

2017年12月29日 全6頁

# 日英ガバナンス・コード改訂動向

日本と英国でそれぞれのコーポレートガバナンス・コード改訂作業が進められている。

政策調査部 主任研究員 鈴木裕

## [要約]

- 日本と英国でそれぞれコーポレートガバナンス・コード改訂の作業が進められている。
- 日本では、企業が保有する現預金を経営戦略の中でどのように位置づけているかが上場企業に問われるほか、政策保有株式に関する一層の情報開示等が検討課題となっている。
- 英国では、従業員の声を経営に取り入れるための方策について、企業に情報開示を求め他、人種や民族を視野に入れたダイバーシティの推進等を含む改訂素案が公表されている。

## 日英両国でコーポレートガバナンス・コード見直し

わが国では、2017年12月8日に公表された「新しい経済政策パッケージ」<sup>1</sup>で、「必要なコーポレートガバナンス・コードの見直しを行う」とされた。日本がモデルとしてきた英国でも、同年12月5日にコーポレートガバナンス・コードの見直しの素案が公表され<sup>2</sup>、意見募集手続きが開始された。

本稿では、予想されるわが国のコーポレートガバナンス・コード改訂の方向性を考察するとともに、英国コーポレートガバナンス・コード改訂案の概要を紹介する。

## 日本における「ガイダンス」策定とコーポレートガバナンス・コード改訂

2013年の「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」で、「コーポレートガバナンスを見直し、公的資金等の運用の在り方を検討する」とされて以来、成長戦略等政府の経済政策がコーポレートガ

<sup>1</sup> 「新しい経済政策パッケージ」（平成29年12月8日閣議決定）

<http://www5.cao.go.jp/keizai1/package/package.html>

<sup>2</sup> FRC “Consulting on a revised UK Corporate Governance Code” (05 December 2017)

<https://www.frc.org.uk/consultation-list/2017/consulting-on-a-revised-uk-corporate-governance-co>

バナンス改革に言及しなかったためではない。「新しい経済政策パッケージ」でも、コーポレートガバナンス改革への取り組みは継続しており、『「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」での検討を踏まえ、2018年6月の株主総会シーズンまでに、投資家と企業の対話の深化を通じ、企業による以下の取組を促すための『ガイダンス』を策定するとともに、必要なコーポレートガバナンス・コードの見直しを行う。』とされ、コーポレートガバナンス・コードの見直しだけでなく、新たな「ガイダンス」の策定が表明されている。

「新しい経済政策パッケージ」では、図表1の通り、5つの項目を出して、「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」による検討を求めている。「新しい経済政策パッケージ」公表後はじめて開催されたフォローアップ会議第13回会合<sup>3</sup>では、この5項目に合わせて「企業と投資家間の対話に係る論点」と「コーポレートガバナンス改革の深化に向けた論点に関する海外機関投資家の意見の概要」が資料として配布されている。このうち、「企業と投資家間の対話に係る論点」の中で、上場企業側に何かを「確立」「策定」「説明」するなど具体的な行動を求める趣旨を含むものは図表2の通りだ。

図表1：「ガイダンス」とコーポレートガバナンス・コード改訂に想定される内容

- 経営環境の変化に応じた、事業からの撤退・売却を含む、事業ポートフォリオの機動的な組替えなどの果断な経営判断(その際、例えば、事業ポートフォリオの見直しに関する方針や実効的な見直しプロセスの確立及びその説明を促進)
- 内部留保とともに増加傾向にある企業が保有する現預金等の資産の設備投資、研究開発投資、人材投資等への有効活用
- 独立した指名・報酬委員会の活用を含め、CEOの選解任・育成及び経営陣の報酬決定に係る実効的なプロセスの確立、並びに、経営陣に対する独立社外取締役による実効的な監督・助言
- 政策保有株式の縮減に関する方針の明確化及び政策保有株式の縮減・売却に対する「保有させている側」の理解
- 企業年金のアセットオーナーとして期待される機能の発揮及び母体企業による支援

(出所)「新しい経済政策パッケージ」(2017年12月8日閣議決定)

現行のコーポレートガバナンス・コードでは、企業に何らかの方針等の策定を求める場合や、その公表を求める場合に、様々な表現が用いられている。基本原則1及び2に関する「原則」「補充原則」に限っても用語法は多様だ。「情報については、必要に応じ適確に提供すべきである」

<sup>3</sup> 金融庁「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」(第13回) 議事次第 (平成29年12月21日) <http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20171221.html>

(補充原則 1-2①)、「公表すべきである」(補充原則 1-2②)、「招集通知の英訳を進めるべきである」(補充原則 1-2④)、「説明を行うべきである」(原則 1-3)、「方針を開示すべきである」「具体的な説明を行うべきである」「基準を策定・開示すべきである」(原則 1-4)、「十分な説明を行うべきである」(原則 1-5、原則 1-6)、「明確に説明すべきであり」(補充原則 1-5①)、「適切な手続を定めてその枠組みを開示する」(原則 1-7)、「経営理念を策定すべきである」(原則 2-1)、「行動準則を定め、実践すべきである」(原則 2-2)、「適切な体制整備を行うべきである」(原則 2-5)、「規律を整備すべきである」(補充原則 2-5①) などだ。

