

英国のコーポレートガバナンス論議と国際金融規制改革

漆畑 春彦

はじめに

I 英国におけるコーポレートガバナンス論議の展開

1 一九九〇年代初頭から論議が本格化

2 市場規律の強化

3 金融危機以降のコーポレートガバナンス論議

II 英コーポレートガバナンスの特徴

1 基本的なガバナンス体系

2 “comply or explain”の解釈

III コーポレートガバナンスの改善に向けた取組み

1 取締役会評価の強化

2 非財務情報開示の充実

3 業績予想に関する開示

4 リスク・ガバナンス

5 報酬規制

おわりに
〜わが国への示唆〜

はじめに

『平成法政研究』第二一卷第一号に掲載された拙稿「最近の国際金融規制改革の展開と大手銀行の戦略変更」では、近年の金融危機以降、金融安定理事会 (Financial Stability Board : FSB) やバーゼル銀行監督委員会 (Basel Committee on Banking Supervision : BCBS) といったグローバル金融当局、米国や英国など先進諸国の政府・金融当局が中心となって進めてきた国際金融規制改革と、欧州大手銀行の新規制対応及びそれに伴う経営戦略の変更について取り上げた。国際金融規制改革の中心テーマは、①銀行自己資本規制の強化・精緻化、②大規模金融機関の破綻処理制度の整備、③銀行構造改革 (いわゆる、米国のボルカー・ルール、英国のリングフェンス規定等)^①、④シャドーバンキング規制であり、現在に至るまで規制強化に向けた議論が精力的に行われている。^②

しかし、上記拙稿において各規制改革の紹介とともに筆者が指摘したのは、それらが内包する問題点と副作用についてであった。金融危機以降の一連の規制強化は、グローバルレベル、各国レベルで進められてきた。それらは業務・商品規制、市場規制と様々な観点から検討されてきており、結果的に規制体系は全体として、金融危機前に比べて大幅に複雑化・重層化した。規制分野によって検討・導入の進捗度合いはまちまちであり、なお最終規則に至っていない規制項目も多い。グローバル金融当局が策定した新規制が各国の法規則に適用される段階で、当該国の思惑によって骨抜きにされる、特定国の利害によって規制負担が必要以上に増加するといった状況は、金融市場や金融機関経営にも少なからずマイナスの効果をもたらし得る。

続いて拙稿では、規制強化の副作用として、第一に金融取引の縮小と市場の不安定化、第二に規制アービトラージ^③

の拡大をあげた。⁴⁾ 例えば、金融機関の過度なリスクテイクを直接的に制限する銀行構造改革は、金融取引の縮小に直結し得る。銀行の証券・投資銀行部門が行う自己勘定取引を禁止、ファンドへの出資を著しく制限するボルカー・ルール (Volker Rule) はもとより、英国のリングフェンス規定や欧州連合 (EU) の高リスク業務分離規定も、債券やデリバティブの売買減少、市場流動性の低下、さらには市場のボラティリティ拡大を招く可能性がある。また、金融危機後の規制改革は銀行関連規制に重点がおかれる一方、例えばシャドーバンキング規制の議論はやや遅れ気味となった。分野ごとに規制検討の進展度合いが違えば、そこに市場参加者による規制の抜け穴探しや規制アービトラージの余地が生じ得る。これでは、国際レベルで検討されてきた金融規制改革の意義は薄れてしまわざるを得ない。

こうした点について Riles [2014] は、国際金融規制改革は規制上のナショナルリズムを退化させるとしている。それによれば、国際的に調和する新たな法規制が各国に導入され既存の法規制が変更される過程で、国内の政治的・経済的な利害衝突が生じ、当該国特有の価値観で長く培われてきた法規制の意義が薄れてしまう。代替策として「法律の抵触アプローチ」の採用が提案されているが、これはつまり、全ての金融機関に適用される規制の共通のものとするのではなく、当該金融機関の行動に問題が生じた場合にどの国家の法律が適用されるべきかを特定することである。その際、一国の規制が、その地に所在する国際企業にあるいはその地域に本社を構える企業の国際活動にどの程度適用されるか (及ぶのか) を慎重に定義することが求められる。⁵⁾

Davis [2015] は、国際金融規制改革の過程で金融制度が複雑化し実効性を失いつつある状況への批判を展開している。その一方で、英国における規制論議を参考に、市場のプレイヤーである金融機関個々のガバナンス強化を図るよう提言している。具体的には、経営陣や幹部社員に対し報酬体系を含む行動規範を設置し、その監視を行うとともに、違反行為などには高水準な制裁措置を留意するといった内容である。同書を著したハワード・デビス氏は、インゲ

ランド銀行副総裁、英金融サービス機構 (Financial Services Authority : UK-FSA)⁶⁾ 初代会長を歴任しており、金融実務家の立場から見ても、国際金融規制改革の目指すところや内容は大いに違和感のあるものだったようである。

デイビス氏によれば、金融規制論議、特にコーポレートガバナンス論に関しては、英国に一日の長があり、その取組みを参考に金融機関の行動を規制・監視することこそが、むしろ金融規制改革の要であるということである。⁷⁾ 金融規制の国際的調和という壮大ではあるが実現が困難な課題に取り組むよりも前に、近年の金融危機の根本原因が個々の金融機関の異常な行動、その役職員による過度なリスクテイク行動⁸⁾にあつたことを改めて認識し、金融機関の適切なガバナンス体制の構築を重視するという考え方は、金融危機後の金融制度のあり方に対しても有益な示唆と考えられる。

本稿では、デイビス氏が「金融規制改革の要」であると評するコーポレートガバナンスのあり方について取り上げたい。コーポレートガバナンス論議に「一日の長がある」英国における論議の経緯と内容について検討し、その特徴の一端を明らかにしたい。

I 英国におけるコーポレートガバナンス論議の展開

1 一九九〇年代初頭から論議が本格化

英国においてコーポレートガバナンス論議が本格化したのは、一九九〇年代初頭のことである(図表1)。一九八〇年代後半から一九九〇年代初頭にかけて、英国では企業不祥事が相次いだ。一九八六年のギネス事件に始まり、ブルーアロー事件(一九八七年)、ポリーパーック事件(一九九〇年)、BCCI事件(一九九一年)、マックスウェル事件

(一九九一年)は、いずれも株式公開企業において起こった不祥事であり、企業が公表する財務の正確性に対する国民・市場の信認は大きく揺らいだ。それらが上場していたロンドン証券取引所(London Stock Exchange: LSE)も、不祥事が証券市場自体の信認低下につながることに大きな懸念を抱いていた。

一九九一年五月、相次ぐ企業不祥事に対応するため、証券取引所、企業、投資家の代表者からなる「コーポレートガバナンスの財務的側面に関する委員会(通称『キャドベリー委員会』)⁹⁾」が設置され、報告書¹⁰⁾が取りまとめられた。キャドベリー報告書は、英企業のコーポレートガバナンスの遵守状況を明らかにするとともに、「遵守せよ、さもなれば説明せよ(comply or explain)」という考え方を導入し、以降それが同国コーポレートガバナンスの基本的な考え方となった。これは、コーポレートガバナンス原則が求めるガバナンスが遵守されない場合は、株主に対しその理由を説明・開示することを、企業に対し義務付けるものである(詳細は後述)。LSEは、キャドベリー報告書の掲載内容の一部を新たに上場規則とし、一九九三年七月以降、LSE上場企業は年次報告書(annual report)及び計算書類(財務諸表等)にコーポレートガバナンスの実施状況を開示することになった。

一九九五年一月には、水道・エネルギーなど民営化企業経営陣の高額報酬問題が顕在化したことから、経営者団体の英国産業連盟(Confederation of British Industry: CBI)の委託を受ける形で、「経営者報酬に係るスタディグループ(通称『グリーンベリー委員会』)¹¹⁾」が設置され、一九九五年七月に報告書¹²⁾が公表された。報告書は、取締役報酬の決定方法の見直し、報酬に係る情報開示の改善を提言している。

