

〔論 説〕

我が国のコーポレート・ガバナンス改革の転換点と リスクマネジメントならびに英国型ガバナンス改革の功罪

藤 川 信 夫

I. アベノミクスにおける攻めのガバナンスの今後の展望－問題意識, 方向性－

アベノミクスの第三の矢(成長戦略)において、ガバナンス改革が1丁目1番地とされ、攻めのガバナンスが標榜される。今回の改革では2014年会社法改正(2015年施行)と併せて、スチュワードシップ・コード(2013年)、コーポレート・ガバナンス・コード(2014年)が導入され、ソフトローである上場規則により、プリンシプル・ベース、コンプライ・オア・エクスプレインの手法が用いられている。英国におけるガバナンス改革、リーマン金融危機後の制度改革などを踏まえており、従前の米国手法への追随からの大きな変更となっている。ルールベースから、プリンシプル・ベースへの転換、欧州型市民社会を目標とする感がある。

これまで上場企業の大半は、2015年・2016年6月株主総会を経て、何とかこのプリンシプル・ベース、コンプライ・オア・エクスプレインに対処してきた感がある。また経産省、金融庁も新しい試みであるコード導入後のフォローアップ会議、監査等委員会設置会社制度の定着、攻めのガバナンスに向けたインセンティブなどの法制度の検討を進めるなど、単なるガバナンス改革の提言に止まらず、その後の進展や実効性の確保に向けた手立てを着々と進めるなど、なお政府側の動きは活発といえる。アベノミクスの成否に関しては議論もあるが、大手企業において一定の業績回復もなされ、政府が進めるガバナンス改革には今のところ大きな異議も出されていないといってよい。

問題は、このまま英国の手法を採り入れた攻めのガバナンス改革を進めることで果たして日本経済の活性化、元気のある日本の回復に繋がるのか、展望について考察してみたい。コーポレート・ガバナンスの役割、機能に関しては、企業業績との相関関係につき、業績向上に役立つか否かなど関連する実証分析も予てより内外で進められてきた。しかし、今回の問題意識はこれではない。

最終的には、日本経済全体の活気を取り戻すことが主旨のはずであろう。結論を先取りすれば、経済・社会体制の進展のズレ、ガバナンス改革の各国の個別性など背景があり、今の我が国が進めているガバナンス改革は決して的を外れたものでもないが、これで抜本的に変革し得ると短絡的に考えることも主旨が異なる感もある。肝心なことは、各国の法制度や背景を踏まえたリスクマネジメント改革と一体的に理解することが必要となる。制度面の導入と並行して各企業においてリスクマネジメントの充実を進めねばならない。会社法やダブルコード導入によるガバナンス改革も有効であろうが、そのみでは従前の我が国企業社会における真の活気は取り戻せないと思料する。

リスクマネジメントも元々はERM(統合型リスクマネジメント)は英国から発生しているが、ガバナンス同様、各国あるいは企業毎に異なる最適なリスクマネジメントがあり得る。従前の定式的日本型ガバナンスの良さを再認識するというだけでなく、リスクマネジメントと合わせた新しい時代のガバナンスの模索が必要となる⁽¹⁾。

II. これまでの我が国のガバナンス改革の変遷と概要

1990年代の日本のガバナンス改革の背景には、バブル崩壊、不祥事に加えて経営破綻(金融業界も)、国際競争力低下、経営陣の能力に対する疑念があり、停滞状態が認識され、原因としてガバナンスの欠如が問題視された。新たな方向性の模索が始まることになる。

2000年前後からの日本のガバナンス改革の要点を掲げると、①1998年ソニーが執行役員制度導入、取締役会縮小を図る。②2002年に監査役制度強化などを主眼とした平成13年商法改正(コーポレートガバナンス改正)が自民党主導で行われた。③2003年商法改正が行われ、米国型の委員会等設置会社制度、監査役設置会社制度との選択制が導入された(平成14年全面改正、法務省主導)。連続して、2つの方向性の異なる改正が行われたことになる。④2006年会社法の全面改正が再度進められ、監査等委員会設置会社制度の導入が図られた。アベノミクスの攻めのガバナンスを体現するべく3選択制が導入されている。⑤2014年以降は我が国のガバナンス関連の改正促進に向けて、政府主導の下、会社法改正と並行して金融庁が音頭をとる形で2つのコードが導入された。証券取引所で実施(上場企業対象)され、企業の経営陣のみならず投資家も含む抜本的な変更であり、戦略面も含む点で斬新なものとなる。社外取締役の役割重視・強化、投資家参加を強化、ROEの意識、プリンシプル・ベースとComply or Explain(遵守せよ、さもなければ説明せよ)への転換などを主な内容とする。

III. 攻めのガバナンス改革の要諦

1. 2014年以降のガバナンス関連の改正

アベノミクスのガバナンス改革の具体的手法としては、英国型ガバナンス改革を念頭に置き、以下の通り進められてきた。2013年6月日本再興戦略策定、2014年2月スチュワードシップ・コード(SWC)策定、2014年6月会社法改正(2015年5月施行)、2014年8月伊藤レポート・経済産業省公表、2015年6月コーポレートガバナンス・コード(CGC)策定、2015年8月フォローアップ会議・金融庁などが挙げられる。

2. 会社法改正と監査等委員会設置会社制度の導入促進

新しく導入された監査等委員会設置会社においては、常勤役員とのエンゲージメントの利点、忠実義務緩和あるいは証明責任転換規定の導入の誘導などが主眼となる。株主代表

(1) 本稿は、日本リスクマネジメント学会第40回全国大会における筆者の研究報告(学会賞・亀井利明賞の受賞報告を兼ねる)「日本のコーポレート・ガバナンスの転換点とリスクマネジメント-英国型ガバナンスに向けた改革の功罪、真のリスクマネジメントへ原点回帰-」(2016年10月15日於 関西大学梅田キャンパス)を基に更に展開し、取り纏めたものである。

としての社外取締役との対立構造的なアクティビスト的視点からの転換，株主総会の機能の変容にも繋がる。また内部統制のあり方も不正防止から攻めのガバナンスに機能の変容，重要性の移動が進められてきている⁽²⁾。

3. スチュワードシップ・コード，コーポレート・ガバナンス・コード

英国ではスチュワードシップ・コード (SWC)，コーポレート・ガバナンス・コード (CGC) において企業経営者と機関投資家とのエンゲージメント・対話の必要性が強調され，また攻めのガバナンスの関連では企業価値向上に向けた経営陣の義務が英国会社法の義務として規定されている。

4. 攻めのガバナンスに向けたインセンティブなどの法制度の検討

我が国においても攻めのガバナンスに向けたインセンティブなどの法制度面で一定の手法は整えられつつあり，法的側面からの検討が進められている。経済産業省⁽³⁾や業界団体⁽⁴⁾などからは，(イ)報酬制度改革とリスクテイク促進，(ロ)会社補償，D&O役員損害賠償保険制度と会社法上の課題，(ハ)海外機関投資家の株主総会における議決権行使に関する全国株懇連合会ガイドライン(法的側面)等の報告が発出されている。

5. スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(金融庁)

さらに金融庁は2つのコード策定後の実践状況に関するフォローアップ会議を開催し⁽⁵⁾，政府主導でコードの実務への定着を図っており，今次のガバナンス改革が官主体で強力に進められていることが窺える。スチュワードシップ・コード受入れ機関の取組み方針・活動内容，機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方，企業と機関投資家との建設的な対話に関する海外機関投資家の意見，更には議決権行使をめぐる利益相反，会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方，取締役会等をめぐる論点(攻めのガバナンスの観点)等の検討を行っている。

Ⅳ. 目標とする英国型ガバナンスの功罪，従来の日本のガバナンス改革の中核としての問題意識におけるズレの認識の重要性

1. 我が国が進めるガバナンス改革に対する疑問

我が国が進めるガバナンス改革に関して，肝心の英国の学者から英国型ガバナンスを至高

(2) 拙著①『国際経営法の新展開－会社法改正ならびに金融法とコーポレート・ガバナンス，スチュワードシップ・コードの接点－』文真堂(2014年12月)1-386頁，拙著②『英国Senior Management Regime (SMR)，上級管理者(SMFs)とコーポレート・ガバナンス・コード』文真堂(2016年1月)1-449頁参照。

(3) 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会」『コーポレート・ガバナンスの実践～企業価値向上に向けたインセンティブと改革』(2015年7月24日)1-8頁。

(4) 「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」全国株懇連合会(2015年11月13日)1-22頁。

(5) 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」(第1回2015年9月24日－第10回2016年11月8日)。

