



東京証券取引所
ロンドン駐在員事務所
トークリー紀子

—連載（第3回）—

英FRC、ガバナンス・コードの遵守状況を報告

英国のコーポレート・ガバナンス・コードを策定しているFinancial Reporting Council (FRC)は昨年末、“Developments in Corporate Governance 2013”を発表し、上場企業のガバナンス・コードならびに機関投資家向けのスチュワードシップ・コードの遵守状況について報告した。

それによると、2010年にガバナンス・コードに加えられた“取締役を毎年再選する”要件（コードNo. B.7.1）については、ほぼ全面的な遵守が見られ、“取締役会の多様化（女性取締役起用の促進）に関する企業ポリシーを策定する”要件（B.2.4）についても、報告義務が発生する以前から遵守が進んでいることが分かった。また、2010年に導入されたスチュワードシップ・コードについても、同意表明者がおよそ300社に上ったという。

半面、ガバナンス・コードの遵守状況を調査する中で、上場企業の多くでは“取締役の後継者育成計画”が欠如している点が判明したという。これについてFRCは、本年中に

後継者育成に関する模範例（グッド・プラクティス）を提示するプロジェクトに取り組むという。さらには、スチュワードシップ・コードの遵守についても、同意表明者が増えていても、遵守に関するステートメント（指針表明書）を更新していない投資家も多く、“名ばかり”の同意表明となっている可能性も高いことが指摘された。これについてもFRCは本年中に対策を講じる方針だという。以下、FRCの報告書の要点を紹介する。

1. コーポレート・ガバナンスの遵守状況

FRCは昨年同様、会計事務所Grant Thorntonのガバナンスに関する年間報告書を引用し、FTSE350銘柄のうち、コーポレート・ガバナンス・コードに100%遵守した企業は、全体の57%（昨年比6ポイント上昇）だったと報告した。また、完全遵守をしていない43%のうち、85%は53点あるコードの要



件を一つあるいは二つ遵守しなかったのみで、不遵守の率が一番高かったのは、昨年と同様、“取締役の半数以上は独立取締役であること”を求めた要件（コードNo. B.1.2）だった。しかし同要件の遵守は2012年末の81%から87%にまで上昇した。

この上記B.1.2を遵守しなかった場合の（comply or explainに基づく）説明の内容をFRCが検討してみると、多くの場合が“やむを得なく取締役が退任したため”等の境遇変化が理由となっていた。すなわち、意図的に遵守することを回避したのではなく、“後継者の育成計画が整備されていなかった”ことが多くの場合の理由だったようである。この点に鑑み、FRCは2014年中に後継者育成を促進させるプロジェクトを発足させる意向を示した。

なお、2012年に改正されたガバナンス・コードには、コードを遵守しなかった場合の説明について、FRCが“意味のある説明（meaningful explanations）”だと看做す場合の考え方が挿入された。その考え方とは、(1)背景や歴史的な経緯が紹介されていること、(2)不遵守を行ったことに関する明確な論理的根拠が示されていること、(3)不遵守であることによって発生する追加的リスクへの対応策が示されていること、(4)不遵守が一時的なものである場合には、いつ遵守するかが示されていること、といったことだ。

これらの考え方に基づいてFRCは2013年、発行会社が作成したアニュアル・レポートに

おいて記載された不遵守の説明状況をレビューしてみた。レビュー項目は、議長を除いた取締役会が構成員のうち独立取締役が半数以上となっているか、議長とCEOが一緒になっていないか、である。この結果、多くの事例ではFRCが見込んでいた程度の情報は記載されていたが、中には、ただ単に「現下の状況に鑑みれば、現行のガバナンス体制が適切である」と記載したのも散見されたという。このためFRCでは、2014年中も“説明のクオリティー”についてレビューし続け、十分な改善が見られない場合には対策を練る考えである。

■ 2. 取締役に関するその他の要件

冒頭で述べたように、取締役を再選する要件は2010年に導入されたが、昨年末時点においてFTSE350企業で遵守していない企業は2社に留まったという。

なお女性取締役を起用するなど、多様なバックグラウンドから取締役を採用する要件については、義務付けは2014年以降となっているが、FTSE100企業で90%以上、さらにはFTSE350企業で3分の2が既にアニュアル・レポートで多様化ポリシーに触れているという。しかし実際には、FTSE100企業の取締役会において女性の業務執行取締役が占める割合は6%となっており、過去1年間で0.7ポイント減少したという。一方で、社外（非常勤）取締役の割合について見ると、過去1

~~~~~  
年間で全体の21.6%から23.9%に上昇したという。

### ■ 3. スチュワードシップ・コードの遵守状況

昨年12月初旬時点において、スチュワードシップ・コードの実行に同意を表明した機関投資家は290社（前年同期は259社）あったという。内訳は、203社がアセットマネジャー、73社がアセットオーナーおよび14社がサービス・プロバイダー。

FRCが、FTSE100企業の総務責任者から成る組織であるGC100およびInvestors Relations Society（IRS）に依頼して行われた上場企業へのサーベイでは、回答者の6割が“自社の筆頭株主10社と戦略に関するディスカッションをすることが出来る”と答え、企業と投資家の対話が進んでいる様子が伺えたという。また、IRSのメンバーの過半数が、過去1年間で“投資家との対話（エンゲージメント）が全てのレベルにおいて改善した”と回答したという。しかし、対話は引き続き同じ株主、すなわち大手投資家が主導となっており、との事情も指摘されたという。

なお、対話のトピックスについては、トップ課題が報酬となっているほかには、企業の戦略や方針、取締役会の構成などにも及んでいたという。こうしたポジティブな対話は、上場企業の中でも大企業で多く見られた上、

小規模企業でも散見されたという。一方で、中堅企業で“対話の欠如”する傾向が広がっていることが指摘されたという。

上記の問題は、究極的には投資家サイドでスチュワードシップに当てるリソースが制限されていることが原因の一つと考えられており、このような制約の中、機関投資家としては、保有率の高い企業、あるいは懸念事項のある企業との対話に集中してしまいがちだと言われている。これについてFRCでは、リソースの制約は、対話を避ける言い訳として利用されるべきでなく、投資家は限られたリソースをどのように最大限に生かせるかを検討するべきだとした。

### ■ 4. 集団的対話の促進

上記のように、単独では機関投資家のスチュワードシップに向けるリソースが限られている中で、FRCは、集団的対話（collective engagement）に従事するよう促している。これに関し、昨年12月には機関投資家団体のInvestment Management Association（IMA）のワーキング・グループ（Collective Engagement Working Group）がレポートを提示し、海外の株主とも協調し、投資家のフォーラムを開設することを提案した。同フォーラムはInvestor Forumと称し、本年6月までには活動開始を目指すものとした。またフォーラム設置の進捗状況については、3月までに報告するという。

