

# 「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

中川 照行

## 要 旨

リーマンショックなどの金融危機を背景に、2010年、英国財務報告協議会<sup>1</sup>（以下、「FRC」）は、会社と機関投資家に関するガバナンスの枠組みを新しく見直し、コーポレート・ガバナンスに関する新しい規範<sup>2</sup>（以下、「2010年規範」）と“The UK Stewardship Code”（以下、「監督規範」）を公表した。本稿では、英国におけるコーポレート・ガバナンス発展の歴史と普遍的価値を整理しつつ、2010年規範と監督規範の新しい方針と原則、その内容および運用について考察する。

## I はじめに

英国のコーポレート・ガバナンスは、1992年、キャドベリー報告書によって初めて包括的なガイドラインが設定された後も、継続的な改善プロセスを経て、発展してきた。たとえば、ハンベル委員会は、キャドベリー報告書とグリーンベリー報告書（1995年）の採用および導入状況の評価と、必要であればその内容を見直すことを目的として、1995年11月に設置された。それは、行動規範の遵守状況や改善の必要性を継続的に検討する組織が必要である、というキャドベリー委員会の提言を受けたものであった。ハンベル委員会は、提言内容・勧告内容の見直しだけでなく、導入・運用実態に関しても、継続的なフォローアップを検討していた。同時に、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、会社自身が、然るべきガ

1 The Financial Reporting Council Limited (“FRC”).

2 Financial Reporting Council. *The UK Corporate Governance Code*, June 2010 (“Code”).

バナンスの在り方を軽視してしまうことも懸念していた。ハンベル委員会が1998年に発表した報告書は、会社ごとに違ったガバナンスの在り方があるのは当然で、それを画一的なガイドラインのみで縛るのは難しいと指摘している。会社がそれぞれに最適と考えるコーポレート・ガバナンスの在り方を検討し、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が重要であるというのが、ハンベル報告書の基本姿勢となった。次章にて、英国におけるコーポレート・ガバナンス規範の発展の歴史を整理する。

第Ⅲ章から、2010年規範を紹介し、検討する。当初、統合規範2008年改訂版<sup>3</sup>の見直し作業の開始は、2010年に予定されていた。しかし、2008年から2009年にわたり、リーマンショックなどの一連の経済危機と金融危機が発生した。コーポレート・ガバナンスの綻びがそのような危機を誘引したという主張もあったし、その後、危機克服のため、景気浮揚を盲目的に最優先させる風潮がコーポレート・ガバナンスの軽視に繋がるという不安の声も多く聞かれた。2009年11月、元モルガン・スタンレー会長であるウォーカー卿<sup>4</sup>は、英国政府の要請を受け、金融機関のガバナンスに関する報告書<sup>5</sup>（ウォーカー報告書）の中に、金融システムの崩壊にともない経営の危機に瀕していた金融機関のコーポレート・ガバナンスを強化するための提言を39にまとめ、最終報告書として発表した。ウォーカー報告書を受け、FRCは、信用不安の状況下、すべての上場会社に対しても、規制やガバナンスの強化が必要であると考え、見直し作業の前倒しを決定した。FRCは、ウォーカー報告書における提言の多くを、金融機関だけでなくすべての上場会社にも適用できると考え、2010年規範にとり入れた。FRCは、2010年規範の導入と運用の実態とその影響を注意深く観察することを確約し、次回改定を2013年に予定している。

## II 英国におけるコーポレート・ガバナンス規範の発展

英国における財務情報開示については、会社の説明責任を重視しており、原則として、すべての会社は、1985年会社法<sup>6</sup>の定めにより勅許会計士による監査を受けた財務諸表を

3 Financial Reporting Council. *The Revised Combined Code*, June, 2008 (“Combined Code”).

4 Sir. David Alan Walker、英国の金融家。1939年生まれ。

5 Walker, David Alan. *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*, July 2009.

6 Company Act.

カンパニーズ・ハウスの通称を持つ会社登記所を通じて公示しなければならない。英国の会社法は、会社の存続を前提とした公示による投資家と市民の保護という目的をもっている<sup>7</sup>。

英国企業のコーポレート・ガバナンス原則を、英国を代表する会社のコーポレート・ガバナンス情報も含む非財務情報開示から調査した。年間売上高220億米ドル余を誇る世界第3位<sup>8</sup>のタバコ会社BAT<sup>9</sup>社は、そのコーポレート・ガバナンス報告書に「ロンドン証券取引所上場の英国会社に適用されるガバナンス原則は、2006年6月に財務報告審議会によって採択されたコーポレート・ガバナンスに関する統合規範である。2008年6月に発表された統合規範改訂版は2008年6月29日以降に開始する事業年度から適用される<sup>10</sup>」と明記し、「2008年改訂コーポレート・ガバナンスに関する統合規範（統合規範）」を原則とする旨を確認している。また、英国航空では、そのコーポレート・ガバナンス報告書に「当社は、英国上場規則に付加されたコーポレート・ガバナンスに関する統合規範<sup>11</sup>を会社統治の原則として採択した<sup>12</sup>」と記し、BAT社同様、コーポレート・ガバナンスの原則としての、統合規範の採択を確認している。今後は、2010年規範が基準体系になると考えられる。