とすることへの疑問の指摘が以下の通りなされている。即ち、我が国の戦後の企業統治は長所も短所もありながら、大企業の経営陣の一定の統治構造を築いており、2000年代にアクティビスト・ファンドがその構造に挑戦した際には反発が強かった。2014年から、スチュワードシップ・コード、コーポレート・ガバナンス・コード、伊藤レポート、会社法改正など数多くの手段を通じてファンドが要求したガバナンス変化が実現する方向にある。しかし、こうしたガバナンスの改正過程は、有利な変化とともに好ましくない側面を伴う危険性がある。英国の例などをみるとリスクな要素が明確になることが述べられる。今の我が国では正反対の2つの制度が衝突している感があり、英国の真の姿についてプラス点、マイナス点をみることが重要となる。従来我が国の従来ガバナンス改革の良さまで、失いかねないリスクが存在するとする (John Buchanan ケンブリッジ大学ビジネスリサーチセンター・リサーチアソシエイト)⁽⁶⁾。

2. 戦後の我が国の経済発展とガバナンスならびに米国の停滞時期の対比

戦後の我が国の経済発展に関しては、経済再生と社員の生き残りを主目的としたものであり、欧米への catch up 意識、会社を共同財産として扱う考え方、資本市場(直接金融)より銀行融資(間接金融)を重視することなどが背景になったと考えられる。1990年代のバブル崩壊まではかかる考え方の下で我が国の経済発展は成功を納めてきたといえる。

これに対して、米国の1970年代以降の経済の停滞時期(Japan as No1の時代)では、統制できない経営陣に対し不安が拡大したこと、投資利益が義務付けられた機関投資家の登場(受託者責任 Fiducialy Duty)、経済学者の Agency Theory (代理人理論)の登場があり、①株主は会社の所有者であること、②会社はものではなく権益が集中する場所であること、③所有者(株主)と代理人(経営者)の基本的対立構造、④株主の監督が弱い場合には経営者は恣意的に流れる乱れ易いこと、⑤全ては契約と金銭面で解決が可能な社会であること等が当然の前提となってくる。ここからガバナンスの新しい正統性が生まれ、米国・英国の経営観念として定着する。

英国の1990年代の一連のガバナンス改革もこの前提に基づき、しかも企業・会計不正がガバナンス改革の発端となっている。この点では我が国のガバナンス改革も企業不祥事が発端の1つではあり、近年もオリンパス事件、大王製紙事件あるいは東芝にみる会計不正など共通するが、相対的には不祥事の程度は少ないといえる。従って英国のガバナンス改革を模倣するにもそもそもズレがある。英国では不正防止に主眼があるところ、我が国ではリスクテイク指向になっており、一時的な局面のズレにせよ根本の発想において大きな相違があることは否めない。

(6) John Buchanan, Research Associate, Centre for Business Research, University of Cambridge「分岐点が迫っている日本のコーポレート・ガバナンス」日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク講演(2016年9月1日)参照。英国のガバナンス改革の問題点に関して指摘し、我が国が単純に理想として取り込むことに警鐘を鳴らされている。Buchanan, J. (with Chai, D. and Deakin, S.) (2014) 'Agency theory in practice: a qualitative study of hedge fund activism in Japan' (Corporate Governance: An International Review: January). Buchanan, J. (2013) 'Corporate governance as a local remedy for an unstable system: a demonstration from Japan' (Tokyo University, ISS Research Series No.55: December).

3. 2000年代のガバナンスの衝突とアクティビスト

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

他方では、アクティビスト・ファンドに対する以下の強い反発あるいは根強い慣例も存在する。①会社は権益が集中するところではないこと、②株主には会社の資金を奪う権利がないこと、③経営者は株主義の正統性を容易には認めないこと。

4. アクティビスト・ファンドの貢献

確かにアクティビストは短期的利回りを指向し、投資先企業の経営陣に対しては攻撃的態度を取ることが多く、これに対する反発も強かったといえる。しかしながら、現在の我が国の一連のガバナンス改正の動きとの類似性も窺え、以下の点を指向する点で結果的には似た目的もあったとも考えられる。即ち、①遊休資金の活用：ROEを向上させることに繋がる（バランスシート改革、ROAと異なる株主視線）⁽⁷⁾、②株主の尊重：透明性、意見交換（対話、エンゲージメント）、配当増加へ繋がる、③内部主導の経営に反発：社外取締役による監督強化に繋がる。

果たしてアクティビストの取ってきた行動は正しかったかが問われる。そこで他国の経験を参考にすべく、英国における英国ガバナンス改革の功罪について検討を進める。

V. 英国ガバナンス改革の功罪

1. 英国ガバナンス改革の功罪—プラス面—

英国におけるガバナンス改革の功罪を考える上で、まずはプラス面からみていきたい。

投資家、年金ファンドの便宜を図る制度として英国では一連のガバナンス改革が以下の点で機能してきたことが指摘される⁽⁸⁾。①株主重視：配当性向が高いこと、②透明性：株主に正直に公表、不祥事が少ないこと、③外部監督：内部関係者による勝手な経営はできないこと、④財務面への関心：ROEなどを重視する。その上で、Comply or Explainの柔軟性、Agency Theoryに適した制度であったとする。

我が国のガバナンス改革の目標として、米国モデルでなく欧州市民社会ルールに依拠したステイクホルダーも含めた企業価値向上、持続的成長を目指し、究極の目標としての経済活性化の助け舟とする観点からは、基盤としての同質性が米国よりは相似しているといえようか（私見）。

2. 英国ガバナンス改革の功罪—マイナス面—

他方では、英国ガバナンス改革の功罪としてマイナス面も以下の通り指摘されている。

(7) 会社全体の企業価値向上の真に考えるのであればROEでなく、借入金の活用も含めたROAの重視が妥当とも考えられる。

(8) 前掲注(6) John Buchanan, Research Associate . ②, ③の点は「評判」、④については「偏重し過ぎか」と述べる。

①投資業界が短期主義の疑い：ショートターミズムの議論が改めて活発に行われてきつつある。②経営者報酬が高騰する疑問：超過収益の行方はどうあるべきかの議論でもある。③海外・非居住者による買収(M&A)に関して懸念：ガバナンス改革が国内成長自体に繋がることに対する疑問が呈される。④社外取締役の効果について疑い：我が国における期待とは異なる目線となり得る。⑤企業の投資率が低い：ガバナンス改革は決して経済成長には繋がらないことが不安視される。⑥経営者報酬と株主還元を至上とし、将来を見落とす懸念がある。⑦Comply or Explainの停滞：英国の実状として述べられる。

以下では、こうした英国ガバナンス改革のマイナス面として指摘される内容を検討していきたい。先ず①については、ケイレポート(Kay Review 2012)⁽⁹⁾において述べられたことは周知の通りである。全体的には、英国の株式市場で短期主義的な考え方が問題になったと判断する。主な原因は株式投資過程が全体的に染みている信頼の低下および動機的な矛盾だと思われる。

②, ③, ④の3点に関して戦略的に重要な分野を買収から守る姿勢, 社外取締役の独立性を高めたいという姿勢, EU投票で現れた社会的不満に対する反応なども踏まえて、英国の新首相メイは「不徳の経営者と過剰な取締役報酬」に対策をとることを発表した⁽¹⁰⁾。

我が国の攻めのガバナンスとは真逆の発想であり、時点軸の相違, 不正防止とリスクテイク促進の方向性のズレは日英間に確かにあるが、それを割り引いても認識のギャップは大きい(私見)。

⑤に関して、対GDPに占めるR&Dなど投資額の比率は近時は2.0%以下の水準であり、韓国、日本、米国の水準にも劣ること、しかも1999年/2010年対比で比率の向上はなく、横ばいに留まることが指摘される⁽¹¹⁾。

⑥については、FTSE100の社長の報酬総額は2008年-2015年で400万ポンド弱から550万ポンドへ高騰し社員平均の129.1倍に達すること、経済成長とは連動していないことも述べられる⁽¹²⁾。

株主還元のアップでは、FTSE100について営業利益に占める配当金の割合をみると2004年に約16.0%、リーマン金融危機を受けて2010年、2011年には13.0%レベルに低下したが、再び上昇し2013年には18.0%レベルまで高まっている。

⑦に関しては、FTSE100についてコーポレート・ガバナンス・コードのComply or Explainにかかる遵守率をみると、コンプライ57%、十分なエクスペイン69%となっている。規制当局では、エクスペインが明確でない懸念しており、学界ではエクスペインの説明不足と株主が実は無関心であることを指摘している。

(9) The Kay review of UK equity markets and long-term decision making: Kay Review, Final Report, July 2012.

(10) May to tackle 'anything goes' business culture: Prime Minister promises to introduce reforms over excessive boardroom pay. FinancialTimes, 25 July 2016.

