

コーポレート・ガバナンスと会社法制

小 川 宏 幸*

- I コーポレート・ガバナンス論と会社法の歩み
- II 「責任ある機関投資家の諸原則」(日本版スチュワードシップ・コード)
- III 「コーポレートガバナンス・コード」(企業統治指針)
- IV 「顧客本位の業務運営に関する原則」
- V 車の両輪ではなく「三位一体」によるエンフォース

I コーポレート・ガバナンス論と会社法の歩み

コーポレート・ガバナンス(企業統治)とは多義的であるが、従来、法学においては「コーポレートガバナンスとは、会社を健全に経営するために会社法の基本的システムはどうあるべきか」¹⁾という意味で用いられてきたとあってよいだろう。この点については、経営学者も同旨といえ、例えば「企業統治とはひとことでいえば『経営者(経営トップ)の規律づけ』で」と考えられている²⁾。もっとも、経営学者からは、「法学や経済学が考える狭い視点で統治の問題を論ずるのではなく、より広い論点で論じていくことの必要性」が指摘されている³⁾。しかし、経営学の伝統的な議論である「スチュワードシップ理論」——多様な利

『一橋法学』(一橋大学大学院法学研究科)第18巻第1号2019年3月 ISSN 1347-0388

※ 一橋大学大学院法学研究科教授

- 1) 奥島孝康・久保利英明・堀龍児「いま、なぜコーポレートガバナンスか」『コーポレートガバナンス 新しい危機管理の研究』所収4頁〔奥島発言〕(金融財政事情研究会1996年)。
- 2) 吉村典久・田中一弘・伊藤博之・稲葉祐之『企業統治』209頁〔田中執筆〕(中央経済社2017年)。
- 3) 加護野忠男・砂川信幸・吉村典久『コーポレート・ガバナンスの経営学 会社統治の新しいパラダイム』1-22頁〔加護野執筆〕(有斐閣2010年)。

害関係者の利害を同時に最大化していくことで、企業は成長・発展できるという理論——について、「変数が多く、簡単に数式化できるものではない」と経営学者が自認しているように⁴⁾、議論を拡散させて解決不可能に陥るのではなく、論点を集約した「狭い視点」で企業統治を論ずる実益は十分見出せると考える。いずれにせよ、「コーポレートガバナンスはそれ自体が目的ではなく、企業が成長し業績を上げて株式市場に評価されるための手段である」という点については異論がないであろう⁵⁾。そもそも、わが国においては、「いわゆる『日本の経営』……が成功し、株主を含む上場会社の全ステイクホルダーが一応満足していた間は、……従業員出身者による経営者支配の下で、……差し迫った問題意識は乏しかった」が、「1990年代以後の不況の中で、『コーポレート・ガバナンス』論として、上場会社の経営者のあり方をめぐる議論が活発化し、効率的な経営の確保および経営上の違法行為の抑止（コンプライアンスの確保）のための法改正・制度運用の改善が、さかんに議論される」ようになってきたのである⁶⁾。

平成17年・18年の会社法の制定・施行以前においても、企業の不祥事が生じるたびに、企業統治（コーポレート・ガバナンス）は問題とされてきたところであるが、「平成5年の商法改正により株主代表訴訟の提訴手数料が8,200円とされ、株主代表訴訟が急増し取締役の責任が問われることが多くなったことを別とすれば、目立った効果はなかったようである。」と評価されている⁷⁾。そして、平成17年7月26日に「会社法」が公布され、同18年5月1日に施行されたが、会社法はわが国の「会社法制の現代化」を図るため、「会社に関するさまざまな制度の在り方について、従来の規律を体系的かつ抜本的に見直し、現在の社会経済情勢にふさわしい会社法制の構築を目指す」ものである⁸⁾。この会社法の大きな特徴としては、「……規制緩和と、アメリカ法への接近である。……アメリカ

4) 吉村典久「企業価値向上に資するコーポレートガバナンスとは——経営学の視点から——」商事法務2029号19-20頁。

5) 神田秀樹『会社法入門 新版』216頁（岩波新書 2015年）。

6) 江頭憲治郎『株式会社法 第7版』50頁（有斐閣 2017年）。

7) 小林秀之編著「コーポレートガバナンスのあり方」『新会社法とコーポレートガバナンス 第2版』所収6頁〔小林執筆〕（中央経済社 2006年）。

8) 相澤哲・葉玉匡美・郡谷大輔『論点解説 新・会社法 千問の道標』1頁〔相澤執筆〕（商事法務 2006年）。

法にはない抜け穴もあれば、アメリカ法以上に融通無碍なところもある。しかし全体としては、いよいよアメリカ風になった。」という点が指摘できよう⁹⁾。その後、会社法は平成26年6月に改正されたが、「もともと、会社法は、体系的な整理に問題があり、分かり難さという基本的な欠陥を孕んでいた」のであり「改正内容が全体として物足りない」との評価がある¹⁰⁾。また、「今回の会社法改正は、日本の会社経営において株主利益と従業員集団の利益のバランスがやや後者に傾きすぎていたのを、前者の株主利益の一層の重視の方向へ一歩踏み出そうとしたものに過ぎ」ず、「……むしろ会社法改正に伴い、会社関係者や社会の認識が改まっていくことのほうに、より多くの意義が見いだせるように思われる。」との評価もある¹¹⁾。平成26年会社法改正のガバナンス部分の改正については、会社法は「会社に関わる私人間の利害を公平に調整すること」だけではなく「国の経済政策に資するための一つの歯車として機能することが期待されているという」会社法の役割についてのパラダイムの変化というものが中長期的な原動力として存在しているといわれている¹²⁾。

以上Ⅰにおいては、コーポレート・ガバナンスという概念と会社法との関わりについて紹介してきた。以下Ⅱ・Ⅲにおいては、コーポレート・ガバナンスの動向において近時非常に注目される「責任ある機関投資家の諸原則」、および「コーポレートガバナンス・コード」それぞれについて、その趣旨・内容・問題点等につき論じる。続けてⅣにおいても同様に、金融市場改革の一環として制定された「顧客本位の業務運営に関する原則」を対象として、その趣旨・内容・問題点等について論じた後、Ⅴにおいて「責任ある機関投資家の諸原則」、「コーポレートガバナンス・コード」、「顧客本位の業務運営に関する原則」の三位一体によるコーポレート・ガバナンスの展開を訴えてむすびとする。

9) 浜田道代「会社立法の歴史の変遷」『新「会社法」詳解』所収27-28頁（中央経済社2005年）。

10) 稲葉威雄「平成26年会社法改正を考える」法律時報86巻11号75頁。

11) 岩原紳作『会社法論集』73-74頁（商事法務2016年）。

12) 神田秀樹「平成26年会社法改正の経緯と背景」法の支配186号146頁。

II 「責任ある機関投資家の諸原則」(日本版スチュワードシップ・コード)