英国におけるガバナンス・フレームワーク発展の歴史を理解するため、1992年、キャドベリーがまとめたキャドベリー報告書<sup>13</sup>から、統合規範2008年改訂版までの英国コーポレート・ガバナンスの実施勧告を時系列に整理した。

表1 英国におけるガバナンス・フレームワーク発展

年月	報告書、あるいは指針	注釈
1992年12月	キャドベリー報告書	取締役会及び会計監査人のアカウントビリティ強化、非業務執行取締役登用による取締役会の有効性確保などを勧告。

7 加藤正浩「イギリスのコーポレートガバナンスと財務諸表開示」『月刊監査研究』日本内部監査協会、2009年3月、16頁。

8 *Fortune*, Time Inc., July 20, 2009.

9 British American Tobacco Plc.

10 British American Tobacco, *British American Tobacco Corporate Governance Statements*, 2008.

11 原文では、Combined Code on Corporate Governance, appended to the Listing Rules of the United Kingdom Listing Authority.

12 British Airways. *British Airways Corporate Governance Statements*, July 2008.

13 United Kingdom Shareholders' Association, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, July, 1992.

1995年 7月	取締役報酬に関するグリーンベリー <sup>14</sup> 報告書 <sup>15</sup>	取締役報酬制度の明示と適正な運用を勧告。イングランドおよびウェールズ勅旨会計士協会発行。
1998年 1月	コーポレート・ガバナンス委員会に関するハンペル <sup>16</sup> 報告書 <sup>17</sup>	キャドベリー委員会の後継委員会が、1992年12月以降の会社各社の対応状況を踏まえた最終報告書。
1998年 6月	統合規範 <sup>18</sup>	上記3報告書を整理、統一化し、「良好なガバナンスの14原則」、「最善実務の規範」などを明記。
1999年 9月	ターンバル <sup>19</sup> 報告書 <sup>20</sup> 「内部統制（統合規範に関する、取締役のためのガイダンス）」	イングランドおよびウェールズ勅許会計士協会が作成。統合規範で要求されている内部統制の要件をロンドン証券取引所の上場会社が履行するための実施指針。統合規範を補足。
2000年 5月	統合規範改訂版 <sup>21</sup>	
2002年 8月	取締役報酬報告書規則 <sup>22</sup>	法令。
2003年 1月	監査委員会に関するスミス報告書 <sup>23</sup>	FRC が任命した委員会からの報告。
2003年 1月	社外取締役の役割と有効性に関するヒッグス <sup>24</sup> 報告書 <sup>25</sup>	英国政府による会社法見直しの一環。

14 Sir Richard Greenbury（当時、英小売大手 Marks & Spencer 社会長）。

15 *Directors' Remuneration – Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury*, July 1995.

16 Sir. Ronnie Hampel（当時、英化学大手 ICI 社会長）。

17 Committee on Corporate Governance and Gee Publishing Ltd, *Committee on Corporate Governance – Final Report*, January, 1998.

18 Committee on Corporate Governance, *The Combined Code – Principles of Good Governance and Code of Best Practice*, June, 1998.

19 Sir. Nigel Turnbull.

20 The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, *Internal Control – Guidance for Directors on the Combined Code*, September, 1999.

21 Committee on Corporate Governance, *The Combined Code – Principles of Good Governance and Code of Best Practice*, May, 2000.

22 *The Directors' Remuneration Report Regulations 2002*, August, 2002.

23 *Audit Committee Combined Code Guidance – A Report and Guidance by a FRC-appointed Group Chaired by Sir Robert Smith*, January, 2003.

24 Sir. Dreck Higgs.

25 *Review of the Role and Effectiveness of Non – Executive Directors*, January, 2003.

2003年 6月	社外取締役の任命と教育に関するタイソン <sup>26</sup> 報告書 <sup>27</sup>	London Business School が発行。
2003年 7月	コーポレート・ガバナンス統合規範 <sup>28</sup>	新統合規範とも呼ばれる。1998年版統合規範を、スミス報告書およびヒッグス報告書を基に改訂。FRC 発行。
2004年 8月	コーポレート・ガバナンス実践的ガイダンス <sup>29</sup>	ロンドン証券取引所発行。
2004年12月	米国 SOX 法404条の評価フレームワークとしてのターンバル・ガイダンス <sup>30</sup>	FRC 発行。
2005年10月	内部統制 統合規範に関する取締役のためのガイダンス改訂版 <sup>31</sup>	FRC 発行。
2006年 1月	内部統制に関するターンバル報告書のレビュー <sup>32</sup>	英国における米国404条検討過程とその決定内容。FRC 発行。
2008年 6月	統合規範改訂版	FRC 発行。

