

## コーポレート・ファイナンス

### 英国におけるコーポレート・ガバナンスに関する議論 —ハンペル委員会の仮報告書—

さる8月5日、英国のコーポレート・ガバナンスのあり方について議論を進めてきたハンペル委員会が仮報告書を発表した。9月末までに各方面からの意見を集め、今年末に最終報告書をまとめる予定である。

英国では、これまでもコーポレート・ガバナンスについて、2つの報告書が提出されている。これらの内容を踏まえ、統一された新しいコーポレート・ガバナンスの指針を示すことを目的としたものである。

我が国でも、企業活動を巡る不祥事の頻発や株主代表訴訟のあり方を見直すための商法改正論議を契機に、コーポレート・ガバナンスの議論が高まっている。英国でのコーポレート・ガバナンスに関する議論は、我が国での議論にも参考となろう。

#### 1. ハンペル委員会設置の背景

90年代以降、英国ではコーポレート・ガバナンスについて、既にキャドベリー委員会（Cadbury Committee）とグリーンベリー委員会（Greenbury Committee）の2つの委員会を設置され報告を行った。ロンドン証券取引所が上場規則にこれらの報告内容を盛り込むなど、両委員会の報告内容はすでに具体化している。

##### 1) キャドベリー委員会

企業財務に関するガバナンス検討委員会（通称キャドベリー委員会）は、ポリー・ペック・インターナショナル社の倒産事件<sup>1</sup>を直接のきっかけとして91年に設置された。英国では、それ以前にもギネス事件（1986年）やブルー・アロー事件（1987年）が起き、91年にはBCCI事件やマクスウェル事件が発覚するなど、上場企業の不祥事が相次ぎ、企業の経営陣に対する不信感が高まった。

このような環境の中、委員会は上場企業が遵守すべきコーポレート・ガバナンスに関する規範の作成を目的として設置され、大手食品メーカー、キャドベリー・シュウェップス社（Cadbury Schweppes）のキャドベリー会長が委員長に就任した。

---

<sup>1</sup> ポリー・ペック・インターナショナル社はロンドン証券取引所の上場企業であったにも関わらず、その経営内容が不透明で、90年10月に公表されていた財務内容からは予想もできないほど急激に倒産し、経営者による株価操作や株主を無視した利己的な行動が明らかとなった。

キャドベリー委員会は、取締役会、非常勤取締役、常勤取締役、監査人の4者について、望ましい行動規範を定めることとなった(表1)。ロンドン証券取引所は、同委員会の勧告に基づき、この行動規範を遵守しているか否かを年次報告書で開示し、遵守していない場合にはその項目と理由を記載するよう上場企業に義務づけることを、上場規則に加えた。

ただし、この行動規範は、報告書の本文で勧告された内容の全てを包含したものではない。例えば、本文の勧告では株主の役割について検討を加えたが、規範には含まれていない。

表1 キャドベリー報告の「望ましい行動規範」(抜粋)

#### 1. 取締役会

- ・意思決定に際し、特定の一人が独裁的に意思決定を行わないよう経営トップ間の均衡を図ると同時に、責任分担を明確にすべき。取締役会長が社長を兼任している場合には、取締役会内に別途独立した強い立場の人物を任命すべきである。
- ・非常勤取締役の見解が取締役会の決議に明確な影響を及ぼすものでなければならない。
- ・全取締役が取締役会の手続きや適用される規則の遵守に関して、責任ある秘書から助言や助力を得ることができるようにすべきである。

#### 2. 非常勤取締役 (non-executive director)

- ・非常勤取締役は、役員としての報酬や持株数を別として、当該企業とは金銭面、事業面で一切関係を有しない独立した存在であるべきである。
- ・任期については就任時に定められ、自動的に再任されるべきではない。
- ・非常勤取締役の指名は取締役会全体の審議案件とするべきである。

#### 3. 常勤取締役 (executive director)

- ・常勤取締役の任期は、株主の承認がない限り、3年を超えることがないようにすべき。
- ・取締役全員の報酬総額、取締役会会長らの報酬については年金基金への拠出金やストック・オプションも含めた報酬の内容を開示すべき。
- ・常勤取締役の報酬額は、非常勤取締役のみか非常勤取締役で過半数を構成する報酬委員会の勧告対象とすべきである。