(11) Source: Alan Hughes 2013. calculations based on OECD STI database. Short-termism, impatient capital and finance for manufacturing innovation in the UK. (Future of Manufacturing Project::Evidence Paper16, Foresight, Government Office for Science). Alan Hughes, December 2013.

(12) Source: MM&K/Manifest, High Pay Centre.
[http://highpaycentre.org/and MM&K/Manifest Pay and Performance Survey \(summary\)](http://highpaycentre.org/and-MM&K-Manifest-Pay-and-Performance-Survey-(summary)).
London and Witham, Essex: MM&K Limited, Manifest information Services, Limited.

即ち、(a) コードの柔軟性がなくなり、規則として扱われるようになっていく。(b) 投資家がエクस्पラインの内容に無関心である。(c) 経営者のひな型説明 (boiler plate) が増えている⁽¹³⁾。

(c) の点は我が国がコードを導入する際に、規制当局からも予てより念を押してきている点であり、摘発回避のための法務部・法律会計事務所的発想によるその場逃れの一律的な対処ではなく、経営企画部などが主導してコードのComply or Explainを進めることが望まれている。(a) についてはソフトロー発展のジレンマともいえようが、エンフォースメント強化とは裏腹の関係にあり、上場規則も違反に対しては上場廃止までエンフォースされ得る (私見)。

VI. 我が国のガバナンスの分岐点、ガバナンスの選択とリスクマネジメントの結合

1. 我が国のガバナンス分岐点の逡巡、ガバナンスの選択に向けて

我が国のガバナンスに関しては、①1990年代に始まった戸惑いがまだ続いていること、②コーポレート・ガバナンスが果たして経済低迷の解決方法になるか、活気が取り戻せるかが疑問であること、③正反対の2つの制度が衝突している感があること、④我が国のガバナンス改革は、政治的な側面・要因が過去類をみないレベルにまで最高圧力がかかっていること、⑤改めて、突如として英国型ガバナンスの要素が登場し、ソフトロー、ステイクホルダー、長期的企業価値向上を謳い文句としてきているが、しかし英国の実状は必ずしも芳しいものではないこと、⑥ガバナンス改革は手段に過ぎないか、あるいは目的そのものと化していないかが問われることになり、その分岐点に近づきつつあることが語られる。

分岐点の選択肢の提示につき、①戦後の遺産として会社中心主義、貢献しない株主に対する軽視、不透明な経営、内部的事情重視の経営、会社への忠実性、配当より投資または現金による蓄積重視が存在する。②他方では、近時の株主主権的ガバナンスの圧力を受けて、極端株主主義、投資より配当重視、財務的指数のみを重視すること、報酬増加の恐れがあること、長期より短期を重視する傾向が今になって出てきていることが傾向として窺える。この2つの選択肢の狭間で、我が国の社会慣例という惰性がこれまでは働いたといえる。

そこで③分岐点の選択としては、均整がとれたガバナンス、外部者の知見を認める会社中心主義、財務的な指数および将来性両方を重視すること、社会のための株主還元を重視することが指摘されている⁽¹⁴⁾。

2. 欧米のガバナンス改革とショートターミズム

以下は私見を述べる。結局は、今般の我が国の一連の改革は市場サイドからの自浄作用、自然発生的なガバナンス改革ではなく、上からの政府圧力にかかるものもいえるため、今

(13) (1) Grant Thornton:Corporate Governance Review 2015; (2) Developments in Corporate Governance, Baroness Hogg, Chairman, Financial Reporting Council,2013; (3) The principle of “comply or explain”underpinning the UK corporate governance regulation: is there a need for a change?.George Hadjikyprianou, SSRN2015; (4) Whispering sweet nothings: The limitations of informal conformance in UK corporate governance, Marc Moore, Journal of Corporate Law Studies, 2009.

(14) 前掲注 (6) John Buchanan, Research Associate .

後の舵取り如何では大きな副作用，迷走に繋がりにかねないといえようか（私見）。英国では1992年のガバナンス改革の嚆矢とされるキャドバリ－報告書（1992年）にしても，会計不正の問題が勃発し，早急な対応が求められた社会ニーズがそもそも存在する。その上で，民間人をトップに据えた委員会が策定した報告書であり，政府主導といっても内実が現在の我が国の制度改革とは大きく異なるろう。

短期主義の弊害にしても，欧米ではリーマン危機にみるようにその弊害が既に問題視されてきているが，我が国ではリーマン危機による金融機関自体の破綻例は殆ど無く，長く中長期的な企業価値を指向する企業経営を寧ろ継続してきたといえる。今になって，米国型モニタリングモデルを指向し，所有と経営，更には監督と執行の分離徹底を図り，社外取締役の必置を目指すなど株主指向が強まり，海外機関投資家や個人株主といった短期主義目線の株主割合増加も相俟って，漸く短期主義の弊害，あるいは敵対的買収の脅威，コングロマリット・ディスカウントの現実化などに直面することになったといえよう。この面でも短期主義の抑制を主眼とする欧米のガバナンス改革の背景事情とは大きなズレが存在することになる。

3. 表層的な米国型ERMでは機能しない

そもそも英国型導入を今の時点で我が国が図らんとすることについて，根本的なズレもある。2006年英国会社法で会社役員における企業価値最大化義務は入っているが，しかし現状の英国のガバナンス改革は，他国に比して相対的に少ないとはいえ不正防止が主であることもまた真実であろう。この点，我が国では不正より適切なリスクテイクを図るよう如何に変革を迫るかに1つの焦点がある。いまの英国法制度を逐次追従することは，我が国におけるガバナンス課題の真実を見失いかねない。

報酬インセンティブを高める手法として，我が国の企業人の企業へのモラル，忠実性の高さが前提条件となろうが，従前の日本型経営モデルの良さの根幹でもある。過剰な報酬支給がされなくとも，入社以来の一貫した，転職等の少ない昇進制度の存在の方が忠誠心のインセンティブとして機能してきた⁽¹⁵⁾。しかし，今後はこれを失いかねないリスクがある。今後の英国型指向のガバナンス改革進展で，悪いところのみチョイスすることにならないか，懸念を覚えるところである。

①企業の成長に関しては，(a)大企業では大株主は信託口主体であり，投資先企業は信託口の影響は受けていない。SWCを受け入れた機関投資家は必ずしも積極的に投資先企業に働きかけない嫌いもある。彼らは自身の受け入れの顧客に対する受託者責任を果たすための株主利益の確保に関心があり，投資先企業の中長期的成長には関心がないことが多い⁽¹⁶⁾。ROEが高くなれば利益確定で売ってしまうことも想定される。

②不祥事に関しては，社外取締役には我が国において抑止力が有効でなかった事例が多い。経営者報酬の内容が抑止力になる可能性もある。攻めのガバナンスは不祥事の即死力の効果を内包していない。社外取締役の能力が低く，形式的受容により本来の意義を失っ

(15) 筆者の金融機関の勤務経験からも実感として首肯される。

(16) この点の指摘をするものとして，鈴木裕「企業ガバナンス改革の実は結ぶか～投資家と企業の共栄を目指して～」『大和総研調査季報』2016年7月夏季号（Vol.23）（2016年9月1日）70-83頁。コードの内容と企業と機関投資家の関心には齟齬があるかもしれず，コード改訂の際には慎重な検討が求められよう。

ている。社外取締役導入については、米国では訴訟委員会が存在し代表訴訟の防弾チョッキ (bullet proof) の機能を果たしていることとの根源的な相違もある。

攻めのガバナンスも現下の企業業績回復をみる限り、全くの方向違いの手法でもないであろう。社外取締役導入などは、グローバル化進展の中での必須の流れでもある。その上で、真のガバナンス改革の課題の解決の鍵は、ガバナンス改革と併せてリスクマネジメントの一体的改善、個人の意識高揚をはかるための行動規範 (Code of conduct)、英国取締役資格制度の参照などに向き合っていく必要がある。

米国型ERM (Enterprise Risk Management) が推奨されてきたが、ERMも元来は英国発祥の内容である。米国は元来ルールベースのはずであり、これを米国のCOSO報告における統制環境 (Control Environment) の要素内において上手く制御できるかどうかがプリンシプルベースによるコード主体の改革では重要と考える。

Ⅶ. 攻めのガバナンスにおけるリスクガバナンス体制構築ならびにコード規範

1. リスク・リターンにおけるコード原則設定の目的—英国モデルとのズレの分析—

英国型ガバナンスについては、英国内においても決して最良のモデルとして機能していないとの議論があることを述べてきた。加えて英国やEU各国について我が国のガバナンス改革の視点あるいはレベルとズレがあること、各国ごとにリスク・リターンにおけるコード原則設定の目的が異なるステージにあることが示される⁽¹⁷⁾。

