

『証券経済学会年報』第51号別冊
証券経済学会創立50周年記念大会
学会報告論文

「コーポレートガバナンス・コード
のフォローアップと日英の異同」

「コーポレートガバナンス・コード のフォローアップと日英の異同」

坂東 洋行
早稲田大学

1. はじめに

2015年5月から2014年改正会社法が施行され、2005年に制定された会社法が初めて改正された。この会社法改正により、多重代表訴訟制度、監査等委員会設置会社の導入に加え、社外取締役を置かない場合の理由開示を義務づけるなど、会社法制の規律面の強化が図られた。6月には東証によりコーポレートガバナンス・コード(以下「コード」と略記する)の適用が開始された。2014年改正会社法の施行に合わせ、金融庁に設置された「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議(以下「有識者会議」と略記する)」において既に運営されている欧州、とりわけ英国コードをモデルとして日本版コードが策定され、上場会社が各原則について、実施するか、実施しない場合はその理由の説明を求めている(comply or explain)。

有識者会議が、コードが「その目的を果たし続けることを確保するため、本有識者会議は、本コードが定期的に見直しの検討に付されることを期待する」と答申しているように、コードの導入以降、同じく金融庁に「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(以下「フォローアップ会議」と略記する)」が置かれ、継続的に審議されている。日本版コードは「攻めのガバナンス」という標語に象徴される通り、政府の成長戦略とともに検討・形成されてきたことに特徴がある。このため、金融庁と同時並行的に経済産業省では、「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」等でコードに対する実務界の要望をとりまとめ、有識者会議やフォローアップ会議のメンバーとして審議に加わるとともに独自の報告書を公開している。経産省からの報告書は、コードの規律面の強化や見直し

ではなく、「攻めの経営」の標語の下、役員報酬に軸足があることに特徴がある。

日本版コードのモデルとされたと言われる英国コードは、1980年代以降の企業不祥事からの是正を目的とし、様々なパネルの答申・報告書を受け、1990年代前半から上場規則として採用され、その後の不正会計事件を経て常に見直しの対象とされてきた。日本版コードのモデルと呼ばれながらも英国コードは企業不祥事を是正するための「守りのガバナンス」といえ、成長戦略の一環となる「攻めのガバナンス」とは出自を異にする。

本報告では、日本版コードを巡るフォローアップ会議での審議状況を紹介・評価するとともに、英国と日本のコードへの取り組みを比較し、わが国の進むべきコーポレートガバナンスの態様を検討することを目的とする。

2. わが国のコーポレートガバナンス・コード策定への道のり

(1) 制定法によるガバナンスの設計

わが国最初の会社法は明治5年(1872年)に制定された国立銀行条例である¹⁾。明治維新から間もなく、大隈重信の命を受けた伊藤博文が米国に調査出張し、米国の国法銀行法をモデルに国立銀行条例を策定した²⁾。米国の国法銀行法も、連邦法として初の会社法といえ、銀行の機関設計を規定し、最低資本金制度、株主有限責任、自己株式取得禁止、取締役の忠実義務等を規定していた。国立銀行条例は、国法銀行法の機関設計等にならない、そのうえで国立銀行を株式会社とした。

以来、明治23年(1890年)公布の旧商法では株主総会の決議要件、取締役・監査役の選任方法や定員といった機関

¹⁾ 小橋[1981年], 12頁。

²⁾ 坂東[2010年], 104頁。

設計が規定された³⁾。明治32年(1899年)に公布された商法では、会社設立が免許主義から準則主義に変更され、7名以上の発起人で会社設立が可能となり、出席株主の過半数で取締役が解任できるなど株主総会が万能かつ最高の意思決定機関とされた。

昭和25年(1950年)の戦後の改革では、取締役会を法定し、資金調達等を能動的に実施できるための授権資本制度など取締役会の機能を強化し、株主総会の権限を法令または定款に定められた事項に限定した。株主総会の権限が縮小する一方で、一株一議決権や株主代表訴訟、違法行為差止請求権等の株主の権利が強化された。

それまでは各取締役が業務を執行し、各自が会社を代表していたが、取締役は取締役会の構成員として業務執行の決定と取締役の監督をし、会社を代表し、業務を執行する代表取締役を取締役の中から選任するといった米国制度の導入が広く行われた。取締役が取締役会の構成員として取締役の監督を行うことにより、監査役の監査権限の範囲から業務監査権が外され、会計監査のみに縮小された。

わが国の経済の発展に合わせ、粉飾決算等の企業不祥事が相次ぎ、その都度、法務省設置の法制審議会で商法改正による機関設計の見直しが行われてきた。昭和49年(1974年)改正では、監査役の権限に業務監査権を復活させ、監査役の権限を強化した。同年には商法特例法が制定され、大会社に会計監査人の設置を義務づけた。昭和56年(1981年)改正では、監査役・会計監査人の独立性強化、複数監査役、常勤監査役の設置等の監査制度の強化が図られた。

平成5年(1993年)改正では、3名以上の監査役設置、大会社では、うち1名を社外監査役とし、監査役制度を導入した。平成13年(2001年)改正では、監査役の半数以上を社外監査役としたうえで、監査役を取締役会出席を義務づけた。

平成14年(2002年)改正では、委員会等設置会社制度が導入され、平成17年(2005年)の会社法制定では、監査役の設置は任意となり、会社の機関設計に応じて取締役会、監査役、会計監査人等を設置する機関設計の自由が導入された。

近時では、平成26年(2014年)改正で、監査等委員会設置会社制度および多重代表訴訟制度の導入、有報提出会

社への社外取締役設置の勧奨など規律面の強化が実施されている。つまり、わが国のコーポレートガバナンスを律する機関設計は常に立法によって再構築され、ハードローで運営されてきた。

(2) 政府主導のコード策定と官製の自主規制

しかし、ここまでの会社法制の潮流に逆らうかのよう⁴⁾に2015年に策定されたコーポレートガバナンス・コードの策定は異質なプロセスを辿る。2014年の「日本再興戦略改訂2014⁴⁾」といった政府の成長戦略が金融庁と東証にコード策定を強力に促し、これまでは法制審で決められてきた会社の機関設計が、金融庁主導の官製の自主規制で決められるという事態となった。会社法を審議する法制審では、通説ばかりでなく少数意見を持つ会社法学者も参加し、学者が中心となり、財界出身者や実務弁護士も審議委員として入ることで多様性を図っているが、コード策定を審議する金融庁の有識者会議では、実務家が優先し、法学者の参加が希少であったことにも会社の機関設計という点で特殊性がある。