#### 4. 報告、内部監査

- ・取締役会は実効性を有する監査委員会を設けなければならない。
- ・各取締役は、社内における財務管理体制の実効性について、報告しなければならない。
- ・監査委員会、報酬委員会の委員長は、株主総会において株主からの関連質問に答えるべきである。

(出所) キャドベリー委員会報告書

## 2) グリーンベリー委員会

大手スーパーのマークス・アンド・スペンサー (Marks & Spencer) 会長グリーンベリー氏を委員長としたグリーンベリー委員会は、ナショナル・パワー社 (National Power) や Thames Water など、民営化された公益企業の経営陣が過剰な報酬を得ていた事件を背景として設置された。この委員会での主な検討項目は、取締役の報酬に関する決定方法の見直しと、報酬に関する情報開示の改善、の2点であった。95年7月に発表された同委員会の報告書の勧告内容は以下の通りである。

表2 グリーンベリー報告書の内容

- |   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"><li>・取締役の報酬を決定する報酬委員会 (remuneration committee) を設置すべきである。</li><li>・各取締役ごとの報酬額とその根拠を年次報告書で開示すべきである。</li><li>・報酬委員会委員長が株主総会に出席し、株主からの質問に答えるべきである。</li><li>・取締役の報酬は現金ではなく株式の給付によって行うことが望ましい。</li></ul> |
|---|

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成。

## 3) ハンペル委員会設置の目的

ハンペル委員会は、この2つの委員会の報告内容の実現の度合いを評価すると同時にその内容を見直し、また、これまでに触れられてこなかった課題についても検討を行うことを目的として95年11月に設置された<sup>2</sup>。

例えば、取締役の報酬に関する開示は、実質的に取締役を評価したものであるとは言えず冗長なものが多いという指摘がなされていた。また、コーポレート・ガバナンス全般について検討を行ったキャドベリー委員会の報告書は、最終的には取締役会および取締役、監査役の行動規範を定めるに留まり、取締役会と監査役会の分離問題など、残された課題も多くあった。これらの問題を解決し、2つの委員会報告を集約した新しいコーポレート・ガバナンスに関する勧告を行うことが目指されたのである。

委員会は、ロンドン証券取引所や我が国の経団連に当たるCBI (Confederation of British Industry) の他、取締役協会 (Institute of Directors)、会計士評議委員会 (Consultative Committee of Accountancy Bodies)、機関投資家の代表として全国年金基金連合会 (National Association of Pension Funds) と英国保険協会 (Association of British Insurers) の6団体からの付託を受ける形で設置された。

<sup>2</sup> 前述のキャドベリー委員会は、報告を行った後に、行動規範の遵守状況や改善の必要性を検討する委員会を設置することを勧告していた。

## 2. ハンペル報告の内容

### 1) ハンペル報告の基本姿勢

ハンペル報告は、キャドベリー報告やグリーンベリー報告と大きく異なった内容を勧告しているわけではない。ただ、その基本姿勢は大きく異なる。

キャドベリー、グリーンベリーの両報告は、企業が守るべき具体的な規範（code）を作成した。これに対し、ハンペル委員会は、コーポレート・ガバナンスに関する原則を示し、それをいかに実現するかは各企業に任せることにした。

今回発表された仮報告書では、具体的なガイドラインを作成することの弊害として、ガイドラインさえ満たしておけばよいという安易な姿勢が横行し（box ticking）<sup>3</sup>、企業が望ましいガバナンスの在り方を深く考えようとしなくなることを指摘している。また、各企業に応じて望ましいガバナンスの在り方に違いがあるのは当然で、それを画一的なガイドラインで縛るのも問題であると指摘している。重要なのは、各企業がそれぞれに最も望ましいガバナンスの在り方を考え、それを実現することを目指すと同時に、その内容を開示していくことである、というのがハンペル委員会の基本姿勢である。

