

### 株主との対話を促す英国コーポレート・ガバナンスの改訂統合規範

2003年7月23日、英国コーポレート・ガバナンスのモデルを示す統合規範が改訂された。新しい統合規範では、取締役会と機関投資家である株主との対話の促進に力が置かれている。ロンドン証券取引所の英国上場会社は、2003年11月1日以降開始する事業年度から新しい統合規範に基づくガバナンス情報の開示をすることになる。

#### 1. 英国における統合規範と改訂の背景

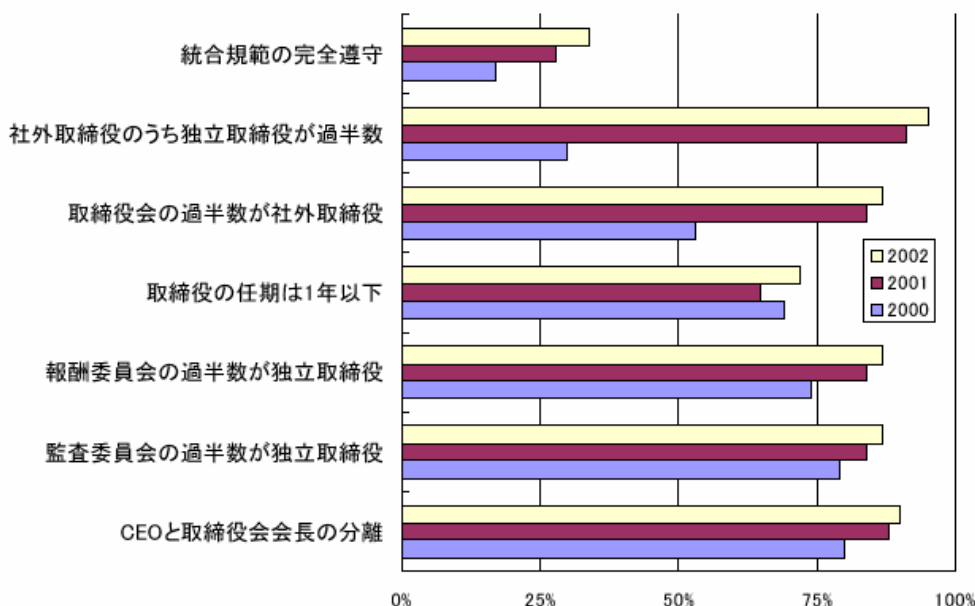
英国では、上場会社のコーポレート・ガバナンスの望ましいモデルが、1998年6月に定められた統合規範（the Combined Code）に示されている。統合規範には、会社と機関投資家である株主が遵守すべきコーポレート・ガバナンスの原則とベスト・プラクティス（最善の行為規範）が規定されている。会社に対するものとして、①取締役会の構成、②取締役の報酬、③株主との関係、④監査および内部統制に関する原則及びベスト・プラクティスが定められている。また、機関投資家（株主）に対するものとして、会社との対話や議決権行使の責任が定められている。

ロンドン証券取引所（LSE）は、この統合規範を上場規則に付随する（annex）ものと位置付け、上場会社に対し、アニュアル・レポートにおいて、統合規範の内容をどの程度遵守しているか、遵守していない場合は理由を説明するよう求めている（上場規則 12.43A(a)、(b)）。このような開示義務は「comply or explain」と呼ばれる<sup>1</sup>。

このように、英国では、統合規範に規定されるコーポレート・ガバナンス体制は強制適用されるものではなく、開示基準であるため、企業は柔軟なガバナンス体制を構築し得る。他方、各投資家は、各企業のガバナンスに関する情報を評価する際に、統合規範の遵守度にこだわらず、開示内容の合理性を鑑みて、自己の判断基準に基づいて行えばよいと理解されている。実際には、英国上場企業の統合規範への遵守割合は約3割と、過去3年間でその比率は上がっているものの多いとはいえない（図表1）。

<sup>1</sup> これに対し、米国のNYSEやナスダックでは、独立社外取締役でのみ構成される監視委員会の設置や取締役会の過半数を独立社外取締役とすることなどを上場基準としており、すべての上場会社がこうしたガバナンス体制を整備するよう義務付けられている。

図表 1 英国上場企業のコーポレート・ガバナンスの実態の推移



(出所) PIRC (英国年金投資調査センター)

