

**「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の考え方と現実との乖離をめぐる一考察
英国の「コーポレート・ガバナンスについての統合規範」を主な対象として**

野田博

一橋大学大学院法学研究科・法学部

2006年9月

「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の考え方と現実との乖離をめぐる一考察
英国の「コーポレート・ガバナンスについての統合規範」を主な対象として

野田 博

はじめに

英国のコーポレート・ガバナンスについての統合規範(The Combined Code on Corporate Governance)は、同国のコーポレート・ガバナンスにおいて私的な秩序形成が重視されていることを表すものとしてわが国でもよく知られ、その詳細な検討も存在する(注1)。そして、その私的な秩序形成という面において、コーポレート・ガバナンスのソフトローについての研究の対象としても注目されている(注2)。

ところで、英国のコーポレート・ガバナンスについての統合規範においては、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則(comply or explain principle)が採用されており、規範に含まれるルールはその原則を基礎に性格づけられる面がある。この原則は、英国におけるコーポレート・ガバナンス規範の展開の最初に位置する1992年のキャドバリー報告(注3)以来のものであり、すでに10数年の運用の経験をもつ。そして、その運用の経験に基づいた研究もみられるようになってきている。本稿は、そのような研究に着目するものであり、とりわけ、規範の不遵守の実例の蓄積を踏まえてなされた研究に注目する(注4)。規範の遵守の割合は高く、また時の経過につれて増大してきていることはしばしば指摘されるところであるが、しかし不遵守という事象はなお規範の重要な項目についてもみられる。本稿において注目する研究では、そうした不遵守を継続している会社によってなされてきた説明の特徴を吟味し、そしてその特徴とも関連して、統合規範からの逸脱が見られる場合に、それを許容するか否かについての投資家の評価の実際がどうであるか、そのことの含意は何であるか等の考察がなされている。そのような考察は、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則が実際に果たしている機能はその原則の本来の趣旨に沿うものであるか、そうでないとした場合、そこから何を汲み取るべきかそれは失敗を意味するか、必ずしもそうではないとしても、改善すべき点または限界として留意しておかなければならない点はないか等を考えるための有益な手がかりを提供するとともに、ソフトローとしての統合規範の遵守のメカニズムという点に関しても参考になるように思われる。

本稿でのおもな検討の対象と問題関心は上記のとおりである。ただ、その前にまず、私的な秩序形成を重視する統合規範の概要を述べ() また「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の基礎にある考え方についても今一度整理しておきたい()。そしてその上で、統合規範の不遵守の例に着目した研究成果を紹介し()、上記の問題関心による考察を行うこととする()。

(1) 代表的なものとして、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編『コーポレート・ガバナンス 英国の企業改革』(商事法務研究会、2001)。

(2) たとえば、小塚荘一郎ほか「座談会 『取締役会・監査役会併設会社のガバナンス・ベストプラク

ティス・コード』の制定」ソフトロー5号(2006)1頁、44頁〔藤田発言〕参照。

(3) Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (London: Gee, 1992).

(4) 本稿で注目するのは、Iain Macneil and Xiao Li, Comply or Explain: Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code, (May 2005), Available at SSRN である。

私的な秩序形成を重視する統合規範

統合規範は、上記のように、コーポレート・ガバナンスにおいて私的な秩序形成を指向した英国の特徴を表すものである。ここでは、以下の議論の前提として、おもに英国における会社法現代化に関してなされた議論を参考に(注5)、統合規範の概要をその特徴を中心として述べることにする。

統合規範は、1990年代を通じて出された3つの報告書、すなわち、上記のキャドバリー報告書、グリーンブリー報告書(注6)およびハンペル報告書(注7)における作業を統合するものとして1998年6月に発せられたものである。そして、現在は、財務報告会議(Financial Reporting Council: FRC)により2003年7月に公表された改訂統合規範が適用されている。2003年7月の改訂統合規範は、2003年1月に公表された非業務執行取締役についてのヒッグス・レビューおよび監査委員会についてのスミス報告における統合規範の改訂案を基礎に、同年1月以降FRCによってなされた広範な意見照会を反映するものであり、最善実務慣行の発展を原則および個別の規範条項に反映させるための改訂がなされたものであるとされている。なお、2006年6月にも改訂統合規範が公表されており、これは、所要の手続を経た後、2007年の第2四半期の一定の時期に効力をもちことが見込まれるとされるとともに、FRCは、会社および投資家が2006年11月1日に始まる報告年度または同日以降自発的に2006年の改訂統合規範を適用することを勧めるとしている。

統合規範は、上場会社および(機関)投資家に適用されるものであり、その全般的なねらいは、コーポレート・ガバナンスの基準を向上させることにより、取締役会の機能を高めること、取締役会がより効果的に会社を指揮・管理できるようにすることを指す、および投資家の信頼を改善することにある(注8)。そしてそのねらいを反映して、その規範の内容も、取締役会の構造・構成、および取締役の株主に対するアカウンタビリティを改善するという事項への関心に比重が置かれている。