### 2) ハンペル報告の内容

ハンペル報告の内容は、まず、①取締役会および取締役、②取締役の報酬の決定方法と情報開示、③株主の役割、④アカウンタビリティと監査、の4つに分けてコーポレート・ガバナンスに関する原則を示し、その後各項目について具体的な提言を行っている。

内容を見る限り、キャドベリー、グリーンベリーの両委員会の行った勧告と異なる点、または新しい点はほとんどないと言ってよい<sup>4</sup>（内容については末尾に付した仮報告書の要旨を参照）。

#### ①取締役会および取締役

取締役会および取締役に関しては、取締役会が企業をコントロールすべきこと、取締役会が適宜情報を得られるようにすべきこと、取締役の任期は長くとも3年以内とすべきこと、など、キャドベリー報告の勧告内容とほぼ同じ内容である。取締役の選任に際し選任委員会（nomination committee）の設置を求めている点も、キャドベリー委員会の示した規範には含まれていないが、本文の勧告には含まれている。

一点だけ異なるのは、同一人物が取締役会会長と社長（CEO）を兼任することについての判断である。キャドベリー委員会は、取締役会会長と社長の兼任は避けた方が望ましい

<sup>3</sup> 報告書では、ガイドラインを満たしているかいないかだけを考えることを、アンケート調査などで yes、no と書かれたボックスをチェックしていくことになぞらえ、box ticking と表現している。

<sup>4</sup> 今回の仮報告書の勧告では、「株主の役割」のように、キャドベリー委員会の示した規範にはないものもある。しかし、前述した通り、同委員会は勧告内容の全てを規範に取り込んだわけではなく、株主の役割についても、報告書の本文の中で言及している。

としているのに対し、ハンペル委員会はどちらでもよいという姿勢である。

その理由として、これまでに同一人物が兼任している企業に限って問題が起きているわけではないことを挙げている。ハンペル委員会の姿勢は、同一人物が兼任している事実と理由を開示すべきであり、同一人物が会長と社長を兼任しているといないと関わらず、独立した強い立場の非常勤取締役の存在（lead non-executive director）が不可欠である、というものである。なお、非常勤取締役が機能するには、取締役会の3分の1以上を非常勤取締役とすることを勧告している。

また、取締役会が業務執行機能と監督監査機能を兼務する現在の一元機構（unitary board）の見直しは必要ないとしている。

## ②報酬決定方式

報酬決定方式については、キャドベリー、グリーンベリーの両報告書の内容と大きく変わるところはない。

報酬が当該企業の業績と個人の取締役としてのパフォーマンスに応じて決定されるべきこと、報酬委員会が各取締役の報酬額について勧告を行うべきこと、各取締役の報酬額について年次報告書で開示すべきこと、の3点を勧告している。

なお、情報開示については、「“market rates”に応じた支払い」などの具体性のない決まり文句による記述は避けるべきこと、素人の投資家にも分かるような表現によって開示すべきこと、を含めている。

## ③株主の役割

ハンペル委員会は、機関投資家に対し、議決権行使に関する方針を策定することを求めている。議決権の行使を義務づけているわけではないが、行使することのメリットを熟慮して決定を下すことが求められている。議決権の行使を義務づけることには、安易に賛成票を投じるなどの弊害の原因となるという理由から慎重である。

また、キャドベリー委員会の勧告を踏襲し、経営陣と機関投資家間の対話を重視している。ただし、インサイダー取引を避けるために株価に影響を与える情報の取り扱いに関するルールを各企業が持つべきであるとしている。

個人投資家の参加を促すために、株主総会の活性化も求められている。株主提案権の拡充や総会でのQ&Aセッションの充実、株主総会での議論をまとめた資料の配付など、具体的な提案が示されている。

## ④アカウンタビリティと監査

キャドベリー委員会と同様、非常勤取締役を委員長とする監査委員会の設置を求めている。最低でも3人の非常勤取締役が委員となることを求めているが、多くの非常勤取締役を任命することが難しい小企業については、個別の事例に応じ柔軟に対応すればよいとし

