

英国コーポレートガバナンス・コード改訂の最新動向

～2014年9月改訂版とコンサルテーション・ドキュメントの紹介～

菅野 泰夫

要約

安倍政権の成長戦略である「『日本再興戦略』改訂2014」（2014年6月）において、コーポレートガバナンス・コードの策定が盛り込まれ、議論が始まっている。コーポレートガバナンス・コード発祥の英国では、最新の改訂版が2014年9月17日に発表された。本稿では、今回の英国コーポレートガバナンス・コード改訂のコンサルテーション・ドキュメント（2013年10月、11月、2014年4月）を解説し、改訂に至った経緯など、英国での最新議論を紹介する。

目次

1. 統合規範からコーポレートガバナンス・コードへ
2. 2012年9月改訂から、2014年9月改訂に向けての布石
3. 英国コーポレートガバナンス・コード改訂の最新動向（2014年9月改訂版およびコンサルテーション・ドキュメントの紹介を踏まえて）
4. 2014年9月の改訂版はどこまで現実的であり得るのか

1. 統合規範からコーポレートガバナンス・コードへ

日本のみならず、世界的にもコーポレート・ガバナンスのひな型の一つとされるのは、英国の行動規範といわれている。英国では、1992年にその先駆けとなる「コーポレート・ガバナンスの財務的側面における委員会報告書」（キャドバリー・レポート）が公表され、上場企業が遵守すべき最初の行動規範が定められた。さらに、1998年に現在のコード体系の前身となった「統合規範（The Combined Code）」が公開され、独立の自主規制機関である財務報告協議会（Financial Reporting Council：F R C）が、現在の形に改訂していった経緯がある。

大きく変化したのはリーマン・ショック以降の対応からであろう。一連の金融危機は、短期的な利益追求を目的とした金融機関の過剰なリスクテイクにより実質的に破綻する銀行が続出し、公的資金の注入という形で、納税者が多大な負担を強いられた。このような金融機関の行動は、取締役の報酬制度や経営監視体制等、コーポレート・ガバナンスの欠如が生み出したとされている。巷では、銀行に対して新たな資本の積み増しが要求されると同時に、投資家側、発行体側の双方に対する新たな規律作りを求める声が次第に広がっていた。そこでF R Cは、具体的な対策として、従来の統合規範を投資家側、発行体側と規定を明確に分け、前者を「スチュワードシップ・コード」、後者を「コーポレートガバナンス・コード」（The UK Corporate Governance Code 2010）¹として

2010年6月に公開し、新たにスタートを切ることとなった。

2. 2012年9月改訂から、2014年9月改訂に向けての布石

英国のコーポレート・ガバナンスは、“comply or explain”（遵守せよ、そうでなければ説明せよ）原則で運用されており、この原則が投資家と英国の上場会社に対して20年以上にわたり、うまく機能している。一方で、常に時代に即した進化を続けるために2年に一度、コードの定期的な見直しが行われている。通常は改訂が予定される年の前半までに一連のコードの改訂案が公開されると同時に、コンサルテーション²を行い、その年の9月までに新たな改訂版が公表される。F R Cでは2012年9月の改訂版（The UK Corporate Governance Code 2012）に続き、2014年9月に2回目の定期的な見直しを検討しており、この前段階として、2013年10月に報酬（Directors' Remuneration -Consultation Document-）、同11月に継続企業、リスク管理、内部統制等（Risk Management, Internal Control and the Going Concern Basis of Accounting）に関連するコンサルテーション・ドキュメントを公表し、企業・投資家を問わず有識者に広く意見を求めていた（図表1参照）。

さらに英国の競争・市場当局（C M A：Competition and Market Authority、当時の競争委員会：Competition Commission）が、2013年10月に発表した監査サービスの報告書³の中で、英国大企業上場会社（FTSE350社）に対して、

1) 現在公表されている英国コーポレートガバナンス・コードの構成（章）は、A：リーダーシップ、B：取締役会の有効性、C：説明責任、D：報酬、E：株主との関係、からなる。

2) ここでは一般に公開して、企業・投資家を問わず有識者に広く意見を求めることの意味。

3) C M A、“Statutory audit services for large companies market investigation”、2013年10月

強制的に10年ごとに外部監査契約の入札を義務付ける規則の導入を要請したため、現行のコーポレートガバナンス・コードも平仄を合わせる必要性が生じていた。そこでFRCは、2013年に発表した一連のコンサルテーション・ドキュメントと、CMAからの要請への回答を反映した形で2014年4月にコーポレートガバナンス・コードの改訂案(Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code)を発表した。この中で、2013年10月、11月に実施したコンサルテーションに寄せられた意見への回答や、それに基づいた改訂するコードの詳細を公開し、(コンサルテーションにて)有識者から最終的な意見を求めた。

FRCはその後、この一連のコンサルテーションの結果をもとに第2次改訂版を2014年9月17日に公表し、2014年10月以降の報告年度から導入することとした。公表された第2次改訂版