このうち「開示」という用語があるものは、コーポレート・ガバナンス報告書に記載することとされている。「公表」は、コーポレート・ガバナンス報告書に限らず、公表手段は各企業の判断に委ねられている。たんに「策定すべき」とあるものは、特に公表を求められているわけではないが、策定していない場合は、その理由をコーポレート・ガバナンス報告書に記載する。

図表 2 : 計画等の「確立」、何らかの方針の「策定」、目的等の「説明」が求められる

経営環境の変化に対応した経営判断	企業の経営理念や経営戦略・経営計画等が、中長期的な企業価値の向上に向けた具体的なものとして確立されているか。
投資戦略・財務管理	経営戦略や投資戦略を踏まえ、財務管理の方針が適切に策定され、運用されているか。
CEOの選解任・取締役会の機能発揮等	CEOの後継者計画が適切に策定・運用され、後継者候補の育成が計画的に行われているか。 CEOが十分機能していないと認められる場合に、CEOを適時に解任できるプロセスが確立されているか。 経営陣の報酬制度が、中長期的な企業価値の向上に向けたインセンティブとして適切に機能するよう設計されているか。独立した報酬委員会の活用を含め、報酬制度の設計や報酬額の決定のための実効的なプロセスが確立されているか。
政策保有株式	政策保有株式について、それぞれの銘柄の保有目的が明確に分かりやすく説明され、リターン(保有に伴う便益)・コストを具体的に勘案した上で、適切な意思決定が行われているか。 縮減に関する方針・考え方を明確化し、そうした方針・考え方に沿って適切な対応がなされているか。

(出所)金融庁「企業と投資家との対話に係る論点」(平成 29 年 12 月 21 日)をもとに大和総研作成

「企業と投資家との対話に係る論点」にある「確立」「策定」「説明」等がどのような意味か

は、今のところ分からないが、例えば現預金を大量に有している場合には、財務管理の方針が経営戦略・投資戦略とどのように関係しているか企業としての考え方を何らかの方法で公表するように求められるのではないだろうか。また、政策保有株式については、これまでも有価証券報告書やコーポレート・ガバナンス報告書で説明が求められてきたところだが、さらに進んで「縮減に関する」説明を企業は行うよう期待されるのではないか。

「ガイダンス」策定とコーポレートガバナンス・コード改訂により、上場企業には、これまでに以上に様々な情報の開示・公表が求められることとなろう。

## 英国コーポレートガバナンス・コード改訂

英国では、2016年7月に就任したメイ首相が、労働者や消費者の代表を取締役会メンバーにするなどの野心的なコーポレートガバナンス改革を構想していた。2016年11月に“Corporate Governance Reform: green paper”を公表し広く意見を募り2017年8月には、“Corporate Governance reform: Government Response”がまとめられた。こうした検討を踏まえ、12月5日に財務報告評議会から、“Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code”（英国コーポレートガバナンス・コードの改訂提案）が公表され、改めて意見募集が行われている。

英国コーポレートガバナンス・コード改訂案の語数量は2016年版の半分ほどになった。記載内容の整理もあり、様々な原則や指針の位置づけや記載場所も見直されている他、かなり多くの事項が削除されている。章立ては、改訂前と同様に5つであるが、それぞれの表題は異なっており、2016年版の“E. Relations with shareholders”は消え、関連する内容は、他の章に分散して記載されるようになった。また、主要原則〔Main Principles〕、補助原則〔Supporting Principles〕、各則〔Code Provisions〕の三段階であったものを、原則〔Principles〕と各則〔Provisions〕の2段階に整理している。英国FRC（Financial Reporting Council）は、今回の改訂によってコーポレートガバナンス・コードは“shorter and sharper”（簡潔かつ明確）になったとしている。

新たに付け加わった項目もあれば、既存の原則等に考慮事項が増やされたものも多い。量的には少なくなっているものの、順守の困難さはかえって上がっているように思える。以下、図表3に掲げた主な改訂点のうち、従業員の経営関与や、ダイバーシティ、について若干の説明を加える。

Provision 3は、メイ首相の当初の構想から相当後退したものとなった。メイ首相は、企業の取締役が、企業経営の経験者等一部の限られた属性を持つ者から選任されているため、経営者への監視機能が不十分になっていたとの認識だった。消費者代表や従業員代表を取締役会のメンバーとすれば、経営者への批判的な見方が取締役会の中に生まれ、特に経営者報酬の適正化に有益だと考え、これを英国コーポレートガバナンス改革に盛り込もうとした。しかし、消費者代表や従業員代表をどのようにして決めるのか、また取締役会の中に株主の利益を重視しない可能性のあるメンバーを置くと、経営判断等の意思決定ができなくなる恐れがあるなどの問