(3) 日本コードの特徴

(a) 2つのキーワード

金融庁に設置された有識者会議は、半年ほどの審議を経て、コード原案を答申した⁵⁾。コードの序文には、

“会社は、株主から経営を付託された者としての責任(受託者責任)をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である。本コード(原案)は、こうした責務に関する説明責任を果たすことを含め会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果断な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンス」の実現を目指すものである”

と記載され、「株主に対する受託者責任」と「攻めのガバナンス」の2つのキーワードが、わが国のコードを特徴づけるものとなっている。

まず、「受託者責任」は、金融庁の海外発信用の英語訳には‘fiduciary responsibility’⁶⁾と訳されている。これは‘fiduciary duty’⁶⁾と置き換えてもよいであろう。わが国の会

³⁾ 秋坂[2006]を参考に機関設計に関わる改正の変遷を抜粋。

⁴⁾ 首相官邸[2014]。

⁵⁾ 金融庁[2015]。

⁶⁾ FSA[2015]。

社法上の解釈として、取締役と株主の関係に受託者責任を基本原則とするには違和感があり、この点については、英米法との対比として後述したい。

次に「攻めのガバナンス」だが、コーポレートガバナンスの定義をどう考えるかで、その印象は異なる。一般に、「コーポレートガバナンス」とは、「経営者に対する監督の仕組み」と考えられるが⁷⁾、コード原案には、

“「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”

と記載され、経営者に対する監督といった定義はなく、果敢に経営リスクを取るためのツールと位置づけられている。このため、わが国のコードが「攻めのガバナンス」のキーワードに収斂し、他国に例をみないコーポレートガバナンス・コードとなった。コーポレートガバナンスが経営者に対する監督の仕組みである以上、「攻め」も「守り」もないからである。「攻め」だけが強調されるコードには批判が多い⁸⁾。

金融庁は、この「攻めのガバナンス」を海外発信用の英訳では、‘growth-oriented governance’⁹⁾と訳している。これを正しく日本語に訳すると「成長指向ガバナンス」になるであろう。「攻め」の意を英語で表現すると、‘offensive’になるが、コーポレートガバナンスの本来の意義は「経営者に対する監督の仕組み」であることを考慮すると、「攻めのガバナンス」では海外に誤ったメッセージを発することになるため、回避したと推察される。もちろん、コーポレートガバナンスに成長指向を求めることも適切ではない。

(b) プリンシプルとコンプライ・オア・エクスプレイン

キーワード以外にも、わが国のコードを特徴づけるものにプリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインがある。まず、プリンシプルベース・アプローチについては、

“一見、抽象的で大掴みな原則(プリンシプル)について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある”

と記載している。プリンシプルは、わが国においては、ルー

ルと対比する概念として使われることが多い。プリンシプルとルールとの相違は、それに法的拘束力があるか否かであり、そのうえでプリンシプルを「関係者が共有する理念」だとするならば、その実効性が問題となる。プリンシプルは制定法や判例法となるハードローと対比し、ソフトローとも呼ばれ、法体系の中で、ハードローを上部概念、ソフトローを下部概念と捉える考えもあり¹⁰⁾、コード自体の位置づけも不明確になる。英国法では、後述するが、コーポレートガバナンスにおいて制定法とプリンシプルとなるコードには明確な役割分担があり、その関係に上下はない。

次に、コンプライ・オア・エクスプレインについては、コード原案には、

“本コード(原案)は、法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではなく、その実施に当たっては、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」(原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか)の手法を採用している。すなわち、本コード(原案)の各原則(基本原則・原則・補充原則)の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないとする原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定している”

と説明している。コード原案を読みながら「プリンシプル」とは何かと思案して進んでいくと、ここでは、ついにコードには法的拘束力も規範性もないと強調されるため、コードが何であるのか、ひいてはプリンシプルが何であるのかより曖昧になっている。

プリンシプルとは、「共有すべき理念」ではなく、「守るべき規範」であり、この規範性の高さが自主規制、ソフトローを構成し、ハードローに抵触しない運営がされることが重要であり¹¹⁾、コンプライ・オア・エクスプレインでは、その規範性が徹頭徹尾エクスプレインされることが前提となる。

3. コードの遵守状況とフォローアップ会議

(1) コードの遵守状況

東証によれば¹²⁾、2016年12月末までにコード遵守対象となる1部及び2部上場企業でコード対応状況を開示し

⁷⁾ 江頭[2016], 97頁。

⁸⁾ 上村[2016], 91頁、森本[2015], 14頁など。

⁹⁾ FSA[2015], pp.7.

¹⁰⁾ 神作[2015], 15頁。

¹¹⁾ 上村[2016], 88頁。

¹²⁾ 東証[2017]。

た2,530社のうち、コード全73項目を遵守している企業は19.9%(504社)、全項目のうち90%以上を遵守している企業は64.8%(1,639社)となっている。遵守されていない上位3つの原則は、議決権行使電子化の整備(57.7%)、取締役会による実効性の評価(44.7%)、役員インセンティブ報酬(31.4%)である。

遵守できていない原則に対する説明(エクスプレイン)は、それぞれ詳細なエクスプレインが開示されているが、大別すると、「今後実施の予定(14.8%)」、「実施するか検討中(40.0%)」、「実施予定なし(45.1%)」となる。「実施予定なし」という説明については、コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨から見ると違和感もあるが、実際の開示では、個社事情や代替手段により原則遵守が可能と説明している。

2015年12月末の東証の同資料によれば¹³⁾、遵守できていない原則の上位に独立社外取締役2名以上の選任があげられていたが、2016年の1年間で遵守できていない企業は、42.5%から20.6%と半減した。この背景には、2015年6月から適用されたコード(原則4-8)の影響だけではなく、同年5月に施行された改正会社法が、社外取締役の設置を勧奨するとともに(会社法327条の2)、会社の機関設計に監査等委員会設置会社制度を導入(同326条2項)したことがある。

監査等委員会設置会社へ移行した企業は上場企業の20%に及び、監査役会設置会社の社外監査役が監査等委員にスライドし、社外取締役となることから、結果として上場企業における社外取締役の選任が飛躍的に伸びたことになる。この社外取締役を設置する会社が増加したことは会社法改正の後押しもあるが、コードの効果と評価できる¹⁴⁾。