さて、統合規範が私的な秩序形成を指向していることに関し、とりわけ、次の2つの特徴が挙げられる。まず第1に、統合規範は政府から独立した産業界、金融界を基礎にした団体によって作成されたということである。その意味で、その規制枠組みに服し、またそれにより利益を得る者による自主規制ということが出来る。なお、そのような規範がなければ、直接的な政府の介入の可能性が大きいであろうとの認識があったとされる。第2に、統合規範は、その規範の不遵守に対してフォーマルな制裁を課すものではないという意味で、任意的なものであることである。会社には統合規範を遵守するフォーマルな義務はなく、後述するように、証券取引所の上場要件として年次報告書により規範の遵守について

報告し、不遵守の場合にはそれを説明することが義務づけられるのみである。

なお、統合規範は非制定法上の文書であるが、国家ないし政府がそれに無関心であるというわけではない。統合規範を更新し、その将来の内容を決定することに関して、英国における会社法改革における通商産業省（DTI）の最終報告書（注9）においては、会社法を継続的な検討する制定法上の義務をもつ助言機関たる「会社法・報告委員会（Company Law and Reporting Commission）」の創設とその下で統合規範の継続的検討を託された専門家団体である基準審議会（Standards Board）が活動するが提案されたが、これについて、「政府がこのようにしてガバナンス規範の発展と更新の過程の全般について管理権を手に入れることは、そうした規範の射程と内容が単に私的なものではなく、公的な関心事であるということ承認するものである」という指摘がなされた（注10）。

結局、この会社法・報告委員会の創設の提案は、2002年7月の白書（White Paper）「会社法の現代化（Modernising Company Law）」（注11）では受け入れられず（Part 5, para 5.25-5.27）、そこでは新しい「基準審議会」が提案された（注12）。そして、基準審議会は一定の会計、報告および他の開示問題についての詳細なルールを作成する責務を負うが、その責務の中に統合規範の継続的検討を含む（注13）。政府は白書において、統合規範がコーポレート・ガバナンスの高い基準を維持し、それを推し進める中心的役割をもつと述べるが（Part 5, para 5.12）統合規範は引き続いて非制定法上の文書であることとし、統合規範につき再検討をなすことを要する時期の決定における基準審議会の役割も制定法に定められないものとした。ただし、統合規範がコーポレート・ガバナンスの高い基準を維持する中心的役割を果たすことを確保することへの関心から、政府は、基準審議会が機敏に統合規範の内容を継続的に再検討することへの期待を述べている。そして、その関係で基準審議会は、統合規範が最善のコーポレート・ガバナンス慣行を述べているかどうかにつき主要な投資家団体、FRC等を交え、定期的な非公式の協議をすべきであり、政府はそれを当てにしているとする（Part 5, para 5.12）。ルールの作成を委ねられる基準審議会の構成等は重要であるが、基準審議会の構成については、政府は個々のメンバーを指名する役割をもつものではないとしつつ、その目指される機能に適し、かつバランスのとれた人員構成であるべきであるとし、また、基準審議会はその機能を実行する上で必要な専門性と資源を有するべきであるとする（Part 5, para 5.15）。その他、基準審議会は、その提案の費用対効果分析を考え実行することや、一定の制定法上の原則を競争性を促進すること、小規模な会社に特有の事情を考慮に入れること等を顧慮することが要求されるとされ、また、非通例的な場合であるが、たとえば公共の利益のために基準審議会の決定を覆すことが必要であると感じられる場合、政府が介入しうるセーフガード規定を置くものとされている（Part 5, para 5.16）。

以上において、政府が詳細な規制を作成するのにつねに最適であるとはいえず、非政府の専門家機関の専門性を十分に活かすことが必要であるとの認識が出発点にあることはもちろんであるが（注14）、それとともに、そのような枠組みの中で適切な規範の内容が生

み出されることについて政府が大きな関心を有していることもまた窺うことができるといえよう。

(5) 以下の記述の一部は、すでに拙稿「コーポレート・ガバナンスにおける法の役割」柴田和史 = 野田博 (編) 『会社法の現代的課題』(2004、法政大学現代法研究所) 59 頁、113 頁 ~ 115 頁、119 頁 ~ 120 頁と重なるものであることをお断りしておく。

(6) Directors' Remuneration: Report of a Study Group chaired By Sir Richard Greenbury (London: Gee, 1995).

(7) The Committee on Corporate Governance, Final Report (London: Gee, 1998).

(8) 2003 年 7 月の改訂統合規範の全般を通じてのねらいにつき、このように述べられた。

(9) DTI の主導のもと 1998 年に開始された英国会社法の根本的再検討の作業は、2001 年 6 月の「最終報告書 (Final Report)」の公表をもって完了した。

(10) Chris Riley, The Juridification of Corporate Governance, in: J. de Lacy (ed.) The Reform of United Kingdom (2002), at 186.