取締役報酬に関するガイドライン（グリーンベリー報告書など）、監査委員会の責任と役割（スミス報告書など）、社外取締役の役割と責任（ヒッグス報告書など）などを詳細にする意見報告書が、根幹になる規範（キャドベリー報告書、統合規範とその改訂版）を補足・補強し、その結果として、規範そのものが再改訂され「統合規範2008年改訂版」に至るといふ系譜である。各報告書や規範にある勧告の実践的な導入を支援する（ターンバル報告書など）、あるいは、米国 SOX 法との関連を整理するなどの目的で、指針（2004年

26 Professor Laura D' Andrea Tyson (当時、London Business School 学部長)。

27 London Business School, *The Tyson Report on the Recruitment and Development of Non-Executive Directors*, June, 2003.

28 Financial Reporting Council, *The Combined Code on Corporate Governance*, 2003.

29 London Stock Exchange. *Corporate Governance – a Practical Guide*, August 2004.

30 Financial Reporting Council, *The Turnbull Guidance as an Evaluation Framework for the Purpose of Section 404(a) of the Sarbanes – Oxley Act*, December, 2004.

31 Financial Reporting Council, *Internal Control – Revised Guidance for Directors on the Combined Code*, October, 2005.

32 Financial Reporting Council, *Review of the Turnbull Guidance on Internal Control*, January, 2006.

以降、FRC から適時発行) が発表されていることも特筆できる。

2008年後半から、サブプライムローン問題に端を発する一連の金融危機を背景に、会社と機関投資家のガバナンス構造を見直しする気運が高まった。2010年5月28日、FRCは、統合規範2008年改訂版の見直しを1年間前倒しし、「2010年規範」を発表した。統合規範2008年改訂版までは、第一部「会社」、第二部「機関株主」という2部構成であったが、2010年規範においては、会社側の規範のみに言及するにとどまり、機関株主や金融機関を含む機関投資家の果たすべき責任に関しては、分離独立させ、新たに“Stewardship Code”によって規定することとなった。

### III 2010年規範の対象

2010年規範は、ロンドン証券取引市場において株式を“Premium Listing”する会社を対象としている。ロンドン証券取引市場に株式を上場させている会社は、“Premium Listing”<sup>33</sup>あるいは“Standard Listing”<sup>34</sup>のいずれかを選択することができる。“Premium Listing”を選択する場合は、規制やコーポレート・ガバナンスについて英国の最も厳しい基準を満たすことを求められるが、高い透明性を保証することによって、投資家の信頼を得ることができ、有利な資金調達も可能である<sup>35</sup>。2010年規範は、「統合規範」に代わり、2010年6月29日以降に新たに始まる会計年度から適用される。2010年規範のいくつかの条項は、小規模会社には適用されない。2010年規範の一部が、小規模会社にとって過度の財務的負担となることを懸念したためである。たとえば、取締役の任期を1年のみとする条項は、FTSE350を構成する比較的大規模な会社<sup>36</sup>以外には適用されない。同様に、最低でも3年ごとに取締役会の有効性を外部機関に監査させる、という条項も、FTSE350構成企業以外には適用されない。

33 Financial Service Authority, *The FSA Handbook*, LR6に記載されている追加基準を満たす株式公開。

34 上記追加基準以外の上場基準を満たす株式公開。

35 ロンドン証券取引所のWEBSITEから。<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/companies/primary-and-secondary-listing/listing-categories.htm>

36 ロンドン証券取引所の指標指数“FTSE350”構成銘柄。

## IV 2010年規範の特徴と理念

統合規範2008年改訂版と2010年規範の構成を表2に比較する。

表2 統合規範2008年改訂版と2010年規範の構成比較

統合規範 2008 年改訂版		2010 年規範
第1部 会社	1. 取締役 2. 報酬制度 3. 説明責任と監査 4. 株主との関係	1. リーダーシップ 2. 有効性 3. 説明責任 4. 報酬制度 5. 株主との関係
第2部 機関株主	1. 機関株主	Stewardship Code へ移行

会社が採択すべき規範については、部分的に表現（タイトル）が違うが、それが内容の違いを表わすものではない。特筆すべきは、機関株主の役割と責任が、金融機関も含めた機関投資家という概念に拡大され、Stewardship Code として分離独立されたことである。

ここでは、2010年規範における特徴的な変更点とその背景を、「取締役のリーダーシップ」、「外部機関主導による有効性の評価」、「取締役の任期」、「取締役会構成の多様化」、「リスク管理、報酬、ビジネスモデルおよび透明性」という5つの項目に整理する。

### 1. 取締役のリーダーシップ

2010年規範では、取締役のリーダーシップと責任に関する新しい方針について、下記の4項目が求められている。いずれも先の2008年統合規範の付随方針を発展させたものであり、取締役全員の積極的貢献と重要な責任に焦点をあてている。