1. 趣旨

平成26年2月27日、スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会は、「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」(Stewardship Code、以下、SSCという)を公表した¹³⁾。SSCは、「ルールベース・アプローチ」(細則主義)ではなく「プリンシプルベース・アプローチ」(原則主義)と、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用しており、機関投資家には他との差別化を図るべく創意工夫を行うインセンティブが働くことが期待されている¹⁴⁾。SSCは、スチュワードシップ責任を「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』(最終受益者を含む。……)の中長期的な投資リターン拡大を図る責任」と定義したうえで、スチュワードシップ活動を「スチュワードシップ責任を果たすための機関投資家の活動」と定義している¹⁵⁾。非法的なスチュワードシップ責任によって、スチュワードシップ行動に係る法的義務が緩和されることはない¹⁶⁾。SSCは、機関投資家の受託者責任を通じて企業価値を向上させるための方策の一つとして位置づけられ、機関投資家の行動規範に係る諸原則を明らかにしつつ、スチュワードシップの多様性・個別性に対応可能であることや、法的拘束力のある規範としては定立困難な事項を対象とし得る等のメリットがあるとされている¹⁷⁾。スチュワードシップ活動が企業価値の向上につながるかは検証を要する問題であるが、日本においては株主積極主義が市場における評価を高めた

13) <<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>>

14) 笠原基和「責任ある機関投資家の諸原則」《日本版スチュワードシップ・コード》の概要」商事法務2029号61-62頁。

15) <<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>> 3-4頁。

16) 神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードの規範性について」黒沼悦郎=藤田友敬編著『企業法の進路 江頭憲治郎先生古稀記念』所収1044頁(有斐閣2017年)。

17) 神作裕之「コーポレートガバナンス向上に向けた内外の動向——スチュワードシップ・コードを中心として——」商事法務2030号12頁、21頁。

という証拠は必ずしも観察できないという実証研究の存在を前提とすると、日本では株主積極主義とは異なるガバナンス向上のための方策を模索する必要があるといわれている¹⁸⁾。

SSCの改訂版は、平成29年5月29日に策定・公表された¹⁹⁾。SSCは、その違反や開示に対するエンフォースメントが機能しづらいので改訂においては、SSCの実質に着目し、より実のある規範にするためにはどのように改めるべきかという観点から議論がなされたが、「原則」については変更がなく、「指針」に重大な修正が加えられた²⁰⁾。SSCは「国境を超(ママ)えて構築されているインベストメント・チェーンを念頭に置くもの」であり、「できる限り国際的なステewardシップの考え方と齟齬が生じないように調整をしながら進めていくことが重要なポイント」であるから、「ICGN(筆者注: International Corporate Governance Network)のグローバル・ステewardシップ原則が、日本版コードの改訂に際し、大いに参照された」ところである²¹⁾。SSCの受入れを表明した機関投資家の数は、平成30年12月14日現在、239に上る²²⁾。

2. 内容と評価

SSC原則1は、「機関投資家は、ステewardシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。」と規定している。この点、アセットオーナーは、インベストメント・チェーンにおいて、最終受益者のより近くに位置し、直接、最終受益者の利益を確保する債務を負っている点に鑑みて、アセットオーナーに対して可能な限り、ステewardシップ活動に取り組むことが改訂版SSC指針1-3・1-4・1-5によって求められた²³⁾。SSC原則2は、機関投資家に対して利益相反に関する方針の策定・公表義務を課している。運用機関が実

18) 神作裕之「I建設的対話の実務と法的論点——比較法的観点から——」商事法務2168号6頁。

19) <<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>>

20) 神作裕之・新井誠「対談 ステewardシップ・コードと信託のこれから」信託フォーラム8号6頁、8頁。

21) 神作裕之「第17回信託オープンセミナー 日本版ステewardシップ・コードの改訂について」信託272号52-53頁。

22) <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20181214/list_01.pdf>

効的なスチュワードシップ活動を行うためには、顧客本位の活動を確保することが不可欠なため、SSC 指針 2-2・2-3・2-4 が改訂・追加された²⁴⁾。SSC 原則 3 は、機関投資家に対して投資先企業の状況把握を義務づけている。事業におけるリスク・収益機会の両面における ESG（環境・社会・ガバナンス）要素の重要性が指摘されたことから、SSC 指針 3-3 はこれを脚注において明示した²⁵⁾。SSC 原則 4 は、機関投資家に対して投資先企業との「目的を持った対話」を促す。パッシブ運用を行う機関投資家が積極的に対話や議決権行使に取り組むことの重要性に鑑みて SSC 指針 4-2 が、集团的エンゲージメントを対話の選択肢の一つとして明示的に確認する SSC 指針 4-4 が、それぞれ設けられた²⁶⁾。SSC 原則 5 は、機関投資家は議決権行使につき明確な方針を持つべきことと、当該方針につき投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきことを定めている。同原則に関しては、「経営陣への白紙委任が当然視される持ち合いや政策保有」との抵触が問題となり得るが、「持ち合い株主や政策保有株主としての銀行や保険会社は、原則 5 の完全遵守が株式保有の目的にそぐわないことを開示・説明した上で、企業との建設的な対話を行えば良い」との主張がある²⁷⁾。SSC 原則 6 は、「機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。」と定める。かかる報告は、顧客・受益者にとって自らの資金が適切に運用されているか否かを把握する上で重要であるとともに、スチュワードシップ活動の主要な構成要素でもある²⁸⁾。SSC 原則 7 は、機関投資家に対して企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきことを定める。アセットオーナーが委託した運用機関を評価する際に、

23) 田原泰雅・染谷浩史・安井桂大「スチュワードシップ・コード改訂の概要：機関投資家による主体的な取組みを促し、企業価値の向上を図る」金融財政事情 2017年7月31日号 31-32頁。

24) 田原泰雅・染谷浩史・安井桂大「スチュワードシップ・コード改訂の解説」商事法務 2138号 18-19頁。

25) 田原他・前掲脚注 23)・32頁。

26) 田原他・前掲脚注 24)・20-21頁。

27) 大崎貞和「日本版コード成功の条件」企業会計 66巻 8号 1179-1180頁。

28) 笠原・前掲脚注 14)・66頁。

運用機関の自己評価を資料にすることが期待されるので、改訂 SSC 指針 7-4 により運用機関に対しそのスチュワードシップ活動に関する自己評価を公表することが求められた²⁹⁾。

金融庁では SSC の受入れ表明の連絡があった機関投資家に関する情報を、随時公表しているリストに追加している³⁰⁾。しかし、「ソフトローには法的制裁という意味におけるエンフォースメントがなく、特にスチュワードシップ・コードはエンフォースメントが弱いのは確か」であるのは論を俟たない³¹⁾。そこで、実効的なエンフォースに関する仕組みのあり方を V において考察する。

