

# 英国におけるコーポレート・ガバナンス

## ——洗練された株主価値原理の検討——

豊 島 勉

(受付 2014年 5月 11日)

### はじめに

株主優位の原理をコーポレート・ガバナンスの柱にこれまで据えていた英国において成立した2006年会社法は、洗練された株主価値原理(Enlightened Shareholder Value Principle)アプローチを採用し、株主優位の原理に対して一定の修正を加え、従来の英米の株主優位原理と異なる方法を提起し、大陸欧州のステークホルダーアプローチとも異なる第三の道を切り開いたものであると一部では評価されている<sup>1)</sup>。これに対して、洗

- 
- 1) Arora は、2006年会社法に関して、「ステークホルダーアプローチを歩む方向での一歩が172条の実施と一緒にだされた」(Arora, R. (2008), p. 64)と結論の所で、肯定的な評価を下している。Ho も、「洗練された株主価値パラダイムの導入によって、欧州のステークホルダーモデルの方向に小さな一歩を踏み出した」(Ho, V. H. (2010), p. 78)と肯定的な評価を下している。Kiarie は、「洗練された株主価値は企業の目的として利潤最大化を維持するが、ステークホルダーとの信頼関係を発展させることを条件としている。良好なステークホルダー関係は競争の基礎的源泉である。洗練された株主価値は前進のための最善の方法であると考えられている。これは出現した第三の立場であり、株主価値とステークホルダーモデルとの妥協である」(Kiarie, S. A. (2006), p. 339)と高く評価をしている。同じく、Williams and Conley (2005), は「英の洗練された株主価値コーポレート・ガバナンス理論は米の株主富最大化の立場と大陸のステークホルダーモデルの間の独自の第三の立場を占めている」(p. 1)と明記している。

杉浦保友は、「イギリスの新会社法は、単なる従来のコモン・ロー原則を明文化したものを超え、企業の社会的責任など経済的、社会的環境の変化を考えた上で、従来の取締役の受任者義務とは異質なものであることを了解したうえで、英国政府が政策的に導入したと考えられる。会社法の取締役義務の根本的な変革を

練された株主価値原理アプローチは、株主優位を何ら変更するものでなく、むしろ株主優位を強化するものであると評価する見解が提起され<sup>2)</sup>、2006年会社法の評価を巡って、論議が盛んである。

洗練された株主価値原理は、従来の株主優位と異なり、株主優位の原理に一定の「修正」を行い、株主優位の原理からの乖離を行っていることは事実であり、その修正の仕方を如何に評価するかが問題となる。株主優位の原理からの乖離という点では、英の今回の会社法改正に関心もたれているが、米において既にその先例がある。1980年代に米の大半の州で成立した会社構成員法がそれである。本稿では、株主優位の原理からの乖離が提起された経緯とその乖離の内容について米国の例を先例として取り上げ、主として英国の2006年会社法を考察し、洗練された株主価値原理を提起することによってシェアホルダー理論とステークホルダー理論の架橋が可能かどうかを探ることを意図している。

## I 米国の株主優位の理論と洗練された株主価値原理概念の登場

法と経済学のアプローチの台頭と機関投資家によるその理論を支持する動きによって、株主優位理論が1970年代に支配的になった。1930年代から1970年代までは学会と実業界ではステークホルダー理論の諸形態が支配的であったと、言われている。株主優位の理論が影響力を持ち、最も支配的

---

迫る契機になりうると思う」と、積極的に評価している（杉浦保友（2007），227頁）。山口幸代も、「株主の利益追求と社会的配慮－換言すれば、その他のステーク・ホルダーの考慮という、企業に対する二つの要請の関係性は、会社法制のもとで果たしてどのように捉まえらるべきなのか。英国の新会社法は、従来の会社法制においては明言されることがなかったこの課題に果敢に取り組み、法的な位置づけを試みたものとして注目に値する」と、株主優位から乖離したものとして肯定的に評価している（山口（2008），118-119頁）。

- 2) Keay は、「株主の利益のために企業の成功を促進する義務と他の利益を説明する義務は階層的な仕方では判断され、後者より前者の方がより重要である」と評価し、株主優位が貫徹していることを指摘している（Keay, A. (2010a), p. 19）。Johnson も Keay と同じ評価をしている（Johnson (2006), p. 18）。

となるのは1970年代後半以後である。この時代に、株主優位を唱える法と経済学のアプローチのコントラクタリアンの理論潮流が台頭し、株主優位は公開会社の原理であり、公開会社の取締役はプリンシパルである株主のエージェントであり、コーポレート・ガバナンスはエージェントを監視するエイジェンシー・コストが低い場合に上手く機能していると主張するコントラクタリアンの見解が学会、実業界において支配的となったのである<sup>3)</sup>。

株主優位が広く受け入れられるアプローチとなっているのは、それが、株主価値の測定が株価に反映され、測定が用意であるという便利な概念であり、敵対的買収の興隆によって低株価企業が敵対的買収の対象企業として餌食にされる資本支配市場が形成され、かつ、ストックオプションを取締役のインセンティブとすることで、株主と経営者の利害を連携することに導くメカニズムが広く採用されたことを背景に、アングロサクソン諸国において、支配的理論となっていることによる<sup>4)</sup>。資本市場のグローバリゼーション、敵対的買収運動の高揚、機関投資家の隆盛、株主行動主義の活発化、企業の不祥事の多発化、コーポレート・ガバナンス問題の重要性の高まりが、株主優位理論が支配的となる背景となっている。OECD、世界銀行、欧州委員会等の諸機関も株主優位を受け入れている<sup>5)</sup>。

株主優位の理論は、企業の目的は株主の富の最大化をすることであり、株主は企業の究極的支配権を持っているという原理を柱としている。経営者は支配権を持つ株主の代理人であり、株主の富の最大化する目的で企業経営を行う義務を負っていると見なしている。経営者は株主以外に義務を負っておらず、株主の利益と非株主の利益が対立する場合には、株主の利益を優先するべきであるとしている。

---

3) Keay, A. (2010), p. 4.

4) アラン・ケネディ (2002), 233頁及び Johnson, A. (2006), p. 824を参照。

5) 株主優位が支配的になった経緯とその背景については次を参照。Keay, (2010), p. 5.

株主が究極の支配権を持っているのは、所有者でない株主だけが、他のステークホルダーと異なって、残余請求権を持っていることによって、法と経済学の潮流に属するコントラクトリアンはその契約の束の理論で主張している。株主は残余請求権で得られる株主価値を最大にするインセンティブを持っており、それ故、株主価値の最大化は企業価値の最大化を生み出すことによって得られるから、企業価値の最大化、即ち、社会の富の最大化を行うインセンティブを株主は持っている<sup>6)</sup>と見なしている<sup>6)</sup>。

こうしたコントラクトリアンの主張が米では支配的であるが、同じ米において、これに対抗して、コミュニタリアンは、株主のみが残余請求権者ではなく、企業特殊投資を行う従業員、サプライヤーも、残余請求権を持っており、株主だけでなく、株主以外の他の利害関係者を含めた全利害関係者の利益を最大化することが会社の目的であり、利害関係者の利益の均衡を図るのが経営者の義務であるというステークホルダー理論を主張している<sup>7)</sup>。