英国政府は、米国企業エンロンの経営破たんを契機として、統合規範の見直しを進めることとし、これを受けて組織された2つの委員会が2003年1月に報告書を公表した。1つは社外取締役の役割と効果に関するヒッグス報告書、もう1つは監査委員会の役割に関するスミス報告書である<sup>2</sup>。統合規範の作成を担当する財務報告委員会<sup>3</sup>(FRC)は、これら報告書の勧告とパブリック・コメントを踏まえて、2003年7月23日、統合規範を改訂し、公表した。

## 2. 主な改訂点

これまでの統合規範は、14の原則(principles)、45の条項(provisions)からなっているが、改訂統合規範は、14の主要原則(main principles)と21の補助原則(supporting principles)、および48の条項という構成となった。ヒッグス報告書では、事細かな条項を約40ほど増やすことが勧告されていたが、改訂統合規範は、最終的に、現状の条項数をほぼ維持し、ヒッグス報告書の勧告よりも自由度の高いガバナンス体制を認めるものとなっている。以下では、改訂統合規範に示された新たな内容を中心に紹介する。

### 1) 取締役会の構成

<sup>2</sup> 橋本基美『英国における社外取締役の役割と効果 —コーポレート・ガバナンスに関する「ヒッグス報告書」について—』資本市場クォーターリー2003年春号参照。

<sup>3</sup> 会計士団体であり、会社の会計や財務報告に関する原則を定めている。コーポレート・ガバナンス情報は、上場規則において財務報告の中に位置付けられているため、統合規範の改訂はFRCが担当する。

上場会社の取締役会が経営戦略の決定や経営陣の監督を効果的に行うためには、十分な独立性と専門性が必要であるという認識から、各取締役が十分な技能、知識そして時間を当該会社に提供しうよう、以下のような改訂が行われた。なお、FTSE350 に含まれない小規模上場会社に対しては、若干緩和された規定が示されている。

- ① 取締役会議長は取締役会を運営する最高責任者、チーフ・エグゼクティブ（CE）は事業を運営する最高責任者であり、原則として兼任は認めない。CE が、同じ会社の取締役会議長になる場合は、予め主要株主に相談し、その理由を開示する。
- ② 取締役会における独立非執行取締役の割合を3分の1から少なくとも半数に引き上げる（小規模会社は2名以上）。
- ③ 独立取締役には、「過去5年以内に当該会社又はグループ会社の従業員であった者」、「取締役報酬とは別に、当該会社から追加報酬を受け取ってきた者」、「当該会社のアドバイザーまたは取締役や上級役員と近い親族関係がある者」、「最初の選任から9年以上取締役の地位にある者」などは含まれないと明示した。
- ④ 会社の規模に関係なく、独立非執行取締役が過半数を占める指名委員会を設置し、委員長は議長または独立非執行取締役でなければならない。
- ⑤ 独立非執行取締役の中から1名の上級独立取締役（SID）を任命し、株主との対話に積極的に参加させる。
- ⑥ 常勤の執行取締役は、自社以外のFTSE100構成企業の取締役会議長や、2社以上の非執行取締役に就くべきではない。
- ⑦ 取締役会を発展的に刷新すべきとの観点から、非執行取締役の任期は原則6年までとする。
- ⑧ 取締役は、会社の費用で、各種研修や独立した専門家のアドバイスを受けるなど、その責任を果たすための十分なリソースを提供されるべきである。

## 2) 取締役の報酬

取締役の報酬内容開示に関しては、1985年会社法の一部を改正する規則が2002年から施行され、取締役報酬報告書の作成と株主承認が義務づけられたことから、改訂統合規範では、報酬内容開示に関する規定が削除された。一方、報酬方針と報酬決定手続きが以下のように見直された。

- ① 少なくとも3名（小規模会社なら2名）からなる報酬委員会を設置し、すべて独立非執行取締役とする。
- ② 報酬委員会は、上級経営者の報酬水準や報酬体系についても勧告し、監視するものとする。
- ③ 原則として、新しい長期インセンティブ制度の導入や現行制度の重要な変更は株主の承

認を必要とする。

- ④ 非執行取締役の報酬の水準は、会社に貢献しうる時間、役割に関わる責任を反映するものとする（取締役の個別の業績評価もその方法を明確にして行うものとされている）。
- ⑤ 非執行取締役の報酬としてストック・オプションを与えるべきではない。オプションが付与される場合には、株主の承認を事前に求め、オプションの行使によって取得された株式は、非執行取締役の退任後最低1年間は保有されるべきである。