- (1) 取締役会を指揮し、その有効性を保証する立場にある取締役会長の責任を強化すること。
- (2) 非常勤の取締役にあっても、会社の戦略策定を助け、議論に建設的に参加する役割を果たすこと。
- (3) 取締役会は、その義務と責任を有効的に果たすために、取締役各自の知識や経験そして独立性について、全体として適切なバランスを有すること。
- (4) 取締役各自が、その役割と責任を有効的に果たすため、十分な時間を確保することを確約（コミットメント）すること。

2010年規範では、取締役のリーダーシップに関する変更点は大幅のものではないが、「なれあい」的な意思決定を強く否定し、取締役会での有効的かつ建設的な議論を実現するため、会長職および取締役各自の義務と責任についての明確に主張している。これは、2010年規範で、章名を「リーダーシップ (Leadership)」とし、統合規範2008年改訂版まで使用されていた「取締役 (Directors)」を不採用としたことから推察できる。2010年規範においては、長期的な会社の繁栄などの議論に関する取締役会の共同責任についても言及すると同時に、取締役一人ひとりの異なる役割と責任についても明記されている。会長職は、ただ単に取締役会を取り仕切るだけでなく、率直な意見交換ができるような風土を醸成する役割もあるとされている。また、非常勤である社外取締役全員が、会長に対してのいわばご意見番となり、他の社外取締役たちとの仲介をつとめることを期待されている。

## 2. 外部機関主導による有効性の評価

統合規範においても、取締役会の成果および業績に関して、取締役会自身と独立性のある社外取締役による内部評価を義務づけていたが、2010年規範においては、最低でも3年ごとに1回、外部機関主導による取締役会の成果と業績に関する評価を義務づけている<sup>37</sup>。ただし、「有効性」の章にあるこの条項の対象は、FTSE350構成企業に絞られている。

この新しい指針に関しても、さまざまな議論がある。例えば、「誰が、このような高度な評価作業を提供できるのであろうか」、「そのような能力を有する組織あるいは個人は存在するのであろうか」である。さらに、「どの程度の調査と評価が必要とされるのか」、「どのような基準で実施されるのか」、「どのような形式で報告されるのか」、という基本的なガイドラインすら明示されていない。FRCも、現実的な導入には残された課題があるという認識に立ち、対象を当面、FTSE350構成企業に限定している。外部機関主導がより客観的な評価プロセスをもたらすとしても、そのような調査や評価がコーポレート・ガバナンス強化に新しい価値を生み出すかどうか、議論の残るところである。

## 3. 取締役の任期

2010年規範は、今まで最長3年とされていた取締役の任期を1年間とし、説明責任を担保するため、すべての取締役は、適格性について審査を受け、毎年選任あるいは再任され

37 Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*, June 2010, Code Provisions B6. 2, p. 17.



るべきであるとしている。ただし、本条項も FTSE350構成企業のみを対象とする。

2010年規範が発表されたとき、この「取締役の任期」の条項は議論を呼んだ。今回の金融危機、経済危機の遠因が、経営者や取締役会の短期的な業績至上主義にあるとも揶揄されているなか、取締役の任期を一年とすることは、わずか12カ月という短い時間軸での役割と責任を限定することであり、かえって、短期的な業績至上主義を助長することになるのではないかという懸念があると考えられたからである。また、取締役会での健全な議論は、取締役相互の信頼と理解を礎とするものであり、短期間でそのような人間関係を形成するのは困難であるという主張もあった。そのような主張は、英国取締役協会<sup>38</sup>や英国産業連合会<sup>39</sup>などから呈された。対して、1年ごとの再任は取締役と株主の関係を強化するものであり、再任を実現するために、取締役は株主の関心事に対して常に敬意を払うことを促すので、短期的思考を助長するものではない、というのがFRCの反論であった。だが、実際のところには1年ごとの再任は、大きな問題になり得ないと考えられる。BP<sup>40</sup>、Vodafone<sup>41</sup>やユニリーバ<sup>42</sup>など、FTSEを代表する多くの企業は、すでに1年任期の制度を導入している。2010年規範と同時に発表されたFRCからの報告<sup>43</sup>によれば、FTSE All Share Index 構成企業において、2000年から2009年までの10年間で、取締役の再任が否決されたケースは、わずかに9社19名の取締役だけであったとある。ただ、FRCも同様の懸念を認識していたようで、FTSE350構成企業以外の比較的小規模の会社に対する制度適用を見送った。もちろん、そのような小規模の会社がこの条項を自発的に適用することも可能であるし、逆に、適用対象会社が、1年ごとの取締役再任のシステムがなくても説明責任と取締役会の有効性を証明できる仕組みがあれば、あるいは1年ごとの再任システムへの移行プロセスが適切に保証されているのであれば、必ずしも一様に遵守を求めているものでもない。FRCは、より有効な株主から関与の必要性を主張すると同時に、機関投資家たちが本条項を盾に、株主として意味なく経営に介入することがないように警告している。機関投資家と、投資対象会社およびその会社の取締役会との間の受託責任に関しては、2010年7月、FRCが発行したStewardship Codeに詳しいので後述する。

38 Institute of Directors.

39 The CBI (The Confederation of British Industry's).

40 BP plc、国際石油資本。

41 Vodafone Group plc、国際的通信業者。

42 Unilever plc、国際的な消費財コングロマリット。

43 Financial Reporting Council, *Revisions to the UK Corporate Governance Code (formerly the Combined Code)*, May 2010, p.4.