企業の社会的責任問題（CSR）や社会的責任投資（SRI）に関心が高まってきた今日の時代において、株主の利益のために企業があるとする株主優位アプローチは時代にそぐわない、遅れたアプローチであり、環境問題、地域社会等の社会的問題をも考慮して企業経営がなされるべきとするステークホルダー理論の影響力が高まっている。コントラクトリアンの重鎮である Jensen が洗練された株主価値原理（Enlightened Shareholder Value Principle）という概念を提起し、伝統的な株主優位の理論は、洗練された株主価値原理に転換するべきであると主張するようになってきているのがその例である。

Jensen は、企業は株主の短期的利益を追求して、ステークホルダーの利益を無視するならば、企業は価値を最大化することはできないと言い、何

---

6) 契約の束の内容については拙稿を参照。豊島 勉 (2010), 37-40頁。

7) コミュニタリアンによるコントラクトリアン批判及びその他の研究者による契約の束批判については、拙稿、前掲書、41-44頁を参照。

が価値最大化とステークホルダー理論の適切な関係であるかを明確にするために、洗練された株主価値最大化概念を提起する。洗練された株主価値最大化は、ステークホルダー理論構造の多くを利用するが、ステークホルダー間において必ず生じるトレードオフを解決するための基準として、企業の長期的価値とそれから得られる企業価値と株主価値を重視し、その最大化が企業の意志決定の判断尺度となるべきであると主張する。それによって、伝統的なステークホルダー理論に付随する多元的目的から発生するトレードオフ問題を解決できるという理論を展開している<sup>8)</sup>。

ステークホルダー理論の最大の問題は、多元的なステークホルダー利益の均衡を図るという目的を達成するための具体的判断尺度がないことである。多元的なステークホルダーの利益の間に生じる対立、即ち、トレードオフ関係を解決する判断尺度を持っていないことである。そのために、取締役の裁量に任せ、取締役優位の原理が企業原理の根幹に据えるべきとする主張もなされている<sup>9)</sup>。このように、ステークホルダーの利益においてトレードオフが生じる場合、企業の実務取締役は何らの明確な判断基準がないために、トレードオフの解決策を打ち出せないか、特定のステークホルダーの利益を諮意的に優先するか、あるいは、ステークホルダーの利益を考慮するという名目で自己の利益を優先するという広い裁量権を持ち、経営者支配型の企業になるという危険性がある。この問題を解決する方法は、株主価値最大化を企業の業績判断の尺度とし、ステークホルダーの利益間のトレードオフを解決する判断尺度として利用することであると、Jensen

---

8) Jensen, M. C. の洗練された株主価値概念についての説明は、Jensen, M. C. (2001) の abstract pp. 1-2, text pp. 16-17を参照。

9) Bainbridge, S. M. (2010) は、会社法は所有と支配を分離し、株主は名目的に会社を支配しているだけで、支配権は所有と財産と関連しておらず、会社の支配は取締役会の手によって与えられているという、独自の取締役優位の理論を展開している。Blair, M and Stout, L. (1999) の論文もステークホルダーの利益の均衡を図るのは取締役の義務であり、そのように現在の米会社法を理解することが出来るという取締役優位の理論を主張している。

は主張している<sup>10)</sup>。Jensen の主張を仮に正しいとしても、株主優位の下でも、ステークホルダーの利益を考慮に入れる方法がある筈であり、そうした方法の具体化が米国の会社構成員法と英国の2006年会社法において採用されているのか、その内容を以下で検討していく。

## II 米の会社構成員法

1980年代は米においては M&A の時代であったが、とりわけ注目を浴びたのはレバレッジ・バイアウトを梃子にした敵対的買収の隆盛であった。買収先企業の資産を担保にしてジャンクボンドで資金調達を行い、株価が低迷している企業を買収ファンドや投資銀行が敵対的買収の攻撃目標にした。敵対的買収は短期の企業売買差益を狙ったもので、敵対的買収された企業は、企業の事業部門を売却されるかアウトソーシングされ、取締役の更迭と従業員のリストラを迫られ、従業員用に積み立てられた退職基金が篡奪され、従来のサプライヤーとの関係を中斷することに追いやられ、買収された企業が立地する地域社会に失業者と関連会社の倒産をもたらすなど、株主以外のステークホルダーに大きな打撃を与えたが、買収ファンドや投資銀行及び機関投資家はその取引で莫大な収益を上げた。買収された企業の株主も高い買い取り株価からの利益を得る株主優位の原理の恩恵を受けたのであった。

こうした敵対的買収の隆盛によって被害を受けるステークホルダーは、敵対的買収から自らを守る法律の制定を強く希求するようになり、それが社会的動きとなって、会社構成員法（Constituency statues）が成立していった。

1983年に最初に会社構成員法を成立させたペンシルバニア州では、商工会議所が当初の法案のスポンサーとなり、カナダ系企業からの敵対的買収に直面した地元の Scott Paper 社がそれを支持した。これに従業員の利害が

---

10) Jensen (2001), pp. 21-22及び Jensen, M. C. (2008), p. 168を参照。

関連し、敵対的買収に反対する政治的な多様な連合が成立して、会社構成員法を制定されたのであった。その法律には、「取締役会、取締役会の委員会、個々の取締役、および個々の役員は、それぞれの地位の義務を遂行するに際して、会社の最善の利益を考慮しながら、従業員、サプライヤー、顧客、企業が立地する地域社会、およびその他の全ての関連する要因に対して与える影響を考慮してもよい」<sup>11)</sup>と記されている。

ペンシルバニア州会社構成員法は他の州のモデルの役割を果たした。重要な商法の州であるニューヨーク州においても会社構成員法は成立し、多数の州でもその法律は制定された。しかし、ニューヨーク証券取引所に上場している企業の40%以上が登記しているデラウェア州では制定されなかったため、この州に登記している企業が敵対的買収の対象となることが多々あった。これらの会社構成員法は取締役が非株主のステークホルダーの利益を考慮することを単に許すだけであり、例外的にコネチカット州では、会社構成員の利益を考慮することは、単に許可されるだけでなく、義務付けられたのであった。

これまでのところ多くの州において会社構成員法が制定されているにもかかわらず、それが現実に適用されることは少数である。それは、会社構成員法は直接的に敵対的買収に対するものとして制定されたが、80年代後半及び90年代に入って、敵対的買収運動が低下し、多くの州の会社構成員法の成立が80年代後半であったこと、および敵対的買収に対する別の法律が利用されたことによっている<sup>12)</sup>。この会社構成員法の範囲に関して、それらは単にコモンローを確認しただけに過ぎない、即ち、取締役は株主より他の会社構成員の利益を考慮出来るのは、その利益が株主と企業の長期的及び短期的利益に利益を与える程度によっているというアメリカ弁護士

---

11) Orts, E. W. (1992), pp. 25–27を参照。

12) *Ibid*, pp. 27–29, pp. 35–39. Keay, A.によれば、今日、40の州で、会社構成員法か、ステークホルダー法か、非株主法が成立し、敵対的買収に対する法律が存在している (Keay, A. (2010), p. 8)。