ている。

外部監査人の権限や義務については、特に変更されている点はない。ただし、会計事務所  
の独立性を維持するために、キャドベリー報告では、会計事務所の1クライアントから  
の収入が全収入の10%を超えないことを求めていたが、10%という基準をさらに厳しくす  
ることが提案されている。

内部管理については、取締役が財務面だけでなく、法律や規制の遵守、効率的な業務の  
遂行などにも責任を持つべきであること、独立した内部監査部門の設立については随時検  
討すべきではあるが、必ずしも設立しなければならないものではないとしている。

### 3. ハンペル報告の評価と今後の課題

ハンペル委員会の仮報告書に対しては賛否両論ある。コーポレート・ガバナンスに関し  
て細かなルールを作ることによる“box-ticking”の弊害を認め、各企業が柔軟に検討すべき  
であるという基本姿勢に賛成する意見も多い。一方、強制力のない単なる原則（principle）  
を示すだけでは、企業の行動を期待することはできないという批判もまた多数ある。キャ  
ドベリー、グリーンベリーの両報告書との最大の違いが、この基本方針の転換にあったこ  
とから、賛否がこの点に集中しているのも不思議ではない。

具体的な項目に関しては、大きな違いや目新しい点がなかったため、さほど多くの議論  
は出ていない。

今回注目されるのは、機関投資家に議決権の行使をこれまでよりも強く促したことであ  
る。英国でも投資家の機関化現象が進んでおり、全株式の6割は機関投資家が保有してい  
るが、複数の調査によれば、英国では株主総会に出席して議決権を行使した株主は全体の4  
割程度に過ぎない。米国では、従業員退職所得保障法（ERISA）が機関投資家の議決権行  
使を促したことが、最近の米国のシェアホルダー・アクティビズムの一つの背景になって  
おり、英国でも機関投資家による議決権の行使が進めば、コーポレート・ガバナンスの改  
善に寄与することとなろう。

ハンペル委員会は、今後、9月末までに意見を収集し年末までには最終報告書のとりまと  
めを行う予定である。最終的に採択されるコーポレート・ガバナンスに関する原則がどの  
ようなものになるにせよ、制度による強制を行わないことにした以上、重要なのは今後い  
かに企業がそれを実現していくかである。

なお、ハンペル委員会は、企業には株主以外にもステイク・ホルダーが居ることを認め  
ながらも、あくまでも第一に考えなければならないのは株主の利益であることを強調して  
いる。これに対し、労働党のブレア政権の下、従業員などその他のステイク・ホルダーも  
考慮することを盛り込むべく、コーポレート・ガバナンスに関する新しい委員会がすぐに  
発足するという見方もある。

#### 4. 我が国への示唆

我が国でも、不祥事の頻発や株主代表訴訟の多発を契機として、コーポレート・ガバナンスに関する議論が盛んに行われている。

これまでの商法改正の歴史は監査役の権限強化の歴史とも言われるほど、制度的には監査役の強化が図られてきた。しかし、ここに来て総会屋への利益供与などの不祥事が続けて発覚したり、株主代表訴訟がこれだけ起こされているにも関わらず、監査役が取締役の責任を迫及する事例が1件もないことから、監査役はほとんど機能していないことを示している。

このような状況下で、監査役には限界があるという理由から社外取締役の導入を積極的に進めようという議論がある。しかし、英国で非常勤取締役の重要性が強調されているのは、これまで非常勤取締役が十全に機能してこなかったことの裏返しである。このことは、現在の監査役の代わりとして社外取締役を制度として導入するだけでは、何の解決にもならないことを物語っている。

ハンペル委員会がルールの作成から原則の提示に転換した背景には、制度以上にその運営が重要であるという判断がある。我が国においても、監査役会が取締役に従属する機関となってしまっていること、取締役に比べ情報が圧倒的に不足していること、監査役の業務遂行を支えるスタッフなどの組織が脆弱であること、など指摘されている運営上の問題点を改善するのが先決であろう。