Ⅲ 「コーポレートガバナンス・コード」(企業統治指針)

1. 趣旨

平成 27 年 3 月、金融庁及び東京証券取引所(以下、東証という)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」は、「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——」を策定・公表した³²⁾。コーポレートガバナンス・コード原案(Corporate Governance Code, 以下、CGC という)は、「我が国の成長戦略の一環として策定されたものであり、実効的なコーポレートガバナンスの実現により、経営者の健全な起業家精神の発揮を後押しすることを主眼として」おり、「健全な起業家精神の発揮を促し、収益力・資本効率等の改善につながるような「攻めのガバナンス」の実現を目指すものである³³⁾。CGC においては、ブレーキ役としての役割ばかりを強調するのではなく、「経営陣が『健全な』リスクテイクをしやすいような環境を整えるというアプローチ」も併せて取られているのである³⁴⁾。この点、「日本企業のパフォーマンスが国際比較において低いことから

29) 神作他・前掲脚注 20)・9 頁。

30) <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>

31) 大崎貞和・小野傑・湯山智教「スチュワードシップ・コード改訂と責任ある機関投資家像を考える」金融財政事情 2018 年 3 月 19 日号 41 頁〔神作裕之報告〕。

32) 〈<https://www.jpex.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/b7gje60000053ev4.pdf>〉

効率性の観点からのコーポレートガバナンスに問題があるのではないかという認識が広く共有され」たため『『攻めのガバナンス』という言葉や、成長戦略との結びつきが強調された』と考えられている³⁵⁾。CGC の特徴は、プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用している点にあり、これらによって、「各社において実効性のある最適なガバナンス体制の実現」が期待されている³⁶⁾。CGC は、各章ごとに基本原則・原則・補充原則という三層構造を採用しているが、これは適用上の優劣関係を示すものではなく、それぞれが独立して等しくコンプライ・オア・エクスプレインの対象となる³⁷⁾。CGC の全原則は東証一部・二部上場企業に適用されるが、平成 30 年 12 月 26 日現在、その数は 2624 社に上る³⁸⁾。

-
- 33) 油布志行・中野常道「コーポレートガバナンス・コード（原案）について」ジュリスト 1484 号 19 頁。油布志行「コーポレートガバナンス・コードの策定について」資本市場 355 号 5 頁。なお、神作裕之・小野傑・今泉宣親編『コーポレートガバナンスと企業・産業の持続的成長』はしがき〔神作執筆〕（商事法務 2018 年）は、「中長期的な観点から企業価値を増加させるためのコーポレートガバナンスのあり方」を「攻めのガバナンス」と、「不健全な……違法な経営を抑止する」のを「守りのガバナンス」とそれぞれ捉える。
- 34) 油布志行「コーポレートガバナンス・コードについて」商事法務 2068 号 8 頁。それが言わんとすることは、わが国における経営判断原則のあり方について「……一般的な経営者の常識からみても、特におかしなものである場合に『のみ』、経営者に善管注意義務違反があると判断すべきである」（落合誠一「アパマンショップ株主代表訴訟最高裁判決の意義」商事法務 1913 号 9 頁（『 』は筆者））という理解は大方の支持を得て広く受け入れられていると思われるところ、かかる理解では「経営陣が健全なリスクテイクをしやすいような環境」としては不備・不十分であるので「整える」という問題意識なのだろうか。同様の問題意識からなのか、「経営者による果断な経営判断を促していく観点から、『更なる取組』が求められてい」として、2018 年 6 月には CGC の改訂がおこなわれてもいる（田原泰雅「開示制度・会計監査制度及びコーポレートガバナンス改革を巡る最近の動向」季刊会計基準 61 号 45 頁（『 』は筆者））。なお、経営判断原則については、例えば、近藤光男「経営判断の原則」『会社法の争点』156-157 頁（有斐閣 2009 年）を参照。
- 35) 神作裕之「コーポレートガバナンス・コードの法制的検討——比較法制的観点から——」商事法務 2068 号 15 頁。
- 36) 油布志行「コーポレートガバナンス・コードの概要」証券アナリストジャーナル 53 巻 8 号 9-10 頁。
- 37) 油布志行・高田洋輔「金融庁解説『コーポレートガバナンス・コード原案』の概要」企業会計 67 巻 7 号 935-936 頁。
- 38) 〈<https://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>〉

2. 内容と評価

CGC 基本原則 1 は、株主の権利・平等性の確保を定める。この点、「わが国の経営者は、これまであまり資本コストを意識した経営をせずに、売上額や経常利益といった絶対値を増加させることに関心があった。しかし経営において重要なのは、むしろ絶対値よりも、投下した資本に対するリターンの割合である」との指摘があるなか³⁹⁾、CGC 原則 1-4 が「……政策保有株式の縮減に関する方針・考え方……を開示すべきである」と改訂されたことを踏まえて「株の持ち合いが解消され、海外企業に比べて低い日本企業の資本効率改善が期待できる」との声が報じられていたが⁴⁰⁾、実際に持ち合いの解消は進んでいるようである⁴¹⁾。なお、「コーポレート・ガバナンスが脆弱であると、多角化に伴って、非効率な投資や過大投資などの企業行動がみられる」が、「……多角化に対応してコーポレート・ガバナンスの問題に起因するような顕著なマイナスの側面は観察され」ず、「……日本企業の経営者は、……私的な便益を得ようとする非効率な多角化やその結果としての過大投資など、企業価値を毀損するような行動を明示的に行っているわけではない」との指摘がある⁴²⁾。

CGC 基本原則 2 は、株主以外のステークホルダーとの適切な協働を定める。CGC は、「コーポレートガバナンス」を「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」と定義している⁴³⁾。この点、「経営者は、株主利益の最大化を目指して経営すべきであるのが本来であるが、しかし、会社の経営においては、様々なステーク・ホルダーの利害がかかわり、また、会社は社会的存在であるから、経営者は、会社運営のスムーズな、かつ効果的な経営のためには、様々なステーク・ホルダーの利益と株主利益とを調和させるべき役割を担っている」との考えがある⁴⁴⁾。これと同旨と考えられるものとして、「株主の目があることで、会社の経営の効率性や適法性・適正性が確保できる……。また、社会にとっても