協会 (American Bar Association) の見解が本質を射ているといえる<sup>13)</sup>。

### Ⅲ 英国のコーポレート・ガバナンス改革の軌跡

#### Ⅰ 英国のコーポレート・ガバナンスの基本構造

会社法上、会社の機関は株主総会と取締役とされている。上場会社である公開会社 (Public Company) の場合、これ以外に、会計監査役 (Auditor) と会社秘書役 (Company Secretary) の設置が義務付けられている。英国では、株主総会があらゆる権限を有しており、取締役会は法定機関として要求されておらず、付属定款 (article of association) に基づいて設置される任意機関と位置付けられている。取締役会は株主総会から経営権を委譲され、さらに取締役会の構成員の中から業務執行取締役 (executive director) を選出し、経営権を再委譲されることが一般的である。業務執行取締役に業務執行権限を委譲した取締役会は、主に業務執行を監督する監督機関として機能している。

取締役会の内部では取締役は経営権を委譲された業務執行取締役と監督を行う非業務執行取締役 (non-executive director) に区別される。取締役に業務執行機能と監督機能の異なる取締役が併存する取締役会制度を一元的取締役会制度または単層制取締役会制度というが、単層制取締役会は、業務執行機能と監督機能を併有しているため、自己監査の構造を持つことから業務執行者に対する監督機能が弱まる危険性を有している。そこで、英国では単層制取締役会の欠点を改善するために、1990年代に入り、多くの報告書が公表され、取締役会の監督機能が強調され、非業務執行取締役

---

13) Keay, A. (2010), pp. 13-14. Springer, J. は、会社構成員法がコモンローからの乖離を示しているとしても、この法律に反対する人々が心配するほど顕著なものではない二つの理由あると言う。その一が、会社構成員法がステークホルダーの利益を興隆することを許すとしても、会社構成員法は、会社構成員に対して積極的な義務を作り出していない。その二は、会社構成員法はステークホルダーの利益を取締役が考慮することを許す裁量権を認めるが、会社構成員法は敵対的買収防衛の必須条件では決してないと、述べている (Springer, J. (1999), p. 121)。



の役割の明確化が進められていったのである<sup>14)</sup>。

## 2 英国のコーポレート・ガバナンスの自主的改革の軌跡

### A キャドベリー報告から1998年の統合規範

英国のコーポレート・ガバナンスの改革は、民間の自主的改革を軸にして展開された。1992年に出されたキャドベリー委員会の報告は、株主への情報改善、自己規制の継続、独立した取締役の重視、監査人の独立性の強化を取り上げ、キャドベリー報告の主要な勧告（最善慣行規範の中に規定される）として以下のものを掲げた。

- ①取締役会議長と CEO の役割の分離をすべきこと。この二つのポストを一人の個人が担当する場合には、取締役会に強力な独立的要素が存在すべきであること。
- ②非業務執行取締役の過半数が経営者から独立し、その独立した判断の行使を実質的に妨げる何らかの事業または他の関係から自由であるべきこと。
- ③業務執行取締役の契約は株主の承認なしでは3年を超えるべきでないこと。
- ④取締役会議長と最高額の報酬を受ける取締役の報酬の完全な開示が規定されるべきこと。
- ⑤業務執行取締役の報酬は主として非業務執行取締役から構成される報酬委員会の勧告に従うべきこと。
- ⑥取締役会は最低でも3人の非業務執行取締役から構成される報酬委員会を設置すべきこと。
- ⑦取締役は企業の内部統制システムの効果に関して報告を行い、事業がゴーイング・コンサーンであることを確認すべきこと。

キャドベリーの勧告は少なくとも大公開会社に採用され、1995年の調査

---

14) 林（2011）、248-249頁を参照。

によれば、上場企業の最大100企業の97%が最良慣行規範の順守を検討していると言う<sup>15)</sup>。

キャドベリー報告に続いて、1995年にグリーンプリー委員会の報告が出された。それは取締役の報酬の問題に関する勧告を主な内容としており、以下の項目が勧告された。

- ①報酬委員会は、決定される問題において株主として関わる以外の何らの個人的財務利益を有さず、取締役の相互兼任から生じる潜在的な利害対立を持たず、事業の経営に日々の関与を行わない非業務執行取締役によって専ら構成されるべきである。
- ②報酬委員会は、株主に毎年次に報告を行うべきこと。
- ③報酬委員会の報告は、以下のことを含むべきこと。
  - (i) 業務執行役員の報酬の設定と授与に関する会社の政策。
  - (ii) 各指名された個人取締役の報酬パッケージ（ストックオプションと年金資格の授与を含む）の全要素の完全な詳細。
  - (iii) 1年を超える通知期間を有する取締役の契約の詳細と理由。
- ④長期的インセンティブ・プランの採用に関する株主の承認が要求されること。
- ⑤ストックオプションは、決して割り引いて発効されるべきでなく、大きなひと塊で発行されるよりも段階的に行われるべきであり、3年以内に行使されるべきでないこと。

グリーンプリー報告は英のコーポレート・ガバナンス構造に重大な展開をもたらしている。特にガバナンス過程における独立した非業務執行取締役の重要性を再確認し、全企業は報酬委員会を持つべきであると勧告することによって、業務執行取締役から報酬問題の支配権を奪うことを目指している点が注目される<sup>16)</sup>。

1998年には、上記の二つの報告書の勧告がどの程度実現しているかを検

---

15) Keasey, K., Short, H., & Wright, M., (2005), p. 25.

16) *Ibid*, p. 31.

討し、どのような改善が必要であるかを勧告するために、ハンペル委員会（Hampel Committee）が設置され、ハンペル報告書が公表されると同時に、これらの三つの報告書の勧告と最善慣行規範をまとめて、1999年6月に統合規範（Combined Code）が公表された。

ハンペル報告は、キャドベリー報告とグリーンブリー報告に対する批判に応え、ガバナンスの焦点を責任問題から転換を図り、企業に対する負担を軽減することを目指した。責任の強調は取締役会の第一の責任である長期の事業の繁栄を強化することを曖昧にする。キャドベリー委員会とグリーンバール委員会の意図は最善慣行の規範は弾力的に適用されるべきであることにあり、事業の繁栄と責任の均衡が正しく図られることを望むと述べ、コーポレート・ガバナンスの17の原理を四つの異なる範疇（取締役、取締役の報酬、株主、責任と監査）に分けている<sup>17)</sup>。

ハンペル報告に続いて、ハンペル委員会は1998年に統合規範（The Combined Code）を作成・公表している。それは、キャドベリー、グリーンバリー、ハンペルの各勧告を含んで、整理された18の原理と48の規範規定から構成されている。上場企業は、統合規範の順守に関する二つの部分の開示を行うことが要求される。開示説明の第一の部分は、如何にしてコーポレート・ガバナンスの原理を適用したかについて企業が報告することを要求している。第二の部分は、企業が個別の規範の規定を順守しているか、それが順守されていない場合にその理由を説明することを企業に求めている。そして、統合規範は、キャドベリー委員会とグリーンブリー委員会の勧告を踏襲しているが、以下の点に関して変更を加えている。

- ①キャドベリーは、取締役会は最低でも三人の非業務執行取締役から構成されるべきとしていた。統合規範は、非業務執行取締役が取締役会の3分の1以下の構成となるべきでなく、監査委員会は最低でも三人の非業務執行取締役から構成されるべきであるとしている。大きな取

---

17) *Ibid*, p. 32.