~~~~~

なおスチュワードシップ・コードにおける集团的対話の促進に関する原則（第5原則）は、日本版コードには含まれなかったが、当地でも、共同行動（acting in concert）に関する規制に違反することを避けるために集团的対話には消極的だと主張する投資家がいるという。これについてFRCは、欧州証券市場監督機構（ESMA）が昨年11月に、企業買収行為にからみパブリック・ステートメントを発表した際に、共同行動とは看做さない行為の一覧表を提示したことを強調した。同ステートメントでは、取締役指名に関連する課題は共同行動に該当することが明確にされた。一方で、例えば報酬や企業の資産の譲受・処分、資本政策等の取締役の指名以外の幅広い課題に関しては、株主提案や臨時総会の招集、議決権の共同行使を行ったとしても、共同行動とは看做さないことが明らかにされた。

■ 5. 投資家によるステートメントの質

スチュワードシップ・コードが改正されて1年以上が経過したが、当該コードの実行に同意表明した投資家のおよ半数がステートメントを更新していない状態だという。さらに、同意表明者のごく一部には、コードの7原則の全てに対応せずに開示しているところもあるという。こうした状況を受けてFRCは本年中に、同意表明者がステートメントを

更新し、且つ全項目について対応することを奨励するべく対策を練るといふ。FRCは、ガバナンス・コードで行ったと同様に、遵守しない場合には、説明（explain）のクオリティーを改善させるよう促すべきか検討するといふ。

なおFRCが投資家のステートメントのサンプルを調査したところ、“利益相反について明確な方針を策定し公表する”原則（第2原則）に対する開示内容が脆弱だった。一方で、開示内容の改善が顕著なのは、議決権行使に関する開示（第7原則）だった。大手機関投資家の大半は、毎年、議決権行使に関する主要データを最低限でもサマリーにして提示している。さらにアセットマネジャー数社は、議決権行使データと併せて、ケース・スタディーも提示しているといふ。

■ 6. 諸外国の動向

FRCによると、英国以外でも既にスチュワードシップ・コードを導入済みの国は7カ国あるという。同様のコードが世界的に増えると、グローバル規模で活動している機関投資家は、多数のコードを遵守することが求められる。このため対立する要件を遵守することにならぬよう対処する必要があるという。なおOECDは今年、OECD Principles of Corporate Governanceの見直しを実施する予定となっている。FRCは、このレビューが各国のスチュワードシップ・コードの調和

を因るよい機会となるかもしれないという。

■ 7. 次のステップ

FRCは、スチュワードシップ・コードについては、最後の改正（2012年）から2年が経過するが、本年中は改正する予定はないという。同意表明者が現状のコードへのコミットメントを維持することを促すことのほうを優先させるといふ。上述のように、投資家がコード遵守に関する公表内容を、定期的にアップデートすることなどを奨励するという。

一方でコーポレート・ガバナンス・コードについては、以下の点について改正を実施するかどうかを検討しており、改正する場合には4月にコンサルテーションを実施したうえで、改正コードを2014年10月から導入する格好となるという。ガバナンス・コードの改正検討事項は：

① 上場企業は、継続企業（ongoing concern）であることを開示し、且つリスクマネジメント手法について開示することをコードで求められているが、FRCはこの開示方法についてガイダンスを公表している。このガイダンスを改正する

② 昨年10月より、法改正により上場企業の取締役の報酬案は、株主の過半数が賛成することが必要となったことを受け、取締役の報酬案の報告および同案に対する議決権行使に関する条項をアップデートする

③ 監査委員会の報告やそれに対する議決

権行使に関する英国の競争規制当局（Competition Commission、CC）のレコメンデーションを履行するとなっている。

なお③のレコメンデーションでCCは、FTSE 350社に対し、外部監査人を最低10年に一度は入れ替えることを求めており、これを本年10月より実施することを求めているため、FRCのコード改正も同時期に合わせることを予定しているという。

さらにFRCは本年、既に述べたように、上場企業の取締役の交代にからみ、後継者育成を促進させるためのプロジェクトを発足させる予定だが、これがコードの改正やガイダンスの導入につながるとは限らないという。また、上場企業がコードに遵守しない場合の“説明のクオリティー”のモニタリングも引き続き行うという。

