

日本のCG改革の示唆となる英国CGコード改訂 —方向は異なるがともに取締役会の機能強化を重視—

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 英国ではコーポレートガバナンス・コード（以下 CG コード）の改訂作業が進められている。2023年9月23日までパブリック・コンサルテーション（意見募集）を行った後に内容を再検討して年内に改訂の最終版を公表し、2025年1月1日から適用開始の予定である。
2. コードの構成変更など大規模な改訂であった前回（2018年）と比べると、今回の改訂は相対的に小規模で、リスクマネジメントや内部統制といった企業の不正、不祥事への対応が中心である。例えば、取締役会がリスクマネジメントと内部統制の効果的なフレームワークの構築だけでなくその維持にも責任を持つことや、報告期間中にそれらが効果的に機能していたかどうか説明することが求められる。
3. また、ガバナンス活動についてアウトカムベースでの報告や、コードを順守しない場合の高品質な説明の要請、取締役の兼任（いわゆるオーバーボーディング）状況や、各取締役が十分な時間を当該企業に費やしているかの報告を求めることも提案されている。
4. 英国のCGコードは、企業の財務報告に対する不透明性、不信へ対応するための取締役会の役割・責任に焦点を当てて制定、改訂が行われている。一方、日本のCGコードは成長戦略の一環として企業価値向上に向けた取締役会の役割に焦点が当てられており、方向性が異なる。しかし、基本的な原則の遵守やコードに対する実施状況（あるいは不順守）に対する高品質な説明を求める点やオーバーボーディング問題への対応などは、日本のコーポレートガバナンスの質的向上の観点からも示唆的と言える。

野村資本市場研究所 関連論文等

・西山賢吾「株式保有構造の変化が促す『企業と株主・投資家との新しい関係』構築」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年秋号。

I 英国CGコードと改訂のポイント

1. 2025年1月の適用を目指し意見募集

英国 FRC (Financial Reporting Council:英国財務報告評議会) はコーポレートガバナンス・コード (CGコード) の改訂作業に着手しており、2023年5月23日より改訂内容に関するコンサルテーション (意見募集) を行っている。コンサルテーションは同年9月23日まで行われ、その後集まった意見をもとに再度検討し、同年12月23日に改訂版コードを公表、約1年の周知期間を経て、2025年1月1日以降に始まる会計期間より適用の予定である。CGコードの改訂は2018年以来となる。

本稿では、英国CGコードの改訂ポイントを簡潔に紹介しつつ、日本のCGコード、コーポレートガバナンス改革議論との異同、および日本への示唆となると考えられる点を意識しつつ述べていく。

2. 英国CGコードの概要と改訂の変遷

英国コーポレートガバナンス・コードの起源は1992年にキャドバリー委員会が公表した「コーポレートガバナンスの財務的側面に関する委員会報告書 (キャドバリー報告書)」までさかのぼる。1980年代以降、英国では企業不祥事が問題視され、企業の信頼回復、経営環境の改善が急務であった。そうした中で作成されたキャドバリー報告書は、世界で初めてのコーポレートガバナンス・コードといえることができるであろう。

1998年には、キャドバリー報告書とその後公表された2つの報告書 (グリーンベリー委員会報告書:1995年、ハンペル委員会報告書:1998年) をまとめる形で「統合規範 (Combined Code)」が策定された。統合規範は数回の改訂を経た後、2010年に企業への規律付けを中心に据えて再構成され、現在の名称である「CGコード」となった^{1,2)}。

CGコードは2018年まで2年に1度改訂が行われていた。特に2018年の改訂では、以下の7つの大きな変更点があった。

- ① コード対象企業の拡大：従来はロンドン証券取引所メイン市場の中で、FTSE350³⁾ 採用企業はすべての規定が適用されるが、それ以外の小規模会社は一部規定が適用除外されていた。これが、全ての規定の適用をメイン市場の全上場企業を対象に拡大された。

¹⁾ 統合規範に含まれていた機関投資家の投資先企業の在り方に関しては2010年、スチュワードシップ・コードとして再構成、策定された。

²⁾ 2010年の英国CGコード策定までの経緯や、キャドバリー、グリーンベリー、ハンペル各委員会の報告書の概要については、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 (第1回) 事務局説明資料」2014年8月7日を参照。