(2) フォローアップ会議での見直し議論

フォローアップ会議では、コード適用後に継続的にコードの遵守状況や見直しに向けた議論が進んでいる。2016年2月までは基本原則4「取締役会等の責務」を中心に審議が進められ、「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(案)¹⁵⁾」(以下、「意

見書2」)が公表された。意見書2は、フォローアップ会議での審議をまとめるかたちで、(a)CEOの選解任のあり方、(b)取締役会の構成、(c)取締役会の運営、(d)取締役会の実効性の評価、の4つのポイントを他社の取組事例を紹介しながら解説している。ここでは、それらのポイントを各回の議事録を合わせ見ていきたい¹⁶⁾。

(a) CEOの選解任のあり方

会社法はもちろんのこと、コードにおいてもCEOの定義はない。社長、代表取締役、代表執行役等を想定しているのであろうが、会社法上の取締役の責任や表見代表取締役を考える場合、CEOの義務と責任を明確にすることは重要である。そのうえで、意見書2および議事録を俯瞰すれば、CEOは業務執行のトップであり、その選解任は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現していく上で、最も重要な戦略的意思決定となり、客観性・適時性・透明性が求められる。

フォローアップ会議では、CEO選任の取組みとして、複数候補者を取締役会に明示し、時間をかけて候補者の資質を見極めるプロセスを経たり、独立社外取締役の十分な関与を得るために、指名委員会、任意の諮問委員会、独立社外取締役のみを構成員とするエクゼクティブセッションを活用したりする事例が紹介されている。

CEOの解任については、「取締役会の実効性の評価」および「取締役会の構成」と重なるが、適切に会社の業績等の評価を実施し、CEOに問題があると認められる場合、取締役会が適時・適切に解任できるよう、取締役会の経営陣(CEO)からの独立性・客観性が十分に確保されている必要がある。

(b) 取締役会の構成

取締役会の独立性・客観性を一層確保するための取組みとして、監査役会・監査等委員会設置会社において、委員長を独立社外取締役とし¹⁷⁾、独立社外取締役が過半数となる指名・報酬等にかかる任意の諮問委員会の活用が紹介されている。指名委員会等設置会社の機関構造にならったものと言えるが、任意の諮問委員会の法的根拠がないため、意思決定のプロセスが明確でないばかりか、決定の拘束力はない。その役割や権限は各社各様であるが、取締役会へのアドバイザー機能に留まり、指名委員会等

士(10%)、会計士・税理士(10%)、大学教員(10%)の傾向を示している(東証[2015], 31-32頁)。必ずしも「経営のプロ」が選任されているわけでもなく、また、会社法の社外要件や東証の独立基準の外となる他社の顧問弁護士といった利益相反も考慮されていない。

¹³⁾ 東証[2016]。

¹⁴⁾ 坂東[2016], 33頁。

¹⁵⁾ 金融庁[2016]。

¹⁶⁾ 坂東[2016], 33頁。

¹⁷⁾ 独立社外取締役の属性は、監査役会設置会社等の機関設計の形態を問わず、おおよそ他社役職員(60%)、弁護

設置会社の各委員会並みの機能を期待できない。

意欲的な取組みとして、CEOと取締役会議長の分離をあげているが、東証によれば¹⁸⁾、上場企業の8割以上では、取締役会議長を社長が務めている。CEOと取締役会議長の分離の目的は、業務執行とその監督を分離することにあるため、取締役会の独立性・客観性を向上させるための手段としては有効である。ここでは、取締役会議長を独立社外取締役が務めることを想定している。

(c) 取締役会の運営

取締役会において独立社外取締役の活用を促進していくためには、独立社外取締役の取締役会への関わり方が重要である。独立社外取締役への報告・情報提供¹⁹⁾、就任時の適切なトレーニング機会の提供、エクゼクティブセッションの設置等の環境整備を行うことで、独立社外取締役が取締役会の戦略的方向付け等の議論に貢献できるようになる。

そのうえで、独立社外取締役を含めた取締役会の構成員が、取締役会での議論を充実させていくために、経営陣へ委任することが適当な業務執行の委任を適切に進めることで議案数を絞込み、重要事項を決議に先立って議論する審議事項を導入し、十分な審議時間を確保することが有効となる。

(d) 取締役会の実効性の評価

コードの未実施率で、議決権の電子行使のための環境整備に次いで高いものが、取締役会の実効性の評価である。独立社外取締役の数や各議案の審議時間等、実効性の評価は定量評価に陥りやすいが、コードでは各取締役へのヒアリングを基にした自己評価を開示することを要請している。意見書2および議事録からは、具体策がないために各社がその対応に苦慮している姿が見て取れる。外部コンサルに委託し、定性評価の項目を決め定時定例に評価することもできるが、それらの評価を評価する投資者から見れば、各社各様で統一性がない。

英国では、コードを所管するFRC（財務報告評議会）が取締役会の実効性評価に関するガイドラインを公表し、各社がその定性評価項目に従って年次評価を実施し、3年

ごとに外部評価を受ける。未実施率が高い原則であることから、わが国でも取締役会の実効性評価に関するガイドラインを公表したほうが混乱を回避できるであろう。

4. 英国コード策定への歩み

(1) 会社法とコードの関係

わが国のコードに大きな影響を与えた英国コードの成り立ちを概観する²⁰⁾。歴史的な変遷に移る前に、まず理解すべきことは、英国では会社法とコードの役割分担が明確なことである。伝統的に、会社法は会社の機関設計について詳細な規定を設けず、会社定款に委ねる私的自治を尊重してきた²¹⁾。たとえば、取締役選任や報酬については会社法により開示義務が規定されているが、決定手続きは定款に規定されている²²⁾。取締役の義務も数百年にわたる判例法で確立してきたが、会社法に規定されたのは、2006年改正と英国の歴史ではごく最近のことである。

しかし、すべての事項を定款に委ねることには必ず弊害があり、事実、1980年代後半から企業不祥事が続くことにより、私的自治が政府による介入(法改正等の制定法化)の危機に脅かされることになる。

シティの伝統は、コーポレートガバナンス強化に向けた政府による介入を回避するために²³⁾、コード策定という自浄作用による改革を推し進めてきた。わが国が企業不祥事のたびに経営監督の強化に向けて法制審で会社法を改正するのと同じように、自主規制機関や政府機関が独立したパネルを設置し、コードを改訂してきたのである。民間主導の自主規制によるコード策定であって²⁴⁾、わが国の成長戦略に包含された官製の自主規制とは大きな相違があることに注意したい²⁵⁾。