さらに、同年一月に設置された「コーポレートガバナンスに関する委員会(通称『ハンペル委員会』)¹³⁾」では、財務報告や役職員の報酬問題に関する見直しを含むコーポレートガバナンスに係る幅広い議論が行われ、一九九八年六月に最終報告書¹⁴⁾が公表された。キャドベリー、グリーンベリー報告書において勧告された事項でハンペル報告書が盛

図表1 英政府のコーポレートガバナンス関連報告書の概要(1992-2012年)

公表年	報告書	主要テーマ	主な論点
1992年	キャドベリー報告書 (Cadbury Report)	・企業財務内容の信頼性向上	・財務透明性の確保 (監査委員会の設置、会計監査) ・最善の行為規範の遵守 (取締役会の役割、社外取締役の選任、機関株主)
1995年	グリーンベリー報告書 (Greenbury Report)	・取締役の報酬決定方法 ・情報開示の見直し	・取締役報酬の決定方法 (報酬委員会の設置、報酬方針、雇用契約) ・報酬に関する情報開示と承認手続き ・民営化公益事業会社と報酬制度
1998年	ハンペル報告書 (Hampel Report)	・財務報告、報酬を含む幅広いコーポレートガバナンス論議	・財務報告、報酬規制等、コーポレートガバナンス全般に関する幅広い議論 ・取締役会議長と最高経営責任者 (CEO) の役割と関係 ・取締役報酬、株主の役割、説明責任、監査 ・キャドベリー、グリーンベリー報告書の原則の、ロンドン証券取引所 (LSE) の統合規範 (combined code) への統合
1999年	ターンブル報告書 (Turnbull Report)	・内部統制	・内部統制に係る取締役行動の指針 (独立した内部統制部門の設置、内部統制の範囲の拡大、内部統制に係る情報開示の充実) ・財務諸表の質を保証する良質な監査 ・問題発覚前の不正行為の把握
2001年	マイナース報告書 (Myners Report)	・機関投資家の投資のあり方	・機関投資家 (ファンドマネジャー、年金基金) による非上場株式保有に対する注意点
2003年	ヒッグス報告書 (Higgs Report)	・取締役会、社外取締役の役割の明確化	・社外取締役の役割 ・社外取締役の指名・研修、在職期間、報酬 ・取締役会の構成、議長の独立性、上級独立取締役
2003年	スミス報告書 (Smith Report)	・会計監査人の独立性	・監査法人の独立性
2009年	ウォーカー報告書 (Walker Report)	・機関投資家の役割、金融機関のリスク管理のあり方 ・スチュワードシップ・コードの策定を勧告	・銀行取締役会に求められる能力、経験、独立性 ・取締役会レベルでのリスク管理の実効性 ・取締役会実務の実効性、監査・リスク・報酬・指名委員会のパフォーマンス ・機関株主 (institutional shareholders) の役割 ・金融機関のリスク・ガバナンス
2012年	ケイ報告書 (Kay Report)	・株式市場の短期利益追求主義の是正、英企業の株式保有構造 ・機関投資家によるエンゲージメントの強化	・経営者、株主との意思疎通による短期と長期の意思決定 ・英企業の株主構成 ・資産運用者の役割のあり方

(出所) 各報告書より筆者作成

り込まなかった論点のうち、独立した内部監査組織の設置の矯正や内部統制に関する開示の充実については、一九九九年、イングランド及びウェールズ勅許会計士協会 (The Institute of Chartered Accountants in England & Wales) が中心となって作成した「内部統制・統合規範における取締役に対するガイダンス (ターンブル報告書)⁽¹⁵⁾」の勧告として統合規範 (the Combined Code on Corporate Governance)⁽¹⁶⁾ に盛り込まれることになった。

また、二〇〇二年四月に英貿易産業省 (Department of Trade and Industry: DTI)⁽¹⁷⁾ が設置したヒッグス委員会 (The Higgs Committee) は、二〇〇二年六月に諮問文書を公表し市中協議を経て、二〇〇三年一月に報告書を公表している。報告書は、二〇〇一年一月のエンロン事件を教訓とし、英国のコーポレートガバナンスの現状を踏まえ、社外取締役の役割を中心に統合規範などの修正を勧告している。

2 市場規律の強化

金融危機後、米国などが銀行自己資本規制、金融機関の迅速な破綻処理制度の整備といった金融システム安定化策の策定に注力するなか、英国はそれと並行して、「市場規律 (market discipline)」の強化をあるべき金融規制改革のもう一つの核と位置付けた。

例えば、二〇〇九年七月、英財務省 (HM Treasury) は、金融市場改革案「金融市場改革」⁽¹⁸⁾ を公表、金融危機後の金融システム安定化に向けた重要施策として、自己資本規制や破綻処理制度をはじめとする銀行の健全性規制 (prudential regulations) の拡充・強化と併せ、金融機関の取締役会や経営幹部、株主等市場参加者による市場規律の強化を謳った。同改革案は、近年の金融危機及びそれに伴う金融機関破綻の多くは、規模の大小によらずそれ自身が、コーポレートガバナンス、報酬、リスク管理に関する義務と責任を十分果たしていなかったことに起因していると指

摘している。特に「事業規模が大きく、複雑で、重要な影響を及ぼす大規模金融機関 (large, complex, “high impact” firms)」は、その事業規模と組織の複雑さゆえに、経営の巧拙がそれ自体や金融市場の命運を大きく左右すること、またそれが破綻した際の影響は甚大であり、当該金融機関が適切に運営・管理されることを内外に示すことは、公序 (public policy) として重要である、としている。

英財務省が提示した金融機関の市場規律強化案は、主に、①金融機関のコーポレートガバナンス改革を目的とした報告書「ウォーカーレビュー」(The Walker Review)の作成及び公表、②当時の英国の包括的金融当局であるUK-FSAによる「報酬に関する実務基準 (Code of Practice on remuneration)」の作成の二点であった。二〇〇九年二月、英政府は、イングランド銀行理事やモルガンスタンレー・インターナショナル会長などを歴任したディビッド・ウォーカー卿を、英金融機関のコーポレートガバナンスに関する査察責任者に任命し、同報告書の作成を委託した。²¹⁾二〇〇九年七月、英財務省はこれに関連する協議文書を公表、市中協議を経て、同年一月に最終提言書「ウォーカー報告書」(The Walker Report)²²⁾を公表した。

もうひとつの市場規律強化策としての報酬実務基準について、英国は基準案を作成・公表している。二〇〇九年三月、UK-FSAは、報酬規則に関する協議文書CP09/10を公表、市中協議を経て、同年八月に最終規則を公表している。²³⁾CP09/10は、金融機関におけるリスク調整型報酬制度の設計・運営に係る原則を提示し、それをFSAハンドブック(英国における市場の信認、消費者保護等を確保するため規定する金融規則集)に盛り込むこと、各金融機関が原則に沿った報酬方針を作成し実施すること、リスク管理と整合性のとれた報酬方針の運用を行うことなどを求めた。最終報告書では、CP09/10の適用範囲と提言に若干の修正が加えられた上で、FSAハンドブックに盛り込まれる最終的な報酬実務基準が提示された(図表2)。

