとするものは資産連用において果たすべき受託者責任であり、資産連用を任された機関投資家がスチュワード（幹事、世話役）となる。行動指針を定めて投資家サイドの意識改革を求める理由には、英国において株式市場の短期的指向が企業の国際競争力を損ねているという批判が強まり、長期的投資を望む声の高まりが影響している。長期的投資復活の方策は、英国で2012年ケイ・レビューとして公表され、資産連用に対する成果報酬、運用コストの開示、エイジェンシーコストの低減、四半期報告義務の撤廃などを提言している。

その要点は機関投資家が投資先上場会社をモニターする点にあるとみられ、責任ある議決権行使を行ってその結果を開示し、前提として投資先上場会社との間でエンゲージメントと称される積極的対話を行うことを想定している。同様の行動指針は英国のみならず、現在約20か国にあるとされ、共通して投資先企業の監視、受託者責任を果たすための方針開示などを定め、投資先企業との対話促進を図っている。我が国の機関投資家の関心事は、この投資先企業との対話であり、英国スチュワードシップ・コードは投資先企業を監視する際に、社内のリーダーシップの確認、取締役との面談を通じたコーポレート・ガバナンスの確認、場合によっては他の投資家とも協調して行動することを求めている。

機関投資家がこうした要求に応えるためには多大の人手、時間を要することとなるが、実務上は上場企業の大半は6月後半に定時株主総会開催を集中させるため、対話を図る機会は事実上制約されるといえよう。加えて、投資家間で協調した行動を行う慣行は現時点ではあまりみられず、なおかつ協調行動をとることで金融商品取引法下で共同保有者と認定され、大量保有報告制度に基づく報告義務が発生する懸念すら存在する。機関投資家が積極的に企業に働きかけ、企業統治に関与すべきであるとする意見が多い。対話は2014年以降の株主総会対応の大きなテーマになったといえる⁽¹¹³⁾。

(112) 勿論、多様性を重視して戦略面の策定にも力を入れている事例もあるが、基本的にはモニタリング・モデルを基礎としていよう。みずほフィナンシャルグループが企業不祥事後、2014年委員会設置会社に転換してことが典型事例である。私見であるが、NEDの機能を活用することで、内部統制と経営判断原則適用などにおける実務と法制度の齟齬、不一致の解消も一定程度は図ることが可能となろう。

(113) 長谷川俊明『アクティビスト対応の株主総会準備』中央経済社（2014年3月）179-181頁参照。

2. 株主総会の活性化議論とグローバル化—スチュワードシップ・コードとの融合—

日本版スチュワードシップ・コード導入は国際的展開を図る企業においては株主総会のグローバル化対応と一体のものである。会社法改正と日本版スチュワードシップ・コードについて株主総会グローバル化、さらに株主総会活性化の観点から関連づけてみたい⁽¹¹⁴⁾。

株主総会に関しては形骸化してきたため、不要論、対して様々な観点からの活性化論が起こされてきた。海外機関投資家による敵対的買収と防衛策の活発化などから、株主総会の機能については、従前とは異なる意味合いもあって軽視されることはなくなってきたといえる。今般のスチュワードシップ・コード導入、グローバル化対応の問題点は、従来の株主総会活性化論議の中では、情報開示⁽¹¹⁵⁾、コミュニケーションの場⁽¹¹⁶⁾としての機能を重視する見解、加えて折衷的・新機能付与論⁽¹¹⁷⁾とでも称する議論と方向性が合致しているといえようか。スチュワードシップ・コード導入と市場対応型の新しい方向性に重きを置く考え方との融合と位置付けられよう。対話の実現に向け、会社法改正による Comply or Explain ルール導入、日本版スチュワードシップ・コード導入（2014年2月26日金融庁決定）の動きに合わせて企業実務の具体的な対応が求められている。

第一三章 日本版スチュワードシップ・コードと法制度の展望—会社法上の株主と投資者としての株主、会社法と金融商品取引法の調整の観点から—

1. 会社法と金融商品取引法の調整

日本版スチュワードシップ・コードの導入が進められる中で、今後の課題と展望を俯瞰してみたい。日本版スチュワードシップ・コードが範としてきた英国スチュワードシップ・コードに関しては、英国法制の持つ特徴として債権者の権限が強いことが視点として考察される。倒産法の適用局面ではあるが、伝統的に Administrative Receivership、浮動担保などに象徴される通り、銀行など債権者の力が強く、債権者主導で倒産企業の売却・換価することが倒産手続きとされ、2002年企業法における Administrative Receivership 廃止、Administration への一本化後も依然として債権者指向の倒産法制であるといつてよい（松嶋隆弘教授⁽¹¹⁸⁾⁽¹¹⁹⁾）。

(114) 長谷川俊明弁護士「株主総会のグローバル化」日本大学比較法研究所英米法研究部会講演（2014年3月7日）。同「株主総会のグローバル化」国際商事法務 Vol.42, No.1（2014年）115-117頁参照。

末永敏和『コーポレート・ガバナンスと会社法』中央経済社（2000年）103頁以下、新山雄三「コーポレート・ガバナンス論の意義と機能に関する覚え書—学問的成果の確認と活用のために」法学会雑誌（岡山大学）四四巻三・四合併号（1995年3月）177頁以下。

(115) 奥島孝康教授が予てより唱えておられ、また末永敏和教授も情報開示の場であることを述べておられる。

(116) 久保利英明弁護士が唱えられる。

(117) 末永敏和・藤川信夫「コーポレート・ガバナンスの世界的動向—欧米、中国・韓国における法制度を中心とする最近の展開ならびに「会社法制の現代化に関する要項試案」の動向」経済経営研究（日本政策投資銀行設備投資研究所）VOL24-5（2004年9月）1-329頁。

(118) 松嶋隆弘「イギリス法におけるデット・エクイティ・スワップ～日本法との比較を中心に～」日本大学民事法・商事法合同研究会（2014年5月10日）12-18頁参照。「売得金はすべて債権者に対する弁済に充てられる。・・・弁済である以上、債権は当然のことながら、券面額で認識されることとならざるを得ない・・・売却の当然の結果として旧株主は切り捨てられることとなる。」

(119) 私見であるが、倒産局面の議論とゴーイング・コンサーンが前提のコーポレート・ガバナンスの議論を同

私見であるが、コーポレート・ガバナンスの改善のために株主権の強化を打ち出す方向性の必要性からも、英国ではスチュワードシップ・コードが切り離されて独自のコードとなり、機関投資家の意識改革を経て、長期的な観点から投資先企業に対するコーポレート・ガバナンス機能を担わせることとした側面はあろう⁽¹²⁰⁾。