我が国についてみれば、リスクテイク (事業の失敗、不祥事発生) は相対的に低位であるが、リターン (資本生産性・ROEの過去10年間平均) において5%程度に留まり、低リスク・高リターン型への転換が望まれる。他方、ドイツ、英国、スウェーデンではリスクテイクのレベルが高く、またリターンも高位にある⁽¹⁸⁾。

2. リスクガバナンス体制の構築

我が国と欧米のガバナンス改革には、上記の通りコンプライアンス、リスクテイクにおいてズレがある。かかる状態で英国のガバナンス改革を取り込むことには疑問なしとしない。そもそも、英国のガバナンス改革自体、功罪があることもまた指摘されている。

我が国では、コンプライアンスは東芝事件等会計不正が起こってはいるが、欧米に比し

(17) みずほ証券・杉浦秀徳「資本生産性向上による成長戦略」第2論文「企業価値向上の観点からのコード (原則) の活用」～各国の取組みと日本への示唆」キャノングローバル戦略研究所ワークショップ (2013年10月22日)。

(18) ROEとしてドイツ10%弱、英国10%超、スウェーデン約15%のレベルにある。経産省伊藤レポート提言では8%を目標とする。レバレッジ、回転率ではなく、ROEが低い要因は事業の収益力の低さによるところが大きい。これを引き上げることが日本型ROE経営に繋がる。日本株に期待する資本コストが7%以上であり、ROEの目標値8%が導き出された。企業と投資家による建設的で質の高い目的ある双方向の対話・エンゲージメントを重視し、非財務情報も含む中長期的な情報開示が求められ、四半期情報への過剰な反応など行き過ぎた短期指向も是正されるべきとする。かかる視点から、対話の糸口となる中期経営計画で公表が望ましい経営数値として10項目を挙げている。ROE、配当性向、利益額・同伸び率、総還元性向、売上高利益率、FCF、ROA、ROIC、売上高・同伸び率、資本コスト (WACC等)。田島健「企業と投資家の建設的な対話1」伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」とは「野村インベスター・リレーションズ (2014年11月19日)。

<http://www.nomura-ir.co.jp/irweb/column/dialogue01.html>

て、日本の経営者モラルもこれまでは高く、概ね良と考えられる。しかしながら我が国企業はリスクテイクが不十分で、企業成長に繋がらず、安全運転に徹している。バブル崩壊、さらにリーマン金融危機後は、特に安全運転に徹している。ここを適切レベルのリスクテイクに引き上げ、そのためのインセンティブ作り、会社補償制度導入などに向けて体制整備を行っている。

欧米ではコンプライアンス面の問題が多く、ガバナンス改革の主目的はコンプライアンスの保全にある。リスクテイクは寧ろ過剰気味で、金融危機などを引き起こす誘因となった。インセンティブ報酬などの存在が根底にある。寧ろ過剰なリスクテイクを適切レベルに引き下げていきたいという方向にある。我が国がリスクテイクを一時的に引き上げたいが故にリスクテイクが過剰な欧米のガバナンスモデルを借用する、という点も疑問となる。

果たして、結果としてこのままガバナンス改革により日本経済に活気が戻るのであろうか。寧ろ過剰な報酬受け取り、配当増加などの株主還元増加といったマイナス面が発限することにならないか、従来の経営陣の忠実さやモラルの高さが失われないかなど懸念される。

またCGCについても、73項目も規定され、エクस्पラインも14項目に亘る。英国コードほどではないにしろ、既に詳細なハードロー化している。このため、チェックリスト方式に陥る危険性もある。プリンシプルベース、ソフトローの良さを失いかねない。

また指名・報酬委員会について、任意の諮問委員会型の導入が増加している。米国型の指名委員会等設置会社方式を選択せず、監査役会設置会社のままで代表取締役（CEO）の最終的な決定権限を留保しつつ、中途半端なガバナンスモデルによって海外機関投資家による批判をかわそうとする傾向もある。監査等委員会設置会社導入の企業数が大きく増えつつあるが、同様にISSなどの議決権助言会社の評判も決して芳しくない⁽¹⁹⁾。攻めのガバナンスを標榜する中で、リスクテイクにかかる構造的なリスクガバナンスの体制構築が求められる。

コードの柔軟性がなくなること、機関投資家のショートターミズムから経営陣が行うエクस्पラインの内容に無関心で配当増加や株価上昇に興味を有して企業価値向上・成長には実際には関心を持たないこと、行き過ぎたインセンティブ報酬と経営者モラルの低下、活動的なアクティビストの議決権行使とエンゲージメント・対話の実際的手法など懸念材料は少なくない。

リスクテイクの増加により環境や地域社会、従業員などステイクホルダーを含めた拡大型・統合的リスクマネジメント（ERM）の提示が求められる。ガバナンス領域のみの狭い議論では不十分であり、最終的にはリスクマネジメントの結合（リスクガバナンス）が不可避となると考える。

Ⅷ. 英国型ガバナンスに対する課題克服の具体策

1. 英国型ガバナンスに対する課題克服の具体策－2014年版英国コードにみる英国型ガバ

(19) 大崎貞和「問い直されるべき議決権行使助言会社のあり方」NRI Financial Solutions (2015年9月9日)、鈴木裕「議決権行使助言業者と上場会社との対話 議決権行使助言業者は、「聴く耳」を持つか？」大和総研・金融資本市場 (2016年3月11日)。

ナンスの改善の鍵、議長と筆頭独立取締役 (LID)、株主の役割分担など関係の整理—

英国ガバナンス・コード (2014年版)⁽²⁰⁾ の規律を参考に、我が国が当面の目標とする英国自身がコード原則として掲げ内容、即ち現状の改革が不十分として認識していると思料される点を解決策の一助として考察する (私見)。欧米諸国と我が国ではガバナンス改革の目標と時点においてズレがあり、英国のコードの課題がそのまま我が国が克服すべき課題となるわけではないが、参照すべき内容とはなり得る。ガバナンス改革のキーとなる 이슈を探ってみたい。実務上の細かな留意すべきポイントとなる。リスクガバナンス構築にも通じる内容があり、今後の日本版コード改訂時の上乘せ事項として検討されることを期待する。

英国コードのかかる規定の内容は既に我が国上場規則等に採り入れられた部分もあるが、非業務執行取締役 (NED) や取締役会議長の機能の形骸化防止あるいは株主の仲介役の機能向上の視点から SWC, CGC における対話・エンゲージメントの促進、長期的価値向上の実現のために重要となり、参照される。成長投資の推進の観点から、当該ポジションに攻めの経営・リスク管理の理解、実行が可能な人材を置くこと、単なる法律家、会計専門家ではなく、NED といって守りのガバナンスではない経営感覚の理解できる人材を据えることが肝要となる。

独立社外取締役の諸機能も我が国では直ちに符合するものではないが、要約すれば以下の点が注視される (私見)。

筆頭社外取締役が単に議長、株主、NED などと交渉するのみならず、議長の業績評価を議長の不在の下で行うこと、これによって取締役会評価の実効性向上が図られると考える。特に取締役会議長の役割等について、単に独立社外取締役が就任して CEO など経営執行陣との権限・監督の分離徹底を図るのみならず、指名委員会議長との兼務を抑制することなどの非業務執行取締役 (NED) の中での更なる権限分配を図ること、NED の研修時に主要株主と意見交換を図る役割等について規定する点が大きな特徴といえる。組織面のガバナンス改革に留まらず、主要株主とのエンゲージメント、インベスター・リレーション面の機能にまで及んでいる。筆頭社外取締役 (senior (lead) independent director SID) 制度しかりであろうが、我が国の場合は今般のコード導入でようやく上場企業に対して社外取締役複数設置 (最低2名) が事実上義務付けられた段階であり、筆頭社外取締役の規定もコードに設けられてはいるが、こうした内実の議論の前提を充足し得るだけの人数を確保している企業数は決して多くない。未だ発展プロセスにあるといえよう。また指名委員会や独立社外取締役などにかかる内容の規定化・開示、契約書式化の充実が窺える。こちらも

(20) The UK Corporate Governance Code, Financial Reporting Council, September-2014, April-2016. <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf>. 金融庁「英国・コーポレートガバナンス・コード (仮訳)」FRC (財務報告評議会) (2014年9月改訂) 参照。2014年の改訂作業では、取締役の報酬と長期的な成功との間に、より明確な関係性を持たせることに強い焦点が当てられたといえる。しかしながらコーポレート・ガバナンス・コードという行動規範の枠組みでは、強制力が弱い印象も受ける。クローバック (報酬の取戻し) 制度に関しても、コード上では既に支払った報酬の返還に言及しているが、コードの規定どこまで現実的運用ができるか、コード上で概念を定義すべきかなど疑問が呈されている。菅野泰夫「英国コーポレートガバナンス・コード改訂の最新動向～2014年9月改訂版とコンサルテーション・ドキュメントの紹介～」大和総研調査季報2014年秋季号 Vol.16, 1-14頁。なお2016年に最新版コードがFRCから提示されている。更なる研究資料としたい。