9 英国のコーポレートガバナンス論議と国際金融規制改革

図表2 英国の金融機関向け報酬実務基準の概要

報酬原則	概 要
原則1 報酬委員会と構成メンバー	・報酬方針 (remuneration policy) を策定する報酬委員会 (remuneration committee) は、①独立した判断の下報酬方針を実施すること、②金融機関の財務状況、将来業績を適正に評価した上で決定事項を明らかにすること、③報酬政策の適正性について独立して判断を行う専門性と経験を有すること (リスク管理に専門性と経験を有する社外取締役を1名以上メンバーに加えること)、④報酬方針の適切性、実効性を定期的にレビューし報告すること
原則2 リスク及びコンプライアンスに関する手続き	・報酬慣行に係る手続きを明文化すること (利益相反を管理する適切な方法を含む) ・フロント部門など報酬決定に際しては、リスク管理、コンプライアンス部門が取扱う情報 (リスク調整後財務指標や規制の遵守状況等) が考慮されること
原則3 リスク管理部門及びコンプライアンス部門の業績評価	・リスク管理部門、コンプライアンス部門の職員の報酬は、他の業務部門からは独立して決定されること ・当該職員の業績は、リスク管理、コンプライアンス業務の目的達成を考慮した基準により評価されること
原則4 収益とリスクに基づく賞与基金	・賞与基金 (bonus pool) の額を算定するのに使用する財務指標は、他の業務部門から独立して決定されること
原則5 長期の業績評価	・職員の業績は、当期のみならずより長期的パフォーマンスに基づき評価されること (時系列の移動平均を取り入れた業績評価等の導入)
原則6 非財務指標による評価基準	・職員の業績は、効果的なリスク管理や内外規制の遵守状況等非財務指標 (業績評価に財務指標だけでなく、バランス・スコア・カードを採用) を取り入れて評価すること
原則7 長期インセンティブプランの業績評価	・株式パフォーマンスに基づく長期インセンティブプランの評価は、リスク調整後収益率 (リスク調整後1株当たり利益率、株主資本収益率等)
原則8 十分に柔軟な賞与方針	・金融機関が損失を計上した年には賞与を支払わないといった十分に柔軟な賞与方針を担保するために、固定給の報酬全体に占める割合を高めること
原則9 賞与の過半部分の繰延払い	・賞与部分が報酬の多くを占める場合、賞与の過半部分を一定の期間内に繰り延べて支払うこと (より長期の企業収益に連動した賞与支払いのための措置で、金融サービス機構は賞与の最低3分の2を繰延払いの対象とすることを想定) ・繰延年数は、職員が重視する業務の性格やリスクにより決定すること
原則10 企業の将来業績を考慮した繰延条件	・繰延条件は、職員が所属する部署、部門とともに金融機関の業績見通しと関連して決定されること

(出所) UK-FSA資料より作成

英政府は、市場規律に係る上記二つの改革を基に、金融機関のコーポレートガバナンスや報酬ガイダンスを作成し、それを市場参加者の行動に係る一般的な枠組みとした。近年の金融危機後、米国をはじめ先進国の政府・当局は、危機の発生原因を様々な観点から分析し、金融機関の自己資本規制や流動性規制の拡充・強化（健全性規制）、金融市場のインフラ整備などの金融規制改革を打ち出している。

3 金融危機以降のコーポレートガバナンス論議

(1) ウォーカー報告書

市場規律の強化・改善に向け、英国では、金融危機以降も企業・金融機関のコーポレートガバナンス論議は続行した。まず、市場規律強化策の一環として、二〇〇九年一月に公表されたウォーカー報告書は、大きく、①取締役会のサイズ・構成・適格性、②取締役会の機能とパフォーマンス評価、③機関株主の役割、④リスク・ガバナンス、⑤報酬、の五項目から構成され、計三九の勧告を行っている。

それまでに公表されたコーポレートガバナンス関連報告書の勧告に加え、同報告書が果たした貢献は、主に次の点であろう。まず第一に、取締役会の自己評価 (board performance evaluation) について、取締役会自身の裁量による自己評価でなく、取締役会の外部評価を「二年又は三年に一度」とすることを勧告 (勧告12) したことである。当該内容は、二〇一〇年に同国のコーポレートガバナンス・コードに盛り込まれ、FTSE350企業は、少なくとも三年に一度は取締役会の外部評価が義務付けられることになった。

第二に、従来の取締役会の機能、報酬制度の改善を中心とした勧告に加え、コーポレートガバナンスにおける機関投資家の役割に焦点を当て、機関投資家の責任原則を「スチュワードシップ・コード (Stewardship Code)」として明

確に勧告したことである。投資家と企業との間で行われるコミュニケーションである「エンゲージメント (engagement)」を通じた機関投資家の役割をより高めるため、その指針としてスチュワードシップ・コードの策定を求めるとともに、その実効性を確保するための実質的な監督機関として、英財務報告評議会 (Financial Reporting Council : FRC) の役割を重視している。統合規範中の機関投資家に対する規範部分 (第一部 機関株主 [Section 2 Institutional Shareholders])²⁶⁾を分離し、その内容を見直した上で、「スチュワードシップ・コード」として新たに機関投資家に対する規範を定めることを勧告した (勧告16)。これに伴い、上場企業の規範としての統合規範が「コーポレートガバナンス・コード (The UK Corporate Governance Code)」に改称された。

そして第三に、金融機関特有のリスクに鑑み、リスク委員会 (board risk committee)、最高リスク管理責任者 (Chief Risk Officer : CRO) の位置づけや役割等、本格的なリスク・ガバナンスに関し勧告したことである。金融機関は、商品・サービスを提供するにあたり、「金融リスクのアービトラージ」に否応なく関与する一方、金融危機前にはレバレッジを高めることで高収益を生んだという他の産業セクターにない特異性があるとし、そのリスク・ガバナンスの強化を謳った。

(2) ケイ報告書

ケイ報告書 (The Kay Review) は、二〇一二年七月に公表された。英エコノミストのジョン・ケイ氏が、英政府から委託を受けて作成したもので、英株式市場が英企業の長期的成長を支援し、年金受給者や貯蓄者が適切な利益を得ているか否かを検証した上で、株式市場における短期利益偏重主義 (Short-termism)、市場が資金調達の間としての役割を果たさなくなっている事実、英国企業の株式保有構造とガバナンス上の問題点など、英国の株式市場が抱える

広範な問題に考察を加えている。機関投資家による長期的な視点からの投資先企業への働きかけ「エンゲージメント」を促進することを目的に、一七項目を提言している(図表3)。

同報告書の果たした貢献は、特に、①短期利益追求を回避する観点から、「短期的収益の予測・発表(開示)」をやるめること(勧告6)、四半期報告の廃止(勧告11)、②「株主」、「資産運用者」の定義を見直し、③「株式保有」の正確な定義、ヘッジファンドのようなトレーダーと「投資家」の区分けの明確化を勧告していることである。英政府は、二〇一二年一月に同報告書に対する政府見解を公表し、その勧告を概ね支持している。政府よりも業界の関与が促されることを求めており、企業と投資家の長期的信認の構築の重要性を主張している。

(3) スチュワードシップ・コード

スチュワードシップ・コード(The Stewardship Code)は、初版が二〇一〇年に策定された。「スチュワード(steward)」は一般に「執事、管財人」の意であり、「スチュワードシップ(stewardship)」は、「財産管理人(議決権を有する企業株主としての機関投資家等)としての責任」を指す。²⁸⁾ スチュワードシップの観点から議論されるコーポレートガバナンス強化の方策のひとつとして「エンゲージメント」の促進があり、それは機関投資家の投資先企業のコーポレートガバナンス強化・向上に資すると考えられている。

スチュワードシップ・コードは、機関投資家に対する英国初の公的規範である。もともとコーポレートガバナンス・コード(The UK Corporate Governance Code)と並び、統合規範の一部をなしていたが、コーポレートガバナンス主体である企業の活動を一層高めるため、金融危機後、機関投資家による企業へのエンゲージメントを強化すべく、両者を分離した。現時点において、コーポレートガバナンス・コードは、英企業の取締役会のあり方を規定するの