#### 4. 取締役会構成の多様化

2010年規範では、取締役会は、能力、経験、独立性そして知識に関して、適切なバランスを保つべきであると記している。取締役会の構成について、附則では、性別の問題も含む多様性による恩恵に関する明記している。どの候補者が取締役にふさわしいのか、目的に則した取締役任用の選択肢を広く求めることによって、自ずと、適切なバランスと多様化が担保されるという論理である。取締役会において、広く能力や経験を求め、適切なバランスを保つことは、迎合主義的や「なれあい」を防ぐためには有効な手段である。性別間の多様性についての記述を挿入した目的は、明らかに、女性取締役の人数を増やしていくことを意図している。FRCによれば、2009年時点、FTSE100を構成する英国大会社の取締役会における女性比率はわずか12%であり、FTSE250を構成する会社を対象を広げた場合はわずか7%にすぎない。

マッキンゼー&カンパニーの報告<sup>44</sup>によると、欧州委員会が調査したEU各国のトップ50社に占める女性取締役の割合(2006年)は、首位のノルウェーで32%、EU平均では11%であった。2010年の最新報告<sup>45</sup>においてもフランス、スペインを除いた諸国では、ほとんど横ばいという調査結果であり、女性取締役の割合が増加する傾向は認められなかった(図表3<sup>46</sup>)。わが国においては、さらにその割合が低く、週刊東洋経済が実施した調査<sup>47</sup>によれば、東証など全国6証券取引所の上場会社の取締役4万2907名のうち、女性の取締役数は529名、全体に占める割合は1.23%(2009年7月末現在)。前年と比べると、女性役員数は21名減、割合は0.01ポイント増とほぼ横ばいとどまっている。ただ、1999年調査結果が、女性取締役数99人、割合0.2%、であったことと比べれば(当時はジャスダックを除く5証券取引所の調査のため単純比較はできないが)女性取締役の割合はこの10年で6倍以上に増加した。女性の社会進出が叫ばれているが、十分とはいえない実態である。

2010年規範のこの試みは高く評価され、先の統合規範に比べて長足の進歩といえるが、具体的な割合や目標数字を設定することを避け、附則にての要求項目にとどめている。従い、年次報告書において、「なぜ、女性取締役が少数なのか、あるいは不在なのか」を説明する義務は生じない。

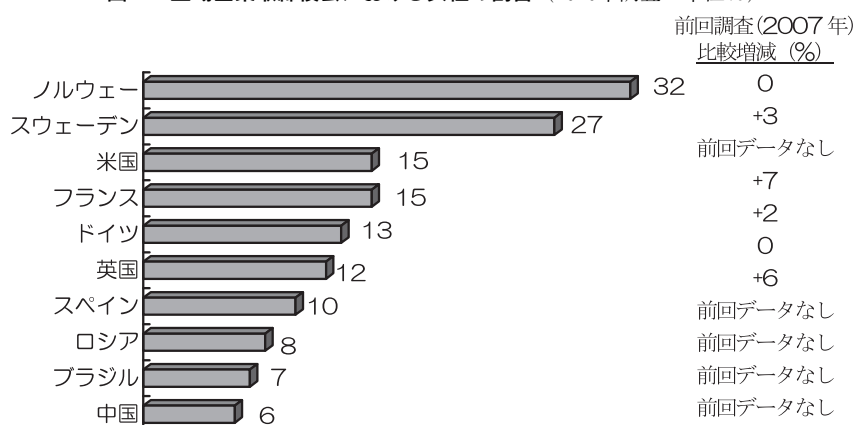
44 McKinsey & Company, *Women Matter*, 2007.

45 McKinsey & Company, *Women Matter*, 2010.

46 *ibid*, p. 2.