(11) 白書は DTI による抜本的再検討に対する政府の回答の第一弾であり、上記「最終報告書」で提案された主要問題の多くについて政府の政策の概略を示すとともに、数多くの会社法改正草案を含むものであった。

(12) 後述する新しい基準審議会および報告審査パネル (Reporting Review Panel) の統括機関は、現状どおり FRC ということになる (White Paper, Part , para 5.27)

(13) 財務諸表の形式と内容、大規模な会社についての営業・財務報告書 (operating and financial review) の詳細な開示要求、小規模な会社についての簡略な補充説明書 (supplementary statement) の形式と内容と並んで、統合規範の継続的検討について責務を担うものと提案された (Part , paras 5.7.-5.10)

(14) White Paper, Part , paras 5.3-5.4. DTI の最終報告書は、このような認識のもと、会社法を継続的に更新し実効的なものとする際における非政府的制度の果たす大きな役割を提案しており、白書において政府はこれに同意する。

「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の概要と考え方

1 開示義務としての「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則

統合規範の序文 (注 15) において、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則は次のように述べられている。すなわち、「(統合) 規範は主原則、補助原則および規範条項からなる。上場規則は、上場会社が規範に関して開示の記述をなすことを要求するが、求められる記述は 2 つの部分で構成される。記述の第 1 の部分では、会社は、規範の原則をいかに適用したかについて報告しなければならない。これは、主原則および補助原則の両方についてなされるべきである。この部分の記述の形式及び内容は定められていないが、そのことは、会社は諸原則に照らしてそのガバナンス政策を自由に説明できるようにするべきで

あるという趣旨によるものであり、たとえば当該会社がおかれたある特別の状況により特定のアプローチが採られるといった説明が考えられる。記述の第2の部分では、会社は規範の条項を遵守するという事を明らかにするか、または（規範の条項を遵守しない場合は）説明をなすべきである」と。さらに、「上場株式会社は、たいていの場合には規範の定めに従うことが期待されるけれども、規範の条項からの離脱が特定の状況において正当化されることが考えられるということは、認識されている。すべての株式会社は各規範条項を注意深く吟味し、そして規範の条項から逸脱するのであれば、よく考えられた説明をしなければならない」とされている。

以上からも明らかなように、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の中核は、それが開示義務であるということである。統合規範は上場規則と同じ法的地位を有するわけではないが（注16）序文にあげられた上場規則は Rule 12.43A を指しており、そこでは次のように定められている。

英国で設立された会社の場合に、以下の追加項目が年次報告書および計算書類(annual report and accounts)に含められなければならない：

(a)その会社が統合規範のセクション に列挙された原則をいかに適用したかの平易な記述。それは、当該原則がいかに適用されたかをその株主が評価できる説明を提供するものであること。

(b)その会社が、会計期間を通じて、統合規範のセクション に並べられた規範の規定に従ったか否かに関する記述。規範の規定に従わなかった会社、または規範の規定の一部のみに従った会社、もしくは（その要求が継続する性質をもつ規定の場合に）会計期間の一部だけ従った会社は、従わなかった規範の規定を明確にしなければならず、そして（適切な場合には）そのような不遵守が継続したのは当該期間のどの部分かを特定しなければならず、そして不遵守の理由を述べなければならない。

ここで、(a)が序文にいう記述の第1の部分に対応し、(b)が第2の部分に対応する。一般に前者は「適用(appliance)」の記述、後者は「遵守(compliance)」の記述と呼ばれる。上場規則が要求するのは、遵守があったかなかったかの単なる開示ではなく、不遵守の各場合について不遵守の理由を付した説明である。

2 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の基礎にある考え方

上述のように、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の原則の本質は、規範を遵守することについて強制的ではないが、遵守に関する開示については強制的であるということである。その基礎にある考え方として、次の2つのものが挙げられる。

(1) 柔軟性

まず第1は、いうまでもなく柔軟性への考慮である。これは、おもに統合規範に服する会社は、規模、構造、および組織の点で実質的にさまざまであるので、「一つのサイズがすべてに当てはまる」というアプローチを採用することはできないという判断に基づくものである。統合規範の序文でも、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチは10年以

上運用されてきており、それが提供する柔軟性は会社取締役会および投資家の両者によって広く歓迎されてきたと述べられている。

なお、柔軟性の考慮は、会社法規定におけるデフォルト・ルールとの関係でもしばしば言及される（注17）。ただ、同じく柔軟性が考慮されているといっても、会社法のデフォルト・ルールにより提供される柔軟性は、当該デフォルト・ルールの選択（または変更）の段階で働くものであるのに対して、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチにおける柔軟性は、関連するルールの遵守が求められる段階で働く点で、両者は異なる（注18）。