13 英国のコーポレートガバナンス論議と国際金融規制改革

図表3 ケイ報告書の提言

提言	内 容
1	◆スチュワードシップ・コード (The Stewardship Code) は、コーポレート・ガバナンスの問題と同様、戦略的課題にフォーカスしつつ、スチュワードシップのより広範な形態を組み込むよう構築されるべきである。
2	◆企業の役員、資産運用者及び資産保有者は、スチュワードシップ及び長期的な意思決定を促進する最善慣行ステイタメント (Good Practice Statements) を採択すべきである。 ◆規制当局及び業界団体は、既存の基準、指針及び実施規則が本文書の最善行為ステイタメントと整合するよう必要な手続きを取るべきである。
3	◆英国企業に投資する投資家による集团的エンゲージメント (働きかけ) を促進するため、投資家フォーラム (investors' forum) を設立すべきである。
4	◆英国企業のかつそれによる買収活動の規模と有効性は、英ビジネス・改革・技能省 (Department for Business, Innovation and Skills: BIS) 及び当該企業自体により、慎重に監視されるべきである。
5	◆企業は、主要な取締役の指名について、その主要な長期投資家に対し諮問すべきである。
6	◆企業は、短期的収益の予測・発表を管理するプロセスとは距離をおくよう努めるべきである。
7	◆欧州連合 (EU) 及び各国の規制当局は、他者の投資に関する裁量や投資判断に対する助言を含む投資活動の関係者間に、受託者としての基準を適用するべきである。
8	◆資産運用会社は、全てのコストを完全に開示するべきである (運用するファンドに課される取引コストの実績又は推計値、パフォーマンス連動報酬も含む)。
9	◆法律委員会 (独立行政委員会) は、トラスティ及びそのアドバイザーのサイドで不確実性や理解不足を解消するべく、投資に適用される受託者責任の法概念について諮問されるべきである。
10	◆貸株に由来するすべての収入は、投資家に還元されるべきである。
11	◆義務的な四半期報告は廃止されるべきである。
12	◆高い品質を伴い簡潔な非財務情報に関する報告は、強く推進されるべきである。
13	◆政府及び関連規制当局は、投資活動の関係者に採用される指標やモデルの利用法、限界を明らかにすべく、独立した審議を委託すべき。
14	◆規制当局は、バリエーションやリスク測定における特定モデルの明示的・暗黙的な規定は避けるべきである。十分な情報を踏まえた意思決定を促進すべきである。
15	◆企業は、インセンティブが持続可能かつ長期的なビジネスのパフォーマンスの実現に向けたインセンティブは、少なくとも取締役が当該ビジネスを引退した後まで保有される自社株の形のみ提供されるべきである。
16	◆資産運用会社も同様に、運用担当者の利益を顧客の利益・時間軸と一致させるよう運用担当者の報酬を構築するべきである。 ◆従って、報酬は投資ファンドや資産運用会社の短期的なパフォーマンスに連動させてはならず、長期的なパフォーマンスの実現に向けたインセンティブは、少なくとも運用担当者がファンドの担当から外れた後まで保有される当該ファンドの持分の形で提供されるべきである。
17	◆政府は、個人投資家が電子登録システムにおいて直接持分を保有するための最もコスト効率のよい手法を検討するべきである。

〔出所〕ケイ報告書より筆者作成

対し、スチュワードシップ・コードは、英企業に投資する機関投資家の投資先企業に対するエンゲージメントのあり方を規定している。

スチュワードシップ・コードは、ケイ・レビューの内容を反映させつつ、二〇一二年九月に改訂されている。その際、利益相反の説明の明確化、機関投資家が集合的に行動すること、財産管理人としての行動の第三者による確認といった項目が導入された。その結果、スチュワードシップ・コードは、最終受益者に帰属する価値の保護・増強に向け、機関投資家が遵守すべき原則として、七項目をあげている。³⁰⁾

なお、スチュワードシップ・コードの策定者はFRCであり、ウオーカー報告書は、FRCが当該コードに対し監督³¹⁾を行うことやその権限の強化を勧告している（勧告17）。自主規制機関であるFRCを監督者とする³²⁾ことで、機関投資家各々の事情に応じた自主的な対応が可能となる。また、スチュワードシップ・コードは、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の原則を採用しており、キャドベリー報告書以来の同国コーポレートガバナンスの考え方を踏襲している。この二つの事実によって、コードの実効性向上が図られている。

II 英コーポレートガバナンスの特徴

1 基本的なガバナンス体系

上記に見るように、相次ぐ企業不祥事を機とし、一九九二年のキャドベリー報告書の公表以降、英国のコーポレートガバナンス論議は着実に進展してきた。近年の金融危機以降も論議は続行し、機関投資家のエンゲージメントや短期利益主義の是正、リスク・ガバナンスと論議の対象も拡がった。

英国のコーポレートガバナンスは、柔軟な解釈とその改善プロセスに大きな特徴がある。まず、企業ごとにおかれた環境に応じ、それに適用するコーポレートガバナンスの形態が異なるのは当然であるとの認識の下、法規則（ハー・ド・ロー）で一律に規制するのではなく、ひとつの指標として「最善慣行規範（Code of Best Practice）」を定め、企業が当該規範を自社に適用しない場合は、その理由を年次報告書等に開示することとし、その妥当性の判断を市場規律に委ねている。また、先進的なコーポレートガバナンスを適用する企業の慣行を最善慣行規範とし、それを経済・社会環境の変化や社会問題化するような企業不祥事を契機として、その都度見直し、改善する。最善慣行規範を目標に他の企業が適切なコーポレートガバナンスを実施することを通じ、英企業全体のコーポレートガバナンスを継続的に底上げすることを狙いとしている。

コーポレートガバナンスの特徴を個別にあげるならば、次の四点となる。まず第一に、「ひとりの人間が制約のない決定権を持つことがないことを確保することが重要」との認識の下、チェック・アンド・バランスによる統治を徹底させていることである。第二に、「全ての企業に対し、同一の規律を適用・強制する (one size fits all)」ことは不適切との認識の下、「遵守せよ、さもなくば説明せよ」のアプローチを採用していることである。第三に、コーポレートガバナンスの対象範囲は、実践的な観点からとらえ広範にわたっていることである。単に企業やその取締役に関投資家へのエンゲージメントを強化するという趣旨の下、二〇一〇年のスチュワードコードシップにつながった。そして第四に、規制・規律の枠組みとして、ハードローとソフトローを組み合わせていることである。例えば、会社法でコーポレートガバナンスの枠組みを規定する一方、英財務報告評議会（FRC）の最善慣行規範により、個別企業や機関投資家に詳細な規律を求めている。

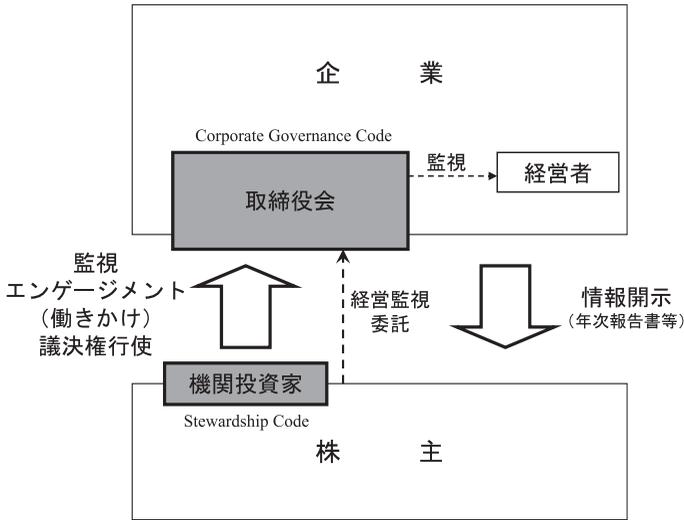
英国のコーポレートガバナンスは、一九九二年キャドベリー報告書以降の本格的な論議のなかで、上記のような特徴を有するに至り、ひとつの体系をなしてきた。ここでは、企業は株主のために経営されるべきであることが当然の前提とされる。その際コーポレートガバナンスの第一義的な責任は、株主から委託を受けて経営者を監視する取締役会が負うこととされる。効果的な取締役会の実務指針として、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」のアプローチを採用するコーポレートガバナンス・コードが制定され、コードの原則に従わない場合には、株主に対して「説明する」ことが求められる。

このアプローチは株主の立場からのチェックが前提とされており、この点からまず、株主の判断に必要な情報を提供するために、年次報告書に記載する内容が法定されている（年次報告書は株主に対する情報開示のツールと位置づけられる）。次に機関投資家に対して（株主を代表して）当該企業のガバナンスをチェックし規律する役割が求められる。その役割を明示したものが二〇一〇年のスチュワードシップ・コードであり、機関投資家に企業と対話・エンゲージメントを行うことなどが求められる（機関投資家の豊富な経験・能力を前提としている）。このように、英国のコーポレートガバナンスにおいては、コード、投資情報開示及びスチュワードシップ・コードが一体となって機能している（図表4）。