のコーポレートガバナンス・コードを確認すると、2014年4月のコンサルテーション・ドキュメント内で開示されたコードの改訂案が、おおむねそのまま反映されている。しかしながら、発表されたコードを一読するだけでは、英国内で改訂に至った背景を理解することは困難であるため、実施された一連のコンサルテーションと合わせて理解することが必要といわれている。

3. 英国コーポレートガバナンス・コード改訂の最新動向 (2014年9月改訂版およびコンサルテーション・ドキュメントの紹介を踏まえて)

1) 継続企業、リスク管理、内部統制に関する改訂とその背景 (存続可能性ステートメント “viability statement” の追加)

FRCは、2014年9月改訂版の発表と同時に、

図表1 最近の財務報告協議会 (Financial Reporting Council : FRC) の発表文書

年月	発表文書
2010年6月	The UK Corporate Governance Code (コーポレートガバナンス・コード 公表)
2012年9月	The UK Corporate Governance Code (コーポレートガバナンス・コード 第1次改訂版)
2013年10月	Directors' Remuneration - Consultation Document- (報酬に関する変更点のコンサルテーション・ドキュメント)
2013年11月	Risk Management, Internal Control and the Going Concern Basis of Accounting -Consultation on Draft Guidance to the Directors of Companies applying the UK Corporate Governance Code and associated changes to the Code (継続企業、リスク管理と内部統制に対するコンサルテーション・ドキュメント)
2013年12月	Developments in Corporate Governance 2013 (アニュアルレポート：遵守状況モニタリング)
2014年4月	Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code - Consultation Document- (コーポレートガバナンス・コード改訂案 コンサルテーション・ドキュメント)
2014年9月	The UK Corporate Governance Code (コーポレートガバナンス・コード 第2次改訂版)

(出所) FRCから大和総研作成

コーポレートガバナンス・コードのガイダンス(改訂のポイント)を以下のように紹介している。

継続企業(ゴーイング・コンサーン)、リスク管理、内部統制

- ① 会社は継続企業を前提とした会計を採用することが適切であるかどうかを(財務諸表中で)述べ、継続してその会計基準を適用するにあたり、重要な不確実性(リスク)を特定すべき。
- ② 会社は主要なリスクについて厳格に評価を行い、それをどのように管理・低減するか説明すべき。
- ③ 会社は事業が継続可能か、現在のポジションと主要なリスクにつき責任を果たせるかについて説明すべき。またそこで述べられたステートメントが適切と考えられる理由と対象とする期間を特定すべきである。評価対象期間は12カ月よりも長いことが期待される。
- ④ 会社はそのリスク管理および内部統制システムをモニタリングすべきであり、最低でも1年に1回はその有効性のレビューを実施し、年次報告書において報告すべき。
- ⑤ 会社はリスクと存続可能性について開示をどの報告書において行うかを選択することができる。もしその開示を戦略報告書(Strategic Report)にて行うならば、取締役は2006年の会社法(Companies Act 2006)に規定されている“セーフハーバー⁴条項”でカバーされる。

報酬

- ⑥ 報酬方針は会社の長期的成功を念頭に置いて設計され、そしてその主な責任は報酬委員会にあるように確実に設計されていることを強調する。
- ⑦ 会社は、適切な場合に会社の変動支払報酬を回収または留保できるような準備をし、繰延報酬の適切な付与期間と保有期間につき考慮すべきである。

株主とのエンゲージメント

- ⑧ 株主総会の結果を発表する時、相当数の株主が決議に反対した時、会社がどのように株主とエンゲージ(対話)するようにしたか、会社は説明すべきである。

(出所) FRCウェブサイトから大和総研作成

FRCが今回のコーポレートガバナンス・コード改訂で重視したのは、会社が“長期的な”存続可能性を脅かすリスク情報などを、主体的に投資家に提供することにある。またその前提で、長期的な成功と取締役の報酬を明白にリンクさせることにも焦点を当てている。FRCは、会社が継続企業として、どのように存続し続けるか、具体的な戦略に対する株主への報告が不足していることをかねて問題視していた。既に改訂前のコーポレートガバナンス・コードにおいても、継続企業に関する前提は定義されていたが、会社は、単にそのためにどのような取り組み(リスク管理、内部統制等)を行っているかを開示することが求められているにすぎなかった。今後、コードを遵守

4) セーフハーバーを直訳すると「安全港(規定)」となる。安全港とは戦時や海が荒れた時に船舶が安全に停泊できる港。ビジネスの場面においては、あらかじめ定めた一定のルールのもとで行動する限り違法とはならない(=適法とみなされる)行為および範囲のことを指す。Companies Act 2006 Section 463(セーフハーバー条項)では、取締役が見通し等を間違えて会社が損失を被ったとしても、故意に行っているわけであれば免責されることなどが定義されている。

する会社は、支払能力、流動性、リスク管理等の観点により、存続可能性を報告する必要があり、投資家側はこのステートメントを評価し、それに従いエンゲージ（対話）する必要がある（これを存続可能性ステートメント〈viability statement〉という形で定義している）。