³⁾ FTSE350はロンドン証券取引所に上場する企業のうち、時価総額上位350の企業の銘柄で構成。そのうち、時価総額上位100銘柄で構成されるFTSE100と、残り250銘柄で構成されるFTSE250がある。

- ② コードの章立て等構成の変更：これまでの Session（章）、Main Principle（主要原則）、Supporting Principles（補助原則）、Code Provisions（条項）から、Session（章）、Principles（原則）、Provisions（条項）に変更されるとともに、これまでの改訂で複雑化した内容の整理が行われた。
- ③ いわゆる Apply（遵守、必ず受け入れる）と Comply or Explain（コンプライ・オア・エクスプレイン：受け入れるか、さもなければ説明するか）の範囲：従前は Main Principle は Apply が求められる一方、Supporting Principles、Code Provisions は Comply or Explain であったが、これを Principles は Apply、Provisions は Comply or Explain に変更した。
- ④ 企業文化を重視：企業の長期持続可能性を達成する目的で、取締役会は企業文化を考慮すべきことを明確化した。
- ⑤ ステークホルダーへの配慮：特にエンゲージメントからの従業員の「声」を吸い上げて仕組みづくりを行うことを明示した。
- ⑥ ダイバーシティの向上：ジェンダーや社会、民族的なバックグラウンド、個人の強みを考慮した利点、基準をもって取締役会の指名やサクセッションプランの構築を行うべきことを明示した。
- ⑦ 株主総会上程の議案に対し 20%以上の反対票が投じられた場合、反対に至った背景を理解するために企業がどのような行動をとるか、総会の結果を発表する際に説明すべきとされた。

3. 2023年改訂の主要ポイント

1) 2018年と比較すると総じて小幅の改訂

今回議論されている CG コードの改訂は、上述した 2018 年の改訂と比較すれば総じて小幅と考えられる。まず、コードの対象となる企業はメイン市場上場企業で変わらない⁴。コードの構成では、Section は現行と同様 5 章立てで、各 Section のタイトルも変わらないが、17 の Principles は現行の 18 から 17 へ、Provisions は現行の 41 から 43 となる。対象企業は、Principles を Apply しなくてはならないが、Provisions は Comply or Explain である点も現行と変わらない。以下では各 Section の改訂ポイントについて簡潔に述べる⁵。

2) Section 1 の改訂：一段のアウトカムを意識した活動報告

Section 1 の「Board leadership and company purpose（取締役会のリーダーシップ及び会社の目的）」では、Principles において、コードの適用企業はコーポレートガバナ

⁴ 英国では 2023 年 8 月末現在、ロンドン証券取引所メイン市場において、プレミアムセグメントとスタンダードセグメントを統合することが検討されているが、コードの適用企業範囲には特に影響しないとみられる。

⁵ 詳細については、Financial Reporting Council, “UK Corporate Governance Code: Consultation document,” May 2023 を参照。

ンスに関する活動を報告する際に、取締役会はアウトカムに焦点を置いて報告すべきであるとされ、どのようにコードを実践しているか、また Comply or Explain ベースである Provisions の中に受け入れていない項目があれば、その理由を明確に説明する必要があるとされた（改訂 Principles D）。

また、Provisions では、取締役会は企業戦略の文脈の中で気候対策への意欲や移行計画について報告すべきことや、企業文化についてモニターするだけでなく、望ましい企業文化が内包されているか報告すべき、報告期間中行われたエンゲージメントのアウトカムについて報告すべきことなどが示された（改訂 Provisions 1、2、3 等）。

3) Section 2 の改訂：オーバーボーディングへの対応

Section 2 の「Division of responsibilities（責任の分担）」においては、過剰な取締役の兼任、いわゆるオーバーボーディングに関する改訂が提案されている。Provisions において、全ての重要な取締役の選任状況についてアニュアルレポートに記載することが求められている。そして、取締役一人一人が自らの役務を果たす上で、当該企業において十分な時間を費やしているかを合わせて記述することも求めている。なお、兼任数の上限といった数値基準の設定は求められていない（改訂 Provisions 15）。