題が指摘され、結局、任意的に従業員代表を選任することも選択肢とするというものになった。

図表3：英国コーポレートガバナンス・コードの主な改訂（案）

従業員の経営関与	
改訂案の概要	備考
Provision 3: 取締役会は労働者(workforce)の意向を収集する方法を確立すべきである。労働者から取締役を選任する、正式な労働者諮問委員会、労働者の意向調査を担当する社外取締役の設置、の3種類の方法がある。	メイ首相は、労働者を代表する取締役の選任を法制化すると公約したが、現在は任意の選択肢の一つとして示されるにとどまる。
取締役の責務に関する開示	
改訂案の概要	備考
Provision 4: 取締役会は、労働者その他のステークホルダーとの対話の状況や会社法 172 条に関する考慮要素が取締役会の意思決定に、如何に影響したかを説明すべきである。	英国会社法 172 条では、会社の成功を促進するための取締役の義務(Duty to promote the success of the company)について規定を置いており、その際の考慮要素として、(b)項で従業員(company's employees)の利益、(c)項で供給業者、顧客、その他の者との関係、(d)項で地域社会及び環境に対する影響を挙げている。
株主総会における反対票の考慮	
改訂案の概要	備考
Provision 6: 株主総会議案に20%超の反対票が投じられた場合、企業は株主にその理由を調査するためにどのような行動をとるかを説明すべきである。	2016 年版では、「相当多くの反対票があった場合」という記述であったが、改訂案では数値を明確にした。
ダイバーシティ	
改訂案の概要	備考
Principle J: 経営幹部の任命にあたっては、性別、社会・民族的背景、知識・経験等個人的長所のダイバーシティを進めるべきである。	性別についてのダイバーシティは、以前から例示されていたが、改訂案では他のダイバーシティ要素も含め、一層の推進を求めている。
Provision 23: 年次報告書には、経営幹部の性別比率に関する記載をすべきである。	ダイバーシティ推進のプロセスの適正化だけでなく、結果の開示も求める。
取締役会の実効性評価	
改訂案の概要	備考
Provision 21: 上場企業は、取締役会実効性評価を毎年行うべきであり、少なくとも3年ごとに、外部機関を利用すべきである。	2016 年版では、FTSE350を構成する企業に、3年に1度の外部評価を求めているが、改訂案ではすべての企業に外部評価を求めている。
報酬委員会委員長の経験要件	
改訂案の概要	備考
Provision 32: 報酬委員会の委員長は、委員長就任前に報酬委員を12カ月以上経験すべきである。	監査委員会や指名委員会については、このような要件は設けられていない。

(出所)脚注2のFRC資料をもとに大和総研作成

図表 3 中の Provision 6 については、別稿<sup>4</sup>で説明した通りだ。

Principle J のダイバーシティについては、取締役会や経営幹部の間での人種や民族の多様化が英国では現代的な課題となっている。コーポレートガバナンス・コード改訂案と同時に公表された付属文書<sup>5</sup>では、多様性のある取締役会メンバー構成とするためには、心理的タイプ、経歴、民族、性別のダイバーシティが重要であるとされている。関連する政策提言である Parker Review<sup>6</sup>では、有色人種の実効性取締役 (director of colour) 登用を進めるべきとしている。FTSE100 の企業については 2021 年までに、FTSE250 の企業については 2024 年までに、少なくとも 1 名の有色人種の実効性取締役を選任すべきと提言されている。

英国のコーポレートガバナンス・コード改訂では、様々な取り組みを新たに導入しようとしている。コーポレートガバナンスの手本になってきた英国との比較をするならば、同様の仕組みを整えていないことが、日本のコーポレートガバナンスの次の課題として指摘されることもありそうにも思える。Provision 6 の株主総会で多数の反対投票を受けた企業の対応策開示や、Provision 21 の取締役会の実効性評価における外部評価の導入などは、導入が容易だろうし、反対する理由も見出しにくい。わが国において、今後の検討課題となるかもしれない。

<sup>4</sup> 大和総研レポート 鈴木裕「株主総会で反対票が多い場合の対応」(2017 年 12 月 26 日)

[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20171226\\_012609.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20171226_012609.html)

<sup>5</sup> FRC “Appendix B - Revised Guidance on Board Effectiveness”

<https://www.frc.org.uk/getattachment/fe7a3cc7-e076-4ee4-ad1e-5f6aa91b2159/Proposed-Revisions-to-the-UK-Corporate-Governance-Code-Appendix-B-Dec-2017.pdf>

<sup>6</sup> GOV.UK “Ethnic diversity of UK boards: the Parker review”

<https://www.gov.uk/government/publications/ethnic-diversity-of-uk-boards-the-parker-review>