2) 説明責任（C.1：財務・業務報告、C.2：リスク管理と内部統制）に対するコード上の変更点

そこで2013年11月、2014年4月のコンサル

テーションでは、継続企業やそれに伴うリスク管理、内部統制に関する現行のガイダンスを統合すると同時に、会社が存続可能性に対する取り組み（リスク管理、内部統制）を積極的に行う旨を株主に報告するよう、コードの関連部分を見直すとした⁵。

図表2は2014年4月のコンサルテーション・ドキュメントで公開された、コードの具体的な変更履歴を示している。特に、コード中のC.1「財務・業務報告」の各則C.1.3.は大きく変更され、継続企業を前提とした会計を維持するにあたって重大な不確実性（リスク）を発見したときには特定して報

図表2 第C章「説明責任」、C.1「財務・業務報告」の変更点

第C章：説明責任

C.1: 財務・業務報告

主要原則〔Main Principle〕

取締役会は、会社の現状と展望に関する、公正でバランスが取れた理解容易な評価〔assessment〕を公表すべきである。

補助原則〔Supporting Principles〕

（中略）

各則〔Code Provisions〕

C.1.1. 取締役〔会〕は、年次報告書において、年次報告書・財務諸表〔annual report and accounts〕の作成における自らの責務について説明するとともに、年次報告書・財務諸表が全体として公正でバランスが取れた理解容易なものであると考えている旨、また、株主が会社の**ポジション及び、業績、ビジネスモデル及び戦略を評価するために必要な情報が提供されていると考えている旨**、を記述すべきである。また、外部会計監査人は自らの報告義務について記述すべきである。

C.1.2. （中略）

C.1.3. 取締役〔会〕は、年次財務報告及び半期財務報告において、事業が**ゴーイングコンサーン**であることを、必要に応じその裏付けとなる**仮定や能力〔qualifications〕**の説明と共に、報告すべきである。

C.1.3. 取締役〔会〕は、年次財務報告及び半期財務報告において、財務報告の準備にあたり継続企業（ゴーイングコンサーン）を前提とした会計を採用することが適切であるかどうかを考慮したことを報告すべきである。また財務諸表が承認された日から少なくとも12カ月を超える期間にわたり会社が継続企業（ゴーイングコンサーン）を維持する能力に対する重大な不確実性を特定し報告すべきである。

（出所）FRCの2014年4月のコンサルテーション・ドキュメントおよび金融庁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配布資料から大和総研作成

5) 2013年11月のコンサルテーションでは54件の回答があった。内訳は、上場企業5件、機関投資家6件、監査法人7件、コンサルタント等2件、関連業界団体19件、残りは個人等からの回答。

告することが明示され、存続可能性に対する具体的な開示・取り組み強化を図る姿勢がうかがえる。

また、継続企業として不確実性があり存続できないと判断される最低時間軸については、“財務諸表が承認された日から少なくとも12カ月を超える期間にわたり”という具体的な数値基準が加わっていることは留意すべきであろう。FRCはコンサルテーションの中で、各企業が“長期的な”存続可能性に関して考慮することが重要であるとしながらも、何年存続する必要があるかなど、特定の時間軸はあくまでも示してはいない。当初からこの点に関しては、各企業の取締役委に委ねられている。ただし、ここでの数値基準は、取締役が通常に業務を行って行けば、(20年以上を確信す

ることは不可能であるが) その企業は少なくとも、前の財務諸表が承認された日から12カ月(1年間)は存続するだろうとの考えが反映されている⁶⁾。

また同様に、コード中のC.2「リスク管理と内部統制」の項目についても各則を増やすなどの対応を行っている(図表3参照)。各則C.2.2.においてFRCは、会社が立てた将来見通しの“評価(理由およびその期間)”を、取締役は投資家に明確に説明すべきであると示している。これは、継続企業を前提としながら、会社経営に関して適切な将来の見通しを説明できる(専門性が高く独立した)取締役が不足している危機感から新たなガバナンス強化を目指したものと見える。特に近年の金融機関では、経営者の報酬を優先するため、

図表3 第C章「説明責任」、C.2「リスク管理と内部統制」の変更点

C.2: リスク管理と内部統制

主要原則〔Main principle〕

取締役会は、その戦略目標〔strategic objectives〕を達成するに当たり、取ろうとしている重要な主要なリスクの性質と範囲を特定する責務を負う。取締役会は、健全なリスク管理と内部統制システムを維持すべきである。

各則〔Code Provisions〕

C.2.1. 取締役〔会〕は、会社が直面している主要なリスクー会社のビジネスモデル、将来のパフォーマンス、支払い能力または流動性を脅かすようなものを含むーについて積極的な評価を実施した旨、年次報告書で確認し、そのようなリスクについて記述しどのようにしてリスクを管理または低減しているか説明すべきである。