39) 落合誠一『会社法要説【第2版】】162頁(有斐閣 2016年)。

40) 日本経済新聞 2018年3月14日朝刊5面。

41) 日本経済新聞 2018年5月20日朝刊2面。

42) 花崎正晴『コーポレート・ガバナンス』163-165頁(岩波書店 2014年)。

43) <<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/20180601.pdf>> 2頁。

公正な行動を保つことができる……。その意味で、(株主価値最大化)原則を放棄するのは適切ではなく、むしろ社会的責任が問われる場面で少し修正される、あるいは例外的な場面があると考えるのが妥当だ」との見解もある⁴⁵⁾。筆者も株主価値最大化原則が会社法の目的であるべきと表明していたが、もちろん同原則の修正や例外を完全に排除する趣旨ではない⁴⁶⁾。しかしながら、「ステークホルダー型の仕組みには……皆の利益を追求しているふりをしながら、誰の利益も実現しない危険性がある(ので、……今後、株主総会は、その化けの皮を剥がす場所として、機能することになると予想され」る⁴⁷⁾。法制審議会の会社法部会による会社法改正の要綱案によれば、株主総会資料をインターネット上で提供することも可能とされるようであり⁴⁸⁾、この点は株主総会の活性化に向けた前進と評価できよう。もっとも、CGCにおける「具体的なコードの規範」には、「ステークホルダーと株主の利益が対立する局面での行為規範はほとんどなく」、「株主利益と企業価値が基本的に同じ方向を向いていることを前提にし」ているとの評価が妥当しよう⁴⁹⁾。

CGC基本原則3は、適切な情報開示と透明性の確保を定める。これは「コーポレートガバナンスの仕組みは、公正さ(外からみた公正さ)と透明性(外から見ただけのわかりやすさ)を備えていることが極めて重要である」ことを踏まえたものであろう⁵⁰⁾。ただし、戦略や事業別の損益を開示することは競争相手を利することになるので、透明性を高めることが会社の中長期的な発展につながるかどうか

44) 川村正幸・飯屋広郷・酒井太郎『詳説 会社法』35頁〔川村執筆〕(中央経済社 2016年)。

45) 近藤光男『会社法の仕組み(第2版)』23頁(日本経済新聞出版社 2014年)。

46) 小川宏幸『『信託型従業員持ち株制度』(日本版ESOP)の導入に向けて——わが国の商法、信託法、会社法、金融商品取引法上の諸論点とアメリカ法の視角——』信託研究奨励金論集32号106頁。では、どのような場合に修正や例外が許容されるかであるが、当該修正や例外を認める目的の正当性の有無と、その目的を達成するための手段の相当性・合理的関連性の有無という両面から検討を行うことになる。

47) 野村修也「改正会社法 コーポレートガバナンス・コード ステewardシップ・コード 3本の矢で日本企業の『稼ぐ力』を取り戻す!」会社法務 A2Z100号12頁。

48) <www.moj.go.jp/content/001279742.pdf>

49) 神作裕之・藤田友敬・田原泰雄・杉山忠昭・武井一浩「座談会 コーポレートガバナンスと2つのコード」法の支配186号15頁〔藤田発言〕。

50) 神田秀樹『会社法入門 新版』232頁(岩波新書 2015年)。

かはよく考えるべきであろうとの指摘がある⁵¹⁾。

CGC 基本原則 4 は、取締役会等の責務を定める。岩原紳作教授は「コーポレートガバナンスの要諦は、いかなる経営者を選任できるかにかかっているといっても過言ではありません」と断言される⁵²⁾。この点につき、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は、「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」と題した意見書(2)(平成28年2月18日)を公表し⁵³⁾、「選任のための後継者計画の策定及び運用(CGC 補充原則 4-1 ③)にあたっては、社内論理のみが優先される不透明なプロセスによることなく、客観性・適時性・透明性を確保するような手続が求められる」としたところ、訂正版 CGC⁵⁴⁾において、この点を明確にする「取締役会は、CEO の選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定であることを踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続に従い、十分な時間と資源をかけて、資質を備えた CEO を選任すべきである。」という補充原則 4-3 ②が新設された⁵⁵⁾。ただし、「アメリカで行われた研究では『客観的な基準』に従って経営者を選ぶとよい経営者を選任できなくなるということが明らかにされている」との指摘もあり⁵⁶⁾、とすれば「客観性」の確保という点には十分な注意が必要であるといえよう。

CGC 補充原則 4-10 ①は、「……経営陣幹部・取締役の……報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の……報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置すること……」について定める。この点をとらえて、(監査役設置会社である日産には報酬委員会が設置されていないが) CGC では「……設置を推奨しており、経営陣が不正防止の手立てを尽くしていなかった点も焦点だ。」とす

51) 加護野忠男「コーポレートガバナンス・コードをもとに企業統治を考える」企業会計 69 巻 9 号 18 頁。

52) 岩原紳作「コーポレートガバナンス」資本市場 375 号 53 頁。

53) (https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_2.pdf)

54) (<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/20180601.pdf>)

55) 田原泰雅・染谷浩史・藤田直文・水越恭平「コーポレートガバナンス・コードの改訂と『投資家と企業の対話ガイドライン』の概要」監査役 685 号 6-7 頁。

56) 加護野・前掲脚注 51)・19 頁。

る見解があるが⁵⁷⁾、CGCにおける任意の仕組みを促すに過ぎない規定とは異なるからといって、「役員の見視義務」違反の有無に直結させてしまうような議論には十分注意すべきであろう⁵⁸⁾。CGC原則3-1(iii)は、「経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続」に関する情報開示の充実を謳っているところ、CGC補充原則4-2①は、「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」であるとしている⁵⁹⁾。

CGC原則4-11は、「取締役会は、……ジェンダー……の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。」と定め、金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」(平成30年6月1日)⁶⁰⁾の3-6は、端的に「取締役として女性が選任されているか」と規定している⁶¹⁾。ここに「投資家と企業の対話ガイドライン」とは、SSCとCGCの実効的なコンプライ・オア・エクスプレインを促すため、両コードの改訂にあわせて、機関投資家と企業の対話において重点的に議論することが期待される事項をまとめたものである⁶²⁾。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メンバーによれば、取締役会の構成員の多様性や独立性を高める趣旨は、「結果が長期に及ぶ経営判断を行う際に、様々な観点からのリターンやリスクの評価を実行でき、的確な意思決定を行う確

57) 日本経済新聞2018年12月13日16面。

58) CGCと同じく「プリンシプル・ベース」かつ「コンプライ・オア・エクスプレイン」型のアプローチを採る「顧客本位の業務運営に関する原則」に抵触するような行為の法的評価に関する議論について、後掲脚注88)参照。

59) この点、「……エクイティ型報酬によって経営者を規律づけるといったようなハードなインセンティブの検討ばかりに目が行ってしまいう傾向」を危惧するのは、仮屋広郷「ファイナンス論と企業法——自己株式の取得・相場操縦を素材として——」徳本穰他編著『会社法の到達点と展望——森淳二朗先生退職記念論文集』所収114頁(法律文化社2018年)である。

60) <<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180601/01.pdf>>

61) 「女性の取締役や監査役が1人もいない場合には反対を推奨する」というのは、米議決権行使助言会社のグラスルイスである(日本経済新聞2018年6月14日朝刊17面)。また、「米投資運用大手のステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズも21年以降、女性取締役が一人もいない日本企業ではすべての取締役の選任議案に反対する」という(日本経済新聞2018年12月7日朝刊19面)。なお、英国で発足した女性役員の比率3割を目指すキャンペーン「30%クラブ」が、今春、日本でも始動するようである(日本経済新聞2019年1月6日朝刊2面)。