（2）資本市場の役割

第2に、柔軟性への考慮とも関連するが、会社のコーポレート・ガバナンス実務の十分さを評価することにおける資本市場の役割への考慮がある。「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の原則における開示の強制は、（機関）投資家が不遵守を当該会社のおかれた特定の状況で正当化できるか否かを十分な情報に基づき評価できるようにしようとするものであるが、そこでは、市場が規範の遵守を監視し、(a)株価の低落を通じて不遵守に制裁を加えるか、または(b)（理由は何であれ）不遵守がその状況において正当化されるということを受け入れる判断をなすという役割を果たすであろうとの推定に基礎づけられていると考えられる（注19）。このことは、不遵守またはそれに対して会社によりなされた説明に対して機関投資家や証券アナリスト等の採る態度が「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の目的の実現にとって重要であることを示唆する（注20）。統合規範からの逸脱に直面した場合の投資家の評価の実際がどうであるかは、不遵守の事例に着眼した研究をみる中で、より具体的にみることにする。

なお、上記のように、上場規則に含まれる開示義務は、投資家およびアナリストのような外部者が統合規範の遵守を監視するメカニズムを提供するが、遵守がなされているかどうかは完全に客観的に判断できる性質を持つものではなく、会社と外部者の間で遵守について異なる見方が生じることもある。たとえば、年金投資調査顧問会社（PIRC）の2004年コーポレート・ガバナンス年次報告書によると、完全に遵守したと報告した会社の割合は47%に上るが、PIRCが完全な遵守と見る割合は34%であり、両者の間には相当の隔たりがあることが指摘される（注21）。さらに、規範のすべての側面について独立した証明が可能というわけではないこともいわれる。その結果、規範に従っていると信じているが、現実にはそうでない会社は不遵守の記述をせず、それゆえ市場が、少なくとも迅速にはその問題に関して判断を行うような出番がないということも生じうる。この点は「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の運用に影響をもたらすこととして留意が必要であるが、いずれ市場によりそうした隠れた不遵守は明らかにされるといえることが考えられるため、その影響は、不遵守の発見を妨げることよりも、むしろそれを遅らせることであるとみられる（注22）。

(15) 引用する序文は、2006 年 6 月の統合規範のものである。以下も同様である。

(16) 上場規則は制定法上の権威の下で作られ、エンフォースされうる (See Part of the Financial Services and Markets Act 2000.)

(17) 英国において会社の定款によって確立されたガバナンス構造は柔軟性を大きな特徴とするものであり、そこでは、取締役会の構造および構成または取締役会と株主総会のそれぞれの権限に関し強行法的ルールは比較的少ない。Macneil and Li, supra note 4, at p.2. 詳細には、拙稿・前掲注 (5) 78 頁以下も参照。

(18) Macneil and Li, supra note 4, at p.2.

(19) Id.

(20) 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチの有効性は機関投資家の影響力に依存するとの指摘があるが (Jonathan Rickford on Corporate Governance Systems—How Much Convergence?, in: Geoffrey Owen, Tom Kirchmainer and Jeremy Grant (ed.) Corporate Governance in the US and Europe (2005), at 25, 27.) それはこの関係で理解できるものである。

(21) PIRC, Corporate Governance Annual Review 2004, p9. また、Macneil and Li, supra note 4, at p.6 (Table 1)参照。

(22) Id. at p.5.

統合規範の不遵守の例に着目した研究

ここでは、Iain Macneil & Xiao Li による統合規範の不遵守の例に着目した近時の研究 (注 23) を取り上げる。それは、すでに述べたように、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則が実際に果たしている機能を知り、またその規制手法を活用しようとする際にどのようなことに留意すべきか等を汲み取る上で興味深い研究であるといえ、以下その分析の概要を紹介することとする (注 24)。

1 実際の不遵守の程度についての考察

まず、Iain Macneil & Xiao Li は、PIRC の 2004 年コーポレート・ガバナンス年次報告書 (FTSE の全株式会社をカバーしている) によれば、統合規範を完全に遵守している会社は 34% のみであるという事実を取り上げ、そこから不遵守の程度について 2 通りの見方が可能であることを述べている。1 つは、不遵守は、規範を完全に遵守しているのが半数以下の会社であるゆえに、重要な現象であるという見方であり、もう 1 つは、確かに統合規範を完全に遵守している会社は半数以下であるが、統合規範のある特定の条項について見ると、たとえば PIRC の 2004 年のレビューによれば、遵守が 80% を下回る条項はなく、そして遵守率が 100% に極めて近いものもいくつかあるといったように、不遵守は比較的低いということができ、総体としてみた場合不遵守の大きな問題はないという見方である。前者の見方のもとでは、さらに 2 つの捉え方をするとされている。すなわち、

「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則が良く機能し、そして上場会社に対しそれらのガバナンス実務の点で、柔軟さをもたらしているという捉え方 市場は、不遵守の (多

くの) 事例のメリットを判断するという実質的な仕事を達成しているという推定がこれと結びついている、または、より厄介な問題をはらむ捉え方であるが、市場は不遵守について格別に関心を持たず、そして当てになる制裁は存在しないという捉え方である。Iain Macneil & Xiao Li が示す上記の2通りの見方のうち、総体としてみた場合、不遵守の深刻な問題はないという後者の見方が比較的一般的であるように思われる(注25)。ただ、後者の見方を採りうるとしても、たとえば、完全に独立した報酬委員会、1年以下の取締役契約等個別の条項の中には、不遵守を無視できない例も残ることには留意する必要がある。