(2) 独立パネルでのコード策定の沿革

(a) キャドベリー報告書(1991年5月)

ギネス事件(86年)、BCCI事件(91年)、マックスウェル

¹⁸⁾ 東証[2015], 19頁。

¹⁹⁾ 原則4-13は取締役・監査役に能動的な情報入手義務を課しているため、取締役等の注意義務との関係で、取締役・監査役は漫然と会社からの情報提供を待つのではなく、積極的に情報提供を求めなければならない。

²⁰⁾ 企業不祥事とパネル報告書を検証・評価したものとして川島[2016b]。

²¹⁾ 弥永[2015], 33頁。

²²⁾ 川島[2016a], 107頁。

²³⁾ 江頭[2016], 101頁、坂東[2016], 34頁。

²⁴⁾ 英国のLLM等で使われる代表的なテキストであるLowry & Reisbeg[2012]では、コードは「自主規制の役割」の章で解説されている。

²⁵⁾ 江頭[2016], 102頁。

事件(91年)と英国内の大企業による不祥事・経営破綻が続いたことから、ロンドン証券取引所および公認会計士団体がキャドベリー委員会を設置し、財務会計報告書とコーポレートガバナンスについて審議し、キャドベリー報告書を公表した。取締役会の構成と責務、監査人の役割、株主の権利と責務について答申し、その内容は‘Code of Best Practice’²⁶⁾として上場規則化され²⁶⁾、これが英国コードの端緒となった。

(b) グリーンベリー報告書(1995年1月)

ナショナルパワー等の過剰な役員報酬が問題になり、英国産業連盟(CBI)の委託により取締役の報酬を調査するグリーンベリー委員会が設置され、95年7月、取締役の報酬決定方法の見直しと報酬の開示の改善を提言した。上場規則により、取締役の報酬の方針および取締役ごとの報酬パッケージを年次報告書で開示することとした。この報告書での特徴は、経済団体が自主的に取締役報酬の抑制を諮問したことである。

(c) ハンペル報告書(1998年1月)

キャドベリー報告書が95年末までに取締役報酬やコンプライアンス等のCode of Best Practiceの見直しを要請していたことからFRC(財務報告協議会)がハンペル委員会を設置し、取締役会・外部会計監査人等の役割、取締役の報酬等のコーポレートガバナンスの原則を策定し、キャドベリー報告書、グリーンベリー報告書、ハンペル報告書をまとめる統合コード(Combined Code)を答申し、取引所は、この統合コードを上場規則に採用した。

(d) ヒッグス報告書(2003年1月)

米国のエンロン＝ワールドコム事件を契機にコーポレートガバナンスおよび企業会計に関する不審が強まる中、貿易産業省が英国における類似の事件が発生しないようにヒッグス委員会を設置し、英国企業のガバナンスの実態を調査した。「非業務執行取締役の役割と効果に関する報告書」を答申し、取締役会の監督機能強化のために、構成員の半数以上を非業務執行取締役、取締役会議長とCEOの分離等の改訂が統合コードに採用された。

(e) ウォーカー報告書(2009年11月)

米国発のサブプライム危機により、ノーザン・ロックが英国では130年ぶりとなる取付になるなど英国も金融危機に陥ったことから、財務省の要請でウォーカー報告書がまとめられた。金融機関の破綻原因が、過剰な役員報酬を実現するための過度なリスクテイクにあるなど、コー

ポレートガバナンスの脆弱性が指摘され、取締役会の規模や構成、取締役会による業務執行取締役の業績の適正な評価、機関投資家の役割、取締役の報酬等、39項目を勧告した²⁷⁾。ウォーカー報告書を受けて、統合コードが改訂され、コーポレートガバナンス・コードが策定された。

(3) 英国コードの特徴

(a) コーポレートガバナンスとは

英国におけるコーポレートガバナンスは、元々、定款または自主規制に依存するため、日本コードのように、プリンシプルを説明する必要がない。英国コードの端緒となったキャドベリー報告書には以下のようにコーポレートガバナンスの定義づけがなされ、それ以降変更がない。

“コーポレートガバナンスとは、それによって会社を方向づけ、制御するためのシステムである。取締役会は、それぞれの会社のガバナンスに責任を負っている。ガバナンスにおける株主の役割は、取締役と外部監査人を任命し、自ら満足できる適切なガバナンスに構造が構築されるようにすることである。取締役会の責任には、会社の戦略的目標を設定し、それを実行するために指導力を発揮し、経営を監視し、自らの受託者責任に関連して株主に報告を行うことが含まれている²⁸⁾”

コーポレートガバナンスの定義の中で、株主に対する取締役(会)の義務として「受託者責任」による報告義務があげられている。金融庁の日本語訳では「受託者責任」となっているが、英国コードの原語では‘stewardship’となっている²⁹⁾。英国法においては「受託者責任」を指す‘fiduciary duty’は2006年会社法に会社に対する取締役の義務として規定されているため(後述)、プリンシプルとなるコードにおいて取締役が株主に対して負う義務として「受託者責任」を記載することができない。そこで、英国コードはプリンシプルとしての取締役の対株主責任を制定法上の‘fiduciary duty’と区別し、‘stewardship’としている。

(b) コンプライ・オア・エクスプレイン

コンプライ・オア・エクスプレインについては、“取引所の上場規則は、会社に対し、「主要原則」を遵守することと、それをどのように遵守したかについて株主に報告することを義務付けている。原則部分は本コードの核心であり、それをどのように適用するのかは、取締役

²⁶⁾ Lowry & Reisberg[2012], pp.31.

²⁷⁾ 河村[2010], 30頁。

²⁸⁾ 金融庁[2014], 1頁。

²⁹⁾ FRC[2016], pp.5.