翻って我が国をみると、会社法上の株主と投資者としての株主という概念に関して、会社法上の株主に期待されている特徴は、会社のガバナンスの一翼を担う者としての役割である。会社法にあっては、株主は、会社のガバナンスに不満があれば、株式を売却することによって、その不満を解消すればよい、とは考えていない。会社が自立的に適切なガバナンス体制を確保すべきで、それについては株主の役割は大きい。投資活動ばかりを行う他人任せの株主ばかりではなく、主体的に会社のガバナンスをよくしようとする株主の存在が期待されている⁽¹²¹⁾。我が国の大部分の株主は、機関投資家を含め、既に長期的観点から会社のガバナンス向上、企業価値向上を一定程度は考慮して投資活動を行ってきたともいえよう。現状では金商法に基づく情報、特に会計情報を会社法が一方的に受容している傾向があることで、逆に会社法に基づく情報を金商法上の情報にして届出義務を課することの検討、会社法の直接開示（総会招集に伴う株主に対する）の要請の充足方法（中核的な情報の選別）、投資者と会社法が想定する株主の相違（組織行為に関与する者）の性格の相違がいかなる差異を生むかについての検討が提示されている（稲葉威雄弁護士）。

会社法としては大規模上場公開会社以外の広範な中小企業も包含した法制度となっていることが背景にあり、公開会社法制⁽¹²²⁾の導入の必要性がとに語られる所以でもあろう。投資家保護のための金商法制度と会社法の債権者保護制度の齟齬の問題もあり、金商法18条、特に無過失責任とされる同21条の2による発行会社の責任追及（役員の実行責任追及の処理は会社法の建前と同じで問題はない）により会社が倒産することについて、会社法の建前からはいかに考えるべきかという問題であるが、会社法上経営者の違法行為によって株主に生じた間接損害は株主が直接請求できないと解され、発行会社の責任（350条）を個々の株主が追及することもできず、経営者の責任追及の問題とされる。こうした問題点の整合性を見地から、会社に対する関係において残余権者たる株主の第三者性をいかに認めるかも検討が必要となる。株主からの経営者に対する責任追及を如何に制度として構築するかである。金商法等における損害賠償を含む民事制裁が予防の威嚇のみならず、機能する

じ机上で考察することには難点もあろうが、強行法でなく規範としての実効性を考える上では一定の意味合いもあろうか。

(120) 英国では債権者の権利が強く、企業再生でなく倒産手続きを図る方向性と符合するが、米国型チャプター11とは逆の方向性となる。この制度の下で、英国スチュワードシップ・コードによる改革を進めているとすれば、逆に我が国は株主の一定の権利保護は図られ、日本版コードの導入の余地は縮減されたものとなるという方向性もバランス上は考えられる。もっとも、我が国の株主の権利については会社法と金商法上の齟齬の問題があり、現状で決して十分なものとはいえないことになる。株主としての機関投資家に対する要求として位置付けられるスチュワードシップ・コード、さらにその株主が企業の経営者に対して規律を求め、あるいは経営陣が自己規律を図るという位置づけがコーポレート・ガバナンス・コードであるが、我が国においては後者の方が現状のガバナンス改革に占める比重は総体的に英国よりも大きいといわざるを得ない。

(121) 稲葉威雄『会社法の解明』中央経済社（2010年）720-732頁参照。

(122) 上村達男「会社法改革—公開株式会社法の構想」岩波書店（2002年）、同「公開株式会社法の構想について（上・中・下）」商事法務1559・1560・1563号（2000年）。

ことに伴う問題であり、課徴金も多額で活用されることに伴い民事責任追及の調整が求められる。資本市場法である金商法が保護対象とする投資者は株主の属性とは別に債権者レベルでも保護されるべきで、その場合の債権者の利益調整は倒産法段階の検討問題になるという整理が示されている⁽¹²³⁾。金商法は、企業統治の問題でなく情報開示の充実からアプローチしているが、稲葉威雄弁護士の指摘によれば、金商法の調整がされておらず不備が多い。金商法における会社法上の監査（監査役・監査委員会・会計監査人等）の位置付けも明確ではなく、金商法の内部統制は会社法の内部統制の一部として財務情報に関するものを取り上げて強化したものである。ベースの共通化を図るとともに、会社の形態に応じて、どのように差別化すべきかについて費用対効果という見地からのアプローチなど検討する必要がある。

2. 日本版スチュワードシップ・コードと公開株式会社法制

公開株式会社法制に関しては、上場会社にも格差があること、上場基準のあり方、上場前上場廃止後の会社の扱い等の問題も検討する必要がある。基本的な調整として、金商法では資本市場の立場から要請される企業統治のベストプラクティスの探究が望まれ、会社法は要請を受け止め、受け皿となる基盤として機能する制度の仕組の整備（仕組法）を図ることが述べられる。

私見であるが、上記の指摘は、我が国が今般スチュワードシップ・コードを Comply or Explain によるプリンシプル・ベースのものとして導入せんとする場合も、引き続きコーポレート・ガバナンス・コードの策定が両輪として不可欠となると考えられ、その導入・実践の段階において当てはまる部分があろう。英国のように既にコードによる法制面の秩序形成が確立してきている法社会でなく、相当部分は実定法により秩序付けられてきた我が国においては、こうした金商法、公開会社法性の構想を含む会社法の分野の今後の調整、制度整備の動きとも整合性を持って進めることが必須となろう。スチュワードシップ・コードは、コードとしての利点を生かし、細目は各機関投資家などの自主性に委ね、厳格な規律づけによる「これさえ守っていれば非難されない」といった旧来的意識からの脱却を目指すもので、金融庁からは業界自主団体からのひな形提示も自粛するように指導されていると聞こえてくるが⁽¹²⁴⁾、画期的なものであるだけに、上記のような琴線に触れる法制度の問題に対する対処の進展状況とも並行して、コードレベルに止まらない新たな調整が不可避な問題となるのではなかろうか⁽¹²⁵⁾。

(123) 稲葉威雄・前掲注 (89) 725頁。

(124) 油布志行（金融庁総務企画局企業開示課長）『日本版スチュワードシップ・コードの策定と今後の期待』日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク講演（2014年5月15日）。

(125) 法制度とコードレベルの問題の対処をコードレベル、あるいはガイドラインなどの緩い形で処理せざるを得ないという考え方になるかもしれないが、名宛人である企業、機関投資家が迷わないためにも、あるいはコードのみで十分な英国型規範社会が形成されるまでは、金融業界など業界自主団体がひな形を發布する形式のものでなく、プリンシプル・ベースとしても、いずれにしても何らかの交通整理・調整として不可避となろうか。少なくとも、両法域の調整マターとなる公開会社法整備の進展状況とは、名宛人の企業側は無縁ではいられない。英国のガバナンス・コードは逐次改訂作業を受けており、我が国も同様にコードのブラッシュ・アップは求められ、スチュワード・シップ・コードにしても3年ごとの改訂を予定しているが、その中で整備を進めることとなろう。細かく細目を規定するのではなく、金商法関連規定の整備な