2 不遵守の報告に伴う問題

「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチの目的は、投資家が不遵守について、特定の状況でそれが正当化されるかどうか十分な情報に基づいて評価できるようにすることである。そこで想定されているのは、不遵守の説明がなされた後、不遵守が正当化されるという評価がなされた場合、当該会社によって採られたガバナンスのアレンジメントが受け入れられ(行動なし)、その一方、正当化されないという評価がなされる場合には、究極的には株主総会での議決権の裏づけにより、会社に対し規範に合致すべしという要求がなされるというプロセスであろう。しかし、会社によってなされた開示への作用の過程がこのようになるのは、そう簡単なことではないと指摘される。会社によってなされる不遵守の開示がしばしば極端に簡潔で、情報が乏しいという現実に根ざした指摘である。

1つの具体例が挙げられている。不遵守を長く継続した Wm Morrison Supermarkets PLC による開示であり、それは、不遵守の事実以上のことを報告しないか、または、投資家が上述の類の評価を行いうるかどうかに深刻な疑いを引き起こすほど貧弱な理由を提供する例として格好のものとされている。非業務執行取締役を任命しないことに関して Wm Morrison Supermarkets PLC によりなされた記述を具体的に示すと、1994年および1995年の記述は、「会社は非業務執行取締役を有していなかった。取締役会の構成を変更する当面の計画はないけれども、取締役はこの関係で最善慣行の規範を心にとどめ、そしてしばしばその状況を再吟味するであろう」というものであり、1996年の記述は、「会社は(規範のパラグラフ1.3およびセクション2によって要求されるものとしての)非業務執行取締役を有していなかったが、それは取締役会が現在それらの者を任命することに商業上の便益が存在しないという意見であるからである。取締役会の構成を変更する当面の計画はないけれども、取締役はこの関係で最善慣行の規範を心にとどめ、そしてしばしばその状況を再吟味するであろう」というものである。1997年以降も、1996年の記述と質的にほぼ変わらない記述が繰り返されている(注26)。

1994年および1995年の記述は、およそ説明とはいえないものである。これに対し1996年の記述には、「商業上の便益」への言及がなされており、説明といえなくもない。しかし、それはあまりにも不明確な記述であって理由を付した説明ということからはかけ離れており、さらに規範の条項の目指すアカウンタビリティという目的に過度に否定的であるように見えると評される。もしその記述により、財務上のパフォーマンスは非業務執行取締役

が存在しない方がよさそうであるといいたいのだとしても、そのような信念に対する根拠は明確にされていない。結局、このようにして不遵守の開示に向き合わざるを得ない投資家は、取締役会の判断を受け入れるか、または不遵守は正当化されないと結論づけるかの真剣な評価を十分に行うことはできないであろうし、さらに、内部者取引および市場の濫用に関する法によって課せられる制約を考慮すると、投資家またはアナリストは、不遵守の理由づけ評価の基礎を提供すると考えられる非公開の情報に接近できるということはありません。

以上は一例であるが、そこに見出される問題は必ずしも例外的なものとはいえない。PIRCの2004年の年次報告書において、「我々の経験において、不遵守の分野に対する説明は改善されてきたけれども、説明はなおしばしば、ある規範の当該会社にとっての適切性につき取締役会が賛成しないという記述にとどまっている。これは、我々の見解では、受け入れられない応答である。」(注27)と記されていることは、そのことを窺わせる。

3 規範の不遵守と投資家の評価

2に示された不遵守について会社によってなされる説明の実状は、不遵守の開示が投資家に対し適切な評価をなすことの基礎を提供しないという結論に繋がるものであろう。ただ、Iain Macneil & Xiao Liの考察はそれにとどまらず、投資家は不遵守の事例の詳細な吟味および評価を行うかわりに、不遵守のメリットを判断する代替的尺度を日常的に採用している可能性が考えられるとして、分析を進めている。そして、代替的尺度として採用されていると考えられるのは、株式価格によって測定されるものとしての会社の財務上のパフォーマンスであるとし、そのような推論をなしうる理由として、不遵守を継続している会社は圧倒的に株価のパフォーマンスのよい会社であるという事実を見出すことができることを挙げる(注28)。

この不遵守と良好な業績との結びつきは、どのように説明されるか。Iain Macneil & Xiao Liは、この関係で、遵守についての決定というものは統合規範に完全に従うことを実現する手はずを整えるか(たとえば、独立した非業務執行取締役を任命すること)それともそのような規範の標準的解決を採用するのではなく、会社において他に考えられる解決を採用するという意味での不遵守かとの間の選択と特徴付けることができるところ、投資家は、統合規範の設けているガバナンス構造が、不遵守にはなるものの会社がより優れているとみるガバナンス構造よりも勝るという一応の推定を働かせるが、財務上のパフォーマンスが十分によいときは別であって、その場合には不遵守という会社の判断が遵守の決定よりも勝るという見方をするものと捉えると、不遵守と良好な業績との結びつきは合理的に説明することができると思われる。ここで大事な点は、(機関)投資家は、財務上のパフォーマンスがよい時には、最適のガバナンス構造についての会社の判断を受け入れようと思われ、他方、財務上のパフォーマンスが悪い時には、それを受け入れるようということがあまりないか、まったくないということである。