会が本コードに従いどのような運営を行うべきかを決定するに当たっての中核的な論点である。特定の状況下では、他の手段によって良いガバナンスが達成され得るのであれば、「各則」を遵守する代わりに代替手段に従うことは正当化される。そうするための条件は、その理由について株主に明確かつ注意深く説明することである」と記載し、日本コードのエクспレインが主として「実施しない理由」の説明であるのに対し、英国コードは株主への説明責任を果たせば、代替手段を採用することを明示的に許容している点、相違がある³⁰⁾。コーポレートガバナンスが定款自治、自主規制に委ねられる以上、コードをコンプライするかどうかではなく、どちらの場合もしっかりエクспレインすることが求められている。

5. 日英のコードの異同

(1) 'fiduciary duty' と 'stewardship'

(a) わが国における取締役の義務

前述の通り、金融庁は日本コードの中で、取締役の株主に対する「受託者責任」に該当する英語訳として 'fiduciary responsibility' を使い、英国コードで使われている取締役の株主に対する報告義務となる用語 'stewardship' を同じく「受託者責任」と和訳している。「受託者責任」、「fiduciary duty」、「stewardship」のいずれも株主に対する取締役の責任を指すものと想定される。

わが国の法令では、会社と取締役の関係は、民法の委任を準用し(会社法330条)、受任者である取締役は、委任者である会社に対して善管注意義務を負い(民法644条)、取締役は取締役会の構成員として取締役職務執行の監督義務(会社法362条2項2号)、内部統制システム構築義務(同362条4項)を負う。また、取締役は会社のために忠実に職務を行わなければならない(同355条)。一般に受託者責任は、注意義務(duty of care)と忠実義務(duty of loyalty)を指すため³¹⁾、わが国では、法令上、明文の規定があることから、取締役が直接的に受託者責任を負うのは、会社に対してであり、株主に対してではない。さらに、信託法理

において既に受託者責任が確立しているため、プリンシプルとはいえ取締役と株主の関係に受託者責任を持ち込むことは混乱を招きやすい³²⁾。

(b) 英国における取締役の義務

一方、英国では、2006年会社法までは、取締役の義務はコモンロー(判例法)に従うとされ、会社法上の明文の規定が存在しなかった³³⁾。会社との信認関係('fiduciary relationship')に基づく受託者的義務('fiduciary duty')と会社の業務執行においてコモンロー上尽くされるべき注意義務('duty of care')は永らく判例法に委ねられてきたが、2006年会社法が、これらを成文化した³⁴⁾。

2006年会社法は、取締役は会社に対して一般的義務を負うと規定し(170条)、以下の7つの義務を類型化した。

- ①定款の遵守義務(171条)
- ②会社の成功を促進する義務(172条)
- ③独立判断義務(173条)
- ④注意義務(174条)
- ⑤利益相反回避義務(175条)
- ⑥第三者からの利益禁止義務(176条)
- ⑦会社との取引の開示義務(177条)

178条は、174条を除いた6つの義務が、取締役が会社に対して負うその他一切の受託者的義務('fiduciary duty')と同様の方法でこれを強制することができることと規定していることから、174条の注意義務は会社法上の受託者的義務ではなく、また2006年会社法は、取締役が会社に対して負う受託者的義務すべてを成文化したわけではないことがわかる³⁵⁾。

2006年会社法が、取締役が受託者的義務を負うのは会社に対してであると規定した以上、英国コードには日本コードのように取締役が株主に対して受託者責任を負うと規定することはできない。コーポレートガバナンスを自主規制、定款自治に委ねる英国では、ハードローである会社法は強行法規の色合いが強いからである。このため、英国コードにはスチュワードシップ・コードを含め、'fiduciary duty'の文言が一切使われていない。前述の通り、金融庁はそれを「受託者責任」と訳しているが、英国コードのコーポレートガバナンスの解説には、取締役の株主

³⁰⁾ もちろん、日本コードの開示においても、遵守しない理由に代替措置が適当と説明している上場企業が一定数あり(14%)、許容されている。

³¹⁾ Frankel[2011], pp.106.

³²⁾ 有識者会でも、実務者委員より「受託者責任という文言は、信託法で用いられており、信託法下での受託者責任についてはすでに評価が積み重なっているため、プリ

ンシプルベースとはいえ、コードの文言の解釈もそれに引きずられるおそれがある」との指摘があった(内田[2014])。

³³⁾ 小野里[2010], 144頁。

³⁴⁾ 川島[2007], 2頁。

³⁵⁾ 中村=田中[2008年], 206頁。

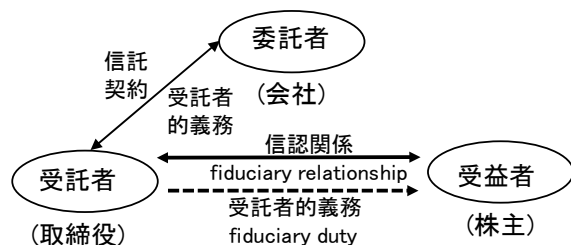
に対する説明責任として‘stewardship’が使われている。また、英国のステューワードシップ・コードでも、‘stewardship’を「取締役は投資家の利益を守る‘stewards’であり、個人投資家や年金生活者は機関投資家を同様の‘stewards’となることを期待する」と解説し³⁶⁾、同様に‘fiduciary duty’と区別している³⁷⁾。

(c) 米国の影響 - エージェンシー理論

法令上は、取締役が‘fiduciary duty’を会社に対して負うことで日英は共通し、プリンシプルベースやコンプライ・オア・エクスプレインといった根本的な考え方を共有する日英のコードであるが、コードでの「受託者責任」の使い方は異なる。これは、コードの有識者会議等では、法制審とは異なり、会社法や信託法の学者の関与が小さく、実務が優先され、米国の影響を受けやすいことが推察される。

米国でも、また2006年会社法で成文化されるまで解釈が明確でなかった英国でも、判例法により、取締役と株主の関係は信託法理で類推されてきた。図表1の通り、会社を委託者、取締役を受託者、株主を受益者とし、会社経営を委託された取締役は、受託者として配当や残余財産の請求権を有する受益者となる株主と信託関係‘fiduciary relationship’にあり、取締役は株主に対して受託者の義務‘fiduciary duty’を負うと考えられてきた³⁸⁾。