### 3) 監査委員会と内部統制

監査委員会の役割や内部統制のあり方は、スミス報告書の勧告に基づいて改訂されている。監査委員会のメンバーは3名以上（小規模企業の場合は2名以上）とし、すべて独立非執行取締役で構成されるべきであるとされている。そして、監査委員会の少なくとも1名は直近の財務に関連した経験のある人物であることが求められている。

監査委員会の主な役割と責任については、以下のような内容を書面にて説明しなければならない。

- ・ 会社の財務書類や会社の財務パフォーマンスに関連するすべての公式な発表資料の整合性を、その中に含まれる重要な財務報告の判断を検証しつつ、監視する。
- ・ 会社の内部財務統制、リスク管理システムや内部監査機能の有効性を監視し、検証する（リスク管理委員会や取締役会が行うこととしても良い）。
- ・ 外部会計監査人の独立性や客観性、監査手続きの有効性を検証、監視すること。
- ・ 外部監査法人による非監査サービスの条項に関する方針を策定し、実施すること、および行為又は改善が必要と考えられる事項を判別し、とるべき手順に関連する勧告などを取締役会に報告すること。

### 4) 株主と会社（取締役会）との対話

改訂統合規範では、会社と株主がお互いに企業の目標を理解し、対話の機会を持つことが従来以上に積極的に求められている。そして、取締役会全員が株主との対話を確実に行う責任があるとしている。議長（または独立非執行取締役）は、会社のガバナンスや戦略について主要株主との十分な対話機会を確保し、株主の意見を取締役会全体に伝えなければならない。

さらに、年次株主総会を、個人に限定せず株主一般との意見交換の場として活用することを求め、そのため、会社は、株主総会での議決権行使が適切になされ、記録されるようにし、議長は、取締役全員が年次総会に出席をするよう手配すべきであるとしている。

他方、機関投資家である株主（機関株主）に対しても、会社との対話は任意から要請に変わっている。主要な株主は、適切かつ実行可能である場合、年次総会に出席すべきであ

り、会社と登録人（registrars）はこれを促進すべきであるとされている。

機関株主は、機関株主委員会<sup>4</sup>（Institutional Shareholders' Committee）が2002年10月に策定した「機関株主およびその代理人（投資マネジャーや議決権行使サービス会社）の責任に関する原則<sup>5</sup>」の内容を導入するよう求められている（図表2）。

機関株主は、統合規範との違いに関する会社の説明を注意深く検討すべきであり、個別の状況に照らして合理的に判断すべきである。会社のコーポレート・ガバナンスに関する姿勢を承認できない場合には、機関株主は、適当であれば書面によって当該会社に対してその理由を説明したり、直接対話の場を持つことを検討すべきである。会社のコーポレート・ガバナンスを評価する際に、機関株主は、ボックス・ティックング・アプローチ（機械的に賛否をチェックする方法）は回避すべきであり、特に、企業の規模や多様性、会社が直面するリスクの性質や課題に留意すべきである。

図表2 ISCの「機関株主とその代理人の責任に関する原則」の概要

<p>①以下のような機関投資家の責任について、その遂行方法に関する方針を明示。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 投資先の監視方法</li> <li>・ 投資先企業に統合規範の遵守を求める方針</li> <li>・ 投資先の取締役会及び上級経営者との対話に関する方針</li> <li>・ 機関株主等との間の利益相反の最小化または対処法</li> <li>・ 会社への介入に関する方針</li> <li>・ さらなる行動が必要となる場合およびその内容</li> <li>・ 議決権行使方針</li> </ul> <p>②機関投資家等による会社業績の監視 株主価値の減少を最小化するよう問題の早期発見に尽力。 問題が発見され、株式を売却しない場合は、取締役会にその問題を認識させる。</p> <p>③会社への介入が必要な場合 取締役会との対話が失敗した場合、事前に告知した上で、棄権又は反対投票。</p> <p>④株主行動の影響を評価し、顧客等に報告 効果的な株主アクティビズムには、透明性ではなく、時には秘匿性にも配慮。</p>
--

### 3. アニュアル・レポートにおけるガバナンス情報の開示

改訂統合規範では、上場会社は、アニュアル・レポートにおいて、図表3のような開示を求められることになる。原則の数が増えたことで、上場会社はそのガバナンスに関して説明する内容も増えている。