締役会（9人以上の取締役からなる取締役会）は、統合規範を順守するためには3人より多い非業務執行取締役から構成されるべきであるとしている。

- ②統合規範はこれらの非業務執行取締役が独立していると考えられることを確認することを要求する。独立性の定義は、キャドベリーの定義であり、経営者から独立し、何らかの事業または他の関係から自由であることを要求している。
- ③キャドベリーは、CEOと議長の役割が同一である場合、認定された上級メンバーを有し、取締役会に強力で独立した要素が存在するべきであると勧告した。統合規範は、それをさらに進め、CEOと議長の役割が同一であることを公開で正当化することと、年次報告で上級の独立した非業務執行取締役を特定することを要求する。
- ④キャドベリーは、指名委員会が設置されるべきであり、過半数は非業務執行取締役から構成され、取締役会議長または非業務執行取締役が委員長になるべきと提案していた。統合規範は、これを勧告とし、指名委員会のメンバーは年次報告において特定されることを要求する。
- ⑤統合規範は、全取締役が少なくとも三年ごとに再選挙を受けることを要求する。
- ⑥統合規範は、グリーンブリーが勧告したように、報酬委員会よりも取締役会が株主に報酬に関して報告するべきとしている。
- ⑦統合規範は、株主との関係と株主総会の利用に関する特殊な勧告を行っている。特に企業は、株主総会での各提案された決議について申し立てられた委任投票のレベルと各決議に対する反対と賛成のバランスを考慮するべきであり、監査、報酬、指名委員会の各議長は株主総会で質問に応えるように利用されるべきである。
- ⑧監査委員会は、少なくとも三人の非業務執行取締役から構成されるべきであり、その過半数は独立しており、全メンバーは年次報告で指定

されるべきである<sup>18)</sup>。

統合規範は、開示する項目を増やし、取締役会は、最低でも三人を条件として、三分の一を非業務執行取締役が占めることを強調していることが注目される。

## B 2010年統合規範

この統合規範の後に、企業の内部統制に関するターンバル報告 (Turnbull Review) が1999年に出され、機関投資家に関するマイナース・レビュー (Myners Review) が2000年に出され、2002年には、非業務執行取締役の役割と効果について検討するヒッグス・レポート (Higgs Report) が出され、2003年にはこれまでの統合規範を改めた新統合規範を出している<sup>19)</sup>。

この新統合規範の後に、金融機関におけるガバナンスの検討を行ったウォーカー報告書 (Waker Review) が2009年に出され、ウォーカー報告書の提案を取り入れて、2010年統合規範が出されている。その際、統合規範を英国統合規範と名称を改め、かつ、機関投資家の関する規制をステュワードシップ規範 (Stewardship Code) として独立にしたものにして分離している<sup>20)</sup>。

英国統合規範は、会社に関する分野について、取締役と取締役会、取締役の報酬、説明責任と監査、株主との関係に分類した項目を、リーダーシップ、有効性、説明責任、報酬制度、株主の関係の項目に分類し、それぞれに関した主要原則と補助原則を定め、それらを敷衍した規範条項 (Code provisions) を定めている。

---

18) *Ibid*, p. 33.

19) キャドベリー報告から2003年統合規範の成立に到る過程とその2003年統合規範の内容、及び各種委員会の報告に内容について詳細に知るには、谷口友一 (2009) の79-105頁が参考になる。

20) 林、前掲書、251-252頁と、中川 (2011)、25-30頁は、英国の各委員会報告の内容とそれらを踏まえた統合規範の成立の経緯と内容についての考察を行っている。

リーダーシップでは、取締役全員の積極的貢献と重要な責任に焦点を当て、次の点について定めている。

- ①取締役会を指揮し、その有効性を保証する立場にある取締役会議長の責任を強化すること。
- ②非常勤の取締役にあっても、会社の戦略策定を助け、議論に建設的に参加する役割を果たすこと。
- ③取締役会は、その義務と責任を有効的に果たすために、取締役各自の知識や経験そして独立性について、全体として適切なバランスを有すること。
- ④取締役各自が、その役割と責任を有効的にはたすため、十分な時間を確保することを確約すること。

有効性に関しては、外部機関主導による有効性の評価を定めている。最低でも3年ごとに1回、外部機関主導による取締役会の成果と業績に関する評価を義務付けている<sup>21)</sup>。

取締役の任期に関して、2010年規範は重大な変更を行っている。従来は最長3年とされていた取締役の任期を1年とし、説明責任を担保するために、すべての取締役は、適格性について審査を受け、毎年専任あるいは再任されるべきであるとしている。任期の短縮は取締役会の短期主義を助長するという批判が出されたが、ロンドン証券取引所を代表する多くの企業では、既に1年任期の制度を導入しており、FRCによる調査によれば、FTSE 350社の2000年から2009年までの10年間で、取締役の再任が否決された事例は、わずかに9社19名に過ぎないのであり、批判に対して1年任期は適切であると主張している。

取締役会については、能力、経験、独立性そして知識に関して、適切なバランスを保つべきであると記し、性別の問題を含めた多様性による恩恵についても明記している。どの候補者が取締役にふさわしいのか、目的に

---

21) 中川、前掲書、31-33頁を参照。

即した取締役任用の選択肢を広く求めることによって、適切なバランスと多様性が担保されるという論理を打ち出している。

会社の目的を達成するために不可欠な事業リスクをとる場合は、その性質と影響度を考慮して適切な判断を下すことを取締役に求めている。健全なリスク管理と内部統制システムを確立し維持する責任も、取締役会が有する。同時に、長期的視野に立った成功と取締役報酬の相関の必要性も明示している。常勤の取締役に対する成果連動型報酬は、財務的な成果だけでなく、より広範な成果に連動しなければならないとも主張している。従い、インセンティブ型の報酬は、会社のリスク管理の原則と仕組みとが両立できるように設計すべきとしている。取締役報酬に関する本条や関連する変更点は、前述のウォーカー報告書の提言に従うものである。関連して、会社が事業目的を遂行するための長期的ビジネスモデルや長期的戦略を年次報告書において説明することも要求され、その記述が「事業の状況」の項目の一部であるのが望ましいと、財務報告審議会（FRC）は見なしている<sup>22)</sup>。

以上、英国のコーポレート・ガバナンスの自主規制の改革の軌跡を簡略的に見てきたが、英国のコーポレート・ガバナンスの自主規制は米国のそれよりも、多くの点で進んだ内容を持っており、企業環境の変化に機敏に反応して規制内容を深化させていることには注目すべきである。しかし、その内容の眼目となっているのは株主を会社の所有者・支配者であるという株主優位原理を前提に、取締役、取締役会等の会社の諸機関が株主に対してその利益実現を如何に適正に効果的にガバナンスすべきかという問題に取り組むことに終始しており、ステークホルダーの考慮は全く射程に入っていないことである。この点に関してはこれまでのところ英米には差異はなく、コモン法の下での株主優位の立場に立脚した枠組みの中でガバナンスシステムの改善を行ってきているのが実態であった。

---

22) 中川、前掲書、32-35頁を参照。

#### IV 2006年改正会社法

##### 1 洗練された株主価値原理による取締役の義務

英国のコーポレート・ガバナンスの1990年代前半以降の改革は、株主優位の観点に立つコモンローの基づき、民間の自主的機関が作成した自主的勧告をロンドン証券市場の上場規則として取り入れる形で実施することを柱としている。これに対して、2006年改正会社法は労働党政府が提案し、議会在承認した成文法であり、従来の株主優位の観点とは異なる包括的アプローチ (inclusive approach)、つまり洗練された株主価値原理 (Englightened Shareholder Value Principle) をコーポレート・ガバナンスの眼目として位置付け、形式及び内容の点で従来の自主的改革とは異なる内容を打ち出している<sup>23)</sup>。