(図表1)会社法制における信託法理の類推

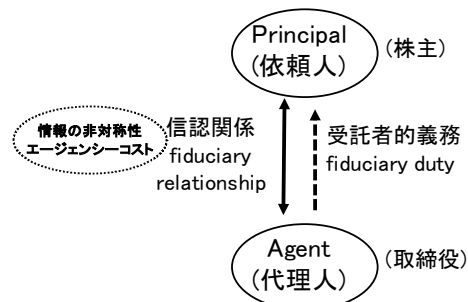


(出所)Frankel[2011]より筆者作成

これが米国では、さらに受益者となる株主をプリンシ

パル、受託者となる取締役をエージェントと考³⁹⁾、そこに生じるエージェンシーコスト、経営に関する取締役と株主の情報の非対称性により発生するコストを最小化する仕組みを研究するエージェンシー理論にまで派生した。この考え方では、図表2の通り、プリンシパルである株主とエージェントである取締役の間に信託関係が存在すると類推し、取締役は株主に対して受託者の責任を負うことになる。この視点が、会社を研究対象とする経済学および法学を席卷し、実務に大きな影響を与えている⁴⁰⁾。

(図表2) エージェンシー理論での受託者責任



(出所) Jensen&Meckling[1976]より筆者作成

コーポレートガバナンスの目的が、「経営者に対する監督の仕組み」であることにエージェンシー理論も変わりはないが、取締役の義務を検討する際に考えなければならないのは、「誰の利益のための監督」かであり、米国型のエージェンシー理論の前提は、株主の利益のためであることに間違いはない⁴¹⁾。ここに日英の会社法の解釈や米国型のエージェンシー理論には隔たりがある。

(2) 会社の目的 - 「会社は誰のものか」

わが国でも、会社の目的や取締役の義務を考える際に、「会社は誰のものか」という議論がある。株主は出資することで、株主総会での議決権行使を通じて会社の重要事

³⁶⁾ FRC[2011], pp.4.

³⁷⁾ わが国のステューワードシップ・コード(「責任ある機関投資家」の諸原則)を策定する際、信託法学者が関与しなかったため、入口の議論で‘fiduciary duty’と‘stewardship’の相違を明確にしないまま、英国の‘stewardship’をそのまま移植している。本来、‘stewardship’に該当するわが国の法概念は、「受託者責任」であり、信託法、信託業法および関連法令の解釈・運用で英国のステューワードシップが求めることの大半は対応できたはずである。

³⁸⁾ もちろん、実際の判例では、信託関係の存在の事実認定を厳格に行い、取締役と株主の間に自然発生的に信託関係を認めるわけではなかった。

³⁹⁾ 先行研究として Jensen & Meckling[1976], pp.308. また、英国法からエージェンシー理論を解説するものとして、Keay[2009], pp.13.

⁴⁰⁾ 江頭[2016], 101 頁。

⁴¹⁾ 江頭[2016], 98 頁。

項の決定に関与でき、利益剰余金の配当・残余財産の分配を請求できるなどの権利を有する(会社法105条1項)。一方で、株主利益の最大化ばかりが会社の目的となることで営利のみを優先する結果、環境破壊やリコール隠しにより企業価値が毀損したり、社会とともに発展していくために会社が社会的責任(CSR: Corporate Social Responsibility)を果たすことを強く求められたりすることも多い。

英国でも2006年会社法が制定され、取締役の一般的義務が成文化されるまで、また、現在においても、活発な株主至上主義(shareholder primacy)とステークホルダー理論(pluralism)の対立がある⁴²⁾。2006年会社法は、取締役の一般的義務の一つに特徴的な規定を置き、英国法が株主至上主義からステークホルダー理論へ移行し始めたことを示している。172条には、「会社の成功を促進すべき義務」として、

“(1) ①会社の取締役は、当該会社の社員全体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考えるところに従って行為しなければならない、且つ、そのように行為するに当たり(特に)②次の各号に掲げる事項を考慮しなければならない。

- (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)当該会社の事業のもたらす地域社会および環境への影響
- (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

(2) ③会社の目的が、その社員の利益以外の目的から成るとき、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。

(3) 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⁴³⁾。

英国会社法において社員(member)⁴⁴⁾は株主を指すことから、下線部①だけを読むと、2006年会社法は、株主至上主義を確認した立法だと解釈できる。取締役は株主の利益のために、会社の成功を促進する義務を負うと規定されているからである。

しかし、下線部②には、株主の利益のために会社の成功を促進する義務を履行する際に、取締役は6つの事項を考慮しなければならないと規定している。すなわち、

- (a)長期的に発生する可能性のある結果
- (b)従業員の利益
- (c)供給業者、顧客等との関係の発展
- (d)地域社会および環境への影響
- (e)事業活動の評判の維持
- (f)社員間の取扱いの公平性

であり、従業員や取引先の利益、地域社会・環境への配慮、風評等、まさに会社を巡る様々なステークホルダーの利益に配慮することを取締役に義務づけていることにはほかならず、ステークホルダー理論が成文化されたことになる。

さらに、下線部③は、会社の目的が株主利益以外の目的からなる場合は、①の株主の利益のために会社の成功を促進する義務を、株主利益以外の目的を達成することに読み替えてもよいと規定している。つまり、会社は株主利益以外の目的を有することができ、取締役はその目的を達成する義務を負うことになる。この際、一般的に株主利益以外の目的を持つと考えられる慈善事業会社や公益企業等にかかわらず、すべての会社は株主利益以外の目的を持つことが許容されている⁴⁵⁾。これは株主至上主義の修正でもある。

英国の会社法学者の間では、2006年会社法172条を指し、‘Enlightened Shareholder Value’(ESV)の導入と呼び、

ローの伝統的な解釈から‘members as a whole’の箇所には‘the interest of the company’が提案されていたが、立法プロセスで、‘members as a whole’が選択された(UK Parliament[2006])。

⁴⁵⁾ UK Legislation[2006], para330.

⁴²⁾ Ferran[2001], pp.20.