第一四章 Approved Persons 制度の展望ならびにコーポレート・ガバナンス・コード策定

1. Approved Persons 制度の展望

Approved Persons 制度については、旧 FSA がウォーカー・レビュー提言に基づき、コーポレート・ガバナンス・コード改訂の中で制度の一部変更を進めてきた⁽¹²⁶⁾。Approved Persons 制度に関して、近時 Parliamentary Commission on Banking Standards (PCBS) が Senior Persons Regime という新たな制度を提言したことが注目され、2015年導入の方向で準備が進められる。現在 Approved Person として FCA・PRA の管理下にある銀行員は全体の10%程度であるが、新制度では更に裾野を広げ、直接 FCA・PRA が管理できる人員数を増やすことが趣旨となっており、徐々に規制の枠を拡大する方向と考えられる。試論で述べてきたとおり、規制当局の適用面における恣意性が懸念される点の1つである。

非分離時代の旧 FSA の名称のまま規定が存置・改正され、コーポレート・ガバナンス・コードといいつつも、分離後はスチュワードシップ・コードもあり、2つのコードのうちいずれの適用によるか、この面の曖昧さも残され、同様に域外適用などにおける恣意性が問題となろう。英国現地法人を抱える本邦企業において、本社がスチュワードシップ・コードを通じて英国コーポレート・ガバナンス・コードの影響を直接・間接にも受ける可能性があることを指摘した。これらは、国際汚職行為防止法によるコンプライアンス遵守の流れの中で、域外適用・規制強化の方向性と軌を一にしよう。また Approved Persons 制度と我が国会社法改正などの関連・相似性等も考察を進めてきた。会社法改正の実効性確保の見地からも、来るべき日本版コーポレート・ガバナンス・コード策定において Approved Persons の規範の導入は検討されよう。

Approve Persons 制度は、英国のコーポレート・ガバナンス・コードの展開において形成されてきた英国の非業務執行取締役の概念形成の系譜にあるといえ、同じくコードの中で形成されてきた規範概念である点で親和性・共通性があるが、非業務執行取締役に止まらず、対象を経営層、更には直近において従業員層にまで拡大せんとしている点では従来の非業務執行取締役に関わる議論とは異なる面もある。Approved Persons 制度は非業務執行取締役の概念から始まったが、その対象が拡大し、内容面でも不定形さを増すなど裁量の余地が増えて変質化しつつあるといえよう。その分、規制当局における適用面の恣意性は増大することとなろう。

2. Approved Persons と非業務執行取締役の実際

英国コーポレート・ガバナンス・コードならびに FSA Handbook における Approved Persons に対する Principles and Code は、本邦の英国進出現地法人も規制対象となり、金融機関等におけるローテーション、論功行賞人事の見直しも余儀なくされる。グローバル企業は全社的コーポレート・ガバナンスあるいは内部統制・コンプライアンス、リスク

どにおいて影響が出てくるのであろうか。コードと法制を全く切り分けることについて、実効性確保の見地からの議論となろう。

(126) 有力金融機関のロビー活動等により実質は従前のルールがそのまま継続している。

マネジメント体制を敷いており、こうした子会社を巡る動向を通じて本社の人事制度・規範に逆に改革に向けた影響を及ぼすこととなろう。私見であるが、Approved Persons 制度導入は我が国会社法改正の監査委員会等設置会社における非業務執行取締役（NED）による改革に通じるものといえる。改正では社外取締役の社外要件も厳しくなるが、法文に書き込まれる形式面主体の厳格化と合わせて、非業務執行取締役中心のガバナンス改革を進める上での実質面からの必要条件にもなり得る。

同じくコモンローとはいっても英国と米国では相違もあり、米国ではエンロン事件以降、社外・独立性要件の強化を図ってきたところであるが、リーマン金融危機では再び米国企業におけるガバナンスの欠陥も指摘された。我が国では金融危機後の経済不況に見舞われたものの、金融危機自体に関しては大規模な金融機関の破綻は発生しておらず、長期的雇用と昇進、教育・研修を前提とする我が国のコーポレート・ガバナンス・システムの利点も生かしつつ、英国コードの精神を取り込むことが提案される。

HBOS 事案にみる通り、Approved Persons の趣旨を最も体现するものが非業務執行取締役であり、監査等委員会委員であろう。戦略面のリスクコントロール機能の担い手であり、また利益相反局面⁽¹²⁷⁾における忠実義務⁽¹²⁸⁾が問われる。英国では株主たる機関投資家はスチュワードシップ・コードの適用を受け、また経営陣である取締役は会社法により、忠実義務を含む一般的義務を担う⁽¹²⁹⁾。いずれも長期的観点から企業価値最大化を図ることが求められ、エンゲージメントによる協調行動を採ることになる。米国では、取締役の忠実義務に関する規範概念の導入が進められるが、他方で株主の会社に対する忠実義務が判例法理で近時肯定されつつある。米国におけるスチュワードシップ・コードの機能を代的に担うものともいえよう。

非業務執行取締役については、法的義務ならびに責任と共に、米国における忠実義務の規範化概念の考察がなされる。効果的なエンフォースメント達成と柔軟性の維持の間の衝突の問題を考える上で、コーポレート・ガバナンスを論じる際には社会規範等の法以外の要素が無視できない。また社会規範と法は相互に作用する側面が認められる。米国法の影響を受けている我が国法制度を前提とする限り、会社法改正の実務導入において、英国の Approved Persons 制度の導入と共に、法文の理解の中にコードの考え方を取り込むことで、形式面に止まらず、実践的なコーポレート・ガバナンス改革を進めることが可能となろう。その場合、判例法形成を待つのか、率先して何らかのガイドライン発出を図るのか、我が国の企業の実態に見合った独自の規範意識形成が求められる。またスチュワードシップ・コードに関しては、我が国大企業の株主総会実務などにも影響を及ぼすことが予想される。海外機関投資家による持株割合増加と議決権行使、議案・議題提案、敵対的企業買収と防衛策などを経て、アクティビストに対する実務の対応は検討が進められてきたが、スチュワードシップ・コードに関する対応も加わることになろう。

(127) 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）」一橋法学11巻3号49-166頁。利益相反の一部として支配権争奪を掲げる。

(128) 星川長七「取締役の忠実義務と責任についての一考察」早稲田法学38巻3-4号1-17頁（1963年3月）、同「取締役の忠実義務の法的基礎ならびに発現類型」41巻2号113-145頁（1966年3月）。

(129) 英国における忠実義務は、コードと法の構成から事実上はコードあるいは Handbook に依拠してきた要素が強いと考えると、米国の忠実義務の規範化と方向性は同じといえることができる。