C.2.2. 会社のポジションと主要なリスクを考慮に入れ、取締役〔会〕は会社の将来見通しをどのように評価したか、どのくらいの期間で、そしてなぜその期間が適切と考えるか年次報告書で説明すべきである。取締役〔会〕は、会社が事業を継続でき、必要に応じて注書きや仮定を置きながら、評価期間にわたり支払期限が到来する債務に関しても会社は責務を果たせるということについて、合理的な予測となっているか述べるべきである。

C.2.3 1. 取締役会は、少なくとも毎年、会社のリスク管理と内部統制をモニターして会社のリスク管理と内部統制システムその有効性をレビューすべきであり、レビューしたことを少なくとも毎年これを実施したことを株主に報告すべきである。そのモニタリングとレビューは、財務、業務、コンプライアンスを含むすべての重要な統制をカバーすべきである。

(出所) FRCの2014年4月のコンサルテーション・ドキュメントおよび金融庁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配布資料から大和総研作成

6) 2014年7月の英国経済問題委員会では、FRCのこの考え方は非常に主観的な意見と酷評していた。例えば「当社は、5年間は事業を継続します」とはいえるが、「(不確実性のリスクがあるため)当社は、5年間で事業から撤退します」と発表できるわけがなく、どのような情報を提供すればよいか分かりづらいことを指摘していた。

取締役自らが将来のリスクを説明できない証券化商品（CDOなどのおよそ流動性資産とはいえない商品）に過剰にリスクテイクをするなど、将来的な存続を前提としない経営手法が問題視されていたことへの反省も含まれていることがうかがえる。さらに、ここでもFRCは、取締役自身が、将来の事業見通しの期間（年数）の選択は許容している（重要なのは、その期間を決めた理由とのこと）。会社ごとに事業モデルが異なるために、将来を見通すための（フォワードルッキングな）合理的な根拠は各社で決定すべきとしている。

3) 説明責任（監査委員会、外部会計監査人）の変更点

CMAは、前述の監査サービスの報告書の中で、英国の大手上場会社（FTSE350社）に対して、強制的に10年ごとに外部監査契約の入札を義務付ける規則の導入を提唱した。さらに、大手上場会社の監査業務検査（通称AQR：Audit Quality Review）についても、平均5年に一度実施することを義務化し、発見された問題（Findings）を監査委員会により株主へ報告させるとしていた。一方、2012年9月改訂のコーポレートガバナンス・コードにおいても、既に10年ごとの外部監査契約の入札が“comply or explain”ベースで導入されている。しかし、あくまで“遵守せよ、そうでなければ説明せよ”の前提のため、その理由を説明すれば入札しないことが容認されていた。CMA

が当初主張していた、5年ごとの入札義務からは若干緩和したものの、FRCは規則が改訂された場合の影響が大きいことを懸念し、コードにどのような対応が必要か、有識者から意見を求める必要があった。

しかしながら今回、（見直しに対して注目されたが）変更の平仄を合わせる予定であったEU法の改定が間に合わず、結果的に当該規制案⁷の最終化も遅れることとなった。従って、2014年4月のコンサルテーション・ドキュメントの中では、今回のコーポレートガバナンス・コードの改訂からは除外されることが明記されており、次回（2016年）以降の改訂に持ち越されることが決定された。

4) その他（統合ガイダンス）等の発表文書

FRCは2013年11月のコンサルテーションの中で、2005年発表の“ターンブル報告書”⁸と2009年発表の“継続企業と流動性リスクのガイダンス”⁹を統合ガイダンスとして改めることを提案していた。その結果、FRCは2014年9月の改訂版のコードの発表と同時に、“リスク管理と内部統制と関連する財務報告・事業報告の統合ガイダンス”¹⁰（通称、リスク・ガイダンス）を公表している。同ガイダンスは、リスク管理がカバーする範囲を内部統制のシステム設計と監督等にとどまらず、取締役（会）の責任全般に広げることが目的としている。さらに銀行セクター用に統合

7) CMA, Draft Orders “The Statutory Audit Services for Large Companies Market Investigation (Mandatory Use of Competitive Tender Processes and Audit Committee Responsibilities) Order 2014”, 2014年7月

8) FRC, “Internal Control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code”（内部統制：統合規範に関する取締役のための改正ガイダンス）、2005年10月

9) FRC, “Going Concern and Liquidity Risk: Guidance for Directors of UK Companies 2009”（継続企業と流動性リスク）、2009年10月

10) FRC, “Guidance on Risk Management, Internal Control and Related Financial and Business Reporting”, 2014年9月

ガイダンスの補足的事項として用意された“支払能力と流動性リスク管理および継続企業を前提とした会計に関する銀行取締役のガイダンス”¹¹も同時に公表されている。

また、監査人（法人）向けに“改定版監査基準（抜粋）- I S A（英国・アイルランド）260条、570条および700条”¹²も公表されている。これは会社が、監査人に対して継続企業を前提とする会計（およびこれに関連する重大な不確実性）および長期的な存続可能性ステートメントとそのリスク管理手法を文書で記述して報告することを要求するものである。