包括的アプローチの原理は、会社経営の成功と株主の利益が、ビジネス上の他の経済的参加者との関係と会社とその広範囲な社会的環境上の影響を管理する方法の質に依存していることを重視する。この枠組みにおいて、株主に与えられる優先性は、株主の利益が本質的に他のグループの利益よりも強く保護されるに値するという信念を反映したものではない。株主の利益が取締役の唯一の関心であるべきではなく、取締役の義務の包括的形態での法的説明の採用とその幅広い報告制度の補完的体制の採用のなかで検討されるべきであると、包括的アプローチ (洗練された株主価値原理と同一の概念) は主張している<sup>24)</sup>。

---

23) 会社法改正の経緯について詳しくは、川島いづみ (2007)、3-13頁を参照。包括的アプローチと洗練された株主価値アプローチとは同一の内容の別表現として捉まえることは、会社法検討諮問グループ (The Company Law Review Steering Group、以下ではCLRSGと略記) のThe Strategic Framework (2000)、The Developing the Framework (2000) が、報告書の中心概念として洗練された株主価値を使用していることから十分明らかである。

24) 会社法改正のための検討作業を行い法案の原案を作成したCLRSGの報告書を研究して、Parkinsonは包括的アプローチの核心をこのように捉まえている



これと同じような捉まえ方を、杉浦保友が次の様にしている。包括的アプローチの原則とは、取締役会は株主利益を優先して行動すべきという伝統的な考えに立脚するが、それに止まらず、株主の利益を向上させるために、従業員の利益やその他のもっと広い利益を考慮する義務があるとするものである。「株主利益を優先して行動すべき」とはいえ、伝統的な考えのように、株主利益を他のグループの利益と比べて本質的に保護に値すると認めているわけではなく、したがって純粹株主利益主義を否定する。一方で、「もっと広い利益も考慮する」とはいえ、取締役の判断の物差しはあくまで株主利益のみであり、株主利益と他の利益を同格に扱い、利益が衝突した場合、場合によっては、株主利益を犠牲にしても他のグループの利益を優先することもありうる」と主張する多元主義論者 (pluralist) の主張も否定している<sup>25)</sup>。

この洗練された株主価値原理は、取締役の義務の規定 (172条) と義務の報告制度の規定 (417条) を両軸として会社法において制度化されている。

取締役の義務に関しては、第171条から177条までの規定は、取締役の一般的義務を規定し、その内容は、具体的には、定款を遵守し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、技倆および勤勉さを用いるべき義務 (174条)、利益相反回避義務 (175条) 第三者から利益受領を禁止する義務 (176条)、会社との取引に対する利害関係の開示義務 (177条) がある<sup>26)</sup>。

このうち172条は旧法309条を前身とするものであるが、その内容を改め、洗練された株主価値原理アプローチの内容を具体的に次のように規定している。172条 (1) は、「取締役は、当該会社の社員全員の利益のために当該会社の成功を促進する可能性が最も大きいであろうと誠実に (in good

---

↘ (Parkinson (2002), p. 43. を参照)。

25) 杉浦保友 (2007), 218-219頁を参照。

26) イギリス会社法制研究会 (2008), 192頁を参照。

faith) 考えるところに従って行為しなければならず、且つ、そのように行為するに当たり（特に）次の各号に掲げる事項を考慮しなければならない」として、「(a) 一切の意思決定により長期的に生じる可能性のある結果、(b) 当該会社の従業員の利益、(c) 供給業者、顧客その他の者と当該会社との事業上の関係の発展を促す必要性、(d) 当該会社のその事業活動のもたらす地域社会及び環境への影響、(e) 当該会社がその事業活動の水準の高さに係る評判を維持することの有用性、(f) 当該会社の社員相互間の取扱いにおいて公正に行為する必要性」などの 6 項目の事項を規定している<sup>27)</sup>。

172条(2)では、「会社の目的が、その社員の利益以外の目的からなるとき、または社員の利益以外の目的を含む限りにおいて、第1項は、当該会社の社員の利益のために当該会社の成功を促進するとは、当該目的を達成することをいうものとしてその効力を有する。」172条(3)では、「本条により課される義務は、取締役に対し一定の状況において当該会社の債権者の利益を考慮しまたは当該会社の債権者の利益において行為することを要求する一切の法規またはコモンロー・ルールに従うことを条件として、効力を有する。」と規定している。

172条は、当該会社の社員、即ち、株主全員の利益のために当該会社の成功を促すように行為しなければならず、且つ、ステークホルダーの利益を考慮しなければならないと具体的に明示している。しかし、この「且つ、考慮しなければならない」という表記を如何に解釈するかが、洗練された株主価値原理の中心的争点であり、Jensenのように解釈するのか否かが問題となる。この点は後述する。

172条の列举された事項の考慮に対しては、174条の一般義務の適用が関係していることに注意する必要がある。174条によれば、取締役は合理的な注意力及び能力を行使しなければならないとされる(174条1項)。合理的

---

27) 前掲書、203頁を参照。

な注意力及び能力の範囲には、当該取締役が実際に有している一般知識、技倆及び経験（主観的基準）だけでなく、当該取締役と同じ職務を果たすものに対して合理的に期待できる一般知識、技倆及び経験（客観的基準）が含まれる（同条2項）。この考え方は、英国倒産法上の取締役の責任に対する規定（214条）に範を採る。判例法上、伝統的に主観的基準だけに基づく判断がなされてきたが、近年裁判所が倒産法214条の基準を反映させていることから、新会社法では同法に基づく判断基準が取り入れられたのである。取締役が174条の注意義務に違反しないためには、172条のステークホルダー事項に対する配慮をリップ・サービスで示すだけでは足りず、具体的な行動を起こす必要があるとされる。従って、たとえ取締役が172条の義務違反をまぬかれるべく「誠実に」行動したことを主張しても、174条にいう合理的な注意力及び能力を持って行動したと認められない限り、注意義務違反に基づく責任を負うこととなる<sup>28)</sup>。

## 2 172条の取締役義務の問題点

172条には、以下に指摘する問題点がある。

はじめに注意すべきは、172条の位置づけに関する政府の見解である。既存のコモンローの取締役の義務の単なる文章化ではなく、企業にとって良いものと社会全体にとって良いものの結合を強調する急激な変化を行うものであると Hodge 通商産業相は述べているが、その見解が、172条の内容に具体化されているかどうかである。法律が施行されてから3年経っているが、裁判所が如何にして172条を判断したかを知る判例が殆どない。二つの判例があるが、その一つに関して、Glennie は、現在の規定はかつての規定よりも多くのことを行っているとは見えないと判断し、他の一つに関して、Warren は企業の利益のために誠実に行動するという古くからのなじみの用語が、株主全体の利益のための企業の成功を促進するために、誠

---

28) 山口幸代（2008）、123-124頁を参照。

実に行動するという表現に代わっているだけであり、それらは、義務の範囲の既に理解された定義が現代的に表現されたものに過ぎないと述べている。「企業の成功」という概念を用いて、以前の取締役の義務と同じものを意味するならば、包括的アプローチで新機軸を打ち出したとする政府の見解は、内容的には裏付けられていないことになる<sup>29)</sup>。