3. 日本版コーポレート・ガバナンス・コード策定

英国では法制度上債権者の権利が強く、2008年金融危機を契機に株主としての機関投資家に対する中長期的観点からのモラル強化を含む機能強化を図る意味合いもあってスチュワードシップ・コードが切り離されて策定されたとも考えられる。翻って、我が国では株主はガバナンス機能を担うこととなっており、金融危機においても欧米ほどの金融機関の経営問題は生じてはいない。英国の株主・機関投資家の意識に比すれば、我が国の株主は中長期的観点から一定程度の自己規律、モラル醸成は図ってきていると考えられ、今後は経営者の意識改革に向けて、こうした株主のガバナンス機能を発揮させるべき土台作り、環境整備を早期に進めることこそが我が国独自のガバナンス改革を進める観点からも必須となる。英国にはあって我が国に欠落している、遵守すべき名宛人を経営者としたコーポレート・ガバナンス・コード策定の重要性を改めて指摘しておきたい。安倍晋三首相は2014年6月3日経団連講演の中で日本版コーポレート・ガバナンス・コード策定を成長戦略に位置付ける方針を表明し、6月10日金融庁は年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)、スウェーデン Fourth Swedish National Pension Fund (AP4)、英国 Railway Pension Trustee Company Limited など内外大手年金基金等の127機関投資家が日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明したと発表した⁽¹³⁰⁾。

株主の経営者に対するガバナンス機能発揮に関しては、①情報入手および情報開示の体制整備を進めることが重要となり、投資家としての金商法と株主としての会社法との齟齬、公開会社法未整備に関わる問題点が存在する。上場会社法制整備に向けて、金商法レベルの開示へアップさせることが求められる。②コーポレート・ガバナンス・コードの策定につき、機関投資家向けのスチュワードシップ・コードの実効性確保からも、コードではあるがエンフォースメントとして、Comply or Explain のプリンシプル・ベースで平仄を合わせて柔軟性を持たせて考えるのか、種々の議論がなされることとなろう。③金商法と会社法の平仄合わせの一環で、金商法18条、21条の2の発行会社に対する無過失責任追求など、株主の間接損害にかかる議論も進められよう。また役員責任追及において、非業務執行取締役(NED)に対する利益相反局面の忠実義務違反が問題となるとすれば、厳格とされる忠実義務においてコードなど規範概念の導入による柔軟な対応が将来は判例形成の俎上にのぼることが考えられる⁽¹³¹⁾。コードの内容の実質化に向けた動きが出てこようが、注意義務が経営判断原則適用などで骨抜きになってきた米国の動向も踏まえ、忠実義務

(130) 2014年6月3日日本経済新聞、6月10日 REUTERS。

(131) 私見であるが、米国の信認義務の中に注意義務、忠実義務があるが、本来的には取締役の義務であり、誠実義務についてもしかりで、信認義務に入るか、あるいは忠実義務の下部概念と構成するにせよ、株主の義務をこれに含めることは無理もある。取締役が責任を担う対象を会社または株主とする2つの考え方が米国で議論になり、会社であるとすれば支配株主の忠実・誠実義務違反は認定しやすい。議論の大枠として、ドイツ法的にヨコの関係を重視し、株主相互間の誠実義務違反・株主間差別化とみる立場と親和性があり、英米法的契約理論からは組合的に当初の構成員合意の原点に帰るアプローチとなろう。忠実義務に関するこの議論をエンゲージメントに敷衍すれば、我が国会社法制を米国系譜とすれば株主間のエンゲージメント活動には元来不向きな側面があるともいえようか。Southern Peru 事件(デラウェア州衡平法裁判所2011年10月14日)につき、拙稿「米国金融規制改革など国際金融法制における新たなリスク・ガバナンス規制強化とコンバージェンスならびに忠実義務などを通じた株主間差別化に向けて―」政経研究第49巻 第3号(2013年1月)。591-622頁。Court of Chancery of Delaware. In re SOUTHERN PERU COPPER CORPORATION SHAREHOLDER DERIVATIVE LITIGATION. C. A. No.961-CS.

務へのコード概念導入による仲介項を介した柔軟な適用が却って責任追及の手を緩める手段となつては本末転倒であることも注視しなくてはならない。非業務執行取締役の情報入手に関しては、経営者の側の情報入手というよりも、寧ろ株主のガバナンスの立場からみた機能の問題であり、非監査委員あるいは非監査等委員である社外取締役における情報入手確保の体制整備も鍵となろう⁽¹³²⁾。これらの問題点を法整備でなく、コーポレート・ガバナンス・コード策定の中で柔軟性、機動性を持たせて検討していくことも考えられる。④更にスチュワードシップ・コードにおけるエンゲージメント強化に関しては、会社法制としても適正な制度を構築し、適法性を確保する必要性が指摘されることが関連付けられようか。スチュワードシップ・コードと会社法との交錯ともいえよう。株主による委任状勧誘については、株主提案についても書面による議決権行使は制度上できるが、支配権争奪などの深刻な局面では機能しにくい。株主提案の理由の記載は濫用防止の観点からも提案者においては十分満足のいくものとならないことが予想され、企業買収よりも低廉なコストで経営是正を図る手段として有効であり、近時は支配権争奪局面では株主による委任状勧誘が相当程度みられる。そこで株主が自らの負担で公正に他の株主を説得し、提案の賛同者を募る手段の確保が求められ、書面による議決権行使制度が確立していることから、株主による総会議決権代理行使の勧誘も会社法上の制度とすることが提示されている⁽¹³³⁾。この問題は米国金融改革法であるドッド・フランク法におけるプロキシ・アクセス、セイオンペイの議論⁽¹³⁴⁾にも通じる部分である。⑤またエンゲージメント活動に関しては、元来我が国においては取り込みにくい側面がなしとせず、またこれを補う要因として、持合株式などの日本型経営システムを通じて株主による責任ある投資体制が一定の効果を発揮し、株主がこれまではそれなりのモラルと中長期的視野を持って経営陣と接してきたといえる。英国に比し、株主に関してはスチュワードシップ・コード導入の必然性が少ないのではないかと、いうことを述べたが、近年、こうした持合株式の崩壊が進み、持合株式を前提とした一定のモラルを持った株主によるガバナンス機能発揮が後退し、更には逆に、バブル経済の崩壊後、持合株式の有する負の側面として経営陣の違法性、妥当性に甘い側面がガバナンス機能の欠如として取り上げられるに至り、改めて機関投資家を含めた株主を名宛人とするスチュワードシップ・コード導入の必要性は我が国においても英国とは違った様相で高まりつつあることも指摘しておきたい。

第一五章 英国会社法172条の一般的義務と米国の忠実義務ならびにガバナンス・コンバージェンス

1. 英国会社法172条の一般的義務（会社の成功を促進すべき義務）とガバナンス・コンバージェンス

(1) 英国会社法172条の一般的義務

スチュワードシップ・コードの内容は、米国型の取締役は株主に対する信認義務を負うとする考え方と相容れない面があり、他方で株主もまた経営陣と共に会社に対する忠実義

(132) 弥永真生・前掲注(77)。

(133) 稲葉威雄・前掲注(89)728-730頁。

(134) 拙稿・前掲注(54)。

務を負うとする近時の米国判例・議論の傾向と整合的な要素がある。米国法制に基づく我が国会社法においても、会社法制と金商法につき考察したことが改めて議論されよう。

英国2006年会社法第2章は信託義務と注意義務を一般的義務（general duties）として規定した⁽¹³⁵⁾。会社の成功を促すべき義務（172条）とし、単なる株主企業ではないとの株式会社観が背景にある。影の取締役（shadow director）も負う旨が明記され（170条5項）、親子会社規律にも及ぶ論点といえる。監査等委員会制度における非業務取締役の職責に関する規範ともなり得る内容となる。立法担当者の解説によれば、取締役が会社の利益よりも自己または第三者の利益を優先する可能性に関する義務、取締役が任務を懈怠する（be negligent）可能性に向けた義務であるとされ、我が国における異質説の理解による忠実義務と善管注意義務に対応している⁽¹³⁶⁾。