<sup>4</sup> 1973年に、英国の機関投資家団体間の意見交換や協調行動を行うフォーラムとしてイングランド銀行の中に設置された。現在の主なメンバーは、英国年金基金協会（NAPF）、全英保険業協会（ABI）、投資マネジャー協会（IMA）、投資信託業協会（its）などである。

<sup>5</sup> 英国政府は、2002年に議決権行使に関する法制化を行うことを表明したが、ISCのこの原則が公表されたことで、2年間、その動向を注視することになっている。

図表3 アニュアル・レポートにおけるガバナンス情報の開示事項

<p>取締役会の構成・運営状況</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 経営陣への委任事項を含む取締役会の運営 (A.1.1)</li> <li>・ 取締役会議長、副議長、チーフ・エグゼクティブ (CE)、上級独立取締役、指名、監査、報酬委員会の議長とメンバーの氏名 (A.1.2)</li> <li>・ 取締役会および委員会の会合数、各取締役の出席状況 (A.1.2)</li> <li>・ 取締役会が独立していると認めた非執行取締役の名前 (必要に応じて理由も記載) (A.3.1)</li> <li>・ 議長による議長職以外の重要な関与および1年間に起きた変更 (A.4.3)</li> <li>・ 取締役会、委員会および取締役各人の業績評価の実施方法 (A.6.1)</li> <li>・ 非執行取締役が主要な株主の会社に対する見解への理解を深めるために取締役会が取った措置(D.1.2)</li> <li>・ 指名委員会の職務、取締役会の任命に関して使用されたプロセス、議長又は非執行取締役の任命に使用された外部サーチ・コンサルタントやオープン公告がない場合の説明を独立記載(A.4.6)。</li> </ul> <p>※指名、報酬および監査委員会の委任事項、委員会の役割や取締役会が委員会に委任した権限についての説明 (A.4.1、B2.1、C3.3)</p> <p>※非執行取締役の任命に関する諸条件 (A.4.4)</p>
<p>取締役の報酬</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 当該執行取締役が他社の非執行取締役に就いている場合、その所得の有無及び所得の内容など、2002年取締役報酬報告規則に基づき義務付けられている報酬委員会の職務の記述(B.1.4)</li> </ul> <p>※報酬コンサルタントを指名した場合、当該企業とのコンサルティング契約以外の関係があるかどうかについての記載 (B.2.1)</p>
<p>監査委員会および会計監査人</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 会計書類を作成する責任に関する取締役の説明、および取締役の報告責任に関して会計監査人による記載</li> <li>・ 事業の継続性があるか、必要があれば、補助的条件や技量についても加味した取締役の説明 (C.1.2)</li> <li>・ 取締役会がグループの内部統制システムの実効性の見直しに関する報告書 (C2.1.)</li> <li>・ 監査委員会の職務に関する記述を別途設ける (C.3.3)。</li> <li>・ 内部監査機能がない場合、その理由(C.3.5)</li> <li>・ 取締役会が、監査委員会による社外会計監査人の任命、再任、解任に関する助言を受け入れない場合、監査委員会は、その助言を説明し、取締役会が異なる立場をとった理由を記載する (C3.6)。</li> <li>・ 会計監査人が非監査サービスを提供している場合、会計監査人の客観性および独立性がどのように保護されているかを説明 (C.3.7)。</li> </ul> <p>※取締役会が監査委員会の助言を受け入れなかった場合、監査委員会による助言の説明、取締役会による異なった立場をとった理由の説明文</p>
<p>株主総会における株主への説明</p>	<p>①取締役の選任または再任の議案に付随する書類での説明</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 取締役の選任又は再任に関して十分情報が提供された上で判断ができるよう十分な経歴の詳細 (A.7.1)。</li> <li>・ 各個人が非執行取締役に選任されるべきであると信ずる理由 (A.7.2)</li> <li>・ 非執行取締役の再任で、取締役会議長から確認、以下の正式な業績評価、個人の業績は、取締役会のための時間 (A.7.2)。</li> </ul> <p>②会計監査人の選任又は再任に関する助言についての説明(C.3.6)</p>

(注) 文末の英数字は改訂統合規範の条項番号。※の項目は、アニュアル・レポートの記載事項とはされていないが、株主からの求めに応じて説明したり、自社の Web ページで公表したりするものとされている。

(出所)「改訂統合規範スケジュール C」より野村総合研究所作成

#### 4. おわりに

改訂統合規範は、2003年11月1日以降に開始する事業年度の報告から適用される。上場規則を所管するFSA（英国金融サービス庁）は、改訂統合規範を正式に承認し、それに伴う規則改正をすると表明している。現在、改訂統合規範をベースとして、新たに必要と考えられる上場規則の改正に関するコンサルテーションが行われている。