第二の問題は、「企業の成功を促進するために行動する」という概念である。それに関して株主の短期利益を重視する株主優位の観点を阻止するために、一項 (a) で長期的結果を判断の基準としている点は、法案検討段階で、短期的及び長期的結果という曖昧な表現を採用しているよりは前進している。問題なのは、成功は如何なる方法で計測するのかについて明確なガイドラインを示していないことである。2005年会社法の草案に対する反応として、英工業連盟は、成功は如何なる方法で計測するのかについて懸念を表明した。企業の成功とは、企業が自ら設定したビジネス目的の達成を意味し、ビジネスモデルの構築、財務、戦略、その他を含む結果で判断されると一般には理解されているが、政府は、企業の成功を促進するために取締役が行う戦略に対して取締役が誠実な信念を持っていれば、取締役は非難されないという主観的判断基準を前面に押し出している<sup>30)</sup>。174条2項は主観的判断基準に加えて、客観的基準を規定していることを踏まえると、政府の判断は問題があることは明白である。

第三の問題は、ステークホルダーの利益が考慮されねばならないとされているその程度と保障の問題である。172条1項では、従業員、供給業者、顧客、地域社会及び環境を列記し、これらの利益を且つ考慮しなければならないとしているが、それについてどのように、どの程度考慮するのか、単なるリップ・サービスに終わらないようにすることが可能なかが問題となる。

この点に関しては172条(2)の規定が関係してくる。「会社の目的がその

29) Keay (2010a), p. 7 and p. 12を参照。

30) *Ibid*, p. 15-16を参照。

社員の利益以外の目的からなるとき、または社員の利益以外の目的を含む限りにおいて、第1項は、当該会社の目的を達成することをいうものとしてその効力を有する」と、社員以外の利益、即ちステークホルダーの利益は企業の成功の促進という目的に合致している限りでは認められるが、そうでない場合、取締役はこれを排除しなければならないことを意味している。Hodge 通商産業相は「取締役は、企業の成功を促進する最も重要な義務と対立する点を越えて何らかの要因を考慮することは要求されていない」と説明している<sup>31)</sup>。このことは、企業の成功に対立せず、合致する限りにおいてのみ、即ち、株主の利益に対立せず、それを促進する限りにおいてのみ、ステークホルダーの利益の実現を認めることを意味する。それは、株主優位の原理の貫徹を採用していることを意味する。

これに加えて指摘すべきは、取締役が172条に関して義務違反を行った場合、株主は株主代表訴訟で以て取締役の責任追及と賠償請求が出来るが、非株主であるステークホルダーはそうした権利を持っていないことである。株主代表訴訟を起こすことは日本のように一定の手数料を払えば、株主代表訴訟を容易に利用できるが、英国の場合はそんな簡単な手続きとなっていない。これに関して、2006年会社法の株主代表訴訟に関する論説において、川島は、訴訟提起の許可ではなく、訴訟継続の許可を裁判所が与える制度となっていること、継続許可の申し立てが2段階に分けられたこと、これによって手続きが複雑化し長時間を要することになる恐れがあること、どのような場合に株主代表訴訟が提起できるのかの基準が曖昧で、わかりにくいことが最も問題とされたこと、訴訟継続を認めるか否かの基準は、裁判所の裁量によるところが大きく、制度的には濫用的な株主代表訴訟に対処しようとしていると評価している<sup>32)</sup>。

172条(1)で掲げたステークホルダー間の利益のトレードオフが存在する場合はどのように対処するのであろうかという問題もある。もしステー

---

31) *Ibid.*, p. 17を参照。

32) 川島いづみ(2009), 20-23頁を参照。

クホルダーの利害の対立が存在して競合する場合、取締役は競合する要因を如何にして均衡を図るのであろうか。具体的には、例えば、環境に配慮した新技術を企業は導入するべきである場合が、それが雇用喪失の結果を生み出し、従業員の損害を与える場合は、どのようにして均衡を図るのが問われる。このステークホルダーの各利益間の対立に関してどの利益を重視するかは取締役の裁量の範囲内にあるものとされ、取締役が均衡を図る行為を自己利益を促進するための機会として利用することが出来ると言う懸念が生じる。そのように、取締役がどの利益を考慮するかに関する裁量を持っているとするならば、株主が取締役の業績をモニタリングする際に困難に直面することを意味する<sup>33)</sup>。

以上のように、172条は、ステークホルダーの利益を考慮せねばならないと規定しているが、その内実は、従来の株主優位を重視し、その限りで株主の利益に貢献するならばステークホルダーの利益を考慮するというものとなっていることが重視されねばならない。よって、洗練された株主価値原理アプローチを用いて、株主優位の原理からの一定の乖離を行っているが、それは極めて消極的で、限定的なものであると判断することが妥当である。

### 3 417条 事業報告

既述したように、新会社法の洗練された株主価値原理アプローチは取締役の義務に関する規定の172条と取締役の報告制度に関する規定の417条を両軸として展開されている。417条の洗練された株主価値原理アプローチに関連する条項に限定して列挙すると、以下の如くなる。

- (1) 取締役報告書には、事業報告を記載すべきこと。
- (2) 事業報告の目的は、取締役が172条に定める義務（会社の成功を促進する義務）を如何に果たしたかについて、会社の構成員に情報を開示

---

33) Keay (2010a), p. 18を参照。

し、構成員の評価を助けることである。

- (3) 事業報告には、(a) 会社の事業に関する公正な分析、(b) 会社が直面する主な危険および不確実性に関する事項を記載すること。
- (4) 事業報告は、事業の規模と複雑さに応じて、(a) 当該年度の事業の発展と成果、(b) 当該事業年度の末日における当該会社の事業の状況を記載すること。
- (5) 上場企業の場合には、事業報告は、当該会社の事業の発展、成果および状況を理解するために必要な限りで、次の報告を含まなければならないとしている。(a) 当該会社の事業の将来的な発展、成果および状況に影響すると思われる主な潮流および要因、(b) 次の事項に関する会社の方針および当該方針の効果に関する情報を含めて、(i) 環境に関する事項（環境に対する会社事業の影響を含む）(ii) 従業員、(iii) 社会および地域社会に関する事項、(c) 会社の事業にとって必須の契約またはその他の取決めを結んだ相手方に関する情報、事業報告に (b) の (i) ないし (iii) および (c) に定める情報のいずれかが含まれないときは、含まれない情報の種類を記載しなければならない。
- (6) 事業報告は、当該会社の事業の発展、成果および状況を理解するために必要な限りで、次の各号に定める項目をふくまなければならない。  
(a) 財務上の主要なパフォーマンス指標を用いた分析、(b) 適切な場合には、環境および従業員に関する情報を含む、他の主要なパフォーマンス指標を用いた分析。主要なパフォーマンス指標とは、会社の事業の発展、成果および状況を効果的に測定するファクターを意味する。((7) – (9) は省略)
- (10) 本条は、当該情報開示が、取締役の判断によれば、会社の利益を著しく侵害するものであるときには、差し迫った展開または交渉過程にある事項の開示を要求するものでない<sup>34)</sup>。((11) も省略)