以上の見方を前提として、次の2つのことが引き出される。第1は、機関投資家にとっ

て問題が一層単純になるということである（注29）。それは機関投資家に魅力的に映るかもしれない。第2は、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチは機能していない、少なくとも意図されたようには機能していないということを示唆するということである。Iain Macneil & Xiao Li は、その現実の機能を記述するには、「遵守せよ、さもなければ成果を挙げよ」という表現が適切であるように思われるとしている。

（23）Macneil and Li, *supra* note 4.

（24）ここで紹介するのは、とりわけ「3．不遵守の開示（Disclosing non-compliance）」および「4．不遵守の弁明（Excusing non-compliance）」の節である。

（25）たとえば、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編・前掲注（1）35頁〔出見世信之〕。

（26）1997年以降についての説明は、以下のようであった：1997年、1998年「会社は（規範のパラグラフ1.3およびセクション2によって要求されるものとしての）非業務執行取締役を有していなかったが、それは取締役会が現在それらの者を任命することに商業上の便益が存在しないという意見であるからである。取締役はこの関係で最善慣行の規範を心にとどめ、そしてしばしばその状況を再吟味するであろう。」；1999年、2000年、2001年、2002年、2003年「取締役会は完全に業務執行取締役から構成されているが、これは、取締役会が現在それらの者を任命することに商業上の便益が存在しないという意見であるからである。」；2004年「会社は取締役会に非業務執行取締役を有していない（A.2.1, A.3.1, A.3.2, A.6.1）。取締役は、この関係で統合規範の規定を心にとどめ、そして定期的にその状況を再吟味するであろう」。なお、2004年のうちに Safeway による買収が生じ、それ以降 Morrison は2名の独立した非業務執行取締役を任命している。この方針が採られた過程は、当該買収の完了後における株式価格の低迷と関連づけることができると思われる。

（27）PIRC, *supra* note 21, at p9.

（28）すなわち、Iain Macneil & Xiao Li は、FTSE100において不遵守を継続している会社をリストアップし、3つの異なる期間（2000年から2001年までの1年、2000年から2002年までの3年、および2000年から2004年までの5年）をとった場合、FT株価指数と比較してそれらの会社の株式価格のパフォーマンスはどうかを、その不遵守の内容とともに示すが、それによると、5年のタイムフレームの間どの期間も株価のパフォーマンスがFT株価指数よりも低迷していたのは、規範の不遵守を継続している18の会社のうち3社のみである。さらに、その3社のうち1社は、上記の3つの期間のうちパフォーマンスがFT株価指数のそれを下回ったのは1つの期間であり、他の2つの期間はFT株価指数を上回っていた。

（29）不遵守に直面した機関投資家は、「それが機能するか」という問いを託されることになるが、その問いが、「それが統合規範によって確立された標準的アレンジメントと比較しよりよい結果を生み出しそうであるか」というより単純な問題となる。

検討

において紹介した研究の分析結果は、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則が少なくとも意図されたようには機能していないということを示す。そこでも言及したように、

その要因にはいくつかのことが考えられる。すなわち、 遵守の有無は必ずしも客観的な事項ということとはできず、会社と外部者（PIRC等）の間で規範の完全な遵守がなされているかどうかについて見方が異なること、 会社によってなされる不遵守の開示がしばしば極端に簡潔で、情報が乏しいという現実があること、および 機関投資家は不遵守の事例の詳細な吟味および評価を行うよりも、むしろ「遵守せよ、さもなければ成果を挙げよ」とも呼ぶべき評価の尺度を日常的に採用している可能性が考えられること、である。

以上うち については、すでに述べたように、そのような見方の相違に基づく隠れた不遵守はいずれ市場により明らかにされるといえることが考えられるため、不遵守が明るみに出ることが遅れるという点で「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の機能に影響をもつことは否定できないが、その機能を妨げるとまではいえないように思われる。これに対して、 および は「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則が意図されたように機能しないことの要因としてより重要である。

不遵守の事例の分析から引き出される上記のような問題にどう向き合うかについては、いくつかの立場があるように思われる。すなわち、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則が意図されたように機能していないことについて、意図された機能を妨げる要因を取り除こうとする考え方があることはもちろんであるが、意図されたように機能していないとしても、それが直ちにうまく行っていないことを意味するとは必ずしもいえないと考える余地も示唆されている。