47 東洋経済新報社、『全上場会社の役員における女性の登用状況調査』、2010年1月8日。

図1 上場企業取締役会における女性の割合（2010年調査 単位%）



## 5. リスク管理、報酬、ビジネスモデルおよび透明性

2010年規範は、会社の目的を達成するために不可欠な事業リスクをとる場合は、その性質と影響度を考慮して適切な判断を下すことを取締役に求めている。健全なリスク管理と内部統制システムを確立し維持する責任も、取締役会が有する。同時に、長期的視野に立った成功と取締役報酬の相関の必要性も明示している。常勤の取締役に対する成果連動型報酬は、財務的な成果だけでなく、より広範な成果に連動しなければならないとも主張している。従い、インセンティブ型の報酬は、会社のリスク管理の原則と仕組みと両立できるように設計すべきとしている。取締役報酬に関する本条項や関連する変更点は、前述のウォーカー報告書の提言にならうものである<sup>48</sup>。関連して、会社が事業目的を遂行するための長期的ビジネスモデルや長期的戦略を年次報告書において説明することも要求され、その記述が「事業の状況」項目の一部であるのが望ましいと、FRCは考えている。透明性を高めるために、取締役会の役割と有効性に関する基本原則がどのように適用されたのかを、会長職自らが、年次報告書に記載することも推奨している。FRCは、会長職自らのリーダーシップによって、「臭いものにふたをする」というようないわゆる「ことなかれ主義」を駆逐されることを期待している。

48 Walker, David Alan, *op. cit.*, Chapter 7. pp. 90-106.

## V “Comply or Explain”

自主的な規制を尊重するのは英国の伝統である。自主的な規制が、法令による同様の規制よりも好ましいと考えられている<sup>49</sup>。法令のみに頼らないこの種の制度の利点としては、迅速な判断、比較的低廉なコスト、現実的な事務処理などがあげられる。自主的な取り組みのさらなる利点は、遵守・導入を、法律上の条文によるものではなく、その背景にある理念の理解とともに推進することができること、それによって、より高い基準を設けることができることなどである。「遵守せよ。さもなくば、説明せよ (Comply or Explain)」という理念が、2008年統合規範に至るまで共通して報告書や規範の基盤になっている (“All the UK reports and codes, including the latest revised 2008 version, have taken the ‘Comply or Explain’ approach<sup>50</sup>.”)。「遵守せよ。さもなくば、説明せよ」、すなわち “Comply or Explain” の精神は、2010年規範においても根幹をなす。この基本概念は、現実的かつ柔軟な導入を可能とすると同時に、常に、原点に立ち返る機会となり、形骸化したコーポレート・ガバナンスが意味のないことを再確認させる。英国における上場基準においても、会社が規範条項に従わない場合は、その理由を年次報告書において株主に報告しなければならないとしている。2010年規範でも、規範の文面ではなく、内在する精神を尊重することが重要であると説いている。

「多様な会社を、一つの枠に当てはめて統治できるようなシステムは存在し得ない<sup>51</sup>」という現実に対する客観的認識でもある。規範を遵守できない場合は、なぜできないかを説明するだけでなく、他にどのような手段を講じたのかを、会社は説明しなければならない。

南アフリカ共和国におけるコーポレート・ガバナンスの中心的存在である元最高裁判事 Prof. Mervyn King の最新報告書「King III<sup>52</sup>」は、“Comply or Explain” の概念を “Apply or Explain” に発展させ、規範の適用方法にも幅を持たせている。規範以外の指針やベストプラクティスを適用することも可能とすることによって、民間企業だけでなく、公的部

49 キャドバリー、エイドリアン著、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム訳 『トップマネジメントのコーポレート・ガバナンス』シュプリンガー・フェアクラーク東京、2003年12月、32頁。

50 Burmajster, Anna, *The Handbook of International Corporate Governance*, 2<sup>nd</sup> ed. London, Kogan Page, 2009. p. 218.

51 Committee on Corporate Governance and Gee Publishing Ltd, *op. cit.*, p. 7.

52 The Institute of Directors in Southern Africa (IoDSA), “*the King Report on Governance for South Africa and the King Code of Governance Principles (King III)*”, September, 2009.

門や非営利組織に広く適用できる規範となった。適用がない場合には説明責任を果たすことが求められていることは同じである<sup>53</sup>。

## VI “The UK Stewardship Code”

FRCは、コーポレート・ガバナンスは会社側あるいは取締役会だけに限定したテーマではなく、株主自身が規範を理解し受け入れつつ、会社側や取締役との対話を深めることが必要であると考え、2010年6月、機関投資家と会社との相互責任に関する“The UK Stewardship Code（監督規範）”を発表した。先の統合規範は、株主と会社との対話や、会社側の情報開示に対する評価などを推奨していたが、2010年規範からは、監督規範にその部分を委ねている。監督規範もウォーカー報告書の提言を受けたものであり、2009年12月、政府の要請を受け、FRCが策定に着手した。FRCは監督規範を2010年規範と一対をなすものと位置づけた。2010年規範は、取締役会に株主との積極的な対話を求めており、監督規範は、取締役会との対話を株主に奨励している。このような双方向の関与と透明性を深めることにより、コーポレート・ガバナンスの強化・改善を目的としている。

### 1. 概要と背景

ウォーカー報告書に、大株主やメインバンクを含む機関投資家と会社との対話と関与に関して、九つの提言がある（提言第14号から第22号<sup>54</sup>）。そのなかで、会社が遵守する規範から、機関投資家の果たすべき役割と責任を明確にした規範を分離し作成する提言がある<sup>55</sup>。そして、金融サービス機関<sup>56</sup>（以下、「FSA」と呼ぶ）がその監督下の金融機関とファンドマネージャーに対し、その規範への同意署名を求めべきと主張している<sup>57</sup>。