5) コーポレートガバナンス・コードにおける「報酬」部分の改訂の経緯

「会社経営者に対する報酬」とは、所有と経営の分離を特徴とする株式会社において、特に取締役の規定を設けている会社法の中で常に議論されるテーマである。1980年代から1990年代にかけて、米国と同様に英国においても、経営者に対する報酬が急激に上がり、業績と連動しない（ほど不当に増大する）ことが問題視されていた。取締役の報酬に関しては、1990年代よりガバナンス改善を目的とした前述のキャドバリー・レポート以降の報告書や、上場会社に統合規範の遵守を義務付けた上場規則（Listing Rules）などで常に改正が行われてきた。特に2010年のコーポレー

トガバナンス・コードの中では、取締役会の独立性を高めるべく非業務執行取締役の報酬は業績と連動しない形で支払う旨¹³が規定され、取締役会の構成員の責任と役割が明確化された。その後2012年6月には、FRCが取締役の報酬を取り扱うコンサルテーションを実施している。特にクローバック制度¹⁴に対して既存の規定をどのように発展させるのか、業務執行取締役で他社の報酬委員会を兼任する者の実務をどのように制限するのか（利益相反）などが協議されたが、2012年9月の改訂版においては、特段変更されなかった経緯がある。

2012年6月のコンサルテーションの内容に加えて、今回FRCが、あえて取締役の報酬規程に関して改訂の議論を進めたのは、英国にて2013年10月に施行された上場企業の取締役報酬方針等を定めた2006年会社法（大・中企業およびグループの会計と報告）の規則2013年¹⁵（以下、新レギュレーション）等が契機となっている。この新レギュレーションでは、英国の上場企業は、年次報酬報告書の中で、株主総会の報酬決議の投票詳細を含めなければならず、もし、実質的多数（相当数）の反対票があった場合、その理由と問題点について起こしたアクション等を開示することが新たに求められることとなった。そこでFRCは、前回更新を見送ったことも踏まえ、新レギュレーションの内容を含めた広範囲な「報酬」に関

11) FRC, “Guidance for Directors of Banks on Solvency and Liquidity Risk Management and the Going Concern Basis of Accounting”, 2014年9月

12) FRC, “Extracts from International Standards on Auditing (UK and Ireland) 260, 570 and 700 (Revised September 2014)”, 2014年9月, “Basis of Accounting”, 2014年9月

13) コーポレートガバナンス・コード、各則D.1.3.に規定されている（今回変更なし）。

14) クローバック（clawback）制度と呼ばれる。一定期間パフォーマンスが発揮できず企業価値の向上に貢献できなければ、過去の報酬を返還する制度。成功報酬制度を導入するオルタナティブ投資（ヘッジファンド、バイアウトファンド、不動産ファンド）のマネージャーなどが主に採用および検討していた。

15) 英国ビジネス・イノベーション・職業技能省（BIS）、“The Companies Act 2006, The Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) (Amendment) Regulations 2013”, 2013年10月

するコードの変更を検討するため、2013年10月のコンサルテーションの中で有識者・各団体より意見を募ることとした¹⁶。しかしながら、(2013年10月のコンサルテーションの意見を集約した)2014年4月のコンサルテーション・ドキュメントの中では、現段階ではFRCが提示した¹⁷報酬部分の見直しは必要がないとの意見が大宗を占める結果となった¹⁸。そこでFRCは、今回は大き

な変更を避け、第D章「報酬」および第E章「株主との関係」のコードの一部と付属文書(schedule)等の限定的な改訂にとどめた。

6) 報酬に対する変更点① (長期的な利益の追求、クローバック制度)

D.1「報酬の水準および構成」の主要原則では、会社の長期的な利益に基づいた報酬制度の設計に

図表4 第D章「報酬」、D.1「報酬の水準および構成」の変更点

第D章：報酬

D.1 報酬の水準および構成

主要原則 [Main Principle]

報酬の水準は、会社を成功裏に運営するために必要なタ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。

業務執行役員の報酬は会社の長期的な成功を促進するように設計されるべきである。業績連動報酬部分は延長的な部分 [stretch] であり、厳格に適用されるべきである。

補助原則 [Supporting Principles]

業務執行取締役の報酬の業績連動部分は、会社の長期的な成功を促進するよう、長期の時間軸で設計されるべきである。

報酬委員会は、他社と比較して自社がどの位置にあるかを判断すべきである。しかしながら、報酬委員会がそのような比較を行う際は、自社及び取締役個人の業績改善とは無関係に報酬の引上げ方向に偏る、というリスクに注意すべきであり、必要以上に支払うことを避けるべきである。

報酬委員会は、特に年間給与 [salary] の増額を決定する際には、グループ内の他の企業の報酬・雇用条件にも敏感であるべきである。

各則 [Code Provisions]

D.1.1. 業務執行取締役の業績連動型報酬スキームの設計にあたっては、報酬委員会は、本コードの付属文書Aの条項に従うべきである。スキームは会社が支払済み報酬 (sums paid) を回収または支払を留保できる規定を含めるべきである。また回収または支払が適切に行われる状況を特定する規定も含むべきである。