また、係争中の株主代表訴訟件数が200件にも達する勢いの中で、経営の萎縮を招く恐れがあるなどの理由で、株主代表訴訟の妥当性に関する一定の判断権を監査役に与えようという方向からの監査役強化論も出ている（自民党商法に関する小委員会の商法改正試案）。しかし、監査役が独立性を保持できず、株主に代わって経営をチェックできない現状では、こうした考えには問題が多いのではなかろうか。株主代表訴訟に対する恐怖が経営の萎縮につながるのではなく、取締役間の監督の強化や監査役の積極的な活用につながることを望ましい。

(落合 大輔)

## ＜参考＞ハンペル仮報告書の要旨

コーポレート・ガバナンスに関する原則をゴシックで、各項目に関する具体的提案を明朝体の箇条書きで要約した。

### A. 取締役

#### I. 取締役会

上場企業は全て効率的な取締役会によって率えられるべきである。

- ・常勤取締役と非常勤取締役は同じ義務を負うべきである。
- ・取締役会は、取締役会全体のパフォーマンスと各取締役のパフォーマンスを評価する方法を導入すべきである。

#### II. 取締役会会長と社長（CEO）

取締役会会長と社長の役割分担は、公に説明されるべきである。

- ・会長と社長を必ずしも分ける必要はないが、他の条件が同じであれば分けた方が望ましいし、また、同一人物が兼任する場合にはその理由を説明すべきである。

#### III. 取締役会の構成

一人、または少数の取締役による意思決定を防ぐために、取締役会には、一定数の非常勤取締役（non-executive directors）が含まれるべきである。

- ・取締役会の一元機構（unitary board）を見直す必要はない。
- ・非常勤取締役が機能するには全取締役の3分の1以上を占める必要がある。
- ・会長が社長を兼務するか否かにかかわらず、非常勤取締役の代表（lead non-executive director）を決め、年次報告書に明らかにすべきである。

#### IV. 情報提供

取締役会は、適宜、その責務を果たすために必要な情報を供給されるべきである。

- ・取締役は新任時とその後にも必要に応じて適宜指導を受けるべきである。

#### V. 取締役の任命

新任取締役の任命の手続きは、公式で透明なものであるべきである。

- ・常勤取締役には企業の活動全般について広い視野を持つことができると判断される者を任命するべきである。
- ・企業の規模に関わらず、非常勤取締役の過半数は企業から独立した者であるべきである。
- ・なるべく広いバックグラウンドを持った人が非常勤取締役になることが望ましい。



- ・ 任命委員会（nomination committee）を設置すべきである。
- ・ 非常勤取締役の任期についてのルールは定めないが、長期間勤めることによってその機能が低下するリスクがあることに取締役会は注意しなければならない。
- ・ 任期満了前に辞任する取締役は、株主にその理由を説明するべきである。

## VI. 取締役の再選

全取締役は定期的に（長くとも3年おきに）、再選のための選挙を受けるべきである。

### B. 取締役の報酬

#### I. 報酬金額と内訳

報酬金額は、会社を成功裏に運営するために必要な取締役を引きつけるに十分なものであるべきである。また、報酬は企業の業績に連動する部分と、個人の職務のパフォーマンスに連動する部分で構成されるべきである。

- ・ 非常勤取締役の報酬を株式によって支払うことを排除しないが、積極的に奨励もしない。
- ・ 取締役の契約は1年ごと、または1年より短い方が望ましいが、場合によっては2年まで伸ばしてもよい。
- ・ 任期前に辞任したときの報酬については事前に決めておくことが望ましい。

#### II. 報酬決定手続き

取締役の報酬決定方式について、公式で透明な手続きを定めなければならない。各取締役は自らの報酬を決定するべきではない。

- ・ 報酬を他社との比較に基づいて定めるのは適当ではない。
- ・ 業績に応じた報酬を支払う場合は、報酬委員会（remuneration committee）が判断するのが望ましい。
- ・ 非常勤取締役を委員長とする報酬委員会を設置し、報酬委員会が取締役会に報酬決定の方針や具体的な方法を取締役会に勧告するのが望ましい。非常勤取締役の報酬は取締役会が定めることになる。
- ・ 各取締役の報酬に関して、株主による承認を義務づける規則の制定は望ましくない。