金融危機を招いた当事者であった経営者や取締役会に対して、有効な対応策を講じることができなかった大株主や機関投資家にも説明責任や監督責任があったという認識である。会社側のコーポレート・ガバナンスの改善だけでなく、投資家のガバナンスにまで責

53 An exclusive interview with Dr. Steve Freer, Chief Executive of CIPFA in January, 2011.

54 Walker, David Alan, *op. cit.*, pp. 13-14.

55 Walker, David Alan, *op. cit.*, Recommendation 16, p. 13.

56 Financial Service Authority.

57 Walker, David Alan, *op. cit.*, Recommendation 19, p. 14.

任範囲を拡大させ、長期的に企業価値をたかめていくことを提言している。監督規範は、統合規範の株主に関する部分が分離独立したものと位置づけられ、内容骨子は機関株主委員会<sup>58</sup>（「ISC」）の“Code on the Responsibility of Institutional Investors”原則2009年改訂版を継承するものである。

## 2. 監督規範の目的と対象

“Stewardship”という英語の適当な和訳を見つけることは困難である。ランダムハウス英英辞典によれば、“a person who manages another’s property or financial affairs; one who administers anything as the agent of another or others.”とあり、そこから「他人の財産を管理する人」と簡約できる。また、研究社英和中辞典には、「受託責任」との和訳もある。従い、“Stewardship Code”を「管理規範」あるいは「受託規範」と和訳する方が妥当とも思われるが、コーポレート・ガバナンスに関するこの脈絡では、機関投資家と会社との関係を重視し、「他人の財産の管理を受託している機関投資家が会社経営陣を監督する責任」と解釈すべきと考え、敢えて「監督規範」の意識を採用した。監督規範の目的は、以下のように整理される。

- (1) 機関投資家として然るべき基準を設定し、以後、その基準の信頼性と品質を維持していくこと
- (2) 機関投資家に監督規範の重要性を認識させ、以後、英国内外の投資家にその規範に沿った報告をさせること
- (3) 機関投資家の投資プロセスを監督規範と連携させること
- (4) 投資家と投資対象先会社取締役会との間のコミュニケーション改善に役立つこと
- (5) ファンドマネージャーに財産を信託している顧客が、ファンドマネージャーがどのように監督規範に遵守しているのかを理解できるような情報開示を確実にさせること

従い、監督規範の適用対象は、年金運用機関、保険会社、投資信託など、FSA監督下の機関投資家であり、そのファンドマネージャーである。

## 3. 監督規範の基本原則

監督規範の適用対象者は、“Comply, or Explain”の理念に基づき、7つの原則を確立さ

---

58 Institutional Shareholders Committee.

せるべきであるとしている。

- (1) 投資家たちに対し、どのように受託責任を果たしているか、その方針を情報開示する。
- (2) 監督および受託義務に関して、利益の相反がある場合には、それを解決する確固たる方針をもつ。
- (3) 投資先企業を監督・監視する。
- (4) 株主価値を維持、向上させるために、いつ、どのように行動できるのか、という明確な基準をつくる。
- (5) 必要な場合は、他の投資家と協調する。
- (6) 株主権利の行使とその内容の開示について、明確な方針を有する。
- (7) 定期的に監督活動と株主の権利行使について報告する。

#### 4. 監督規範に対する反応と今後の見通し

すでに2010年10月25日、12本の年金運用に関して、資産運用責任者52名が、FRC に対し監督規範遵守の確認書を提出した。順調なスタートと評価でき、監督規範に対する肯定的証左でもある。今後、機関投資家は、監督規範の原則に対して具体的な社内体制と対応策を策定、確立していくことになる。それらは、

- (1) ファンドマネージャーの選定基準
- (2) ファンドマネージャーが遵守すべき規範
- (3) ファンドマネージャーの倫理規定とその監視などを含む。

新しい監督規範の発行の背景と、公会計の分野に与える影響などに関して、CIPFA フーリア事務総長は<sup>59</sup>、「Stewardship Code の分離は、金融危機などからの学習である。短期的収益、投機的収益を期待する株主や機関投資家こそ金融危機の元凶であった」と分析している。また、「金融危機は、英国の公共サービス部門にも大きな変化 (Different Set of Management) を求めるものであった。顕著なのは、歳出削減である」との現状認識もあり、短期的な経済浮揚を最優先にして、財政再建を先送りにして来た日本政府の方向性と

59 An exclusive interview with Dr. Steve Freer, Chief Executive of The Chartered Institute of Public Finance & Accountancy (CIPFA) in January, 2011.