---

34) イギリス会社法制研究会（2008）、283–284頁を参照。

取締役の報告制度に関して、貿易産業省の CLRSG が、洗練された株主価値原理で当初予定していたのは、事業報告書ではなく、営業財務報告書 (OFR) であった。この OFR は EU 委員会の勧告が要求している報告書よりも先進的な内容を含むが、EU ではそうした報告書を作成している国は存在しない。そのため、英国の企業に追加的負担を課すことになるという理由で、政府は OFR の提案を 2005 年 11 月に突然に撤回し、それに代えて、事業報告書を採用したという経緯が存在している。しかし、OFR は、既に上場企業の報告書は 60% 以上が会計基準協会 (ABS) 基準を順守する報告書であり、OFR は撤回されたものの、ロンドン証券取引所に上場する FTSE 350 社は上場規則で OFR を作成義務があると決められているから、政府の OFR の撤回の影響は、それ以外の企業に及ぶものにすぎないことに注意する必要がある<sup>35)</sup>。

OFR を CLRSG が当初提起したのは、二つの理由による。第一は、OFR が提供する情報によって、資本市場が企業のより正確な評価を可能とすることを期待していることである。企業内部で形成される方法についてより正確な情報開示が資本により忍耐強い行動を引き起こし、短期主義圧力に耐えうる手段を与えることが期待された。第二の理由は、機関投資家が OFR が提示する情報によって、企業内部の富の形成の源泉を洞察し、議決権を行使するか、非公式に対話をして、取締役が短期資本市場の圧力から自立することを促すように影響を与えることを期待することである。この理由について、二つの主要な困難な問題がある。第一に、開示された情報は人的資本への特殊な投資についての情報を含んでいないなど、資本市場は企業をより正確に評価するために必要な情報が提供されていないということである。第二に、情報が著しい量の質的情報が提供される場合ですら、コーポレート・ガバナンスに関して役割を果たすと期待される機関投資家において構造的障壁が存在することである<sup>36)</sup>。

---

35) Johnson, A. (2006), p. 829 及び p. 831 を参照。

36) *Ibid*, pp. 833–834 を参照。



第一の困難に関係するのが、企業の無形資産の問題である。資産総額と時価総額の差を無形資産の価値として説明するのが普通であるが、時価総額を超える無形資産はなぜ形成されるのか、企業ごとに異なる無形資産の差はどのように生まれるのかについてなら明らかとなっていないのが、現在の世界の研究レベルである。企業の競争上の優位の基盤を形成する企業内部の無形資産を説明することが困難であるあるから、優れた企業がガバナンスを保証する手段としての情報開示の土台が壊れていると Brookings Institute の研究が主張している。企業の時価総額が巨大であること、即ち、無形資産が巨大であることが、貸借対照表に基づいては説明できないことは、機関投資家が投資戦略を確定する場合に非財務指標に頼る以外の方法がないということを意味する。OFR は、従業員技能への投資の開示を要求しなかったし、無形資産に関する非財務情報の開示を検討しなかったので OFR には重大な問題があるといえる。しかし、OFR の法制化は企業の情報開示の重要な実験であり、無形資産の開明に近づく機会の提供を意味しており、OFR の撤回は惜しまれる<sup>37)</sup>。

第二の主要な困難な問題、機関投資家の構造的障壁は、OFR が期待する機関投資家の積極的行動主義を促進することに関する障壁が存在することである。機関投資家が長期的戦略的株式所有を持っていない場合は、積極的行動主義を行う機関投資家の努力にただ乗りをし、株価の変動による売買の決定を続けることが出来るが、積極的行動主義に乗り出さない。さらに、機関投資家は彼らが株式を所有する企業との対立を回避する文化的規範が作用している。

これらの障壁に加えて、機関投資家は資金運用をファンドマネージャーに委任しており、自ら投資戦略に基づいて投資を行わないのが一般的であることに注意する必要がある。委任されたファンドマネージャーは機関投資家からは四半期ごとの短期の業績に基づいて評価が行われるため、彼等の

---

37) *Ibid*, pp. 834–836を参照。

売買決定は株価の短期的運動によって動かされる。Myners 報告は、機関投資家とファンドマネジャーの著しいコミュニケーションの欠如の証拠を見出している。ファンドマネジャーは、彼等の顧客は短期の業績に関心があると信じ、年金ファンドは短期の業績がファンドマネジャーの業績を評価するただ一つの基準ではないと考えていると言う相互の理解のズレが存在する。Myners 報告は、ファンドマネジャーの業績が評価される期間について、ファンドマネージャが明確にすることを要求している。しかし、ファンドマネジャーが長期的視点を採用することが可能としても、ファンドマネジャーは、彼等の委任された投資が全株主に対する価値を最大化するインセンティブを持っていない。彼等の関心は彼等の顧客の機関投資家の利益が他のファンドマネジャーと比べて高いことを重視することにある。ファンドマネジャーの短期主義を克服することは困難であり、この短期主義に機関投資家が依存する構造的矛盾が如何に解決されるかが重要な課題である<sup>38)</sup>。これに対する対策として、機関投資家を規制するスチュワードシップ規範 (Stewardship Code) が制定されたが、その対策はまた緒に就いたばかりであり、事態の推移を見守る段階である。

上場企業の60%が OFR を何らかの形態で採用していることを考えると、OFR 規制の撤回は大きな差異を生み出さないと想定される。しかし、CLRSG と英政府は機関投資家の行動を通じて洗練された株主価値原理が実現され、それが公共財としての効果を果たすことを期待したが、OFR に代わる事業報告は個別企業の側での自発性に依存する傾向が強いことを考えると、政府が意図した洗練された株主価値原理が実行され、従来の株主優位を克服することが実現するという判断を下すことはできない。しかも、事業報告では、172条の取締役の義務に関連する開示項目に環境、従業員、社会及び地域社会を挙げているが、その情報を開示しないことを認め、開

38) *Ibid*, pp. 836–840. キャドベリー報告書からハンベル報告書の時期を中心とした、機関投資家とコーポレート・ガバナンスについては、川内克忠 (2009) の 142–157頁を参照。

示しない理由を企業に求めるだけに終わっている点を考え合わせると、到底、2006年会社法は洗練された株主価値原理を採用してコーポレート・ガバナンスの改善を従来の方式と比べ、大きな前進を踏み出したと判断することできないことは明らかである。Johnson は、2006年会社法に関して、企業の情報開示における貴重な実験の早熟な終結は大いに悔やまれる。英の公開企業がより長期的な観点を採ることを奨励し、資本市場がその観点を採ることを可能とする機会は失われたと、評価している<sup>39)</sup>。

### 結びにかえて

コーポレート・ガバナンスの検討すべき課題は、会社を誰が支配し、誰の利益を重視して企業を経営するべきかという会社主権問題と経営を担う取締役の業務執行を誰が、どのようにしてチェックするかというメカニズムの問題が重要であることは一般的に認められている。しかし、株主優位かステークホルダー優位という問題になると、二つの理論が存在し、その対立が長く続いている。2006年英会社法の準備過程で提起された洗練された株主価値原理に基づき、株主優位の原理を「修正」し、ステークホルダーの観点が盛り込まれる意欲的な取り組みがなされた。しかし、その内容についての考察からいえることは、その意欲的な取り組みは踏み込みが弱く、結局、株主優位の原理が貫徹する結果となっていることである。

しかし、英国の2006年会社法が採用した洗練された株主価値原理は、取締役の義務に関して、ステークホルダーの利益をも考慮せねばならないと言う規定が示すように株主優位からの一定の乖離を打ち出しており、かつ、OFRはステークホルダーの利益に関する重要な情報、それに関する非財務情報を開示する方法を提起した重要な試行的試みとして評価することが出来る。

株主優位とステークホルダー論の対立を克服して、コーポレート・ガバ

---

39) *Ibid*, pp. 842–843.