62) 田原泰雅・渡邊浩司・染谷浩史・安井桂大「コーポレートガバナンス・コードの改訂と『投資家と企業の対話ガイドライン』の解説」商事法務2171号5頁。

率を高めることができると考えられるから」であるという⁶³⁾。そして、この「多様性」を図るべく、「女性」独立取締役を推すある見解は、その根拠として①「男女の脳にはある種の差異もある」点や、②「出産・授乳等の男性には絶対に担えない役割」の存在を挙げる⁶⁴⁾。しかし、①右見解がいうような男脳・女脳の存在は、最新の科学的調査によれば否定されている⁶⁵⁾。また、②出産・授乳という役割の存在を根拠として挙げるのは、逆にこうした経験をしていない(予定していない)女性を排除してしまう方向に作用することが危惧される⁶⁶⁾。思うに、女性取締役を増加させるべきなのは、そうするのが端的に正しく「当然のこと」だからである。最高裁判所は、極めて議論の余地の多い会社による政党への政治資金の寄付のような行為でさえ、「……会社が、その社会的役割を果たすために相当な程度のかかる出捐をすることは、社会通念上、会社としてむしろ『当然のこと』に属する……」として、会社の権利能力の範囲内の行為であると結論しているが⁶⁷⁾、女性取締役を増加させることは尚更、「会社が社会的役割を果たすために」「当然のこと」といえよう。

社外取締役の義務付けについては、「会社法制(企業統治等関係)の見直しに関する中間試案」(平成30年2月14日)においては、「国内外の投資家から経営陣に対する信頼性を確保するためには、義務付けが必要である」という意見と、「もう少し現在の制度下での実証的な検証をする必要があり、義務付けをすることは時期尚早である」という意見とが併記されていたが⁶⁸⁾、今般、会社法が改正され上場会社において社外取締役の設置が義務化されるようである⁶⁹⁾。そもそも、「独立社外取締役の選任による取締役会の経営モニタリング機能の強化に

63) 堀江貞之『コーポレートガバナンス・コード』17頁(日本経済新聞出版社 2016年)。

64) 「視点 女性独立取締役という選択」資料版商事法務 359号3頁。

65) 河合薫『面倒くさい女たち』20-25頁(中央公論新社 2018年)。

66) 他にも、女性取締役の存在は会社の業績へ好影響を与える等の実証研究を理由として女性取締役を推すような見解も存在するようであるが、同様の検証が男性取締役については求められていないのであれば、なぜ女性取締役の場合にだけ業績への影響を云々するのか説明ができず、決してフェアな議論とはいえないであろう。

67) 最高裁判所昭和45年6月24日大法廷判決・民集第24巻6号625頁(『』は筆者)。

68) 竹林俊憲・福永宏・邊英基・青野雅明・坂本佳隆「会社法制(企業統治等関係)の見直しに関する中間試案の概要」金融法務事情 2086号6頁。

69) 前掲脚注48)。

関しては、株式会社の業務執行の適正確保に対する信頼性を制度的に担保するものと位置付けることから、comply or explain方式が必ずしも適当でない」という極めて有力な見解が従来よりあったところである⁷⁰⁾。因みに、東証の調査によれば、会社法上の社外取締役のうち取引所で定めている独立性の基準を満たしている者の取締役会における割合が増えれば増えるほど、ROEが高くなっている⁷¹⁾。ただし、「たとい社外取締役が取締役の過半数を占めるようになっても、当該社外取締役……自身の出自がある会社の内部昇格者であれば、内部昇格システム自体は、ビクともしない」ため、「日本の会社は変わらない」との指摘がある⁷²⁾。この点、現状は、ようやく社外取締役の義務付けが実現するという段階である。そこからさらに進んで、社外取締役が「取締役の過半数を占めるように」なるまでは相当の時間を要すると考えられ、したがって、その間に「内部昇格システム自体」が変化し「日本の会社が変わる」ことも十分に考えられよう⁷³⁾。

さらに、CGC 補充原則 4-12 ①(ii)は、「社外取締役による問題提起を含め自由闊達で建設的な議論・意見交換を尊ぶ気風の醸成に努めるべき」とするCGC 原則 4-12 を受けて、「会社から取締役に対して十分な情報が（……要点を把握しやすいように整理・分析された形で）提供されるようにすること」が定められている。この点も、「……業務執行を外部者に監視してもらうのが本当に有益であることを、経営者自信（ママ）が自覚しない限り、必要な情報を任意に提供するなどあり得ない。外部者に毎週報告書を提出するなどの強制措置が必要ではないだろうか」との主張が従来からあったところであり⁷⁴⁾、CGC 補充原則 4-12 ①もさ

70) 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム「経団連・主要論点の中間整理に対する日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムの意見」商事法務 1870号 21頁。

71) 静正樹「コーポレートガバナンスに関する東京証券取引所の施策」商事法務 2029号 34頁。

72) 江頭憲治郎「会社法改正によって日本の会社は変わらない」法律時報 1078号 65頁。

73) この点、「日本においても、外部労働市場ないし外部経営者市場が徐々に広がっている兆しは見え、非ファミリー企業においても、中途採用ないしファスト・トラックが広まっていく可能性はある」と指摘するのは、宍戸善一・後藤元編著『コーポレート・ガバナンス改革の提言——企業価値向上・経済活性化への道筋』176頁（商事法務 2016年）。

74) 龍田節「日本のコーポレート・ガバナンスの基本的問題」商事法務 1692号 7-8頁。

らに踏み込んだ情報提供の方法を規定してもよいであろう⁷⁵⁾。

また、CGCには取締役会議事録に直接言及した箇所は見当たらないが、CGC原則4-12は、「取締役会における審議の活性化」を謳っている。そこで、審議を活性化するために、取締役会議事録を工夫することが考えられる。すなわち、金融庁・経営管理（ガバナンス）態勢——基本的要素——の確認検査用チェックリストI-3③(iii)は、「議事録は、原資料と併せて、取締役会等に報告された内容（リスク管理の実態、法令等遵守及び顧客保護等の問題点のほか、不正行為やトラブル等の報告を含む。）や、取締役会等の承認・決定の内容（取締役等の議論の経過及び議論の内容を含む。）等、議案及び議事の内容の詳細が確認できるものとなっているか。」と規定している⁷⁶⁾。このように、右規定が、会社法369条3項・4項・同施行規則101条によって要求されている取締役会議事録の記事事項以上のものを要求している趣旨は、取締役会議事録が体裁を整えた要領の記載に終始してしまい、どのような資料を基にどのような議論がなされて決議に至ったのかが不明となってしまうような事態を避けることにある。かかる規定は取締役にとって、その問題意識を表明し取締役会を活性化してその機能強化を図ることが可能となるので、積極的に評価すべきであるといえよう⁷⁷⁾。そこで、CGC補充原則4-12①にこの規定と同趣旨の事項を定めるのが望ましい。すなわち、「社外取締役による問題提起を含め自由闊達で建設的な議論・意見交換を尊ぶ気風（が）醸成」（CGC原則4-12）されるであろう。