2 “comply or explain”の解釈

「遵守せよ、さもなければ説明せよ（comply or explain）」のアプローチは、一九九二年のキャドベリー報告書で導入され、以降英国コーポレートガバナンスの基盤となっている。英国のコーポレートガバナンス・コード、二〇一〇年に策定されたスチュワードシップ・コードは、全ての英企業にとって最善慣行規範であり、企業の実施するコーポレ

図表4 英国のコーポレートガバナンスの基本体系（概念図）

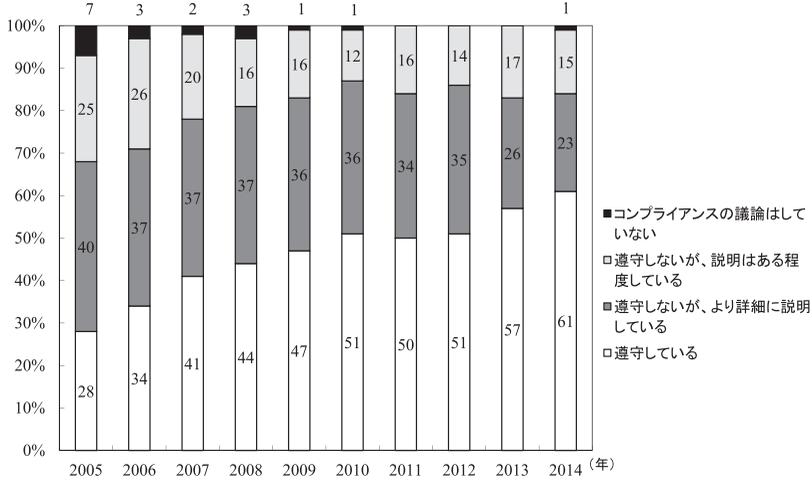


（出所）筆者作成

ートガバナンスがコードを逸脱すれば、当該企業は株主（投資家）に対し詳細に逸脱した理由を説明しなければならなくなる。その意味で、最良慣行規範であるコードは、企業に対し一定の強制力を有しているとの解釈が可能である。

しかし実際は、コードを忠実に遵守することが最良のコーポレートガバナンスを実現するとは限らない。英国では伝統的に各企業が採用するコーポレートガバナンスの多様性を認める考え方が根強くあるが、その本意は、「企業はコードが提示する原則に従っても従わなくてもよいが、従わない場合はその理由を明確に説明しなければならぬ」ということにある。「全ての企業に一律の規律を求めることによって（いわゆる“one size fits all”の考えによっては）、適切なコーポレートガバナンスは実現できない」との認識に基づき、「遵守せよ、さもなくば説明せよ」原則により、コーポレートガバナンス・コードを遵守しない場合でも良質なガバナンスが実現し得る可能性を許容しているのである。

図表5 FTSE対象企業における“comply or explain”の遵守状況(2005-2014年)



(出所) Thornton, Grant [2014], p.14.

近年の英国企業を見ると、コードは「原則」であるが故に、それへの遵守の傾向は強まっている。例えば、ロンドンの大手会計事務所グラント・ソーントン (Grant Thornton International Ltd.) が近年公表した調査報告によれば、二〇一四年、FTSE対象企業のうちコーポレートガバナンス・コードを完全に遵守している企業は、全体の六一・二%にのぼっている(図表5)。

しかし一方で、多くの企業がコーポレートガバナンス・コードへの遵守傾向を強めていることに対し、批判的な見解も多く見られる。例えば、グラント・ソーントン・ガバナンス・インスティテュート会長のサイモン・ロウ氏は、二〇一四年末の論説において、英企業がコーポレートガバナンス・コードへの遵守傾向を強め、それに機械的・形式的に対応していること自体、コードが基づく重要な原則を根底から崩してしまふ可能性を指摘している³⁸⁾。同氏によれば、事業環境は業種や企業によって様々であり、そもそも「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の目的は、当該企業の株主利益の観点から、企業の環境に応じたコーポレートガバナンスを実現させるべく、それに必要な柔軟性を与えることにある。コーポレートガバナンス・コードを忠実に

図表6 FTSE対象企業におけるCGコードの遵守状況(2013年6月期及び2014年6月期)

◆英コーポレートガバナンス・コードの全項目を遵守するFTSE対象企業は、2013年は全体の57%、2014年は全体の61.2%。
◆FTSE対象企業取締役会の説明責任の履行状況及び透明性は改善傾向：コーポレートガバナンス・コードに従い、報酬委員会議長の自己紹介文が各委員会の報告書に掲載された割合は、2013年70%→2014年93%に改善、監査委員会議長については、2013年44%→2014年55%に改善。
◆しかし、指名委員会の場合、説明責任を履行する議長は全体の35%に過ぎない。
◆新たに規定された戦略報告書 (Strategic Report) は、より明確で分かりやすい情報の提供を求めているにもかかわらず、2014年の企業年次報告書は平均11頁増えて154頁に増加 (過去4年間では20%の増加)。
◆英企業法の条項を遵守する企業は全体の14%に過ぎない。
◆取締役会評価の結果明らかとなった改善点にいかに取り組みかについて、有益な情報を提供している企業は全体の25%に過ぎない。
◆基本給はほとんど変わらないが、平均的な幹部社員が受け取る報酬額は、2013年は基本給の184%、2014年には319%に大幅に増加した。増加部分の大半は能力給が占めている。

(出所) Thornton, Grant [2014] より筆者作成

遵守することが、当該企業にとって最善であるとは限らない。企業によつては、敢えてコードから逸脱することでコーポレートガバナンスがより効率的になることがあるのであり、それによつて企業運営の健全性や株主利益が確保されるのであれば、コーポレートガバナンス・コードからの逸脱も許容されるのである。

先のグラント・ソーンソンの調査報告では、二〇一三・二〇一四年度においてコードの遵守企業は増えたものの、形式的な対応のために年次報告書の分量が増え、企業情報が理解しづらくなるケースがあることなどが指摘されている。また、形式に対応はしていても、例えば、取締役評価の結果明らかになった改善点へのアクションについて情報提供を行っている企業が一部に留まっている。本来、コード遵守に対する評価は、形式よりも実効性を重視して行われるものであろう(図表6)。

FRCは、企業の取締役、機関投資家、学者、法律家、報道関係者といった一七名の識者に「遵守せよ、

さもなくば説明せよ」原則に対する評価を求め、それを取りまとめ公表した。⁽³⁴⁾ ここでは、このアプローチ方法に対する柔軟性、迅速性、実質性、コスト負担の軽減、及び事実上の強制力に対する高い評価が示されている。

Ⅲ コーポレートガバナンスの改善に向けた取組み

一九九二年以降の英国のコーポレートガバナンスに係る議論を踏まえ、本章ではそれがこの四半世紀の間どのよう改善されたか、いくつかの観点から概観したい。Davis [2015]によれば、英国のコーポレートガバナンス論議は、⁽³⁵⁾ 回を重ねるごとに、単に企業不祥事の防止にとどまらず、企業とそのステークホルダーの関係全般に及んでいる。また、特に二〇〇〇年代後半の金融危機以降の論議、特にウォーカー報告書、ケイ報告書、スチュワードシップ・コードの公表に伴い、英国のコーポレートガバナンス論議は一段と進展を見せている。

1 取締役会評価の強化

英国では、企業経営における権限の集中を排除する観点から、伝統的にチェック・アンド・バランス (checks and balances) を重視した取締役会評価は多くの企業で行われていた。しかし、一九八〇年代後半に大規模な企業不祥事が頻発して以降、伝統的慣行に委ねられた取締役会評価が疑問視され、適正評価を行う原則がコーポレートガバナンス・コードに明記されることとなった。それまで、コーポレートガバナンス・コードには取締役会及び取締役個人に関する評価についてガイダンス等は設けられていなかった。⁽³⁶⁾

取締役会評価の改善をまず求めたのは、二〇〇三年に作成されたヒッグス報告書 (The Higgs Report) ⁽³⁷⁾ である。同

報告書は、二〇〇一年一月のエンロン事件を機に、取締役会及び社外取締役の役割を明確にし、英企業の実効性のあるコーポレートガバナンスを推進するための勧告を提示している。ヒッグス報告書は、取締役会評価について、「取締役会、委員会及び取締役の業績は、少なくとも年一回評価されるべきである」としている。また、年次報告書に取締役の業績評価 (performance evaluation) の実施の有無、実施方法について記載することを勧告している。