の対照を鳥瞰できる。キャメロン新首相率いる英国中央政府は、規範の改善にもより積極的であり、公共サービス部門での新しい規範の策定中である。フリーア事務総長も作業部会の Advisor Board の一員として、最終段階となった策定プロセスに参加している。

## VII む す び

根底となる理念は同じでも、2010年規範および監督規範による2010年改正の意味は大きく、取締役の任期や取締役会の多様化に関してなど、多くの議論があった。しかし、それらの議論が、英国のコーポレート・ガバナンスの土台を揺るがすことなく、両規範の有効的導入、運用もますます進捗すると考える。結局のところ、2010年規範も監督規範もルールブックではなく、優れたコーポレート・ガバナンスを実現させるための指針である。規範を踏襲するだけでは、優れたコーポレート・ガバナンスを実現したとは言えない。肝心なことは、取締役会の質と有効性の向上であり、最終的な受益者である株主との建設的なやりとりに尽きる。

### 引用文献・参考文献

- Audit Practice Board, *Briefing Paper – Providing Assurance on the Effectiveness of Internal Control*  
BP plc, *BP Annual Report and Accounts*, 2008.
- British American Tobacco, *British American Tobacco Corporate Governance Statements*, 2008.
- British Airways, *British Airways Corporate Governance Statements*, July 2008.
- Burmajster, Anna, *The Handbook of International Corporate Governance*, 2<sup>nd</sup> ed. London, Kogan Page, 2009.
- Cadbury, Sir Adrian Cadbury, ‘The Rise of Corporate Governance’, in Marc J. Epstein and Kirk O. Hanson (eds.), *The Accountable Corporation, Corporate Governance, Volume 1*, Praeger Perspectives, 2006.
- CIPFA (The Chartered Institute of Public Finance & Accountancy), *Delivering Good Governance in Local Government*, 2007.
- CIPFA (The Chartered Institute of Public Finance & Accountancy), *the role of the chief financial officer in public service organisations*, 2010.
- CIPFA (The Chartered Institute of Public Finance & Accountancy), *the CIPFA FM model*, 2010.
- Clifford Chance LLP, *Publication of the new UK Corporate Governance Code (formerly the Combined Code)*, June 2010.



- Financial Reporting Council, *The Revised Combined Code*, June, 2008.
- Financial Reporting Council, *Revisions to the UK Corporate Governance Code (formerly the Combined Code)*, May 2010.
- Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*, June 2010.
- Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code*, June 2010.
- Fortune*, Time Inc., July 20, 2009.
- Hodge, Chris, *Corporate Governance Unit, Financial Reporting Council, SARBANESOXLEY INTERANL CONTROL PROVISIONS:FILE NUMBER 4-511, Submission from the Financial Reporting Council*, April 28, 2006.
- King, Mervyn, *King Code on Corporate Governance for South Africa*, March 2010.
- McGregor, Lynn, *The Human Face of Corporate Governance*, Basingstoke, Palgrave, 2000.
- McKinsey & Company, *Women Matter*, 2007.
- McKinsey & Company, *Women Matter*, 2010.
- Millstein, Ira and MacAvoy, Paul, *The Active Board of Directors and Improved Performance of the Large Publicly Traded Corporation*, Columbia Law Review, vol. 98/5, June 1998.
- Walker, David Alan, *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*, July 2009.
- The Independent Commission on Good Governance in Public Management, *The Good Governance Standard for Public Service*, 2004.
- The Institute of Internal Auditors, *Tone at the Top*, October 1997.
- 井戸一元「イギリスの財務報告」『豊橋創造大学短期大学部研究紀要第18号』豊橋創造大学、2001年。
- 加藤正浩「イギリスのコーポレート・ガバナンスと財務諸表開示」『月刊監査研究』日本内部監査協会、2009年3月。
- 蟹江章「内部統制監査の意義と課題」『雑誌会計』森山書店、2008年12月。
- キャドバリー、エイドリアン著、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム訳『トップマネジメントのコーポレート・ガバナンス』シュプリンガー・フェアクラーク東京、2003年12月。
- 『週刊東洋経済』、東洋経済新報社、2009年12月27日。
- 高橋俊夫『コーポレート・ガバナンスの国際比較—米、英、独、仏、日の会社と経営』中央経済社、2006年。
- アンダーソン・毛利・友常法律事務所「独立監査人の報告」『グラクソ・スミスクライン・ピーエルシー有価証券届出書（組込方式）、プライスウォーターハウスクーパースエルエルピー勅許会計士、Registered auditor、ロンドン、2005年3月2日、EDINET提出書類』2006年7月20日提出。
- 内藤文雄「内部統制報告制度のもとでの監査の特徴と新たな展開方向」『雑誌会計』森山書店、2008年5月。
- 中村瑞穂編・出見世信之『会社倫理と会社統治—国際比較—』文真堂、2003年。
- 堀江貞之「金融危機後の機関投資家の投資責任は何か」『NRI 国際年金研究シリーズ Vol.3』野村総合研究所、2010年3月。