改訂統合規範は、ヒッグス報告書に示された考え方を尊重しつつ、詳細な規定化（条項化）を避け、現実的な内容に修正されたことで、同報告書の勧告採用に難色を示していた経営者団体からもおおむね歓迎されている。他方、ヒッグス報告書に好意的であった投資家団体は、取締役会の独立性に関して、当初より後退した内容になったことへの懸念を示しつつも、新統合規範の実施を歓迎している<sup>6</sup>。

今回の改訂統合規範で注目すべき点は、上場会社に対してより水準の高いガバナンス体制を求めるだけでなく、会社と株主との対話をさらに深めていくために、取締役会議長と機関株主とのコミュニケーションを様々な局面で要請している点である。また、機関投資家団体であるISCが作成した任意原則を取り入れる一方、機関投資家が陥りやすい機械的な企業評価や判断を牽制し、責任ある投資家としての対応も求めている<sup>7</sup>。

しかしながら、企業側の団体であるICSA（英国勅許秘書役・事務局長協会）が指摘するように、機関投資家の大多数が、改訂統合規範の要求する役割を果たすだけの十分なリソースや意識をもたない結果、ABI、NAPFやPIRCといった機関投資家の業界団体の方針に相当程度依存するようになり、結果として、こうした団体にコーポレート・ガバナンスの実質的な影響力が集中するということが懸念されている<sup>8</sup>。

とはいえ、上場会社としては、改訂統合規範の遵守のための準備を進めなければいけない状況にあることには変わらない。デロイト&トウシュ社の調査によると、施行の迫る2003年10月時点で、既に上位規模の上場会社では改訂統合規範遵守にむけたガバナンスの改善が進んでいるという。他方、FTSE350の構成企業の3分の1において少なくとも125名の新しい独立取締役を選任しなければならないだけでなく、さらに、350社のうち30%が、取締役会議長の役割を見直さなければならない状況にあるという状況にあるとも言われている<sup>9</sup>。

今後も、英国上場会社では、2004年の株主総会を見据えて、さらなるガバナンス改革が進められるとともに、その過程において機関株主との対話の機会も増えることが予想される。

<sup>6</sup> <<http://www.investmentfunds.org.uk/investmentuk/press/2003/20030723.htm>>, “Institutional shareholders welcome the new combined code”(2003年8月11日)。

<sup>7</sup> ちなみに、PIRC（年金投資調査センター）の2002年調査によると、機関投資家の議決権行使比率は、FTSE全銘柄に対し56%と前年より5%上昇しており、機関投資家の株主としての責任意識は徐々に強まっているようである。

<sup>8</sup> <<http://www.icsa.org.uk/news/indnews.php>>, “The Financial Reporting Council today gave its approval to a redrafted Combined Code on Corporate Governance”(2003年8月11日)。

<sup>9</sup> “UK companies responding to Higgs review,” *Financial News*（2003年10月12日）。

英国と同様に、わが国においても、2003 年 4 月より、委員会等設置会社制度が導入され、監査役設置会社との選択制がスタートするという、コーポレート・ガバナンスに関わる大改正が実施されたところである。さらに、わが国公開企業は、2003 年 3 月期に係る決算短信や、2004 年 3 月期に係る有価証券報告書から、コーポレート・ガバナンスに関する開示の拡充を求められている。現状では、委員会等設置会社かどうか、社外取締役・社外監査役の選任状況、役員報酬、内部統制システムの状況などの例示はあるものの、コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方や施策の状況などについての基準は示されておらず、自由記載とされている。

これに対し、企業の IR 担当者からは、自社のコーポレート・ガバナンスに関して、具体的にどのような情報をどのように開示すべきか、どのような開示内容を投資家が求め評価するのかについて、悩む声も聞かれる。最近では、米国において普及し始めているコーポレート・ガバナンス・レーティングが日本企業も対象とされていることから、投資情報としてのガバナンス開示も意識され始めている<sup>10</sup>。このような状況にあって、コーポレート・ガバナンス開示の最先端ともいえる英国の改訂統合規範は、わが国企業にとって十分参考になるとと思われる。

(橋本 基美)

---

<sup>10</sup> 橋本基美「コーポレート・ガバナンス・レーティング」『資本市場クォーターリー』2002 年秋号参照。