一般的義務は、英国法における伝統的な判例法理である取締役の対会社の義務を明文化するものである。1998年公表の法律委員会（the Law Commission）、スコットランド法律委員会（the Scottish Law Commission）の共同報告書の中で取締役の受託者的義務（fiduciary duties）に関して制定法化が勧告された。Company Law Review（CLR）も同様の勧告を行い、取締役の義務内容の明確化、会社が誰の利益のために経営されるべきかの問題を企業社会の観点から明示すること、利益相反に関するルールの厳格すぎる取扱いの見直しを図ることを留意点として掲げている。2006年会社法第170条では、取締役の一般的義務（171条-177条）が会社に対する義務であること（1項）、利益相反回避義務と第三者からの利益の取得を禁止する義務（175条、176条）が取締役を退任した後も引き続き適用されること、更に一般的義務が由来する判例法上の義務について規定する（2項-4項）。具体的には、定款を遵守して権限の範囲内において行為すべき義務（171条）、会社の成功を促進すべき義務（172条）、独立した判断を行うべき義務（173条）、合理的な注意・技倆・勤勉さを用いるべき義務（174条）、利益相反回避義務（175条）、第三者からの利益受領の禁止義務（176条）、会社との取引に対する利害関係の開示義務（177条）が定められている。特に、会社の成功を促進すべき義務（172条）が注視され、義務の履行において株主以外の従業員、取引先、地域社会等の利害関係者（stakeholder）の利益を考慮する必要があることを明言する。株式会社は社会的公器として、単なる株主企業ではないとする株式会社観が背景にあろう⁽¹³⁷⁾。

(135) 川島いづみ・中村信男「イギリス2006年会社法（1）-（15完）」比較法学第41巻第2号-第46巻第2号。同「イギリス2006年会社法（2）」比較法学41巻3号189頁以下参照。中村信男「イギリス2006年会社法における影の取締役規制の進展と日本法への示唆」比較法学42巻1号（2008年）211頁以下。石山卓磨『事実上の取締役理論とその展開』成文堂（1984年）。私見として、受託者責任（この受託者責任はアセット・オーナーの負う受託者責任ではなく、取締役が会社あるいは株主に対して担う一般的意味合いの受託者責任）のうち規範概念的とされる注意義務について、更に概念を一般化することのためには、前提として今後、プリンシプルベースの基礎が確立するか、あるいは詳細なルールブックを策定するか、英国の2006年改正後の金融危機を踏まえて、今後の変化が注視される。

(136) 川島いづみ「イギリス会社法における取締役の注意義務」比較法学41巻1号14頁。

(137) 川島いづみ・中村信男・前掲注（103）「イギリス2006年会社法（2）」比較法学41巻3号192頁。1985年会社法第309条が取締役に社員の利益と同程度に従業員の利益を考慮すべきことを義務付けていたが、この規定はその法的位置づけをやや後退させている感がある。また強制方法も、取締役の会社に対する他の受託者的義務と同様の方法でエンフォースメントし得るとされているが、英国法ではエンフォースメントの権利は基本的に会社が有するものとされており、実効性についての疑問も呈される。

(2) 英国の一般的義務と米国の忠実義務の比較法的考察

英国における取締役の一般的義務規定は、株主価値から企業価値の観点への転換を図るものであり、企業の所有者が株主であり、株主による経営者に対するガバナンス機能の発揮を重視してきたという伝統的なコーポレート・ガバナンス理論から脱却し、ステークホルダーの利益を考慮した新たなガバナンスモデルへの転換を図るものといえる。企業の社会的責任（CSR）の議論にも繋がる。こうした議論は予めから企業経営論では唱えられていたところであるが、会社法において取り込んだところに意義がある。社外取締役の要件強化にしても、いかに独立性を高めるか、その実質的な効用を高めんとしてもルールベースの文言面の修正に終始してきた感があり、エンロン事件後の米国企業改革法（サーベンス・オクスレー法）も然りであろう。プリンシプルベースの規範を法制化した規定として、従来のコーポレート・ガバナンス関連規定とは、発想が全く異なる。米国では、コード概念は受容されないため、忠実義務などの一般的規定に関して、判例法の面から規範化が進められている。会社が誰の利益のために経営されるべきかを企業社会の観点から明示すること、利益相反に関するルールの厳格すぎる取扱いの見直しを図ること、という視点は英国と同様であろう。

今後の問題点は、私見であるが、同じく一般的規定である米国の注意義務が経営判断原則適用により事実上骨抜きにされてきたことを鑑みて、米国の忠実義務あるいは英国の一般的義務が適用において緩和されすぎないか、懸念が残ること、更にそもそもエンフォースメント面の対応が不明であること、仮に Approved Persons のようにコンプライアンス強化の観点から事実上のエンフォースメントを今後強めていくこととなれば詳細な Hand Book によるルール化への揺り戻しとならないか、少なくとも企業側の事前の防衛（lines of defense）としては Hand Book は最低限、企業が処分を受けないための要件を定めたルールとならざるを得ず、コードの主旨を没却させることになりかねないことが掲げられる⁽¹³⁸⁾。

2. 一般的義務とコンバージェンスならびに我が国への俯瞰

一般的義務について、ソフトロー主体の英国におけるハードロー内の調整・揺り戻しといえる。今後の懸念材料はあるものの、かかる一般的義務の内容は、我が国の場合、主として日本版コーポレート・ガバナンス・コードにおいて柔軟に調整を図り、ソフトローの接点ともいえる金商法、上場規則等で補完することになろうか。コモンローといいつつ、内容の相違する英国、米国の法制度の狭間にあつて2つの日本版コードは米国型モニタリングモデルとしてのシェアホルダー・タイプ、ドイツ型ステークホルダー・タイプ等のいづれとも異なる日本型経営に親和する独自の企業価値モデルを指向する試金石となる。コード意識は全く受け付けられないとされる⁽¹³⁹⁾米国企業社会もスチュワードシップ・コードを受容する機関投資家の増加と相俟って、コードが架橋となり、将来的に共通のガバナ

(138) 2006年英国会社法改正の後に2008年リーマン金融危機が勃発しているだけに、ウォーカー・レビューによる会社法改正への影響など、今後の動向が注視される。2006年英国会社法改正は十分な内容たり得たか、検証の必要があろうか。