⁴³⁾ 日本語訳は、中村=田中[2008], 203頁から。下線および①②③区分は筆者。

⁴⁴⁾ 「社員全体」はmembers as a wholeが原文で使われているが、コモンローでは現在の株主および将来の株主を指すとされ(Keay[2010b], pp.17)、「投資家」と訳したほうが適切と考えられる。なお、立案段階では、コモン

その解釈において議論が多い⁴⁶⁾。日本の学者の中では、ESVを「啓蒙的株主価値」と訳す場合が多いが、これは株主利益最大化といった下線部①の部分のみをとらえているのか、強調しているかの印象があり、適切ではないと思われる。172条は、英国国内での従来の議論や解釈を踏まえ、①株主至上主義、②ステークホルダー理論、③株主至上主義の修正、をバランス良く併記したに過ぎず、制定法により、株主至上主義を確認したわけでも、またステークホルダー理論を確認したわけでもない。米国型のエージェンシー理論や信託法理の類推による株主利益最大化といった従来の株主至上主義の解釈に加え、ステークホルダー理論や株主至上主義の修正を規定したことになり、その意味で、ESVを適正に日本語訳にするならば、「新たな株主価値」が相応であろう。

なお、わが国の会社法制には、ステークホルダー理論は明文の規定がない。しかし、攻めのガバナンスが強調されるあまり、その存在が認識されにくいのが、コードの基本原則2には、

“上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである”

と記載されている。わが国のコードは、攻めや株主利益最大化ばかりではなく、ステークホルダーの利益とのバランスを維持するよう設計され、これは英国の2006年会社法172条のフィロソフィーを継受していると考えられる。

(3) 役員インセンティブ報酬

コードの「攻めのガバナンス」の「攻め」が具体的に何を示すのかは、実はあまり明確ではない。コード原案の序文では、

“会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いている”

記載されていることから、「健全な企業家精神の発揮」、「会社の持続的な成長」、「中長期的な企業価値の向上」が「攻めのガバナンス」を具体化するものであろう。

金融庁の有識者会議と平行して「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」を設置していた経産省は、専ら役員インセンティブ報酬について議論され、コード適用開始に合わせて、「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～⁴⁸⁾」を公表しているが、その中で、

“報酬、保険や補償条件等の役員就任条件を適切に活用することにより、中長期的な企業価値向上に向けて、優秀な人材を内外から確保し、経営者を含む業務執行者等のインセンティブを創出することが可能となる”

と記載している。コードは、原則4-2に

“経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである”

とし、補充原則4-2①に

“経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである”

と規定し、「中長期的な企業価値の向上＝役員インセンティブ報酬の向上」といった趣旨をコードと経産省の要望事項は共有している。

コードおよび経産省の考え方に影響を与えたのは、英国コードであると思われる。2010年に策定された英国コードは2012年改訂まで、

“報酬の水準は、会社を成功裏に運営するために必要なクオリティを備えた取締役を引きつけ、保持し、動機づけするのに十分な程度のものであるべきだが、会社は、この目的を達成するために必要な額以上に支払いを行うことは回避すべきである。業務執行取締役の報酬のかなりの割合は、会社および個人のパフォーマンスにリンクするように構成されるべきである(2012年英国コード主要原則D.1.)⁴⁹⁾”

と規定されている。会社の中長期的な成長のためには、十分なインセンティブ報酬が必要であるとの考え方が、そのまま日本コードに移植されたといってもいいであろう。

しかし、日本コード策定が審議されていた英国コード

⁴⁶⁾ Keay, Andrew[2010a], pp.8, Reisberg & Havaercroft[2010], pp.10

⁴⁷⁾ 江頭[2016], 108頁。

⁴⁸⁾ 経産省[2015]。

⁴⁹⁾ 金融庁[2014], 24頁。

の2014年改訂は、このインセンティブ報酬の考え方が以下のように大幅に修正された。

“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(2014年英国コード主要原則D.1.)⁵⁰⁾”

このように、インセンティブ報酬促進の文言が削除され、インセンティブ報酬の扱いが「かなりの割合は…構成されるべきである」から「厳格に適用」と後退した。

英国コードを所管するFRCは、2014年改訂により役員インセンティブ報酬促進が削除されたことについて、会社の長期的な成長と役員報酬といった短期的な利益が相反し⁵¹⁾、とりわけ「取締役を引きつけ、保持し、動機づけするのに十分な程度」という文言が誤解を招くため、削除したと説明している⁵²⁾。

日本のフォローアップ会議では、役員報酬といった細部の議論はなく、独立社外取締役や任意の諮問委員会設置等の経営管理機構の適正な設計や、その機能活用に重点が置かれた。フォローアップ会議でも一部のメンバーから役員インセンティブ報酬についての発言があったが、意見書2には採用されなかった。英国コードにおける役員インセンティブ報酬の考え方の修正を踏まえると、取締役会の評価や監督・モニタリング機能の強化を十分整備するための議論が優先されるべきであり、フォローアップ会議での議論は健全といえる。役員報酬の適正配分は、指名委員会等設置会社での報酬委員会、監査役会設置会社、監査等委員会設置会社であっても任意の指名・報酬委員会等、適切な監督機関があってこそ可能であろう。

6. むすびにかえて

コードが適用され、1年余りが経過したが、フォローアップ会議や経産省に設置されたコーポレート・ガバナンス・システム研究会では、その遵守状況や定着度合いを検証することが進められている。しかし、今後議論や見直しを進めていくうえで、整理すべき点は多い。

わが国では、これまで法制審で審議され、会社法(商法)改正による機関設計でコーポレートガバナンスが対応されてきたが、この中でコードの位置づけは必ずしも明確

ではない。コードの策定・改訂が政府主導で実施されていくのだろうが、その政府の主体が会社法を所管する法務省ではなく、金融庁および経産省という経済官庁であることにわが国の特殊性がある⁵³⁾。

法務省(会社法)、金融庁(金商法)による積極的な調整がないまま、上場企業のみを対象とした機関設計が金融庁・経産省で進められることに立案担当者、学者、実務家等の間でコンセンサスがあるかは疑問である。官製ではなく、あくまで自主規制(プリンシプル)でコードを運用していくのであれば、英国コードにおけるFRCの役割のように、東証の上場制度整備懇談会等の常設の自主規制機関で実質的な議論がなされるべきであろう(もっとも、東証にした場合、スチュワードシップ・コードの担い手に課題が残るであろう)。

2005年会社法制定により、それまでの有限会社法等に規定された中小企業や持分会社等のベンチャーまでもが会社法に包含された。今後、上場企業のみを会社法から切り出して自主規制となるコードで機関設計等を策定していくのならば、実効性の確保という点で課題が残る。さらに、法制審で審議する会社の対象は、中小企業と有報提出会社であって非上場の大会社となる。公開会社・閉鎖会社、大企業・中小企業といった区分立法の整理が必要になり、会社法制の体系はさらに複雑にならざるをえない⁵⁴⁾。

コーポレートガバナンスの設計は、本来、「経営者に対する監督の仕組み」であり、誰のための監督であるか、つまり会社の目的が何であるかによって変わる。つまり、ところ、「会社の利益」を「株主の利益」と読み替えるのか、または株主を含めた従業員や取引先等の「ステークホルダーの利益」と考えるのかで、会社の目的、ミッションも変わってくる。コード基本原則2が規定する「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」にあるように、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、株主・投資家ばかりではなく、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする多様なステークホルダーとの協働が必要である。これらステークホルダー全体の利益を向上させることが取締役の責務であり、その目的を達成するために経営者がリーダーシップを発揮できる環境を整備する役割をコードが担うことを期待したい。

⁵⁰⁾ 金融庁[2014], 24頁。有識者会議では「見え消し版」により、2014年の英国コードのインセンティブ報酬の修正が提示されている。

⁵¹⁾ 坂東[2016], 34頁。

⁵²⁾ FRC[2014], pp.5.