(出所) FRCの2014年4月のコンサルテーション・ドキュメントおよび金融庁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配布資料から大和総研作成

16) 特にGC100 (Global Climate 100 Index) および Investor Group が策定した新しい報告義務およびFCA (金融行為監督機構) が協議中の上場基準への影響について、様々な意見が集まることが期待されていた。

17) 2013年10月のコンサルテーションの中で、英国政府がFRCに求めた論点は3つあり、1) クローバック (clawback) 制度の取り扱い、2) 利益相反：非業務執行取締役のうち他社の業務取締役を兼任する (ものが報酬委員会に出席する) 場合の取り扱い、3) 報酬決議において実質的な賛成多数を得られなかった場合の会社の対応——となっている。

18) 2014年4月のコンサルテーションでは64件の回答があった。内訳は、上場企業22件、機関投資家10件、コンサルタン等10件、関連業界団体17件、残りは個人およびその他業種からの回答。

関する改訂が施されている（図表4参照）。当初からFRCは、役員報酬制度は、経営陣の短期的な利益よりも企業の長期的な成長（リターン）によりもたらされるよう設計すべきとしていた。ただし、現行（2012年9月）のコードのままでは、都合よく複数の解釈をされかねないことを認め、改訂へとつなげている。とりわけ、“取締役を引

きつけモチベーションを与える報酬水準にすべき”とも捉えられる主要原則の記述は誤解を与えるため、全面的に改訂されることとなった。

また各則D.1.1.の中で、会社は適切な場合に変動報酬部分の回収・留保が可能なスキーム（クローバック制度）の導入を提示している。2013年10月のコンサルテーションの中では、機関投

図表5 付属文書Aの変更点

付則A：業務執行取締役に対する業績連動型報酬の設計

報酬委員会は即金報酬と繰延報酬との間の適切なバランスを決定取締役〔会〕が年次賞与を受取る資格があるかどうか決定すべきである。もしある場合には、パフォーマンスの条件は適切である場合には財務以外の評価基準〔metrics〕を含めて、関連性があり、延伸性があり会社の長期的な成功を促進するよう設計されるべきである。報酬インセンティブはリスク方針・リスクシステムと一貫性があるべきである。上限額は設定し公表すべきである。

報酬委員会は取締役〔会〕が長期的インセンティブ・スキームの下で年次賞与および/または給付を受ける資格があるか考慮すべきである。伝統的なストック・オプション・スキームは他の長期インセンティブ・スキームより低くウェイト付けされるべきである。取締役のストック・オプションは上場基準の関連規定で許容されるようなディスカウントで提供されるべきではない。

提案される新しい長期インセンティブ・スキームはどれも株主の承認を受けるべきであり、既存スキームと置き換えることが望ましい、または、少なくとも、既存スキームを構成する熟考されたプラン全体の一部を構成すべきである。潜在的に利用可能な報酬額合計は過剰であってはならない。

報酬委員会は取締役〔会〕は、一に最低株式数を保有するよう、そして取得原価及び関連税金債務用に資金調達する必要があるとの制約を受けながら、または会社を離れた後の期間を含めて、オプション付与または行使後の期間にわたり最低株式を所有するよう奨励されるべきである求めることを考慮すべきである。通常の環境においては、交付株式又は他のフォームで与えられた繰延報酬は付与すべきではないしまたは支払われるべきでない、そしてオプションは3年を超えない期間において行使可能であってはならない。（3年）より長い期間（を設定すること）は適切であり得る。

取締役のストック・オプション及び他の長期インセンティブ・スキームにおける補助金〔grants〕は一つの大きなブロックで与えられるよりも、通常は段階的に与えられるべきである。相当期間にわたり保有する目的で株式という形での部分支払という場合もあり得る。

既存ストック・オプション・スキームの下で新たに付与もの〔grants〕を含め、すべてのインセンティブ・スキームにおける配当支払〔payouts〕または補助金〔grants〕は、適切である場合には財務以外の評価基準〔metrics〕を含めて、会社の目的を反映させるチャレンジングなパフォーマンス基準の制約を受けるべきである。報酬インセンティブはリスク方針およびシステムと一貫性を有するべきである。

虚偽記載または不正行為という例外的な状況において会社が変動部分を回収できるよう許容している規定を使用するための考慮がなされるべきである。

一般的に、基本給与のみが年金受給対象となる。報酬委員会は基本給の増加による年金額への結果と会社に対する関連コスト、及び特に退任が近い取締役について年金受給可能な報酬における他の変化について考慮すべきである。

（出所）FRCの2014年4月のコンサルテーション・ドキュメントから大和総研作成

資家や企業から強い支持を得る結果となり、“クローバック制度をコードとして規定すべき”との結論に達したことを受けての変更である。ただし有識者の間では、当初からこのような報酬を回収する仕組みを“comply or explain”の原則の中で規定すべきか否かの議論が存在していたことは重要な事実として認識すべきであろう。これは裏を返せば、クローバック制度を会社が規定していなければ“comply or explain”の原則で説明が求められるなど、各社にとって非常に厳しい内容であることを意味する。