#### III. 情報開示

年次報告書に、報酬に関する方針と各取締役の報酬の詳細を開示するべきである。

- ・ 報酬に関する年次報告書の開示内容がより内容のあるものとすべきである。
- ・ 個人の報酬内容開示も継続すべきだが、その内容はより簡略化されるべきである。
- ・ 英国企業の海外の取締役についても報酬を開示することが望ましい。

## C. 株主

### I. 株主の議決権行使

機関投資家は、コントロールする株式の議決権行使についてどのような政策を取るか熟慮しなければならない。

- ・年金の受託者はファンド・マネージャーに長期投資を奨励することを勧告する。
- ・機関投資家は、顧客に対し議決権行使に関する方針を示す義務を負っていると考えられる。ただし、議決権の行使を義務づけることを勧告するわけではない。
- ・ABI（英国保険協会）とNAPF（全国年金基金連合会）は議決権行使に関するガイドラインで矛盾する項目を見直すべきである。

### II. 企業と投資家間の対話

企業と投資家はお互いの目的を理解した上で、直接対話する準備を行っておくべきである。

- ・投資家と企業間の対話に関するレポート“Developing a Winning Partnership”<sup>5</sup>の勧告内容を遵守することが望ましい。

### III. ガバナンスに関する情報開示の評価

機関投資家は、企業のガバナンスを評価する上で、企業側が重要とした要素に十分配慮するべきである。

### IV. 株主総会

企業は株主総会を個人投資家との対話の場として利用し、個人投資家の参加を促すべきである。

- ・企業は株主総会において、Q&Aを含む最大限の説明を行うべきである。
- ・株主総会において、各議案につき議決権の代理行使分も含め賛否の票数を明らかにするべきである。
- ・株主提案権などについて、通商産業省が法律を制定することを望む。
- ・関係のない案件を一つの議案にまとめるのはやめるべきである。
- ・取締役会会長は、その場で回答できない質問については書面で回答すべきである。
- ・質問に対し誰が回答するかを決めるのは会長だが、監査委員会、報酬委員会、任命委員会の各委員長も回答者として準備しておくべきである。
- ・株主総会に関する告知と関連する文書は、遅くとも総会の20営業日前に株主に発送されるべきである。
- ・株主総会での議論についてレジュメを作成し、申請があった場合には株主に交付する

---

<sup>5</sup> 95年に金融機関と企業の関係者の合同作業部会が作成した、企業と投資家間の対話のあり方に関する報告書。

べきである。

- ・企業が自ら個人投資家の権利保護のためにノミニー・アカウントを作成するのはよいことである。

## D. アカウンタビリティと監査

### I. 財務情報開示

取締役会は当該企業について、バランスの取れた分かりやすい評価と展望を示すべきである。

- ・企業が継続的に活動可能であること (going concern) を年次報告書に示す義務は維持されるべきである。

### II. 内部監督

取締役会は、株主資本価値と当該企業の資産価値を守るための安全な内部管理システムを維持すべきである。

- ・各企業は、最低でも3人の非常勤取締役を含む監査委員会 (audit committee) を設置すべきである。(3人の非常勤取締役を任命することが難しい) 小企業に対して緩和措置は設けないが、各事例に則して柔軟に対応すべきである。
- ・取締役は内部管理システムについて報告を行わなければならない。
- ・取締役は財務管理だけでなく、あらゆる重要な内容について内部管理を行うべきである。
- ・独立した内部管理部門を持たない企業は、その必要がないかを常に検討しておくべきである。

### III. 監査人との関係

取締役は監査人と適切な関係を維持するため、公正で透明な協定を結ぶべきである。

### IV. 外部監査人

外部監査人は、財務情報開示や内部管理を取締役会が正しく行っているかどうかについて、その専門的かつ独立した見地から株主に報告しなければならない。

- ・外部監査人の役割や責任については、新しい提案は行わない。
- ・1クライアントからの監査収入が全監査収入に占める割合の上限を(キャドベリー報告が勧告している) 10%からさらに下げるべきである。
- ・監査委員会は外部監査人による非監査サービスの内容をチェックし、コストを最低限に抑えるよう注意すべきである。