CGC基本原則5は、株主との対話を定める。SSCにおいては、機関投資家と投資先企業との対話について、dialogではなくengagementという言葉を使用し

75) 実務においては、「ある事項について、取締役会がこれ以上の情報収集は不要であると判断した以上、個々の社外取締役が更なる情報提供を要求したとしても、会社が当該要求に応じる義務はない」と解されている以上（弥永真生・岩倉正和・太田洋・佐藤文文監修『会社法実務相談』144-150頁〔佐藤他執筆〕（商事法務 2017年））、少数派であることが通例である社外取締役への情報提供のあり方は、より一層充実されるべきであろう。

76) ここに「原資料」とは、例えば、議事録として整えられる前に作成された議事の詳細な記録、発言内容メモや、会議に提出された資料等が挙げられる（『金融検査マニュアル便覧』51頁（金融財政事情研究会 2008年））。

77) 兩宮眞也・野村修也編著『コンプライアンスのための金融取引ルールブック〔第15版〕』28-29頁〔和田好史執筆〕（銀行研修社 2014年）。

ているところ、CGCにおける対話の対象はより広いのであるが機関投資家と対話することはその中心部分ではあるので、SSCとCGCは車の両輪であると言われている⁷⁸⁾。CGCの最後、CGC原則5-2は、経営戦略や経営計画の策定・公表を定めている。果敢な経営判断がなされていない例として、事業ポートフォリオの見直しがなされていない点が指摘されていたところであり、その点が株主への説明が要求される「経営資源の配分等」に含まれていることを明確化するために、CGC原則5-2が改訂された⁷⁹⁾。

以上総じて、「会社の持続的な成長」が実現されるか否かは、直接には経営者の能力次第なのであって、①株主の権利に関する事項（基本原則1・5）、②株主以外のステークホルダーの取扱いに関する事項（基本原則2）、③情報開示に関する事項（基本原則3）、④取締役会・監査役会に関する事項（基本原則4）の改善ではないと江頭憲治郎教授は指摘する⁸⁰⁾。確かに、以上みてきたCGCの各原則には従来からの上場企業の取り組みを単に文書化したにすぎないものや、その実効性が十分に実証されていないようなものも多い。要するに、CGCの実体規定は、「会社の持続的な成長」の実現に資するかどうかという観点からみると、否定的な評価にならざるを得ず、その意味で、「会社の持続的な成長が実現されるか否かは、直接には経営者の能力次第」との指摘は正鵠を射ている。しかし、「直接には」その通りかもしれないが、CGCが会社経営者に送るメッセージというかシグナルとして、それが「間接には」「会社の持続的な成長」へ結びつき得るという効果はあるのではなからうか。すなわち、いわゆるSOX法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）が、その実体規定としての観点から、単に従来から存在していた規定の寄せ集めに過ぎないとか、加重的な負担を企業に課すものであるなどとして低い評価しか得ていないとしても、それが米国のコーポレート・ガバナンスにもたらした影響について、「同法の主な機能は、資本市場に対して重要なシグナルを発信することにあつた」と考える。……最も重要なことは、一般の投資家に対して資本市場は再び信頼に足るものとなったという『シグナルを送った』こ

78) 神田秀樹「講演 コーポレートガバナンス・コードについて」監査役642号19頁。

79) 田原他・前掲脚注55)・6頁。

80) 江頭憲治郎「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110頁。

とである」として一定の評価は得られているところである⁸¹⁾。同様のことがわが国 CGC についてもいえないか、すなわち、わが国 CGC は「会社の持続的な成長」へ向けた、会社経営者の意識改革を促す試みの一つとしては評価できるのではなからうか⁸²⁾。もちろん、会社経営者の意識改革を促す試みとはいっても、それが担保される仕組み、すなわちエンフォースの実効性を高めることの重要性は論を俟たない。そこで、この点に関する考察を V において行う。

IV 「顧客本位の業務運営に関する原則」

1. 趣旨

平成 29 年 3 月、金融庁は、「顧客本位の業務運営に関する原則」(Customer-oriented Business Conduct Principles、以下、CBCP という)を公表した⁸³⁾。CBCP を採択し取組方針を公表した金融事業者は、平成 30 年 12 月末現在、1561 社に上っている⁸⁴⁾。CBCP は、金融事業者がとるべき行動について詳細に規定するルールベース・アプローチではなく、その置かれた状況に応じて顧客本位の業務運営を実現することが可能となるようにプリンシプルベース・アプローチを採用するとともに、一部の原則を実施しない場合にはその理由を説明することを求めている⁸⁵⁾。

2. 内容と評価

CBCP 原則 1 は、顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等について定める。CBCP 原則 2 は、顧客の最善の利益の追求について定める。その趣旨は、「短期的な利益の追求に走るのではなく、長期的な関係の構築により、安定的な

81) カーティス・ミルハウプト編『米国会社法』308 頁(有斐閣 2009 年)(『』は筆者)。

82) 大杉謙一「日本の経営とコーポレート・ガバナンス」資本市場 367 号 20-21 頁は、CGC は「経営トップの意識を、従来の内向きのものから外部の資本市場へと向かわせることを目指す試みであるという。

83) (<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>)

84) (https://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20170728/fd_kouhyou.html)

85) 大江亨「顧客本位の業務運営に関する原則について」金融ジャーナル 2017 年 7 月号 89 頁。

収益基盤をつくとといった方向を目指すべきである」ということである⁸⁶⁾。CBCP原則3は、利益相反の適切な管理について定めているが、グローバルな水準から真に実効的な利益相反管理が行われているか改めて検証することが必要である⁸⁷⁾。CBCP原則4は、手数料等の明確化について定めるが、その重要性に鑑みて、CBCP原則5とは切り分けて独立の規定が設けられた。そのCBCP原則5は、重要な情報の分かりやすい提供について定めるものであるが、先述したCBCPの性質上、情報提供を懈怠したことが法令上の義務違反に直結するわけではなく、事実関係に基づいて義務違反の有無が個別的に判断されることになる⁸⁸⁾。CBCP原則6は、顧客にふさわしいサービスの提供、すなわち、適合性原則について規定している⁸⁹⁾。CBCP原則7は、以上CBCP原則2から6までの各原則の実効性を確保すべく、従業員に対する適切な動機づけの枠組みやガバナンス体制等の整備について定めている⁹⁰⁾。