さらにFRCは、日々進化するクローバック制度の発展を阻害するべきではないとの判断から、特定の状況下でクローバック制度が適用される記述を避けることとした。そこで業績連動報酬の設計に関する付属文書A (schedule A) のアップデートを行い、特に“虚偽記載または不正行為という例外的な状況において会社が変動部分を回収できるよう許容している規定を使用するための考慮がなされるべきである。”との表現を削除することとしている。

7) 報酬に対する変更点② (利益相反)

FRCは2013年10月のコンサルテーション・ドキュメントの中で、英国閣内相 (Secretary of State) からの利益相反に関する意見を紹介している。その中で英国閣内相は、あるFTSE350 (A社) の報酬委員会のメンバー (非業務執行取締役、X氏) が、その他のFTSE350 (B社) の業務執行役員を兼任する場合には、個人的な利益を優先して現行の報酬水準やその支払方法の現状を維持

しようとするため利益相反が発生する可能性がある」と指摘している¹⁹。しかし、FRCは2014年4月のコンサルテーション・ドキュメントの中で、統計的には、その他のFTSE350 (B社) の業務執行役員を兼務している場合だけでは、報酬決定について問題が生じるという因果関係はないという結論に達している。一方、問題なのは、FTSE350 (A社) の業務執行役員 (Y氏) における利益相反である。これは、あるFTSE350 (A社) の報酬委員会のメンバー (X氏) が、同社 (A社) の業務執行役員の報酬について相談することで、同社 (A社) の業務執行役員 (Y氏) が自らの報酬決定に部分的・間接的に関与してしまう (いわゆる、お手盛り) ことを防止することにあった。

しかし、既に現行のコード上においても、D.2「手続」の主要原則にて“業務執行役員の報酬方針を策定し、また、個々の取締役の報酬パッケージを確定するに当たっては、正式かつ透明性ある手続が定められているべきである。いかなる取締役も、自らの報酬決定には関与すべきではない。”と定義されている (図表6参照)。FRCはこの段階で、利益相反を防止するための目的を達成していると考えているが、今回の改訂版では、さらにD.2「手続」の補助原則を“報酬委員会は業務執行役員や経営幹部から意見を受け取る場合、または報酬に関する提案につき最高経営責任者に相談を行う場合には、利益相反を認識するよう注意を払うべきである。”と修正することで、より利益相反の防止規定を明確化している。

19) ドキュメント内では、2012年時点で、FTSE350を構成する企業の報酬委員会のメンバーが、他のFTSE ALL-Share Indexを構成する企業の業務執行役員である割合について、2003年時点での93%からは大きく減少しているものの、2012年時点で46%に上ることを紹介している。

図表6 第D章「報酬」、D.2「手続」の変更点

D.2：手続

主要原則〔Main principle〕

業務執行役員の報酬方針を策定し、また、個々の取締役の報酬パッケージを確定するに当たっては、正式かつ透明性ある手続が定められているべきである。いかなる取締役も、自らの報酬決定には関与すべきではない。

補助原則〔Supporting Principles〕

報酬委員会は、取締役会議長及び/又は最高経営責任者との間で、両者以外の業務執行役員の報酬に関する提案について協議を行うべきである。報酬委員会は業務執行役員や経営幹部から意見を受け取る場合、または報酬に関する提案につき最高経営責任者に相談を行う場合には、利益相反を認識するよう注意を払うべきである。また、報酬委員会は、業務執行役員の報酬に関するコンサルタントの任命についても責任を負うべきである。業務執行役員や経営幹部〔senior management〕が報酬委員会に対して助言や支援を行う場合には、利益相反を認識し回避することに注意を払うべきである。

取締役会議長は、報酬に関して、会社報酬委員会委員長が、必要に応じて主要な株主と連絡を維持するようにすべきである。

(出所) FRCの2014年4月のコンサルテーション・ドキュメントおよび金融庁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配布資料から大和総研作成

図表7 第E章「株主との関係」の変更点

第E章：株主との関係

E2：年次株主総会の建設的な活用

主要原則〔Main principle〕

取締役会は、株主と意思疎通を図り、株主の参加を促すために年次株主総会を活用すべきである。

各則〔Code Provisions〕

(中略)

E.2.2. 会社は、株主総会に当たり受け取ったすべての有効な委任状が適正に記録され、カウントされるようにすべきである。投票が挙手による場合には、会社は、下記の情報を各決議毎に、総会会場において提供するとともに、会社のまたは他に依頼して開設するウェブサイトにおいて合理的に可能な限り速やかに提供すべきである。

- ・有効な委任状が提出された株式の数
- ・決議に賛成の投票数
- ・決議に反対の投票数
- ・棄権の意思表示があった株式数

取締役〔会〕の意見において、相当数 (significant percentage) の反対票が株主総会で投じられた時、会社は投票結果を公表するにあたり、投票結果の背後を理解すべく会社がどのようなアクションを取ろうとしているか説明すべきである。