4) Section 3 の改訂：昇進、後継者指名における一段の多様性の考慮、取締役会評価からボードパフォーマンスレビューへ

Section 3 の「Composition, succession and evaluation（構成、後継、及び評価）」においては、昇進や後継指名における機会均等に関し、従来のジェンダーや社会、民族的背景の多様性から、より広範に、protected characteristics（保護特性⁶）、non-protected characteristics（非保護特性）の多様性と包摂を意識したものにするべきとしている（改訂 Principles I）。

また、これまでの Board evaluation（取締役評価）を一步進めて「Board Performance Review（ボードパフォーマンスレビュー）」とし、ここでは、取締役個人への深い関与や、彼らの責任を効果的に果たすことのできる能力について考慮することが求められている（改訂 Principles K）。

5) Section 4 の改訂：今回一番大幅な改訂が提案された監査、リスク、内部統制関連

今回最も大きな改訂が提案されているのが Section 4「Audit, risk, and internal controls（監督、リスク、内部統制）」である。

Principles においては、取締役会が効果的なリスクマネジメントおよび内部統制のフレームワークの構築だけでなく、それらの維持にも責任を持つべきとされた（改

⁶ 2010 年英国平等法において保護される人的な特性のことで、①年齢（age）、②障害（disability）、③性転換（gender reassignment）、④結婚及び民事的パートナーシップ（marriage and civil partnership）、⑤妊娠・出産（pregnancy and maternity）、⑥人種（race）、⑦宗教・信条（religion or belief）、⑧性別（sex）、⑨性的指向（sexual orientation）がある。

訂 Principles N)。

Provisions においては、まず、FRCによる「Audit Committees and the External Audit: Minimum Standard (監査委員会及び外部監査：最低限の基準)」の公表(2023年5月)に伴い、従来の Provisions との重複に関する修正が提案されている。また、監査委員会の主要な役割及び責任として、上記の「Audit Committees and the External Audit: Minimum Standard」に従うことや、財務報告だけではなくサステナビリティなどに関するナラティブベースでの報告、そして、現在法制化が進められている Audit and assurance policy (監査・品質ポリシー)に責任を持つことが提案されている。

また、①取締役会は報告対象期間を通じ、リスクマネジメントと内部統制システムが効率的であったと合理的に結論付けられたかどうかの宣言、②それを宣言するにあたり、リスクマネジメントと内部統制システムの効率性をどのように監視、評価したのかの説明、及び、③特定された重大な弱点あるいは障害と、その修正方法を行うのに必要な時間に関する記述をアニュアルレポートで行うことが要請されている。

さらに、Public Interest Entities⁷ (PIEs:社会的に影響の高い事業体)を対象に進められている Resilience Statement⁸ (レジリエンスに関する文書)の法制化に関し、コード対象企業は将来の見通しと継続企業の前提 (going concern : ゴーイングコンサーン) について、同文書を参照し一貫した説明を行うこと、同文書に従わないで将来見通しを報告する企業は引き続きゴーイングコンサーンベースで適合しているかどうかを報告することが求められる(以上改訂 Provisions 25、26、27、30等)。

6) Section 5 の改訂：報酬における ESG 要因の考慮、malus and clawback に関する記載の要請

Section 5 : 「Remuneration (報酬)」では、Principles において、報酬と、企業業績、パーパスとバリュー、そして ESG (環境、社会、ガバナンス) 目標を含む企業の長期的戦略の遂行とが整合的であるべきことが明記された(改訂 Principles P)。また、Provisions において、報酬に係る malus and clawback⁹に関する記載をアニュアルレポートで求める。また、過去5年の malus and clawback 条項の利用に関し詳説することなども併せて求められる(改訂 Provisions 40)。

⁷ 対象となるのは、上場、非上場を問わず、従業員750人以上、または売上高7.5億ポンド以上の企業。

⁸ 企業が短期、中期、長期に渡りいかに継続企業であり続けるか、どのようなリスク課題が存在しているのか、それをどのように管理していくかなど、レジリエンスに関し取締役会による声明を求める文書。