(139) 油布志行・前掲注（92）。

ス・コンバージェンスを示す可能性もある⁽¹⁴⁰⁾。逆にスチュワードシップ・コードはガバナンス融合化の動きの中で現出したとみることもでき、英国スチュワードシップ・コードは従来のガバナンスモデル間の比較・競争から、上位概念として各ガバナンスモデルとも共生・発展させ、域外適用と共に究極的には国毎に相違するガバナンスの実質的なコンバージェンス（収斂）の流れを促進させるものとなろう。スチュワードシップ・コードの多重・重畳的域外適用の面からも、コーポレート・ガバナンスの融合化に与える影響は大きい。集团的エンゲージメントなどの作用も相俟って、米国型モニタリング・モデル至上主義から、長期的企業価値追求モデルへの変容ならびにコンバージェンスに向けた動きが強まろう。米国において、アクティビストの機関投資家における企業価値追求の動き、株主提案とエンゲージメントの新たな動向も生じつつある⁽¹⁴¹⁾。

第一六章 コードと法制改革のジレンマ

今後のガバナンス改革に向けて、コードと法制度のあり方をいかに設計するか、その手法としては、①ガバナンス・コードにおいて細目を規定することはプリンシプルベースを崩すことになるため例えば3年ごとの改訂作業において、実効性などをトレースしつつ、最低限の修正・加筆を行う、②コードと金商法・会社法の双方に修正内容を盛り込む、③エンフォースメントに係る部分のみは金商法・会社法の関連法制・規則に書き込み、コードの法は最低限の修正に留め、規範としての特色を喪失しないようにする等が想定できよう。③があり得べき手法ともいえようが、コードの規範的特質が失われては元も子もないため、個々のテーマ毎に配慮が必要となるが、配慮しすぎて細かい調整をすればするほど規範たる特徴にマイナスに跳ね返ってきかねないジレンマが生じる。これは米国法制をベースとする我が国が、長年の日本的経営として培った、米国とは異なる事実上の長期的観点からの良き慣行（この存在自体が米国とは異なる）を、事実たるコード規範として移し代えようとするプロセスにおいて必然的に発生するフリクションあるいはコストともいえよう⁽¹⁴²⁾。コードの定着に伴い、経営陣の改革に向けた格闘を通じて解消され、時間はかかっても米国、英国とも異なる日本型コードの発展・慣行化、実効性の発揮に繋がるはずである。我が国における経営慣行ならびに機関投資家における意識の高さは、リーマン金融危機における対応をみても窺えたとおり、コードの本家の英国よりもこれまで内面では勝ってきた側面すらあると考える。そのコードへの移し替えの段階・プロセスにおいて、法制面で名宛人を投資家とする金商法、コーポレート・ガバナンスの担い手たる株主とする会社法における調整問題の存在が絡まり、論点として我が国独自のものを包含しつつ、今後はコードレベルでも投資家向け、ガバナンスを主とした経営陣・株主向けの2つの

(140) 米国 NACD (National Association of Corporate Director : 全米取締役協会) におけるコーポレート・ガバナンスの再構築、エージェンシー理論とスチュワードシップ理論について、佐藤剛『金融危機が変えたコーポレート・ガバナンス』商事法務 (2010年)。

(141) Mork Murdock "Shareholder Proposals and Engagement", Ted Paradise "Value-Oriented Activist Investors" Davis Polk, July 2014.

(142) コードと会社法改正を両輪とすること等によるフリクションの発生は逆に成長阻害要因とならないか、成長戦略の位置付けの中で一抹の懸念とならうか。

コードに分けて行動規範の策定・実行を展開していくことになる。会社法と金商法の齟齬を埋める役割が2つの日本版コードとなり、特に金商法とスチュワードシップ・コードを有機的にリンクさせ、企業価値モデルの実効性を確保する鍵の1つは非業務執行取締役ならびにこれに対する Approved Persons の実践にあるという位置づけになろうか。

監査等委員会設置会社制度導入による会社法改正の実践にしても、日本版コードと共に我が国におけるコーポレート・ガバナンス改革の両輪の1つとなるものであるが、非業務執行取締役（NED）の利益相反など忠実義務における規範概念導入など、コーポレート・ガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの存在を抜きにしては実効性を保てない。今後は、行動規範たる日本版コードの独自性を保ちつつ、我が国法制度との一体的考察、調整に向けて検討が必要となる。

英国の Approved Persons 制度も、プリンシプルベースによりコードに準拠するといいつつ、ルールブックともいえる詳細な FSA Handbook に規定を置き、事実上のエンフォースメントの1つとして企業名公表措置を課している。企業側としてはFCPA 同様に事前防止のための対応が必要となり、また規制当局側も恣意性の誹りを受けないためにも明確な規準の策定作りの已む無きに到る。ルールベースに逆戻りし、Approved Persons の事実上の法制化の傾向といえなくもない。コンプライアンスなど当局の危機意識の強さを示してもいよう⁽¹⁴³⁾⁽¹⁴⁴⁾。

会社制度（Corporate Governance）の問題は会社法改正によっては解決しない⁽¹⁴⁵⁾。我が国においてスチュワードシップ・コードをコーポレート・ガバナンス・コードと併存して機能させ、会社法改正とセットでガバナンス改革を企図する場合、コーポレート・ガバナンス・コードあるいはスチュワードシップ・コードにせよ、日本版コードは上場会社など公開会社を念頭に置いて策定されるもの、あるいはその上場会社などが自ら導入を図る

(143) プリンシプルベースの破綻でもないが、実現の困難さの例であろうか。他方、企業名公表など企業側の影響も大きい。我が国独自のコード策定に当たり、①いかにプリンシプルベースに徹することができるか、②業界自主団体によるひな型などは作成させないように指導するとしても、監督側から Handbook の類の発出は将来的にも不要なのか、③成長戦略が発端なだけに、エンフォースメントはソフトローに規定するとして企業側の萎縮効果をもたらさないか、などコードなるが故の議論は少なくない。ハードロー分野であるが、FCPA 等域外適用と課徴金重罰化がアナロジーとしてパラレルに浮かぶところである。

(144) コンプライアンス・プログラムに関する2010年7月米国ドッド・フランク法（The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）の内部告発条項とのジレンマとして、拙稿「米国ドッド・フランク法を中心とする国際金融法制の展開と影響に関わる考察—規制強化のジレンマならびにパラドックス、コーポレート・ガバナンス、域外適用など—」日本大学法学紀要第55巻（2014年）9-108頁。また関連して、法務省において経済事件に司法取引が導入されることの検討が進められている。自己負罪型の導入は見送られ、捜査・訴追協力型の導入が検討される。企業自体は単独では犯罪主体たり得えず、両罰規定を通じて刑事責任を負うが、協力型司法取引導入による企業の刑事責任を考察すると、事後的対応もさることながら、事前防御としてコンプライアンス・プログラムによる企業の自主的対応が望まれる。平尾覚「日本版司法取引の導入で企業犯罪の摘発はどう変わるか」法と経済のジャーナル（西村あさひのリーガル・アウトLOOK）2014年6月11日。日本経済新聞2014年7月10日。ドッド・フランク法のSECの報奨金を持ち出した内部告発条項により、量刑ガイドラインに基づく企業の自主的なコンプライアンス・プログラムが機能しなくなるジレンマがあることがFCPAなどの国際汚職行為防止法に関して指摘されるが、司法取引制度も米国と異なり、協力型導入のみの片肺飛行では同様の懸念を内包することとなろうか。