ヒッグス報告書の上記勧告は、二〇〇三年の改訂統合規範 (二〇一〇年よりコーポレートガバナンス・コード) に盛り込まれ、それを受ける形でロンドン証券取引所上場企業は原則として毎年取締役会評価を実施することになった。ただし、ここで求められたのは、取締役会自身の裁量による自己評価のレベルであった。

取締役会評価の精度を一段と引き上げたのが、二〇〇九年一月に英政府が公表したウォーカー報告書であった。同報告書は、取締役会議長を年一回選出すること (勧告10) や取締役会に対する厳格な外部評価 (a formal and rigorous evaluation of board's performance with external facilitation of the process) を二年又は三年に一回実施すること (勧告12) が勧告された。その内容は、二〇一〇年に統合規範から移行する形で制定されたコーポレートガバナンス・コードに盛り込まれた。その結果、FTSE350対象企業は原則、少なくとも三年に一回は取締役会の外部評価を行うこととなった。

英国の銀行業界では、取締役会評価の開示を強化する傾向にある。例えば、大手英銀の一角であるバークレイズ銀行グループは、コーポレートガバナンス論議の進展を受ける形で、二〇〇四年から取締役会に対する厳格なプロセスによる外部評価に注力している。同社年次報告書 (二〇一六年) では、「取締役会の実績 (Board performance)」として二頁にわたり、取締役会の評価について開示している。特に、①取締役会の優先事項 (Board Priorities) ②取締役会の経験の活用 (Leveraging Board experience in support of executives) ③取締役会の各委員会に対する認識の高まり

(Greater awareness of Board Committee work)、④取締役指名手続きの改善 (Improvements to the Board appointment process)、⑤取締役の就任 (Director induction)、⑥グローバル規制へのより戦略的な取組み (Dealing more strategically with global regulation) の六項目についてその状況を説明している。

2 非財務情報開示の充実

企業が長期的に成長するには、短期利益主義に走る投資家の意見に惑わされることなく、長期的視野で企業株に投資する機関投資家を惹きつけ、その持株比率を高めることが重要となってくる。そのことの重要性は、二〇一二年七月に公表されたケイ・レビュー(最終報告書)でも指摘されたところであり、議決権行使や投資先企業のモニタリングなど機関投資家によるエンゲージメントのあり方は、二〇一〇年に公表されたスチュワードシップ・コードにも規定された通りである。長期的視野を持つ機関投資家を惹きつけるには、企業経営者が機関投資家からのエンゲージメントに前向きに対応し、短期的・形式的な財務情報の開示よりも、魅力ある成長ストーリー(企業価値の向上や持続的成長を可能とするビジネスモデルを実現するための長期的な企業戦略)を経営者自らの言葉でわかりやすく開示することが重要と考えられる。

英国では、非財務情報に対する投資家の関心の高まりを背景に、二〇一〇年から政府が叙述的報告に関する見直し作業を開始し、法律改正及びガイダンス(実務指針)の制定を実施した。二〇一三年八月、二〇〇六年会社法(Companies Act 2006)が改正され、改正会社法が制定された(同年一〇月に施行)。当該改正に伴い、英企業は年次報告書の一部として、戦略報告書(Strategic Report)を作成・開示することが定められた。⁽³⁸⁾株主は、戦略報告書を通じて、ビジネスモデル、経営戦略、事業展開、業績、業界内の地位、将来性の見通しといった当該企業の全体像に係る有用な情報を

得ることができる。

英国では、その後もビジネスモデルの開示の充実に向けた取組みが続いている。二〇一四年六月、FRCは、「戦略報告書ガイダンス (Guidance on the Strategic Report)」を公表した。³⁹⁾ ビジネスモデルに関する記述についてのガイダンスを明示しつつ、英企業が戦略報告書を作成する上で求められる記述の方法や考え方を提示している。⁴⁰⁾ さらに二〇一五年には、FRCの調査機関「財務報告ラボ (The Financial Reporting Lab)」が、ビジネスモデルの開示に関し調査・研究活動を実施している。ビジネスモデル開示に係る法規則やガイダンスが整備された後も、投資家やアナリストらのその改善に向けた意識は高く、FRCがそれに応えた調査・研究であった。企業が行う報告のどのような分野に改善が必要かという点が主要なテーマだったが、調査の結果、ビジネスモデル、主要なリスク (principal risk)、実行可能性 (viability) の三分野の開示のあり方について関心が高いことが判明した。以降、財務報告ラボは、この三分野を重点テーマとしてあるべき開示について調査・研究を行っていく方針を示した。基本的なアプローチ方法は、先行的にビジネスモデルの開示に係る調査・研究を行い、その結果を基盤に、主要リスクや実行可能性に関する調査・研究をさらに行うことであった。

3 業績予想に関する開示

二〇一二年に公表されたケイ・レビューは、短期利益志向を排し長期的な視野に基づく企業及び投資家の行動を推奨する観点から、「企業は、短期的収益の予測・発表を管理するプロセスとは距離をおくよう努めるべきである (勧告6)」と勧告している。二〇一二年一月に英政府 (BIS) が公表した同レビューに対する政府見解は、「(勧告6を) 取締役の最良行為ステートメント (the Good Practice Statement for Company Directors) に盛り込むべき」とし、

「投資家と企業との間の長期的信認の構築」の重要性を指摘している。さらに二〇一四年一〇月、BISはケイ・レビューの進捗報告書において、収益の推定値 (point estimates) を提示するのではなく、ファン・チャート (過去のデータから将来の予測値をレンジで示すチャート) を用い、それが示す収益の予測レンジを基に将来収益の動きについて意思疎通を図るべきである、としている⁴²。そうすることで、市場予測値と実際の収益のギャップに対する不当な批判を抑え、企業と投資家が年次株主総会において経営戦略に絞って対話することができるとしている。

4 リスク・ガバナンス

リスク・ガバナンスは、ウォーカー報告書において初めてその重要性が指摘された。同報告書は、金融機関の実施すべきコーポレートガバナンスのあり方について勧告している。金融機関が抱えるリスクが拡大、複雑化するに伴い、リスクを全社的に監視し (商品、ビジネスモデル、活動地域ごとに)、常に適正な株主利益が提供されているかをモニタリングすること、ビジネス期間中の当該金融機関のリスク選好やリスク許容度に関する決定を行うための議論を積極的に行うことが、取締役会の役割としている。

また、金融機関経営における「最高リスク管理責任者 (Chief Risk Officer : CRO)」やリスク委員会 (board risk committee)⁴³ の位置づけや役割の明確化を図っている (勧告23・24)。CROはビジネス部門とは完全に独立する立場におかれ、全社的なリスクの管理を担当すること、最高水準のリスク監視プロセスを確保することを求めている。リスク委員会の基本的役割は、ビジネス案件を手掛けることで負担するリスクが取締役会が決議したリスクの範囲内に収まるのか、その案件を取扱うことが金融機関や株主の長期的利益に叶うのかについて、外部のアドバイザー等の助言を得ながら検討することである。それにそぐわない場合は、当該案件は執行されるべきでないとしている (勧告26)。

Davis[2015]は、金融機関の行動が要因となつて金融危機を引き起こさないための最大の防衛策は「怖れ(fear)」の醸成であり、慎重さと注意深さこそが(リスクに対する)楽観と役員員の金銭欲(及びそれを動機とし、金融機関や金融市場を崩壊に導きうる過度なリスクテイク)に対する闘いにおいて最優先事項である、とした。⁽⁴⁵⁾ 慎重さと注意深さをもつて金融機関経営が直面する諸リスクに対処するのがCROやリスク委員会である。リスク管理という経営の最優先事項を司るCROは今や最高経営責任者(CEO)に最も近く、その執務室はCEOのそれより大きいとし、リスク・ガバナンスの重要性を謳つたウォーカー報告書の勧告を支持している。