⁹ 役職員が発生させた不祥事などリスクの顕現化によって企業業績が悪化した場合、繰り延べていた報酬の減額 (malus) を行ったり、すでに支払った報酬の返還 (clawback) を求めたりすること。

II 英国CGコード改訂から日本CG改革への示唆

1. 日英のCGコードは制定の動機が異なるが、取締役機能に注目している点は同じ

日本のCGコードは英国のCGコード等を参考に2015年に制定され、2018年、そして2021年に改訂されて現在に至っている。ただし、英国のCGコードはこれまで述べてきたように、企業の財務報告に対する不透明性、不信へ対応するための取締役会の役割・責任に焦点を当てて制定されたという経緯もあり、今回の改訂も、昨今の英国の状況を考慮し、主に監査やリスクマネジメント、内部統制関連で大きな改訂が提案されている。

一方、日本のCGコードは、第二次安倍政権下でコーポレートガバナンス改革を成長戦略の重要施策として取り上げ、企業（取締役会）の行動原則として機関投資家の行動原則である日本版スチュワードシップ・コード（2014年制定）との「車の両輪」と位置づけで制定されたものである。よって、日本企業の資本効率性の低さや収益性の低さを改善し、企業価値を持続的に高めていくことに主眼が置かれており、コードの制定意図や方向性は必ずしも同一ではない。

しかし、日英のCGコードとも、企業経営を持続的に遂行し、その価値を拡大させる上で取締役会の機能を重視している点は共通している。そのような観点で見ると、今回の英国CGコード改訂が与える日本のCGコード、およびコーポレートガバナンス改革に関する今後の方向性や質的向上に示唆的なところがあると考えられる。本稿では以下の3点を取り上げたい。

2. 日本への示唆

1) 基本的な原則の受け入れ

英国CGコード、そしてそれを参考にした日本のCGコードとも、細かくルールを規定し、違反した場合に罰則を設けるなどを行うことでそれに従わせることを基本とする細則主義（ルールベース）ではなく、大きな方向性を示し、それを受け入れて行動するか、他の施策の方が望ましいとしてそれを受け入れないかという「コンプライ・オア・エクスプレイン」を基本とした原則主義（プリンシプル・ベース）に則って策定されている。

しかし、英国CGコードは「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースであるが、PrinciplesはApply、すなわち遵守する、必ず受け入れるという建付けとなっている。一方、日本のCGコードは、基本原則、原則、補充原則とも「コンプライ・オア・エクスプレイン」である。CGコードは上場企業（及びその取締役）の行動原則であるので、英国CGコードのPrinciplesのように上場会社である以上はコードの基本的な原則を受け入れた上で、各社がコーポレートガバナンスの体制の構築や活動を行うと

いう考え方は、コードの制定の経緯や精神から考えれば合理的であり、参考になると考える。日本のCGコードでいえば、例えば基本原則は必ず受け入れた上で、原則や補充原則はコンプライ・オア・エクスプレインとすることも、コードの精神やその意味付けを一段と明確にするという点で検討に値するのではないかと思われる。

2) 高品質な説明の要請

前述のように、日英のCGコードともコンプライ・オア・エクスプレインの原則に則って策定されている。コードに書かれていることで企業が実施していないものがあるれば、その理由を説明することが、コンプライ・オア・エクスプレインであるが、とりあえず全ての原則を受け入れることでコーポレートガバナンスに力を入れているように見せ、形ばかりの対応になることへの危惧もある。英国でもそうした、いわゆる形だけの「フルコンプライ」が問題視され、改善を求める動きが進められた。FRCが2022年11月に公表した「Review of Corporate Governance Reporting¹⁰」によると、英国CGコードの対象企業のうちProvisionsをすべてコンプライしている割合は、2020年には58%であったが、2021年には36%、2022年には27%まで低下した。

一方でエクスプレインについても、本来の意味でのエクスプレインは、単にコードの内容を実施しないことを説明するのではなく、当該企業の実施している施策の方が企業経営上望ましい理由を説明するものと考えられる。そうした理由の説明は「アウトカムベース」でこそ行われることが望ましい。コードのエクスプレインにとどまらず、「アウトカムベース」での企業活動の説明は、重要性を高めているステークホルダー（利害関係者）とのエンゲージメントを実践していく上でも大変有用と考える。