従業員を含めて我が国雇用体系が契約型雇用ではなく関係型雇用に留まる前提では直ちには浸透し難い嫌いもあろうか。また情報・サポート面で会社法上の役職である会社総務役 (company secretary) の機能が重視されており、会社総務役はすべてのガバナンス問題に関して取締役会議長を通じて取締役に助言を行う責務を負うべきであるとする点、リスク管理と内部統制ならびに戦略目標 (strategic objectives) にかかる取締役会の役割・責任の明確化、三様監査の機能につき、監査委員会と会社法上の規定がない内部監査の有効性に関するモニタリングの明記等も参照される。

2. 英国型ガバナンスの課題克服の具体策

英国型ガバナンスの課題克服の具体策を探るべく、英国コードの中から項目を抽出していきたい。紙幅の制約もあり、重要と思料されるものに絞るが、日本版コードに比べかなり詳細・具体的な内容となる。ソフトローのルールベース化を示すジレンマともいえるが、企業サイドの取り込み手法により上手く活用を図ることが望まれる。

まず英国コードでは、取締役会の役割につき、第A章:リーダーシップ A.1:取締役会の役割における主要原則 (Main Principle) として、「すべての会社は、会社の長期的な成功に共同して責任を負う、実効性の高い取締役会 (effective board) によって統率されるべきである。」ことを掲げる (A.1)。

補助原則 (Supporting Principles) では、「取締役会の役割は、リスクの評価・管理を可能とする、注意深く (prudent) かつ実効性の高い統制の仕組みのもとで、会社に対して企業家的な (entrepreneurial) リーダーシップを発揮することである。取締役会は、会社の戦略的目標を設定し、会社が目的を達成するために必要な資金面・人材面のリソースが確保されるようにするとともに、経営のパフォーマンスの評価を行うべきである。取締役会は会社の価値観と規範 (standards) を設定し、株主その他の者に対する会社の責務が社内で理解され全うされるようにすべきである。すべての取締役は、法令上の義務を遵守しつつ⁽²¹⁾、会社の利益を一番に考えて行動しなければならない。」とする。

各則 (Code Provisions)⁽²²⁾ では、「A.1.2.当該年次報告書には、取締役会議長、副議長 (存在する場合)、最高経営責任者 (chief executive)、筆頭独立取締役 (SID)、各委員会の委員長と所属取締役を明記すべきである3。取締役会と委員会の開催回数および各取締役の出席状況も記載すべきである。」。

「A.1.3.会社は、取締役に対する訴訟に備え、適切なカバレッジ範囲の保険契約をアレンジすべきである。」。

A.2:責務の分担では主要原則として、「会社において、取締役会の運営を担う責務と、事業の経営を担う責務とは、明確に責務の分担がなされるべきである。何人も、制約の無い決定権限を持つべきではない。」。各則では「A.2.1.取締役会議長と最高経営責任者の役割は、同一人物が果たすべきでない。取締役会議長と最高経営責任者との責務の分担は、明確に確立され、書面化され、取締役会の同意を得るべきである。」。

A.3:取締役会議長では、主要原則として「取締役会議長は、取締役会においてリーダー

(21) 英国の株式会社の取締役の企業価値向上の義務は2006年会社法の第170条-177条に規定されている。

(22) 各則 A.1.1 および A.1.2 は FCA 規則 DTR 7.2.7 R と同趣旨、A.1.2 は同規則 DTR 7.1.5 R と同趣旨である (付則 B 参照)。

シップを発揮することと、取締役会がいかなる役割を果たす場合にも実効性の高いもの (effective) であることについて、責務を負う。』。

補助原則として、「取締役会議長は、取締役会の議案 (agenda) を定めるとともに、すべての議案、とりわけ戦略的課題に関するものについて十分な時間が確保されるようにする責務を負う。また、取締役会議長は、特に非業務執行取締役による効果的な貢献を促し、業務執行取締役と非業務執行取締役の間の建設的な関係を確保することによって、開放的な議論の気風を促進するべきである。取締役会議長は、取締役が正確でタイムリーかつ明瞭な情報を得られるようにする責務を負っている。取締役会議長は、株主との有効なコミュニケーションを確保すべきである。』。各則では、「A.3.1.取締役会議長は、任命時点において後掲B.1.1に記載する独立性基準を満たしているべきである。最高経営責任者は、当該会社の取締役会議長になるべきでない。仮に例外的に、最高経営責任者を取締役会議長にする旨を取締役会が決定する場合には、取締役会は、主要な株主と事前協議を行うとともに、任命時および次回の年次報告書で⁽²³⁾、株主に対してその理由を説明すべきである。』⁽²⁴⁾。

A.4:非業務執行取締役 (Non-Executive Directors) では、主要原則として「単体構造の取締役会のメンバーたる者の役割のひとつとして、非業務執行取締役は、戦略に関する提案について、建設的な議論を挑むとともに、より良いものとするよう支援すべきである。』。

補助原則 (Supporting Principles) として、「非業務執行取締役は、合意された目標や目的に照らして経営のパフォーマンスを精査し、業績の報告・公表をモニターすべきである。非業務執行取締役は、財務情報が正しいものであることや、財務面の統制管理・リスク管理システムが強固で信頼できるものであることについて、確証を得るべきである。非業務執行取締役は、業務執行取締役 (executive directors) の報酬の適正水準を決定するとともに、業務執行取締役の任命と、必要があればその解任、更には後継者計画の策定について主要な役割を果たす責務を負う。』。

各則では、「A.4.1.取締役会は、非業務執行取締役のうち1名を筆頭独立取締役 (senior independent director) に任命し、取締役会議長を支え、必要に応じて、他の取締役との仲介を行う役割を果たさせるべきである。株主が、取締役会議長、最高経営責任者、業務執行取締役という通常の接触経路では懸念を解決できなかった場合や、そうした接触が適当でないという懸念を抱えている場合には、当該株主は、筆頭独立取締役に接触できるべきである。』。

「A.4.2.取締役会議長は、業務執行役員 (executives) を入れずに、非業務執行取締役との会合を年に複数回は開催すべきである。非業務執行取締役は、少なくとも年に1回以上、また、適切と考えられる他の適宜の機会に、取締役会議長を入れずに、筆頭独立取締役がリーダーをとる形で、取締役会議長の実績評価のための会合を持つべきである。』。

「A.4.3.取締役は、会社経営や提案されているアクションを巡り、解消されない懸念を有する場合には、取締役会議事録に当該懸念が記録されるようにすべきである。非業務執行取締役がこうした懸念を抱えて辞任する場合には、取締役会議長に説明書面を提出し、取締役会に回覧すべきである。』。

(23) 本条項を遵守するか否かは任命が行われた年のみにおいて報告の必要がある。

(24) 各則 A.3.1 は、取締役会議長は任命時点において本条項に記載の独立性基準を充足すべきであると規定するが、就任後は本基準は議長には適用されない。

第B章:取締役会の有効性について、B.1:取締役会の構成では、主要原則として「取締役会とその下にある委員会は、スキル、経験、会社からの独立性、会社についての知識に関して適正なバランスを有し、その義務(duties)と責務(responsibilities)を効果的に果たせるようになっているべきである。」。

B.2:取締役の任命では、主要原則として「新たな取締役の任命については、正式で(formal) 厳格かつ透明性ある手続が定められるべきである。」。各則では、「B.2.1.取締役の任命プロセスをリードし、取締役会への推薦(取締役候補の選任権を有する取締役会に対する候補者の推薦)を行うべく、指名委員会が設置されるべきである。指名委員会メンバーの過半数は、独立非業務執行取締役とすべきである。取締役会議長か独立非業務執行取締役がその委員長を務めるべきであるが、同委員会が取締役会議長の後任者人事を取り扱う場合には、取締役会議長は委員長を務めるべきでない。指名委員会は、その役割や取締役会から委任された権限について説明を行う設置要綱(terms or reference)を閲覧可能(available)とすべきである。」。

B.2.3.非業務執行取締役は、再任手続に付され、解任に関する定款の規定に服することを前提とし、特定の期間において任命されるべきである。非業務執行取締役の就任期間が6年を超える場合には、特に厳格なレビューに服するべきであり、また、取締役会に漸進的に新風を吹き込むことの必要性を考慮すべきである。