(145) 江頭憲治郎「改正会社法の解釈上および実務上の諸問題」日本大学法科大学院特別講演会（2014年6月16日）。株主の行動、労働慣行、裁判所の姿勢などを掲げられる。

べきものとなろうが、金融持株会社などの場合、その公開・上場持株会社の下での非公開子会社としても、スチュワードシップ・コード導入の前提としては、多段階代表訴訟におけると同様に、コードの名宛人である機関投資家の考察対象たり得ることになり、持株会社と子会社を併せて連結経営グループ一体として上部に機関投資家が存在するものとなろう。スチュワードシップ・コード自体は非上場企業も対象とするものであろうが、今後我が国においてコーポレート・ガバナンス・コードと併存して機能させ、会社法改正とセットでガバナンス改革を企図するのであれば、第一義的には上場会社ならびにそのグループ経営内の議論が念頭に置かれることになる。金融持株会社などにおいて人員、預金など重要な資産は非上場子会社に主として存在し、その非上場子会社の観点から機関投資家を直接俯瞰することも重要となろう。持株会社における多段階代表訴訟の遮断の問題は一定程度は解決しつつあるとはいえ、スチュワードシップ・コードの導入による対象企業のガバナンス改革を進める上では、従前の法制度面の観点のみから親子会社のあり方を検討するに止まらず、コード意識を伴った親子会社規律の真のあり方を根本的に問いかける格好の機会であり、日本版コード導入の考察はその嚆矢となろう。スチュワードシップ・コードの検討領域を超えてこようが、正しくガバナンス改革に正面から取り組むべき目標を示していよう。

第一七章 日本版スチュワードシップ・コードの実践に向けて—ソフトローならびにアセット・マネジャーにおけるエンゲージメントのあり方ならびに国際連携—

最後に、日本版スチュワードシップ・コードにおいて重要な役割を果たすことが期待される保険会社などのアセット・マネジャーを中心に、エンゲージメントのあり方などコードの実践について付言しておきたい⁽¹⁴⁶⁾。今後の実践段階における最も大きな問題点の1つとして、不透明さが残り得るところである。具体的に株式投資など運用を担うアセット・マネジャーの観点からは、国際的にスチュワードシップ・コードの取り込みが増加することで、議決権行使を主とするアクティビスト的な短期的視点のみならず、長期的企業価値追求を共通の目標とするコーポレート・ガバナンスのコンバージェンスが進むことで、結果的にアセット・マネジャーのポートフォリオの実績向上にも繋がることになる。各国の法制度などの相違もあり、コーポレート・ガバナンスの改革は、独自色を残しつつ、柔軟に対応できるソフト・ローによる枠組みが望まれる。日本版スチュワードシップ・コードの実践として、アセット・マネジャーにおける取り組み、課題などの考察を図りたい。

1. 政策投資保有とスチュワードシップ・コード

第1に、運用における政策投資目的の保有とスチュワードシップ・コードは両立可能か、という問題点がある。エンゲージメントを行うにはコストがかかるが、政策投資保有部分は企業間の繋がりなどから安定株主として長期保有方針を前提とするため、運用成果には直ちに結びつき難い。また敵対的買収防衛策導入に関して、一般に企業価値向上にはなら

(146) 日本投資顧問業協会会長・岩間陽一郎「企業価値向上を目指しての日本投資顧問業協会の取り組み～日本版スチュワードシップ・コードに思うこと」日本コーポレート・ガバナンス・ネットワークセミナー講演(2014年7月)参照。

ない要因と解されるが、政策投資保有のため株主総会では防衛策導入には反対しない方針をアセット・マネジャーが打ち出す場合、エンゲージメントとして説明が可能か、という問題にもなる。機関投資家による安定株主としての長期保有方針も、その機関投資家における株主に対する保有方針の正当性を説明することは可能であること、正当性があれば集団的エンゲージメントも肯定されることが示される⁽¹⁴⁷⁾。アセット・マネジャーである当該機関投資家において、株式保有が年金などの外部資金を原資とするものか、あるいは例えば保険会社など当該金融機関自身の子会社であるか（インハウス）により、同一基準である必要性はないと説明がなされる。

2. 人事ローテーションとインセンティブならびに Approved Persons

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

3. コスト問題

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

4. エンゲージメントの具体化、発行体のコーポレート・ガバナンスと IR 活動の接点

第4に、アセット・マネジャーなどの資産運用会社が投資先企業の経営陣に対するエンゲージメントの具体的な内容に関して、持続的価値向上と企業価値の毀損リスクの探知を図るための運用企業側の審査・交渉能力が問われる。日常の企業経営のオペレーションについては投資先企業の執行部署に任せ、戦略面の正当性あるいは潜在的問題点など大きなテーマに関して指摘を行い、投資先企業も同様の問題意識を有することが必要である。形式的に年数回の対話を図ればよいということではない。また IR（Investor Relations）活動の関連では、エンゲージメントする場合の投資先企業側は IR 担当役員などが出席することがあるが、スチュワードシップ・コードによるエンゲージメントをなぜ発行体企業が

(147) 岩間陽一郎・注 (114) 発言ならびにディスカッション参照。この場合に法的論点が生じうることは説明した。

受容しなければならないか、その基本的考え方を発信することが望まれ、このためにこそ IR 活動があり、コーポレート・ガバナンス・コードの必要性が存在するといえよう。投資家・運用会社、発行体の各自のガバナンスが重要であり、投資家のリスク管理はガバナンスの問題に帰着し、発行体のガバナンスが強化されてこそ最終受益者・投資家のリターンも確保される。

5. 潜在的成長力とエンゲージメント

潜在的成長力を有する企業に対するエンゲージメントであれば進めやすいが、それがない企業に対するエンゲージメントのあり方が問題となりかねない。特に日経平均株価など特定株価指数の変動と連動した投資収益を目指すようなパッシブ運用においては果たしてエンゲージメントは必要なのか、が問われるところであるが、ベータリスクが低下する企業の業績などを反転させるために業界あるいは経済全体の底上げを図るべく、エンゲージメントを進めることが重要となる場合が考えられる。他方で、リスクはあるものの現状でみる限りは資産ポートフォリオに当然組み込むべき銘柄が存在する場合、そのリスクの顕在化を感知する審査・査定能力をアセット・マネジャーが具備するためにもエンゲージメントが必要となる。潜在的成長力については、こうした2つの観点からエンゲージメントの検討を諮ることになろう⁽¹⁴⁸⁾。