以上、CBCPの各原則については、その定着に向けた当局によるモニタリングが予定されている⁹¹⁾。その具体的な内容は、①金融事業者における業務運営の実態を把握しベストプラクティスを収集する、②収集されたベストプラクティスや、各事業者が内部管理上用いている評価指標(KPI: Key Performance Indicator)などを基に、金融事業者との対話を実施し、「原則」を踏まえた取組みを働きかける、③取組方針と、その実態が乖離していることは無いかモニタリングを実施し、④把握した事例等については、様々な形での公表を検討することである⁹²⁾。実際、金融庁は「当庁が好事例として挙げた自主的なKPI」を公表し⁹³⁾、

86) 大江亨「顧客本位の業務運営の確立・定着に向けて」信託270号178頁。

87) 中島淳一「『顧客本位の業務運営』が目指すべきもの」金融財政事情2017年1月9日号12頁。

88) 石井一正・反町泰貴・鈴木俊裕・藤井豪「顧客本位の業務運営に関する原則およびパブリックコメントの概要」金融法務事情2069号32頁。

89) 適合性原則に関する筆者の考え方は、小川宏幸『金融規制改革——銀行ガバナンスと証券投資勧誘規制の展開——』195頁以下(日本評論社2014年)を参照。

90) 運用会社と投資家との利益を一致させるための報酬体系のあり方として、例えば、特国司「運用会社にとっての『顧客本位の業務運営』とは」金融財政事情2017年4月17日34頁以下を参照。

91) <<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/03.pdf>>

92) <https://www.fsa.go.jp/news/30/20180926/fd_kouhyou_2.html>

投資信託における顧客の損益状況を明らかにして金融機関ごとに横並びで成績の比較を可能とすることにより顧客起点へ改善を迫っており⁹⁴⁾、金融機関が目に見える指標で競い合う仕組みが整備されつつある⁹⁵⁾。さらに、金融庁は、投資信託だけでなく保険商品等へも共通指標の対象を広げる方針である⁹⁶⁾。このように、KPIに基づく積極的なモニタリングは今後さらにその進展が期待できるところである⁹⁷⁾。

V 車の両輪ではなく「三位一体」によるエンフォース

1. エンフォースメントの脆弱性

神田秀樹教授は「プリンシプルベースというアプローチは新しいアプローチとして価値のある手法であると評価しているものの、プリンシプルベースの規範は行為規範としては機能せずお説教に終わるというおそれがある」と危惧する⁹⁸⁾。CGCの各原則を実施しない場合の理由の説明義務の規定は、企業行動規範のうちの「遵守すべき事項」に置かれており、違反すれば実効性確保措置の対象となり得るが、取引所が実効性確保措置をとるのは、コードの原則の不実施が客観的に明らかであり、かつ、理由の説明を拒否するか、理由の説明が明らかに虚偽であるような場合とされている⁹⁹⁾。この点、そもそも原則を実施しないにもかかわらず何らの説明もしない場合というのは考え難いし、しかも、不実施の説明が「明らかに虚偽」である場合も猶更、考え難い。このように、現状、実効性確保措置が発動されるのは極めて限定的な場合であると言えよう。これでは、神田教授が正当に懸念する「お説教」と何ら変わらない¹⁰⁰⁾。他方、SSCについても、

93) <<https://www.fsa.go.jp/news/29/sonota/20170728/002.pdf>>

94) 日本経済新聞 2018年12月11日朝刊9面。

95) 日本経済新聞 2019年1月30日朝刊9面。

96) 日本経済新聞 2018年8月8日朝刊7面。

97) 民間の第三者（格付投資情報センター）が、各金融機関の取り組みを中立的に評価する仕組みも動き出している（日本経済新聞 2019年2月2日朝刊21面）。

98) 神田秀樹「コーポレートガバナンス・コードの改訂」資料版商事法務412号11頁。

99) 佐藤寿彦「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の整備」ジュリスト1484号25頁。

そもそも「上場規則のような機関投資家規則」というものがあるわけではないので、より一層「エンフォースメント……原則を実現していく仕組み（メカニズム）が重要」となるのである¹⁰¹⁾。

2. KPIの活用

そこで、Ⅳにおいて紹介した金融庁がCBCPの実効性確保手段として活用しているKPIに基づくモニタリングの枠組みを、CGCやSSCへも導入することを提案したい¹⁰²⁾。これによって、コーポレート・ガバナンスに向けた会社経営者の取り組み、意識改革の度合いが数値で示されることになるので、客観的な評価が可能となると共に、他社との比較が容易になるためである。そもそも、「稼ぐ力を増大させるには、有事ではなく、平時の経営改革やそのための戦略やビジネスモデル転換を可能にさせるコーポレートガバナンスのあり方を検討することが求められ」、「(そのためには) 選択した戦略やビジネスモデル、あるいはその実践に伴い発生するであろうビジネスリスクを特定化させ、それらの進捗を業績因子、リスク因子などを投影する指標 (KPIs (Key Performance Indicators) や KRIs (Key Risk Indicators) に落とし込み、定点観測を行い、活動や体制を(ママ) 見直しなどをチェックしていくことが求められる」ことになる¹⁰³⁾。ここにKPIとは、必要に応じて成果指標を要素分解し、そのうえで、因果関係仮説や目的・手段関係で指標間の関係性をさかのぼり、最後に見出されるところの業績全体を向上させる要因 (パフォーマンス・ドライバー) と位置付けられる¹⁰⁴⁾。

100) なお、「遵守しなかった場合は、最悪の場合、上場廃止になりますので、極めて強制力が強い」との評価もあるが(神作他・前掲脚注49)・17頁〔藤田発言〕、そもそも当該実効性確保措置が発動される「要件」自体が極めて限定的であるから、その「効果」のみに着目して「極めて強制力が強い」との評価は妥当でない。

101) 荒谷雅夫・梅澤拓・大江亨・大場昭義・神田秀樹・齋藤哲彦・水野晋一・和仁亮裕〔「顧客本位の業務運営に関する原則」の実践と今後の展開〕金融法務事情2069号9頁〔神田発言〕。

102) SSCの受入れを宣言した機関投資家のうち、さらにCBCPの受入れをも宣言した金融事業者が、東証一部・二部に上場している場合には、SSC・CBCP・CGCの全てが適用されることになる。

103) 加賀谷哲之「日本企業のコーポレートガバナンス改革の現状と展望」資本市場370号11頁。

当然ながら「KPIの設定にあたっては、自前で概念や定義を定めることも可能であり、これらは主体的な創意工夫の発揮の観点からも好ましい」のであり¹⁰⁵⁾、SSCやCGCが求める企業の自主的・主体的な取り組みを強力に促す効果も十分に期待できるといえる。