B.3:取締役のコミットメントでは、各則として「B.3.1.指名委員会は、取締役会議長の任命にあたっては、危機の発生時には対応の必要があることを認識した上で、想定される関与時間の見積もりを記載した職務説明書(job specification)を作成すべきである。取締役会議長に他の重要なコミットメントがあれば、任命前に取締役会に開示されるべきであり、年次報告書にも記載されるべきである。そのようなコミットメントに変更があった場合には、その都度、取締役会に報告されるべきであり、次回の年次報告書でその影響を説明すべきである。B.3.2.非業務執行取締役の任命に関する契約条件は、閲覧可能(available)とされるべきである⁽²⁵⁾。任命書には想定関与時間を記載すべきである。非業務執行取締役は、その期待に応えるために十分な時間を提供することを請け負うべきである。彼らに他の重要なコミットメントがあれば、その大まかな時間数とあわせて任命前に取締役会に開示されるべきであり、またその後に変更があった場合には取締役会に通知されるべきである。B.3.3.取締役会は、その業務執行取締役が、FTSE100会社の2社以上の非業務執行取締役か、FTSE100会社の取締役会議長を引き受けることに同意すべきではない。」。

B.5:情報およびサポートでは、主要原則として「取締役会は、自己の責務を果たすのに適した形式と品質の情報を、タイムリーに提供されるべきである。」。補助原則として、「取締役会議長は、取締役が、正確で、タイムリーかつ明瞭な情報を得られるようにする責任を負っている。経営陣(management)はこうした情報を提供する義務を負うが、取締役は必要に応じその明確化や補足説明を求めるべきである。「会社総務役」(Company Secretary、英国会社法上の役職)の責務には、取締役会議長の指示のもと、取締役会内部・委員会内部において、また、経営陣と非業務執行取締役との間で情報がスムーズに流れるようにすることや、就任ガイダンスの円滑化を図ること、要請に応じて専門知識の研鑽を補佐する

(25) 非業務執行取締役の任命に関する契約条件は、会社の登記上の事務所において通常の営業時間中、何人に対しても閲覧可能、年次株主総会(総会15分前から総会の最中)においても閲覧可能であるべきである。

こと、が含まれる。「会社総務役」は、すべてのガバナンス問題に関して、取締役会議長を通じて取締役に助言を行う責務を負うべきである。各則では「B.5.2.すべての取締役は、「会社総務役」の助言とサービスを利用できるべきであり、「会社総務役」は、取締役会の手順が遵守されていることを確保する責務を取締役にに対して負っている。「会社総務役」の任命および解任は、取締役会全体の所管事項であるべきである。」。

B.6:評価では、主要原則として「取締役会は、取締役会、その委員会、および個々の取締役について、正式かつ厳格な年次評価を実施すべきである。各則では「B.6.2. FTSE 350 会社における取締役会の評価は、少なくとも3年ごとに外部者によって実施されるべきである。当該外部評価者は、会社と他に関係を有するか否かという点を含め、年次報告書において明らかにされるべきである。B.6.3.非業務執行取締役は、筆頭独立取締役〔senior independent director〕の指揮のもと、業務執行取締役の見解を考慮しつつ、取締役会議長のパフォーマンスを評価する責務を負うべきである。」。

第C章:説明責任では、C.1:財務・業務報告の主要原則として、「取締役会は、会社の現状と展望に関する、公正でバランスが取れた理解が容易な評価 (assessment) を公表すべきである。C.2:リスク管理と内部統制では、主要原則として「取締役会は、その戦略目標 (strategic objectives) を達成するに当たり、取ろうとしている主要なリスクの性質と範囲を特定する責務を負う。取締役会は、健全なリスク管理と内部統制システムを維持すべきである。各則として、「C.2.1.取締役は、年次報告書において、会社が直面している主要なリスク (会社のビジネスモデル、将来の業績、支払能力および流動性に脅威を与えるリスクを含む) について取締役が厳格な評価を実施したことをコンファームすべきである。取締役は、これらのリスクを記載し、これらのリスクをどのような方法で管理し又は減少させているかを説明すべきである。C.2.2.会社の現状および主要なリスクを考慮し、取締役は、年次報告書において、会社の将来見通しをどう評価したのか、どの期間について将来見通しの評価を行ったのか、その期間を適切と考えた理由を説明すべきである。取締役は、評価を行った期間において、会社が事業を継続し、弁済期の到来した債務を履行できることに関して、合理的な期待を有しているか否かについて、必要に応じ要件や仮定を示しつつ説明すべきである。C.2.3.取締役会は、会社のリスク管理と内部統制システムをモニターし、少なくとも毎年、それらの有効性をレビューすべきであり、年次報告書において、そのレビューを報告すべきである⁽²⁶⁾。そのモニタリングおよびレビューは、財務、業務、コンプライアンスを含むすべての重要な統制をカバーすべきである。」。

C.3:監査委員会および外部会計監査人⁽²⁷⁾では、主要原則として「取締役会は、事業報告 (corporate reporting) やリスク管理・内部統制原則をどのように実施するかについて、また、外部会計監査人との適正な関係の維持について、公式かつ透明な仕組みを確立すべきである。各則では、「C.3.6.監査委員会は、内部監査活動の有効性をモニターし、レビューすべきである。内部監査を置いていない会社の場合には、監査委員会は、毎年、内部監査機能の必要性の有無を検討し、それに基づく提案を取締役に提示すべきであり、また、当該機能が存在しない理由は、年次報告書の関連箇所において説明すべきである。」。

(26) FCA 規則 DTR 7.2.5 R は、会社に対し財務報告プロセスに関連する内部統制およびリスク管理システムの主な特徴点について記述することを義務付ける。

(27) Guidance on Audit Committees は本コードの該当部分を適用する手段について提案している。

第D章:報酬では、D.1:報酬の水準および構成の主要原則として、「業務執行取締役の報酬は、会社の長期的成功を促進するように設計されるべきである。業績連動部分は、透明性があり、長期の時間軸に即し、厳格に適用されるべきである。」。

最後に第E章:株主との関係では、E.1:株主との対話の主要原則として、「目指すところ(objectives)についての相互理解に基づき、株主と対話(dialogue)を行うべきである。取締役会全体が、株主との間で満足のいく対話が行われるようにする責務を負っている⁽²⁸⁾。」。

補助原則として「株主との接触窓口の大半は最高経営責任者と財務担当取締役(finance director)ではあるものの、取締役会議長は、主要な株主の関心と懸念をすべての取締役が認識するようにすべきである。取締役会は、現実的で効率的な何らかの方法により、継続して株主の意見に触れるようにすべきである。」。

E.2:株主総会の建設的な活用の主要原則として、「取締役会は、株主と意思疎通を図り、株主の参加を促すために株主総会を活用すべきである。」。各則では、「E.2.3.取締役会議長は、監査委員会、報酬委員会、指名委員会の委員長が年次株主総会で質問に回答できるように、また、すべての取締役が出席するように手配すべきである。」。

Ⅹ. 新たなインベスターリレーションならびにガバナンス構造の変化

1. 新たなインベスターリレーションならびにコーポレート・ガバナンス構築

ガバナンスのあるべきモデルは各国、業界特性、法制度や環境、企業の発展段階により異なり、他国のモデルの移植でこと足れりとはならない。時間の進展、金融危機など事象の勃発に応じて、課題と解決策の強弱、成否は分かれよう。ガバナンスの問題がいつの時代も議論の尽きない所以でもあるが、こうした中、アベノミクスのガバナンス改革の展望を主にできるだけ統一的な掌握を試みた。

金融緩和など副次的要因もあり、これまでのところ企業の業績回復を背景にアベノミクスのガバナンス改革には肯定的なニュアンスが出されようが、業績回復がガバナンス改革を逆に後押ししている面もあろう。

最近になって肝心の我が国のガバナンス・コードなどが範とする英国のガバナンス研究者からアベノミクスのガバナンス改革につき、その将来に向けて懐疑的な見解も窺える。全米取締役協会など米国等からも、視座はやや異なるがプリンシプル・ベース等に関して類似の問題意識が出されてきた。

従来のガバナンスの議論は経営者サイドにおける改善に焦点があったが、SWCとのダブルコードによって改革を進める新しい段階に来ている。インベスターリレーションの議論について、従前は企業サイドの企業戦略としておける投資家との関係作りを主な内容としてきた感もあるが、今後は機関投資課と経営者の双方からの中長期的企業価値向上と持続的成長に向けた改革アプローチに視点が移っていくことになる。

ケイレポートを皮切りに短期主義、機関権限分配論、Fin Tech(金融技術の結合)やAI(人工知能)などの動向や問題意識も含めた評価と対処など、新たな観点からの課題がガバナンス分野で生まれつつある。リスクマネジメントと合わせた新しい時代のガバナンスの

(28) 株主を情報へのアクセスにおいて平等に取り扱うという法令の一般的要件に取って代わるものではない。

模索が必要となる。単なる欧米型のERMではなく、統制環境 (control environment) の要素の中に各企業の企業文化 (corporate culture), 行動規範 (code of conduct) の具現化を織り込んだ内容が求められる。