E.2.3. 取締役会議長は、監査委員会、報酬委員会、指名委員会の委員長が年次株主総会で質問に回答できるように、また、すべての取締役が出席するように手配すべきである。

(出所) FRCの2014年4月のコンサルテーション・ドキュメントおよび金融庁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配布資料から大和総研作成

8) 株主との関係に対する変更点（報酬決議において実質的な賛成多数を得られなかった場合の会社の対応）

新レギュレーションにおいては、会社は年次報酬報告書の中で、前回の株主総会における報酬決議の投票詳細を含めることを義務化している。さらにその中で、相当数（significant percentage）の反対票が出た場合においては、（取締役が知る限りの）反対票が出た理由の要約と、その問題点についてどのように取締役がアクションを起こしたかを明記することが求められている²⁰。FRCは2013年10月のコンサルテーション・ドキュメントにおいて、新レギュレーションの内容をコードに反映すると同時に、①相当数（significant percentage）に対して具体的な設定をすべきか、②株主と会社が議論する時間軸（リミット）を特定すべきか、③会社が市場に結果を報告する方法を特定すべきか（そうであればどのような手法か）——などの詳細をコード中に明記する必要があるかについても意見を求めていた。ただし結果的に、新レギュレーションによる評価が市場で定まるまで待つべきとの意見も多く、FRCは今回のコード改訂に対しては、あくまでも反対票を投じた理由を調べる方法を開示するという限定的な修正にとどめた。

4. 2014年9月の改訂版はどこまで現実的であり得るのか

今回の改訂作業では、取締役の報酬と長期的な成功との間に、より明確な関係性を持たせることに強い焦点が当てられたといえる。ただし、どれ

くらい現場の運用で有効であるかは未知数な部分も多く、特に取締役の報酬削減に関しては、残された課題も多いといえるであろう。取締役が想定したパフォーマンスが出せない時に、報酬の支払いを留保すべきという概念は正しいと思われるが、コーポレートガバナンス・コードという行動規範の枠組みでは、強制力が弱い印象も受ける。クローバック制度に関しても、コード上では既に支払った報酬の返還に言及しているが、コード上で規定されただけでどこまで現実的な運用ができるか、そもそもコード上でこの概念を定義すべきか、と悩みは尽きない。

一方、新たな存続可能性ステートメントは非常に興味深いコンセプトといえる。抽象的であつ誰も予想できない継続企業（ゴーイング・コンサーン）という概念よりは、投資家は、（会社から）今より具体的な今後の見通しに関する報告を得られる可能性が高いといえる。また、うまく会社側が活用できれば、自社特有の問題を報告するときには効果を表す可能性が高く、投資家にとっては新たな事業リスク（とその継続期間）を把握できる期待があるといっても過言ではない。しかし双方に魅力がある一方、実際の運用となるとここでも不安が残る。特に、向こう1年超から20年にわたる将来について、本当に取締役が自信をもって報告できるかは疑問が残る。取締役は現時点で把握している情報について報告できるにすぎないし、本当に自信をもって将来のイベントを全て予測するよう、取締役に期待するのは恐らく現実的ではあるまい。多くの会社は最大限の努力をしているが、予測不能なリスクも多く、投資家側は割

20) ただし、その“相当数”がどの程度であるかは、明確に規定していない。英国の投資家ワーキング・グループのガイダンス（GC100 and Investor Working Group's guidance）の中では、「会社は20%超の反対において相当数としたいが、企業によっては、それ以上以下が適当なレベルという理由があるかもしれない」との意見もあった。

り切った活用とならざるを得ない状況も想像に難くないといえる。同様に、年次総会后、相当数の株主が決議に反対したとき、会社は株主とエンゲージ（対話）することを求められているが、これも現実的には通り一遍の回答となる可能性が高いであろう。

結論として、今回FRCが行った様々な改訂に関しては、裏付けとなる高尚な概念は賛同できるが、期待しているような、会社からの質の高い報告書になるというよりは、定型的な報告書を書く作業だけが増える可能性も高く、会社側の労力だけが增加することも危惧されている。日本でもコーポレートガバナンス・コードの取りまとめが進められているが、まずは英国での改訂版の本質を理解した上で、現実的な落とし込みが期待されるといえるのではないだろうか。

【参考文献】

- ・菊田秀雄（2008）「EUにおける取締役報酬規制をめぐる近時の動向—EUおよびイギリスにおける展開を中心に—」駿河台法学 第22巻第1号（2008）
- ・林孝宗（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—」社学研論集 Vol.17、2011年3月
- ・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（関西学院大学経営戦略研究科）
- ・金融庁（2014）FRC（財務報告評議会）2012年9月「英国・コーポレートガバナンス・コード（仮訳）」2014年9月4日時点仮訳
- ・House of Lords [2014] : “Revised transcript of evidence taken before. The Select Committee on Economic Affairs Inquiry into GOING CONCERN”, Tuesday 22 July 2014

[著者]

菅野 泰夫（すげの やすお）



ロンドンリサーチセンター
シニアエコノミスト
担当は、欧州経済・金融市場、
年金運用