そこで、こうした特質を持つKPIに基づくモニタリングを、CBCPにおいてだけでなく、SSCやCGCにおいても有効に活用していくべきである。まず、すでにみたように、そもそもSSC、CGC、CBCPの三者ともに、プリンシプルベース・アプローチであり、コンプライ・オア・エクスプレイン方式を採用している点で全く同じである。そして、SSCを支える「ステewardシップ責任は、インベストメント・チェーンに組み込まれる関係者を広く包含し得る」一方¹⁰⁶⁾、CBCP原則1(注)も「インベストメント・チェーンにおける最終受益者としての顧客をも念頭に置くべきである」と規定しており、両者が機能する場面で重なり合う。また、SSC指針2-1は「機関投資家は顧客・受益者の利益を第一として行動すべき」としており、CBCP原則2も「金融事業者は……顧客の最善の利益を図るべきである」と規定しており、両者における行動原理の共通性が見出せる。しかも、両者の個別具体的な原則の内容を比較しても、①活動方針と状況の定期的な公表・報告を定めたCBCP原則1とSSC原則1・6、②利益相反の適切な管理を定めたCBCP原則3とSSC原則2、③顧客・投資先企業の的確な状況把握を定めたCBCP原則6とSSC原則3、④必要な体制整備を定めたCBCP原則7とSSC原則7のように、SSCとCBCPの類似性が容易に看取できる。以上のようなSSCとCBCPにおける同一性・共通性・類似性を踏まえれば、CBCPにおいて成功しているKPIに基づくモニタリングを、SSCにおいても活用できる可能性は極めて高いといえよう。そのうえで、モニタリング等のエンフォースは金融庁が担うことになる(金融庁設置法4条1項1号・3条1項)。

104) 大西淳也・福元渉「KPIについての論点の整理」〈https://www.mof.go.jp/pri/research/discussion_paper/ron276.pdf〉20頁(財務省財務総合政策研究所総務研究部)。

105) 鈴木正人「顧客本位の業務運営に関する原則に係るKPI好事例の分析」金融法務事情2080号35頁。

106) 神作裕之「機関投資家のステewardシップ責任——受託者責任との比較」信託フォーラム2号42頁。

他方、CGCについては、上述したKPIの性質に鑑みて、例えば、経営戦略や経営計画に関する定めであるCGC基本原則3・4(1)、CGC原則3-1(i)・5-2、CGC補充原則4-1②、あるいは業績評価に関する定めであるCGC原則4-3、CGC補充原則4-2①・4-3①③等には、素直にKPIの導入が可能であり、かつ有効に活用されることが十分に期待できるところである¹⁰⁷⁾。そのうえで、モニタリング等のエンフォースは当然、上場規則に基づき証券取引所が担うことになる。この点、神田秀樹教授は、米国においては州法と連邦法による「競争」により会社法制が形成されていると指摘したうえで、わが国においても今日、証券取引所規則とその執行が会社法制を形成する競争者の役割を果たすと主張する¹⁰⁸⁾。また、黒沼悦郎教授も「……証券取引所が株主・投資家保護の観点から上場会社に『ふさわしくない行動を規制する』ことは、自主ルールによる上場会社法の形成として取引所にかけられている期待に応えるもの」と評価するが¹⁰⁹⁾、逆に、証券取引所が「ふさわしい行動を積極的に奨励する」ことも当然あってよいはずである。思うに、金融商品取引法110条は、投資者保護のための作為義務（これを怠れば不法行為法上、注意義務違反を構成するという意味）を金融商品取引所に対して課す一般規定であり、金融商品取引所法上、本条以外に金融商品取引所を名あて人とする様々な規定は、一般規定たる本条を個別化・具体化したものであると評価できる¹¹⁰⁾。そこで、東証は、こうした金融商品取引所としての義務を履行するために、投資者保護のための積極的なエンフォースを行うべきであるといえよう（金融商品取引法84条2項3号・金融商品取引所等に関する内閣府令7条4号も参照）。その一環として、東証は、上述したように、KPIに基づいたCGC遵守状況の自己評価の開示を上場会社へ促すというアプローチを用いるべきということになるのである。

107) 伊藤邦雄教授は、経営陣の中長期業績連動報酬について資本生産性の改善に向けたKPIの導入を訴える（伊藤邦雄「経済教室」日本経済新聞2019年1月17日朝刊29面）。

108) Hideki Kanda, "Corporate Governance in Japanese Law: Recent Trends and Issues", 11 Hastings Business Law Journal 69, 83-84 (2015).

109) 黒沼悦郎『金融商品取引法入門〈第7版〉』122頁（日本経済新聞出版社 2018年）（『 』は筆者）。

110) 黒沼悦郎・太田洋編著『論点体系 金融商品取引法2』280-285頁〔小川宏幸執筆〕（第一法規 2015年）。

振り返ると、平成21年6月、金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」は、上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けてと題する報告書において、『貯蓄から投資へ』の流れと『上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化』に向けた取り組みは、は密接不可分の関係を有するものであり、これら2つに向けた取り組みは、今後も車の両輪として、強力に進められていく必要がある」と主張した¹¹¹⁾。あれから約十年が経過した現在、「貯蓄から投資へ」の流れは遅々として進まない¹¹²⁾。他方、「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化」も緒に就いたばかりである¹¹³⁾。今後は、「貯蓄から投資へ」の流れの定着を目指す「顧客本位の業務運営に関する原則」(CBCP)と、「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化」を推し進める「スチュワードシップ・コード」(SSC)、「コーポレートガバナンス・コード」(CGC)とが、「三位一体」となって協働していくことが期待されよう¹¹⁴⁾。

111) 〈https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1.html〉

112) 市場型間接金融の場合、エイジェンシー関係の重層化が生じるが、従来のわが国では、エイジェンシー・コストを抑制するための取り組みが十分でなかった点が、「貯蓄から投資へ」が謳われて10年以上になるにもかかわらず、十分な成果が上がってこなかった大きな原因の一つであると指摘するのは、池尾和人「日本の金融の現状を考える」資本市場377号30頁。

113) 金融庁企画市場局「コーポレートガバナンス改革について」〈<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20181127/01.pdf>〉5頁は、「コーポレートガバナンス改革の進展に伴って、企業のROEとPBRは全体として上昇。」と断言するが、ROEとPBRの上昇が果たして「コーポレートガバナンス改革」と関連するかどうかは慎重な検証が必要と思われる。因みに、2018年度における東証一部上場企業のROEは低下すると予想されている(日本経済新聞2019年1月7日朝刊1面)。

114) 仮屋広郷「グローバル化とコーポレート・ガバナンス改革」社会イノベーション研究13巻2号81頁は、「現在進行中の改革は、日本の社会をおかしくし、日本社会全体を悪い方向へ後押ししていないか、とても心配になる」という。至極正当な懸念であるが、もう紙幅も尽きた。そこで、比較法的考察も含めた、所謂グローバル化の進展とわが国コーポレート・ガバナンスのあり方に関する私見については別稿に譲る。