2. ガバナンスの収斂と多様化・独自化の同時進行

Comply or Explain のプリンシプル・ベースといいつつ、ソフトローであるべきコードの内容が限りなくルールベース化し、この先エンフォースメントまでも刑事罰規定の内容などが含まれることになる⁽²⁹⁾、会社法としての法制度、あるいは上場規則としての事実上の強制かの相違はあるがソフトローのハードロー化が進み、判例法による形成 (ケースロー) が最終的な成否を分けることとなりかねない⁽³⁰⁾。

その場合、同じくコモンローである英国、米国において、プリンシプル・ベース、ルールベースと各々分化していった法制度面の相違が徐々に近接する内容になっていく可能性がある。米国型、ドイツ型など相違するガバナンスについて同質化が世界的にも議論されてきている。また今後は更に CSR や ESG 投資・統合報告など株主権型からステイクホルダー重視型⁽³¹⁾ に向けた共通の動きが進むと考えられることも同旨の議論であろう。

共同決定法制度下のドイツにおける米国モデルへの接近、コードのない米国における裁判例を通じた法の拡張と柔軟性、忠実義務など規範化概念の進展によるプリンシプル・ベースの取り込み⁽³²⁾、エンフォースを強める英国ソフトローのハードロー・ルールベース化あるいは EU のガバナンス改革など世界的に収斂の動きがみられる⁽³³⁾。我が国も社外取締役の義務化が進展中である反面、独自の監査等委員会設置会社新設が法制度面で並行して進められたことはガバナンスの収斂 (convergence) と多様化・独自化の同時並行の特徴を示すものであろう。

今後の企業のガバナンス改革、コードのあり方として内容・実質面では収斂しつつ、企業毎に金融資本市場のニーズに沿いリスクマネジメントを含め柔軟な選択をし得る分散的な細目的要素も包含する多様性も備えたものとなろうか。

ダブルコードを持たない米国のモニタリングモデルを至高としつつ英国モデルの CGC と SWC を導入することの整合性、その解決の 1 つを我が国独自モデルである監査等委員会設置会社の積極的評価と活用を求めるのか、関係型雇用と市場型外部取締役モデルの推進で解決がつかかなど更なる議論の進展を期待したい。

3. リスクガバナンス経営ならびに Fin Tech —縦型・中央集権型持株会社の修正へ—

短期主義の是正を図るべく、四半期決算の廃止、証券アナリストや格付機関等の短期業績重視からの転換など制度的な枠組みの改善に加え、企業自身において組織面のリスクガ

(29) 拙著・前掲注(2)②363-376頁。

(30) 我が国法制のコモンロー傾向の嚆矢あるいは convergence の表層でもあろうか。

(31) 日本版コードでは初めて公的なコーポレート・ガバナンスの定義がなされ、ステイクホルダー重視が窺われる。「本コード(原案)において、「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。」。

(32) 拙著・前掲注(2)②310-327, 366-376, 378-399頁。

(33) 拙著・前掲注(2)①208-210頁。

バナンスが重要となる。本稿では、主として後者について検討を深め、具体的には英国コードを参照しつつ、改善策の提示も図ってきた。

リスクマネジメントとリスクアベタイト・フレームワークを統合したリスクガバナンス経営・体制の構築が鍵となる。また近時のFin Tech (financial technology) 企業の動向が金融とガバナンスの新しい方向を導き出す可能性がある。欧米型銀行が縦割り事業部制度(縦型)の強化を図り、更にリスクマネジメント、内部統制、コンプライアンスに関してグローバルに全社的グループ管理が進む中で、他方では銀行に支配されない多くの株主(たとえ少数株主ではあっても)が存在するFin Tech企業との連携強化により、縦横の両方のベクトルに向けたガバナンス改革が同時に進行し、新しいビジネスモデルの模索がなされよう。

邦銀などがグローバル金融機関として事業部制重視の色彩を強める中、ERMの必要性が益々高まろうが、欧米型モデルではERM重視といいつつ、実際には過剰なリスクテイクおよび不正問題が絶えない状況を現出してきた。我が国が攻めのガバナンスの標榜により、形式的に米型ERMを取り込むことになると将来において軋みが出ざるをえない危惧がある。

他方、Fin Techの動きは逆に横断的なガバナンス指向を示し、持株会社の集権化、代表訴訟の遮断された経営陣の天国として形式的ガバナンススキームに堕しかねない金融持株会社にも緊張感をもたらすことになる。少数株主やステイクホルダーなど外部規律を受け、中央集権型持株会社・完全子会社制度から分散型持株会社へ転換する嚆矢ともなる。

持株会社形態では少数株主からの代表訴訟提起が事実上遮断され、金融資産や大多数の従業員は100%子会社にあり(メガバンク)、金融持株会社(上場)の経営陣は安泰であった。金融グループの戦略司令塔は持株会社にあるが、欧米型の縦型事業部制強化の動向が現場からのボトムアップで強まり、むしろ子会社に実権が移行しつつある面もある。子会社のメガバンクのトップ、さらに営業・融資の現場に実権があり、事実上の事業部制(タテ重視)ともいえる。

しかし金融技術の進展から、持株会社の外部との繋がりが重視されるようになり、タテ、ヨコ方向ともガバナンスの緊張が強まる可能性が出てくる。加えて我が国は政府主導による改革が進み金融規制当局との繋がりが、制約が強化される。この点は英国の改革とは異なる面がある。この他、各メガバンクの枠を超えた資産管理部門の統合の動き(2017年中に共同持株会社設立)など従来の中央集権的持株会社の修正の傾向が出されてきた。再編の背景には日銀のマイナス金利政策により銀行業務の経営環境が厳しさを増したこともあり、システム投資などの負担軽減を図らんとする⁽³⁴⁾。

ガバナンス・コードの実践は経営陣の説明責任のあり方、株主総会の機能にかかる議論にも大きな影響変革をもたらすことになる。英国同様にコモンローの歴史を持ちながら、ソフトローの伝統に乏しく敵対的買収防衛策の判例による法規範を核とする米国と異なり、我が国はダブルコードの改訂、リスクフレームワークやソフトローたるコードとも親和する監査等委員会設置会社の発展的な活用などを通じて対話、エンゲージメントを進

(34) みずほFG系の資産管理サービス信託銀行と三井住友トラスト系の日本トラスティ・サービス信託銀行(同)の統合を図る。主な顧客は年金基金や企業で運用資産の売買や決済を管理している。有価証券などの顧客預り資産は2016年9月時点で合計380兆円程度に達する。時事通信(2017年1月18日)。

め、ショートターミズムとの調整も図ることになる。

4. ショートターミズムとリスクガバナンス、積極的妥当性の規律付けならびに企業評価—支配権とコントロール・プレミアム、マイノリティ・ディスカウントの関連など—

(1) 東芝事件とリスクガバナンス

中国では所有と経営自体が未分化のため、社外取締役や会長が適切な機能を果たし難く、米国型モニタリングモデルは逆にガバナンスの面でマイナスにもなりかねない。内部統制構築も不十分で、監査役制度への期待が残る所以である。各国毎にガバナンスモデルは異なり、また収斂するが、最終的には企業経営と同じくリーダーシップを持ち、バランス感覚を備えた適格なリスクガバナンスの統率者、その規律スキームの確保に尽きる。

外部役員、数を整え、議論を重ね株主と対話することで充足するか、東芝の不正事件に続く直近の経営危機⁽³⁵⁾は指名委員会等設置会社をいち早く導入したものの、ガバナンスの2つの目的である適法性、経営の効率・妥当性の何れも失ったケースである。会計不正が先行し経営改善、ガバナンス策も進めた後になって買収先の米国原子力事業の巨額損失、営業権減損リスクを招いた。業績悪化の挽回を図るべく、積極的にリスクテイクを行った事例でデューデリジェンスの不足はあるにせよ、法令違反、さらには著しく不公正にも直ちには該当しないと思料されるが、債務超過など企業の存亡にも繋がりがねない事態を招来している。英国のSenior Management Regime (SMR)の議論、関連事例に相似するといつてよい。経営判断にかかり、従来の法制度、エンフォースメントでは役員規律が困難な境界の案件であろう。短期主義の弊害のみとも言い切れない。筆者がかねて主張する積極的妥当性の面の規律付け、体制構築の問題であり、攻めのガバナンスにも関わる正しくリスクガバナンスの問題である。

(2) ショートターミズムの功罪とアベノミクス

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

なお、ショートターミズムに関しては肯定的な見解⁽³⁷⁾も存在する。関連した問題意識として、アベノミクス施行後の企業業績の好転は確かにガバナンス改革の寄与によると見ることが可能であろうが、単純に第一の矢である金融緩和・円安による業績向上によるガバナンス体制・改革との相互作用・サイクルの好転によるところが大きく、ガバナンス機能