加えて、スチュワードシップ・コード導入に際して、金融当局間のソフトロー領域における国際連携の重要性が以前にも増して指摘される⁽¹⁴⁹⁾。スチュワードシップ・コードと米国 FCPA における共謀罪は、各々媒介・仲介項として機能することで、背後にある FCA ルール、FCPA の広範な罰条の適用が可能となる点で、共通性があるといえよう。スチュワードシップ・コードに関する域外適用の多重・重疊的適用について述べてきたが、米国 FCPA 同様に、改めて域外適用に関する恣意性を排除したルールの統一化、国際礼讓主義に基づくエンフォースメントの面での連携作りが一層重要となろう⁽¹⁵⁰⁾。

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

(参考文献)

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

- (148) 証券会社はセルサイドであり、金融商品案配を説明力をもって販売できるかが問われる。他方、アセット・マネジャーなど運用会社はバイサイドであり、顧客と直接面談するため利益相反関係を生じる。証券会社と保険会社などのアセット・マネジャーの立場が相違することは当然といえる。セルサイドは売却すればすむが、バイサイドはアナリストの分析が問われることになる。
- (149) 情報交換の枠組み（証券 MOU (Memorandum of Understanding)）の合意には多国間 MOU、2 当局間 MOU の類型があるが、法的拘束力のない意図表明文書として位置づけられ、金融商品取引法189条等国内法令の許容範囲内でのみ実施される。松尾直彦「金融商品取引法の国際的適用範囲」東京大学法科大学院ローレビュー-VOL6 (2011年9月) 276-286頁。
- (150) 不正競争防止法を例にとれば、日本人の日本における行為に対しては日本法の外国公務員贈賄罪が属地主義と属人主義により適用となり、日本人の米国外の行為に対しては、日本法は属人主義の適用となる。同時に米国 FCPA も域外適用に関する客観的属地主義または効果主義理論によって効果を及ぼす可能性があり、あるいは共謀罪により FCPA が直接適用される可能性もある。スチュワードシップ・コードもこうした重疊適用が想定される。

- 社 (2013年)
- 上田亮子・杉浦秀徳「企業価値向上の観点からのコード (原則) の活用～各国の取組みと日本への示唆～」月刊資本市場337号 (2013年)
- 上田亮子「英国におけるスチュワードシップ・コード改正と機関投資家の対応」資本市場リサーチ27号 (2013年)
- 上田亮子「英国のスチュワードシップ・コードと機関投資家の責任」資本市場リサーチ15号 (2010年)
- 小立敬「英国 FSA におけるプリンシプル・ベースの実践としての顧客本位原則の取り組み」資本市場クォーターリー2008年冬号
- 小立敬「英国の新たな金融監督体制—マクロプルーデンスに重点を置いた体制づくり」月刊資本市場 No.323 (2012年7月)
- 神山哲也「欧州金融資本市場の注目点」野村資本市場研究所資料 (2013年11月)
- 津村健二郎「英国の金融監督体制の変更」JBS 情報センサーVol.84 July2013
- 小林襄治「英国の新金融監督体制とマクロプルーデンス政策手段」証券経済研究第82号 (2013年6月)
- 漆畑春彦「英新政権の金融規制及び金融監督体制について」証券経済学会 (2011年11月)
- 川島いずみ「イギリス会社法における取締役の注意義務」比較法学41巻1号 (2007年)
- 川島いずみ「イギリス会社法における株主代表訴訟の展開」奥島孝康教授還暦記念『比較会社法研究』成分堂 (1999年)
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編『コーポレート・ガバナンス—英国の企業改革—』商事法務研究会 (2001年)
- 本間美奈子「イギリス法上の株式会社運営機構とその課題 (一) —キヤドベリー報告書の検討を通じて—」早大法研論集75号 (1995年)
- 河村賢治「英国公開会社法における取締役会の機能—統合コード (the Combined Code) を中心に—」早法76巻2号 (2000年)
- 齊藤壽彦『信頼・信認・信用の構造—金融核心論—』(第3版) 泉文堂 (2011年)
- 柴健次・太田三郎・本間基照『大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー』同文館出版 (2011年)
- 藤江俊彦『改訂新版・増補 実践危機管理読本』日本コンサルタントグループ (2012年)
- 齊藤壽彦「日本における金融業務継続計画・管理の展開」, 太田三郎「東日本大震災から2年後の倒産・再生とリスク管理」, 松田和久「EU 会社法におけるコーポレート・ガバナンス—2003年・2012年アクションプランに基づく取組み—」, 眞崎達二郎「リスクマネジメントとBCPについて—イギリスの「コーポレート・ガバナンスとリスクマネジメントの結合」と我が国の「品質管理導入」に学ぶ」, 長谷川俊明「国際法務からみた企業コンプライアンス経営」, 齋藤憲道「企業活力を生む経営管理システム—企業価値向上とコンプライアンス確保を両立する仕組み」, 稲葉陽二「会社は誰のものか—わが国における企業概念の変化と妥当性の検討」, 藤川信夫「域外適用の現代的考察—恣意性ならびに効果主義理論の整合性—」以上、『企業コンプライアンス』尚学社 (2013年12月) 収録
- 藤川信夫「国際取引法ならびに独占禁止法における域外適用の考察—ドッド・フランク法

と米国海外汚職行為防止法の交錯ならびに域外適用のリスクマネジメント―」千葉商大論叢第51巻第1号『鮎川二郎先生退職記念』（2013年9月）

末永敏和・藤川信夫「商法改正後の新しいコーポレート・ガバナンスと企業経営―社外取締役，監査役会など米国型機構，従来型機構の検討を中心として―」，同「コーポレート・ガバナンス改革の現状と課題―経営機構改革の具体例の検討，内部統制システム等に関する考察を中心として―」，同「コーポレート・ガバナンスの世界的動向―欧米，中国・韓国における法制度を中心とする最近の展開ならびに「会社法制の現代化に関する要項試案」の動向」経済経営研究（日本政策投資銀行設備投資研究所）VOL24-5（2003年3月）・VOL24-5（2004年3月）・VOL24-5（2004年9月）

（受理日：平成26年7月23日）

（校了日：平成26年9月8日）

[抄 録]

本稿は、コンプライアンス・内部統制などを含めたコーポレート・ガバナンス法制と国際金融法制に関わる大きな枠組みの中で、スチュワードシップ・コードの理論と実践につき包括的かつ統一的な俯瞰を試みるものである。英国における Approved Persons 制度に焦点を当て、域外適用とリスクガバナンス、ガバナンス・コンバージェンスなどの考察を深めた。同じくコモンローである英国、米国の法制面の異同に検討を進め、近時の米国の忠実義務の規範化概念と2006年英国会社法取締役における一般的義務について論述を行った。機関投資家向けの日本版スチュワードシップ・コードはアベノミクスの第三の矢である成長戦略の一翼を担うことが期待され、引き続き経営陣を名宛人とする日本版コーポレート・ガバナンス・コード策定に駒が進められる旨が2014年6月経団連の安倍晋三首相講演の中で語られており、大きなホットイシューとなっている。法的論点なども含め、企業サイドの実践が進められるが、残された課題も多く、別稿にて考察を進めたい。末尾であるが、論文掲載の貴重な機会を与えていただいた千葉商科大学には心から感謝申し上げます。