5 報酬規制

ハンペル報告書(一九九八年)では、役員報酬額の上限の設定等比較的単純な報酬規制が提示されている。しかし、金融危機後の論議では、事業環境の変化に伴い複雑化した報酬体系を考慮した報酬規制が提案されている。ウォーカー報告書の計三九に及ぶ勧告のうち、報酬制度関連は計一二にのぼっている。報酬制度が金融機関に過度なリスクを取らせた反省から、特に報酬のうち可変部分(賞与等)に対する取締役会レベルの監視強化を求めている。また、報酬委員会(remuneration committee)は、取締役会メンバーのみならず、受取報酬額が高額な上級社員(high end executive)の報酬方針や報酬の監視を行うことを勧告している。さらに、取締役会が受け取るインセンティブ報酬の繰延払いについて、年間賞与額の少なくとも半分以上が対象となることを求めている。

おわりに　　わが国への示唆

わが国では、二〇一四年二月、金融庁が日本版スチュワードシップ・コードを公表し、さらに二〇一五年三月、金融庁・東京証券取引所が日本版コーポレートガバナンス・コードを公表するに至っている。これにより、上場企業のコーポレートガバナンスに係る諸原則が明確化されることになった。また、二〇一五年五月には、改正会社法が施行され、社外取締役をおかない上場企業は、その理由を定例の株主総会で報告しなければならないとされた。このように、わが国においても、コーポレートガバナンスの枠組みは着実に整備されつつある。

こうした枠組みの整備は、英国における一連のコーポレートガバナンス論議が参考とされている。英国の論議を概観する時、それがわが国のコーポレートガバナンスに示唆するところは何であろうか。そもそも英国は、金融市場における機関投資家のプレゼンスが高く、そうした特有の土壌が生んだ考え方がわが国にそのまま適用できるとも考えにくい。

例えば、英国では、一九九二年以降「遵守せよ、さもなければ説明せよ (comply or explain)」を基盤とし、制度としての柔軟性を確保してきたわけだが、企業ごとに最適なコーポレートガバナンスは異なるものという立場に立った場合、その考え方はわが国に根付くのだろうか。その場合懸念されるのは、日本企業の横並び意識、政府等「お上」の方針に素直に服従する文化である。日本版スチュワードシップ・コードの策定に金融庁が関与している限りは、多くの企業が対応するものの、単に形式的に遵守するに留まる可能性がある。日本企業が英国の“comply or explain”本来の意味を理解し、その趣旨に沿って適切に運用するには相当な努力が必要となろう。

次に、企業が長期視点を持った機関投資家を惹きつけるために、どのような情報を開示すればよいか、企業の長期的成長ストーリーを訴えるために有効な情報開示手段は何かという点である。わが国でも統合報告書を作成する企業は増加しているが、単に財務情報を掲載した年次報告書と持続可能性報告書を合体させるだけでは十分ではなからう。統合報告書には例えば、企業価値や経済社会に重要な影響を与え得る事項等、長期投資家に訴える有効な情報の掲載が求められる。ただ、多くの日本企業は「有効な情報」の選別には経験・知識は必ずしも十分とはいえず、投資家との対話を通じて、今後それを模索していく必要も出てこよう。

政府や日本企業が、上記のような課題を乗り越え、英国等の方法論を参考にさらにコーポレートガバナンスの質を向上させたならば、今後の金融制度論議は多少なりとも変容していくのではなからうか。金融危機の再発防止に向け、グローバルレベルでの金融規制の調和を目指した国際金融規制改革は、一方で多くの負の影響を金融機関や金融市場にもたらし得る。本来、各国法のレベル（ハード・ロー）に踏み込んで規制の調和を図るのは困難であり、グローバルレベルでは、従来通り自己資本規制などをソフト・ロー・ベースで課しそれを改善していくことが妥当であろう。金融危機の根本原因が「金融機関の過度なリスクテイク行動」であったことを見据えた場合、金融規制の強化よりも、コーポレートガバナンスの強化こそが、本来求められる危機防止策であろう。

【参考文献】

〔邦文〕

漆畑春彦「二〇一六」最近の国際金融規制改革の展開と大手銀行の戦略変更」『平成法政研究』第二一卷第一号 二〇一六年一〇月
 漆畑春彦「二〇一七」大手銀行によるOTDモデル偏重と金融危機」『平成法政研究』第二一卷第二号 二〇一七年三月
 〔欧文〕

The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance [1992]. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Dec.

Davies, Howard [2015] *Can Financial Markets be Controlled?*, Polity, Feb

Department for Business, Innovation & Skills (BIS) [2012]. *Ensuring Equity Markets Support Long-Term Growth, The Government Response to the Kay Review*, Nov

Department for Business, Innovation & Skills [2014]. *Building a Culture of Long-Term Equity Investment-Implementation of the Kay Review: Progress Report*, Oct.

Financial Reporting Council (FRC) [2003]. *The Combined Code on Corporate Governance*, July

Financial Reporting Council [2012]. *Comply or Explain 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, Nov

Financial Reporting Council [2014]. *Guidance on the Strategic Report*, Jun.

Financial Reporting Council [2015]. *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014*.

Financial Services Authority (UK-FSA) [2009]. *Reforming remuneration practices in financial services*, Mar.

Financial Services Authority [2009]. *Reforming remuneration practices in financial services -Feedback on CP09/10 and final rules*, Aug.

The Hampel Committee [1998]. *Final Report-Committee on Corporate Governance*, Jan.

The Higgs Committee [2003]. *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*, Jan.

HM Treasury [2009a]. *Reforming financial markets-Presented to Parliament by The Chancellor of the Exchequer by Command of Her Majesty*, July

HM Treasury [2009b]. *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities :Final recommendations*, Nov.

Kay, John [2012]. *The Kay Review of UK equity markets and ong-term decision making-Final Report*, July

http://www.cegi.org/conferences/eu_actionplan2013documents/kay_review_final_report.pdf#search=%27Kay+Report%27

- Simon Lowe, *Threat to corporate governance as compliance improves*, Dec:14, 2014
<http://www.granthornton.co.uk/en/insights/uk-corporate-governance-under-threat-as-compliance-improves/>
- Nedelchev, Miroslav [2013], *Good Practices in Corporate Governance: One-Size-Fits-All vs. Comply-or-Explain*, International Journal of Business Administration, Vol.4, No.6.
- NSE [2014], *Comply or Explain-An alternate approach to corporate governance*, Quarterly Briefing No.4, Jan.
- Riles, Annelise [2014], *Managing Regulatory Arbitrage:A Conflict of Laws Approach*, Cornell Legal Studies Research Paper, Sep.
- Study Group on Directors' Remuneration [1995], *Directors' remuneration-report of a study group chaired by Sir Richard Greenbury*, Jul.
- Thomson, Grant [2014], *Corporate Governance Review 2014 — Plotting a new course to improved governance*.
<http://www.granthornton.co.uk/insights/corporate-governance-review-2014-highlights-infographic/>
- The Walker review secretariat [2009a], *The Walker review secretariat [2009a]. A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*, Jul
- The Walker review secretariat [2009b], *The final report A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*, Nov:26.