ナンスシステムを改善するには、洗練された株主価値原理が主張する、取締役は株主且つステークホルダーに対する義務を負うという規定をベースに、この且つという規定が実質に効果が発揮されるシステムを考えることが適切であると思われる。英国のコーポレート・ガバナンスの自主的改革は社外監査役による監査の強化・充実を柱にして展開されているが、社会取締役の構成に関して、従業員の利益を代表する社外取締役、環境問題について環境問題に取り組む NGO または NPO を代表する社外取締役、地域社会からの利益を代表する社外取締役を取締役の構成員とするという視点を採用することも検討されるべきである。取締役の義務遂行に関する情報開示に関しては、OFR が上場企業で実施されていることを踏まえ、その報告書を検討して、不十分な点はどこにあり、改善すべき内容はどのような内容かを明らかにする研究がなされることが望まれる<sup>40)</sup>。

英国の2006年会社法とそれに関する諸研究は、株主優位をコーポレー

- 40) Keay は、417条が実際に如何に機能しているかを考察した四つの実証研究と事業報告に関する企業、役員、株主の見解を考察した研究を利用して、417条の問題点を解明している。417条の事業報告は株主のためにデザインされたもので、ステークホルダーのためにデザインされたものでないと評価を下している。関連して、OFR が撤回されたことをビジネス界の多くの人々は嘆いていること、CLRS G が OFR の内容として予定していたものを整理列挙し、OFR のための必要条件はステークホルダー理論を主張するために魅力的なものであるとして、OFR は利用者がビジネスが採用する戦略とそれを成功裡に達成するための潜在力を評価することを可能とするため、ビジネスの結果と財務上の基礎をなし、将来の成果に影響を与える主要な傾向と諸要因の議論と分析を含んでいたことを積極的に評価している (Keay (2013), pp. 148-150, p. 155.)。アラン・ケネディは、取締役会改革の数々という表を作成し、改革分野に関して、①長期的視点、②株主への情報開示、③取締役への情報強化、④業務プロセスの改良、⑥取締役のインセンティブ強化、⑦取締役会の独立性強化に分類して、改革案の提唱者の名前を記し、内容を要約紹介した後、彼自身の改革の提案として、取締役会の機能が発揮されるための改善の提案と取締役会に関する提案を行っているが、この提案は検討に値する内容であり、英米のコーポレート・ガバナンスにおいて改革されるべき内容を示していることに注目するべきである。アラン・ケネディ (2002), 272-287頁。

ト・ガバナンスの根幹とする英米に対して、改革の方向性を示しているが、我が国においても、同じく株主優位を根幹とする会社法を採用しており、この改善を図るために、英国の2006年会社法とそれに関する諸研究が参考とされるべきである。

## 参 考 文 献

- アラン・ケネディ（2002）『株主資本主義の誤算』ダイヤモンド社。
- イギリス会社法制研究会（2008）「イギリス2006年会社法（1）」『比較法学』41巻2号。
- 川内克忠（2009）『英米会社法とコーポレート・ガバナンスの課題』成文堂。
- 川島いづみ（2007）「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，1-35頁。
- 川島いづみ（2009）「イギリス新会社法における株主代表訴訟制度」『比較法学』43巻2号，1-23頁。
- 谷口友一（2009）「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，51-110頁。
- 豊島 勉（2010）「株主優位モデルの批判的考察」『修道商学』第51巻第1号，37-57頁。
- 中川照行（2011）「「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. 5，25-41頁。
- 林 考宗（2011）「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——」『社会学論集』Vol. 17，247-263頁。
- 山口幸代（2008）「英国新会社法上の社会的配慮に関する企業責任の取扱い」『熊本法学』113号，117-159頁。
- Arora, R. (2008), *Structure and Reform of Corporate Governance in the relation to the Shareholder versus the Stakeholder Theory, A dissertation submitted in submitted in part fulfillment of the Degree of LL. M. in the University of Glasgow.*
- Blair, M. and Stout, L. (1999), A Team Production Theory of Corporate Law, *UCLA, Law and Economics Research Paper*, No. 03-16, pp. 247-328.
- Bainbridge, S. M. (2010), Director Primacy, *UCLA School of Law, Law-Eco Research Paper*, No. 10-10.
- Financial Reporting Council (2004), *The Thurnbull Guidance as an Evaluation Framework for the Purpose of Section 404(a) of the Sarbanes-Oxley Act.*

- Ho, V. H. (2010), Enlightened Shareholder Value: Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide. *The Journal of Corporation Law*, Vol. 36, No. 1, pp. 59–112.
- Jensen, M. C. (2001), Value Maximisation, Stakeholder Theory and the Corporate Function, *Harvard Business School Working Paper #00–058*, abstract 1–2, text 8–21.
- Jensen, M. (2008), Non-Rational Behavior, Value Conflicts, Stakeholder Theory, and Firm Behavior, *Agle, B. R., Donaldson, T., Freeman, R. E., Jensen, M. C., Mitchell and Wood, D. J. (2008), Dialogue: Toward Superior Stakeholder Theory, Business Ethics Quarterly*, Vol. 18, Issue 2, pp. 153–190.
- Johnson, A. (2006), After the OFR: Can UK Shareholder Value Still Be Enlightened?, *European Business Organization Law Review*, 7, pp. 817–843.
- Keay, A. (2010), Moving toward Stakeholderism? Constituency Statutes, Enlightened Shareholder Value, and All That: Much Ado About Little?, *Working Paper, 4 January 2010, School of Law, University of Leeds*.
- Keay, A. (2010a), The Duty to Promote the Success of the Company: Is Fit for Purpose?, *accessible at <http://ssrn.com/abstract=1662411>*
- Keay, A. (2013), *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*.
- Keasey, K., Short, H., and Wright, M. (2005), The Development of Corporate Governance Codes in the UK, *Keasey, K., Thomson, S., and Wright, M. (ed.) (2005), Corporate Governance. Accountability, Enterprise and International Comparisons, John Wiley & Sons, Ltd, England., pp. 21–44*.
- Kiarie, S. A. (2006), Crossroads: Shareholder Value, Stakeholder Value and Enlightened Shareholder Value: Which Road Should the United Kingdom Take?, *I.C.C.L.R. Issue 11*, pp. 329–343.
- Orts, E. W. (1992), Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes, *The George Washington Law Review*, Vol. 61, No. 1, pp. 14–135.
- Parkinson, J. E. (2002), Inclusive Company Law, *Lacy, J.d. (eds.), The United Kingdom Company Reform*, pp. 43–58.
- Springer, J. (1999), Corporate Constituency Statutes: Hollow Hopes and False Fears, *Annual Survey of American Law*, pp. 85–128.
- The Company Law Review Steering Group (2000), Modern Company Law for a Competitive Economy, The Strategic Framework*, pp. 1–208.
- The Company Law Review Steering Group (2000), Modern Company Law for a Competitive Economy, Developing the Framework*, pp. 1–460.

豊島：英国におけるコーポレート・ガバナンス

*The Company Law Review Steering Group (2000), Modern Company Law for a Competitive Economy, Final Report*, pp. 1-525.

Williams and Conley (2005), An Emerging Third Way? The Erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct, *Cornell International Law Journal*, Vol. 3, pp. 493-551.