(35) 読売新聞2017年1月28日参照。

(36) 具体的な買付けの懸念が生じてからライツプラン(ポイズンピル)を導入する。

(37) 米国の実証分析をみる限り、必ずしも機関投資家が経営者を近視眼的にしているわけではない。日本企業がかつて長期的視野を維持できた理由はメインバンクによる企業統治もあるが、経済の安定的高成長がその根源にあったことは確かだ。それが維持できなくなった以上、日本企業も短期主義と長期主義の狭間で迷っていくしかないであろう。鶴光太郎「企業の短期主義、再び注目」日本経済新聞「経済教室」(2016年1月18日)。

自体はメインバンク機能の低下などむしろ総合的には低下しているとも考えられよう。この点で従来の我が国のガバナンスは機能していたこと、アベノミクスは労働者の雇用の側面は従前通りとして関係型雇用と市場型金融・外部取締役のタイプ・組合わせを目指すものと考えられるが、かかるコーポレート・ガバナンスは有効なのか疑問となること等の議論が提示されていることは留意されよう⁽³⁸⁾。

(3) 米国とEU・英国の対応ならびに支配権とコントロール・プレミアム、マイノリティ・ディスカウント

特にスチュワードシップ・コードを持たない米国において、中長期的視点を持つ株主によるエンゲージメントの強化に関して、アンバンドリング(株主権の分解)の指摘として、上場企業側が株主を特定し、直接対話を行う権利を付与することが提示されている。米国では司法審査の法的インフラの前提として、経営陣(Management)が中長期の事業プランを策定し、独立性のある取締役会(the Board)が担保すること、最終的には株主総会が委任状勧誘(proxy fight)等を経て判断することが掲げられる⁽³⁹⁾。

更に近時のショートターミズムにかかる米国の判例を通観して、支配権・支配株主とコントロール・プレミアム⁽⁴⁰⁾ならびに企業評価に関し、ユノカル基準を根底に置く判例の考え方

(38) 2016年度東京大学金融教育研究センター(CARF)・日本政策投資銀行設備投資研究所共同主催シンポジウム『日本企業のコーポレート・ガバナンス：産業の新陳代謝、サステナビリティ経営に向けた課題と展望』東京経済研究センター(TCER)・アメリカ経済政策研究センター(CEPR)年次国際学術会議(TRIO conference)共催(2016年12月8日-9日)。星岳雄(スタンフォード大学教授)「日本のコーポレートガバナンス改革」の指摘は以下の通り。①日本経済を停滞状態から復活させるために、コーポレート・ガバナンス改革に焦点が当たっている。②しかし、そもそも日本型コーポレート・ガバナンスが問題だったわけではない。③日本のコーポレート・ガバナンスは、アメリカのコーポレート・ガバナンスとも、現在の改革が目指すものとも違ってしたが、有効に働いていた。④問題は日本型コーポレート・ガバナンスの金融的側面が80年代頃から衰退してきたことである。⑤日本のコーポレート・ガバナンスの、特に業績が悪い企業を再編・再建する機能が、1990年代、2000年代に低下した。⑥現在のコーポレート・ガバナンス改革は、金融的側面をアングロサクソン型に近づけることによって、問題を解決しようとする。⑦改革の成果はあがっているようだが、コーポレート・ガバナンスの労働的側面が変わらない中で、有効なガバナンス機能は回復されるのだろうか。また金融的側面(関係型金融・内部取締役、市場型金融・外部取締役)と雇用の側面(市場型、関係型)に4分類し、(a)市場型雇用と市場型金融・外部取締役(典型的米国企業)、(b)関係型雇用と関係型金融・内部取締役(従来の日本)の組合わせに加えて、(c)市場型雇用と関係型金融・内部取締役、(d)関係型雇用と市場型金融・外部取締役の2タイプが新たに現出している。アベノミクスは(d)を目指すものと考えられるが、このコーポレート・ガバナンスは果たして有効なのか、疑問を呈される。類型化につき、宮島英昭「日本企業システムの進化をいかにとらえるか：危機後の企業統治の再設計に向けて」経済産業省経済産業研究所RIETI Policy Discussion Paper Series 11-P-009(2011年3月)1-62頁。

(39) 武井一浩・石崎泰哲「上場企業法制における企業の中期的利益とショートターミズムとの調整(上)(下) - 最近の欧米の議論の諸相から -」2097号(2016年)21-33頁、2098号(2016年)36-46頁参照。

(40) コントロール・プレミアム(Control Premium)は、企業を支配する株主が保有する支配権に相当する価値のことをいう。株式市場における株価は少数株主同士で売買する株価であり、コントロール・プレミアムは加算されない。支配株主の株式価値を支配株主価値、少数株主の株式価値を少数株主価値というが、コントロール・プレミアムは少数株主価値と支配株主価値との差額に該当する。一方、支配株主価値から少数株主価値をみれば、割引かれる部分をマイノリティ・ディスカウント(Minority Discount)という。コントロール・プレミアムとマイノリティ・ディスカウントは、少数株主価値と支配株主価値との差額であって同じものを指すが、方向性が異なるものといえる。インターナレッジ・パートナーズIKP税理士法人「バリュエーション-株式のバリュエーションシリーズ-」,「インカム・アプローチの全般的な考え方」参照。<http://www.ikpi.co.jp/knowledge/valuation.html>

からすれば、将来取得する支配権について、現状存在するコントロール・プレミアムはさほど高く評価しないという方向に繋がると思料される。逆にマイノリティ・ディスカウントについては、それほど現状ではディスカウントしないこととなろう⁽⁴¹⁾。他方、英国、EUではダブルコードの存在が機関投資家側を規制し、共に経営の非効率性の温存を許さない点で機能するものといえる。もっともEUでも機関投資家、外国投資家の増加によってEU株主権指令⁽⁴²⁾の改正が議論もされている。ショートターミズムの論議を通して米国、EU・英国のガバナンス、株主のあり方の近接が窺えることになろう。

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

[参考文献]

脚注掲載の他、齊藤壽彦『近代日本の金・外貨政策』慶應義塾大学出版会(2015年)、太田三郎『企業の倒産と再生』同文館出版(2004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)、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－」稲葉陽二・藤川信夫・岡西賢治編『企業コンプライアンス』尚学社(2013年)、亀井利明『リスクマネジメント総論』同文館(2004年)、同『危機管理と危機突破』ソーシャルリスク研究所(2015年)、亀井克之『現代リスクマネジメントの基礎理論と事例』法律文化社(2014年)、上田和勇『企業倫理リスクのマネジメント』同文館出版(2014年)。

(2017.1.12受稿, 2017.2.9受理)

(41) 各自案の非上場株式の有無、あるいは流動性プレミアムの存在などによっても変動するため、一概に言えないことは当然である。

(42) 2007年7月11日「上場会社における株主の特定の権利の行使に関するEU指令」(Directive 2007/36/EC)、2013年6月26日「特定種の事業の年次財務諸表、年次連結財務諸表および関連報告書に関するEU指令」(Directive 2013/34/EC)。

〔抄 録〕

現下のアベノミクスが成長戦略の根幹として標榜する攻めのガバナンス改革の実践に向け、上場企業において2つのコードへの対応が急務となり、政府側も会社補償や役員報酬など法制度面の検討が進められている。果たしてこのまま目標とする英国型ガバナンス改革を取り込むことで我が国の経済活性化は成就できるのか、肝心の英国研究者からも疑念が提示されてきた。本稿では短期主義、ガバナンスの収斂と多様化、エンフォースメント、ソフトローのハードロー化、リスクガバナンス等包括的視点に立ち、重要な分岐点にある我が国ガバナンス改革の中長期の方向性について大きな枠組みから考察を進め、いくつか指摘も提示させていただいた。英国の研究を参照しつつ、独自の見解を述べた。ガバナンスの収斂の中、模倣でなく各国毎に多様化せざるを得ない部分でもあり、ガバナンスの議論の深遠さあるいは困難さに漸くたどり着いてきた感もある。彼我には同じ社外取締役といっても背景、機能の相違があったところ、グローバル化、収斂の傾向の下、ガバナンス進展におけるズレが改めて浮き彫りとなって認識され、比較検討の議論が逆に噛み合ってきた証左といえよう。法分野においても実証分析の意味合いが語られてきたが、それで充足する問題とも思えない。日本型の良さ、米国型モニタリングモデルといった択一的選択でなく、丁寧なファクトファインディングと制度設計を継続して行くしかない。プリンシプルベースのはずのソフトローのルールベース化、エンフォースメント強化もその過程での必然性を伴うものであろう。論文掲載の貴重な機会を頂いた千葉商科大学には心から感謝の意を表する。