【注】

- (1) 漆畑 [2016], pp.9-11.
- (2) 漆畑 [2016], pp.4-19.
- (3) 例えば、オフショア投資家が、オフショア市場でブックニング又は規制対象外の法人を使い規制回避を図ろうとするなどは、国家間の制度の違いを利用した規制アービトラージの典型例である。Riles [2014], p.66.
- (4) 漆畑 [2016], pp.15-19.
- (5) 漆畑 [2016], p.27.
- (6) 英国では、一九九七年から金融サービス機構(UK-FSA)による金融機関の包括的な監督が行われてきたが、UK-FSAは二〇一三年四月一日をもって、健全性規制機構(Prudential Regulatory Authority: PRA)と金融行為監督機構(Financial Conduct Authority: FCA)に分割され、「ツインピークス体制」と呼ばれる新金融監督体制に移行した。
- (7) Davis [2015], p.96.
- (8) 金融機関による「過度なリスクテイク行動」の具体的内容は、漆畑 [2017], pp.74-81に詳しく。

- (9) *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, also known as “Cadbury Committee”
- (10) *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* [1992]. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Dec.
- (11) *Study Group on Directors’ Remuneration*, also known as “Greenbury Committee”
- (12) *Study Group on Directors’ Remuneration* [1995]. *Directors’ remuneration-report of a study group chaired by Sir Richard Greenbury*, Jul.
- (13) *The Committee on Corporate Governance*, also known as “Hampel Committee”
- (14) *The Hampel Committee* [1998]. *Final Report-Committee on Corporate Governance*, Jan.
- (15) *The Institute of Chartered Accountants in England and Wales* [1999]. *Internal Control : Guidance for Directors on the Combined Code*, Sep, also known as the “*Turnbull Report*”
- (16) 英国企業、特に上場企業の管理運営機構の仕組みとその具体的な運営ルールは、基本的に議会制定法である会社法 (the Companies Act) に規定されているが、同国のコーポレートガバナンス論議のなかで、ロンドン証券取引所の上場規則にある統合規範がそのモデルとされるべき仕組みを、より実務に即した形で具現化するに至っている。統合規範は、議会制定法ではなく、それを遵守する強制力も遵守しない企業に対する制裁もないため、厳密な意味での法令 (hard law) ではない。しかし、当該規範を含む取引所上場規則の制定権限は旧金融サービス機構 (UK-FSA) にあったこともあり、当該規範が英国上場企業の運営管理機構の仕組みに関する極めて重要なルール、ある種法的権威のあるルールとして機能している。統合規範は、一九九八年六月にハンベル委員会によって公表されたが、二〇〇三年七月に改正され、同年一月一日以降に始まる会計年度から適用されている。改正統合規範は、主要原則及び補助原則、規範条項からなる。Financial Reporting Council [2003]. *The Combined Code on Corporate Governance*, July
- (17) 現在は「英ビジネス・イノベーション及び技能省 (Department for Business Innovation & Skills : BIS)」。
- (18) *The Higgs Committee* [2003]. *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*, Jan.
- (19) *HM Treasury* [2009]. *Reforming financial markets-Presented to Parliament by The Chancellor of the Exchequer by Command of Her Majesty*, July
- (20) ウォーカーレビューの報告対象は、当初「銀行 (banks)」だったが、二〇〇九年四月に「他の金融機関 (other financial institutions)」が加えられ、「銀行及びその他の金融機関 (banks and other financial institutions : BOFI)」となった。これは基本的に「UK-FSA

- が認可する全ての金融機関 (all FSA-regulated institutions) を意味しており、銀行をはじめ生命保険会社、損害保険会社、金融サービス会社 (ヘッジファンド、金融ブローカー等)、証券取引所などが対象となっている。
- (21) その作成にあたり、英政府が同氏に付託した事項 (terms of reference) は、英金融機関のコーポレートガバナンスの実施状況について検証し、①報酬におけるインセンティブのあり方を含む取締役会レベルでのリスク管理の実効性、②英銀行の取締役会に求められる能力・経験・独立性のバランス、③取締役会実務の実効性及び監査・リスク・報酬・指名各委員会のパフォーマンス、④金融機関やその取締役会のモニタリング手段としての機関株主 (institutional investors) の役割、⑤コーポレートガバナンス改革に関するアプローチと国際的な実務との整合性、各国及び国際的なベストプラクティスの伝播、について提言を行うことである。
- (22) The Walker review secretariat [2009]. *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*, Jul. 一般的に、「ウォーカーレビュー」は本協議文書のことを指す。
- (23) HM Treasury [2009]. *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities: Final recommendations*, Nov., also known as “The Walker Report”
- (24) Financial Services Authority (UK-FSA) [2009]. *CP09/10: Reforming remuneration practices in financial services*, Mar.
- (25) Financial Services Authority [2009]. *Reforming remuneration practices in financial services-Feedback on CP09/10 and final rules*, Aug.
- (26) FRC [2003], pp.19-20.
- (27) The Walker review secretariat [2009b], p.91.
- (28) Department for Business Innovation & Skills (BIS) [2012]. *The Government Response to the Kay Review*, Nov.
- (29) 財産管理人の受託者責任 (fiduciary duty) は、信託の受益者・受託者間で生じる関係である。スチュワードシップや受託者責任は、いずれも財産管理人がその職務を全うする上で、顧客又は最終受益者の最善の利益を実現するために行動すべきという概念である点で共通している。
- (30) 機関投資家の遵守すべき七原則は、①財産管理人 (steward) としての方針の公開、②財産管理人としての利益相反管理に係る方針の公開、③投資先企業の監視、④財産管理人としての活動・機能を強化するための方針の明確化、⑤他の機関投資家と集合的に行動すること、⑥議決権行使及びその開示に係る方針の明確化、⑦財産管理人としての行動及び議決権行使に関する定期的な報告である。
- (31) FRCによるスチュワードシップ・コードの監督には、将来にわたる形式的・定期的なモニタリングのプロセスが含まれて

- いる。その一環として、当該コードへのコミットメントを表明する機関投資家は、スケジュールシップ・コードの遵守状況に関する調査への参加を求められ、その結果を毎年公表することとなっている（ウォーカー報告書の勧告18及び勧告18Bに対応した規定）。
- (32) 例えば、大手米銀JPMorgan・チェイスのデイビッド・メイヒュー (David Mayhew) 副会長のエッセイでは、こうした考え方が述べられている。FRC [2012], pp.29-32.
- (33) Lowe, Simon [2014], *Threat to corporate governance as compliance improves*, Dec.18. <http://www.granthornton.co.uk/insights/uk-corporate-governance-under-threat-as-compliance-improves/>
- (34) FRC [2012], *Comply or Explain*, 20th Anniversary of UK Corporate Governance Code, Nov
- (35) Davis [2015], pp.96-97.
- (36) The Higgs Committee [2003], p.49.
- (37) The Higgs Committee [2003], *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*, Jan. <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20090609051856/http://www.berr.gov.uk/files/file23012.pdf>
- (38) 二〇〇六年会社法改正に伴い、戦略報告書には、①経営戦略、②ビジネスモデル、③当該事業年度末時点の取締役、上級幹部、従業員の男女別人数、を開示することが義務化された。（英二〇〇六年会社法第四一四C条第八項）
- (39) FRC [2014], *Guidance on the Strategic Report*, Jun. 英「ビジネス・イノベーション・技能省 (BIS)」が、FRCに対し、英会社法で義務化された戦略報告書を作成する際の企業向けガイダンスの作成を依頼したもの。
- (40) ビジネスモデルの記述について、①長期にわたり、企業価値をいかに創出・維持するか、②企業の活動内容とその背景、③競合や類似企業との差別化に係る要素、④当該企業の組織構造、⑤当該企業の活動する市場の内容、当該市場でのポジションニング、⑥企業価値の創出・維持を行う上で最も重要なビジネスプロセス、⑦企業が成功するために必要なリレーション、リソースその他、⑧ビジネスモデルの記載は、戦略報告書や年次報告書の内容や質の向上に寄与しているか、といったガイダンスが示されている。
- (41) FRCに設置された企業財務報告の効果改善するための調査を実施する機関で、FRC、企業(六五社)、機関投資家(六〇社)、個人投資家(三〇〇名)、アナリスト等がメンバー(二〇一七年七月末時点)。投資家やアナリスト等が関与する形で、あるべき開示のあり方を調査研究・発信することが主な役割。その活動資金はFRCが拠出している。<https://www.frc.org.uk/Financial-Reporting-Lab.aspx>

- (42) Department for Business, Innovation and Skills [2014], *Building a Culture of Long-Term Equity Investment-Implementation of the Kay Review* : *Progress Report*, Oct., p.23.
- (43) この場合、勧告によれば、組織内の位置づけが特異なCROの在任期間や報酬水準は、取締役会が決定する。
- (44) 例えば、M & A案件で当該金融機関がアドバイザーに就任する場合、当事者企業のデューデリジェンスでそのアドレイザル・バリュエーション (appraisal value) を算定した結果、当該案件の執行に伴い金融機関が抱えるリスクは許容範囲内に収まるのかといった点。
- (45) Davis [2015], pp.106-107.