この点に関しては日本においても変わらない。東京証券取引所は2023年3月31日『建設的な対話に資する「エクスプレイン」のポイント・事例について』を公表した（図表1）。

図表1 建設的な対話に資する「エクスプレイン」のポイント

- | |
|--|
| <p>○「エクスプレイン」を行う原則について、実施していない内容を明確に示す</p> <ul style="list-style-type: none"> ・特に、一つの原則の中に実施している内容と実施していない内容がある場合は、それらを明確に示す <p>○実施していない内容について、「現時点において実施しない理由（実施しないことが自社にとって適切である理由）」を以下の観点から説明する</p> <ul style="list-style-type: none"> ・自社の個別事情（会社の業種、規模、事業特性、機関設計、会社を取り巻く環境等） ・代替手段を採用している場合には、その取組内容及び当該取組みが自社にとって適切であるとする理由 <p>○今後コードを実施していく方針の場合、実施に向けた具体的な検討状況を以下の観点から説明する</p> <ul style="list-style-type: none"> ・検討体制、検討手法・プロセス、考慮要素 ・検討の進捗状況、実施までの具体的なスケジュール ・実施までに経過的な取組みを行っている場合には、その内容 |
|--|

（出所）東京証券取引所『建設的な対話に資する「エクスプレイン」のポイント・事例について』（2023年3月31日）より野村資本市場研究所作成

¹⁰ Financial Reporting Council, “Review of Corporate Governance Reporting,” November 2022.

これは、上場会社の「エクспレイン」について、コンプライ・オア・エクспレインが形骸化しているとの指摘がある中「投資家との建設的な対話に資すると考えられる記載上のポイント、投資者にとってわかりやすく説明していると考えられる事例及び説明が不十分と考えられる事例」を示して、上場会社が自主的な点検をするための材料として取りまとめたものである。その上で、図表1にあるようなエクспレインのポイントを示すとともに、①対応状況が不明確でエクспレインとした理由が分かりにくい、②実施しない理由や具体的な検討状況を記載せずに「検討中」としている、③抽象的な説明に終始している、などを不十分と考えられるエクспレインの主な類型として提示している。

3) オーバーボーディングの問題

1人の取締役が何社もの取締役を兼ねていると、取締役に期待される機能が十分発揮されない懸念があり、状況によっては利益相反を引き起こす可能性もある。このため、最近では取締役の兼任数に上限を設定する企業や、機関投資家の議決権行使基準、議決権行使助言会社の助言方針などで取締役の兼任企業数に関する基準を設ける動きもみられる¹¹。

オーバーボーディング、いわゆる過剰な取締役の兼任への対応として、今回の英国のCGコード改訂においては、役員就任状況や、当該役員がその会社の取締役として機能するために十分な時間を費やしたかどうかなどについての開示を求める。しかし、1人当たり何社までといった数値基準の策定は求めている。むしろ取締役会全体がいかに効果的に機能しているか、取締役個人がどのような貢献を会社に対して行っているか、といった実質を示すことによって透明性を高めることの方がより良いとされたためと考えられる。

日本でも、社外取締役の増員や女性役員の設置を強く求める動きが広まることなどにより、1人が何社もの社外取締役を兼任する事例が増えている。また、企業の不祥事が発生したときに、その企業の取締役会が十分に機能していたのかなどの問題が生じている。こうした中、兼任企業数の上限といった数の議論も確かに重要ではあるが、取締役（会）の実効性を考える上では、英国のような開示及び説明の手法は、今後日本でオーバーボーディングの問題に対する対応を検討する際に示唆となるであろう。

¹¹ 例えば、グラス・ルイスの日本向け議決権行使助言方針では、「上場企業で業務の執行にたずさわる者（以下、業務執行者）が3社以上、または、業務の執行にたずさわらない者（以下、非業務執行者）が6社以上の上場会社にて、取締役または監査役を兼任する場合、基本的に該当する取締役または監査役の選任に反対助言を行う」。ただし、「兼任状況を精査する際、当該取締役または監査役の出席率、企業における役職、選任理由などを考慮した上で、最終的な判断をする」とされている。