意図された機能を妨げると考えられる要因を取り除こうとする立場は、統合規範の序文において鮮明であるように思われる。統合規範の序文にはガバナンスを評価する者、とりわけ機関投資家およびそのエージェントに宛てた一節があり、次のように述べられている。すなわち、「ガバナンスの評価に関わる者は、相互理解を基礎にした共同と信頼を促進するため、良識（common sense）をもって評価にあたるべきである。それらの者は会社の個々の状況を適切に考慮すべきであり、そしてとりわけ、会社の規模および複雑さ、ならびに会社が直面するリスクと挑戦の性質を心にとどめるべきである。株主は、会社の説明が説得的でないものである場合、それに挑戦するあらゆる権利を有するけれども、会社の説明は機械的に評価されるべきではなく、そして規範からの逸脱は自動的に違反であると取り扱われるべきではない。機関投資家およびそのエージェントは、『遵守せよ、さもなければ説明せよ』原則を支援するように、会社によってなされた記述に注意深く応答すべきである。2章の原則が明らかにするように、規範からの逸脱に対し与えられた説明を注意深く考慮し、そして各場合に合理的な判断をなすべきである。彼らは、自らの見解を会社に示し、そして彼らが会社の立場を受け入れないなら、進んで対話に入るべきである。機関投資家たる株主は、適切な場合には、そのような見解を文書にするべきである。」と。これは、

の要因を認識し、その問題を踏まえての記述であると思われる。そして、機関投資家等に対してこのような要求をするには、その前提として の要因について、開示についての改善を求めることが伴わねばならず、その点は、すでに 2の末尾において言及したPIRC

の2004年報告と見解を共有するものと思われる。

以上に対して、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則が意図されたように機能しないという分析結果から、それがうまくいっていないことを意味するとの評価を下すことは、必ずしもできないことを示唆する見解も存する（注30）。これは、の要因について幾分肯定的な評価をなすことにより上述の見解との評価の違いが生まれているものと思われる。確かに、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則は、主としての要因により、開示義務として現実には不遵守の事実を明らかにする機能を果たしているに過ぎないように見える。しかし、投資家が実際上不遵守の説明の手段として説明を超えるものを要求していること、すなわち、規範の不遵守のもとで選択されたガバナンス構造が業績にプラスの影響を持つという証拠を要求していることによって、その機能は十分果たされているように見るとされるのである。ここで、投資家は、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則によって想定されている以上に規範の不遵守となるガバナンス構造の承認に対するより厳格な尺度を採用してきているといえるが、これについては、現実にとどのような説明をなしうるかを考えると、規範の不遵守となるガバナンス構造が株主に財務上の便益をもたらすということの実証がほとんど唯一の説明の形になるとの認識があるものと思われる（注31）。また、当該株式価格のパフォーマンスがいかに良好であっても、理由を付した説明に基づいてガバナンス問題をめぐる判断をなす意味はあると考えられるが、そのことが放棄されているように見えることについては、おそらく単純には、良く利益をあげている会社のガバナンス構造への直接の介入から得られる限界利益は、仮にそれがあっても相対的に小さいということ、そしてそのような状況において取締役会の判断に委ねることが賢明であるということであろうと考えられる（注32）。

しかし、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則が意図されたように機能しないという分析結果から、それを不成功とはいえないという上記の捉え方は、とりわけ株式価格のパフォーマンスが低迷している会社との関係では、なお問題が残るように思われる。そのような会社では遵守への強いインセンティブが働くと考えられる。機関投資家が不遵守の事例において採用していると推測される上述の尺度を前提とすれば、遵守の決定は会社の株価にメリットをもたらすように思われ、他方、不遵守の会社はその立場を正当化しようとした場合にかかってくる負担は極めて重いであろうからである。このような状況では、遵守と結びついた（広い意味での）コストを考慮した場合、それに従わないという決定に理由があるとしても、課せられる可能性のある制裁の確実性によりその決定が断念されるということは起こりそうである（注33）。これは、柔軟性という価値に配慮した「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の考え方にそぐわない結果といえる。この問題は、仮に統合規範のようなコーポレート・ガバナンス規範が財務上のパフォーマンスに対しプラスの影響をもたらすことができるのであれば、緩和されるといえるのであれば、現状ではそのことは明らかではない。

このようにみると、統合規範の序文が機関投資家等に宛てて上述のように述べているこ

とには大きな意義があると考えられる。ただ、それが実行されることをどの程度当てにできるかは、別に考慮しなければならない問題として残るように思われる。もしそこで求められる作業に必要な体制(人員、技量等)が機関投資家に十分備わっていないのであれば、評価をより単純にする現在の尺度を採用し続ける誘因が機関投資家において存在することは避けられないであろう。この点は今後の課題とせざるを得ないが、この関係で、英国のもっとも大きな機関投資家の一つで、コーポレート・ガバナンスに重点を置いた純粋に積極主義のファンドである Hermes Focus Fund について述べられた次の一文をみる限り、多くの機関投資家等が必要な体制を備えていないという可能性はありうるものと思われる。すなわち、同ファンドは、コーポレート・ガバナンスの問題に携わる約 50 名の人員を雇用しているが、それは英国の他のどの基金と比べても 10 倍多いものであり、そしてその被用者の技量の総合力は、しばしば大半のファンド・マネジャーとまったく異なっており、そして相当の専門性と投資を必要とする非常に労働集約的な事業であるとされているのである(注34)。