⁵³⁾ 江頭[2016], 107頁。

⁵⁴⁾ 坂東[2016], 35頁。

【参考文献】

- 秋坂朝則[2006], 新訂版商法改正の変遷とその要点—その創設から会社法の成立まで—, 一橋出版。
- 上村達男[2016], 「ガバナンス・コードの問題点」, “*Aoyama Accounting Review*”, Vol.3.
- 内田章[2014], 「「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方に係るたたき台(序文を除く)」への意見」 (<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryoku/20141212/04.pdf>)
- 江頭憲治郎[2016], 「コーポレート・ガバナンスの目的と手法」, 『早稲田法学』, 92巻1号。
- 小野里光広[2010], 「イギリス会社法における取締役の受託者の義務—Fiduciary Duty と Non-fiduciary Duty の観点を中心として—」, 『京都学園法学』, 2号
- 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』, 早稲田大学, 41巻1号。
- 川島いづみ[2016a], 「コーポレートガバナンス・コードと英国会社法」, 『ビジネス法務』, 2016年1月号。
- 川島いづみ[2016b], 「コーポレートガバナンス・コードとイギリス会社法」, 『現代商事法の諸問題』, 成文堂。
- 河村賢治[2010], 「金融業者の規制—日本とイギリス」, 『法律時報』, 81巻11号。
- 神作裕之[2015], 「コーポレートガバナンス・コードの法制的研究」, 『商事法務』, 2068号。
- 金融庁[2014], 「英国・コーポレートガバナンス・コード(仮訳)(2014年9月改訂見え消し版) (<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryoku/20140930/06.pdf>)
- 金融庁[2015], 「コーポレートガバナンス・コード原案～～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～(<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf>)
- 金融庁[2016], 「会社の持続的成長途 中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方(案)」 (http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_2.pdf)
- 経済産業省[2015], 「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～」 (http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/150724_corp_gov_sys_1.pdf)
- 小橋一郎[1981], 「わが国における会社法制の形成」, 『国連大学人間と社会の開発プログラム研究報告』, 国際大学連合。
- 首相官邸[2014], 「日本再興戦略改訂 2014」, (<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbunJP.pdf>)
- 東証[2015], 『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2015』, (<http://www.jpex.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/white-paper15.pdf>)
- 東証[2016], 『コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2015年12月末時点)』, (<http://www.jpex.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/20160120-1.pdf>)
- 東証[2017], 『コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2016年12月末時点)』, (<http://www.jpex.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/20170116.pdf>)
- 中村信男=田中庸介[2008], 「イギリス 2006 年会社法(2)」, 『比較法学』, 早稲田大学, 41巻3号。
- 坂東洋行[2010], 「金融資本市場規制・監督機構の変遷と将来像」, 『経済行政法の理論』, 日本評論社。
- 坂東洋行[2016], 「コーポレートガバナンス・コード導入後の論点と課題」, 『金融財政事情』, 67巻42号。
- 森本滋[2015], 「取締役会のあり方とコーポレートガバナンス・コード」, 『商事法務』, 2087号
- 弥永真生[2015], 「コーポレートガバナンス・コードの捉え方」, 『企業会計』, 67巻7号。
- Ferran, Eillis[2001], “*Company Law Reform in the UK*”, University of Cambridge. (<https://ssrn.com/abstract=294508>)
- Financial Reporting Council[2011], “*Effective Company Stewardship*”, (<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/FRC-Board/Effective-Company-Stewardship-Enhancing-Corporate-File.pdf>)
- Financial Reporting Council[2011], “*Guidance on Board Effectiveness*”, (<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Guidance-on-Board-Effectiveness.pdf>)
- Financial Reporting Council[2014], “*Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code*” (<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Proposed-Revisions-to-the-UK-Corporate-Governance-File.pdf>)
- Financial Reporting Council[2016], “*The UK Corporate Governance Code*”, (<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf>)

- Financial Services Agency[2015], "*Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal]*", (<http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/corporategovernance/20150306-1/01.pdf>)
- Frankel, Tamar[2011], *Fiduciary Law*, Oxford University Press.
- Jensen, Michael C. and Meckling, William H.[1976], "*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*", *Journal of Financial Economics*, Vol.3(4).
- Keay, Andrew[2009], "*Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?*", University of Leeds, (<https://ssrn.com/abstract=1498065>)
- Keay, Andrew[2010a], "*Moving toward Stakeholderism? Constituency Statutes, Enlightened Shareholder Value, and All That: Much Ado about little?*", University of Leeds, Working Paper, (<https://ssrn.com/abstract=1530990>).
- Keay, Andrew[2010b], "*The Duty to promote the Success of the Company: Is it Fit for Purpose?*", University of Leeds, Working Paper, (<https://ssrn.com/abstract=1662411>)
- Lowry, John and Reisberg, Arad [2012], *Pettet's Company Law & Corporate Finance, 4th ed*, Pearson.
- Reisberg[2010], "*Corporate Law in the UK after Recent Reforms: The Good, the Bad and the Ugly*", In *Current Legal Problems*, Oxford University Press, (<https://ssrn.com/abstract=1635732>)
- Reisberg, Arad and Havercroft, Ian[2010], "*Directors' Duties under Companies Act 2006 and the Impact of the Company's Operations on the Environment*", University College London, (<https://ssrn.com/abstract=1274567>)
- Scott, Austin W.[1949], "*The Fiduciary Principle*", *California Law Review*, Vol. 37(4).
- UK Legislation[2006], Explanatory Notes, (<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/notes/division/6/2>)
- UK Parliament[2006], *Lords Grand Committee*, 6 Feb 2006, column 253 & 254, (<http://www.publications.parliament.uk/pa/ld200506/ldhansrd/v060206/text/60206-29.htm>)