以上、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則のもとで不遵守がいかんにか説明され、監視されるかをみた場合に観察される実際の機能と本来の考え方との乖離をめぐって考察してきた。それは、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則を所与のものとしてその枠内で考察するものであったが、より視野を広げた考察としては、統合規範の内容を一組のデフォルト・ルール(それは株主総会でなされる決議を通して適用しないこととすることができる)として会社法(または金融サービス・市場法)に組み込むという方法と比較した場合どうかという考察も有益であると考えられる。最後に、この点について簡単ながら、両者には次のような相違があるとされていることを付言しておく(注35)。すなわち、規範が法のデフォルト・ルールの地位をもつとすれば、当該規範は、株主の決議によって事前に適用排除されていなければ、標準アプローチに従い適用されるという形で株主の事前の関与が認められるのに対し、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則のもとでは、株主は事後に規範の遵守について吟味することができるが、事前には決定をなす機会を与えられず、その関与は間接的なものにとどまる。こうして「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則は、会社法上のデフォルト・ルールにおけるよりも株主の役割を弱め、それに応じて取締役会の役割を強くするという効果をもつということになる(注36)(注37)。

(30) Macneil and Li, *supra* note 4, at p.9.

(31) *Id.*

(32) もちろん、コーポレート・ガバナンス・コードが他の価値のある目的(たとえば改善されたアカウンタビリティ)を追求するものと見られうるかぎり、問題は残るように思われる。

(33) なお、仮に機関投資家の評価が、上述の統合規範の序文において説かれるようになされると期待できる場合でも、その場合に遵守のコストが高いと、会社内部では機関投資家が不遵守を正当化されるものとみるのではないかと期待を生み出しそうであるが、しかし、かかる会社の評価は、とくに遵守のコ

ストは非常に主観的であるため、投資家のそれと同じでないかも知れないというリスクが残るという指摘がある (Macneil and Li, supra note 4, at p.3.) ことに留意が必要である。

(34) Alastair Ross Goobey on Institutional Shareholders and Corporate Governance—a UK Perspective, in: Geoffrey Owen, Tom Kirchmainer and Jeremy Grant (ed.), Corporate Governance in the US and Europe (2005), p.58.

(35) なお、両者のもとで考えられる柔軟性に大きな相違があるようには思われない。市場の影響は、市場の役割が会社をして、デフォルト・ルールの修正・拒絶、または統合規範の条項の遵守・不遵守いずれかによって、最善のガバナンス構造へと方向づけることにあるので、いずれのアプローチのもとでも大まかに言えば等価であろうと考えられるからである。

(36) 以上につき、Macneil and Li, supra note 4, at p.10 参照。

(37) なお、会社法のデフォルト・ルールの場合、会社がそれに従わないとしても「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則のもとで求められる説明はいらぬことになるが、この相違は、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の現実の運用を前提とすると、市場の規律において大きな差異をもたらさないように思われる。

おわりに

「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則は、英国におけるコーポレート・ガバナンス規範においてすでに 10 数年の運用の経験をもち、具体的な事例の蓄積を踏まえた研究もなされるようになってきている。本稿では、一定の規範につき不遵守を継続している会社の事例について、とりわけ不遵守がどのように説明され、またそれが機関投資家によりどのように評価ないし規律されるかという観点を中心に分析した研究を紹介するとともに、若干の検討を試みた。それは、ソフトローとしての統合規範の遵守のメカニズムを解明しようとする際にも有益な観点を提示するものではないかと考える。さまざまな要因があると考えられるが、機関投資家は、不遵守についての評価に際して理由を付した説明に重きをおかず、その代わりに財務上のパフォーマンスを尺度として用いることを好む傾向が看取され、その結果、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の機能は、「遵守せよ、さもなければ業績を上げよ」と表現した方がより適切であるかもしれないという実状にある。株価を尺度にパフォーマンスの良好な会社においては、不遵守となるガバナンス構造を維持することが認められ、遵守の強制力はあまり働かない。これは介入から生じる限界利益が小さいように思われることから一応の説明が付けられる。これに対し、業績の低迷した会社では、遵守への強いインセンティブが働くと考えられ、実際そのような会社で不遵守について弁明されるという例は非常に少ないことがデータ上見て取れる。これは、規範の遵守という側面にのみ着眼するのであれば、歓迎すべき結果であるといえるが、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の本来の趣旨に照らすと、問題が残るものであろう。機関投資家に期待されることの大きい問題といえるが、ただ、それを期待する条件が十分に整っているといえるかについては、留意が必要であるように思われる。

なお、柔軟性の提供および市場の規律という趣旨を実現する方法として、たとえば統合規範の内容をデフォルト・ルールとして会社法に組み込むという方法による場合との比較も問題になるが、「遵守せよ、さもないければ説明せよ」原則は、会社法上のデフォルト・ルールにおけるよりも株主の役割を弱め、それに応じて取締役会の役割を強くするという効果をもつという点におもな相違が見出される。