

# 英国コーポレートガバナンス・コード 改訂と日本への示唆

日本投資環境研究所 主任研究員  
みずほインターナショナル ディレクター

上田 亮子



## 1. はじめに

わが国では、2018年6月、コーポレート・ガバナンス改革を形式から実質に深化させるために、コーポレートガバナンス・コードが改訂された。英国でも、財務報告審議会（FRC；Financial Reporting Council）において、英国コーポレートガバナンス・コードの改訂作業（注1）が進められており、2018年7

月に新コードが公表される予定である。英国のコーポレート・ガバナンス改革の始まりであった1992年のキャドバリー報告書から25年を経過し、内容・形式ともに全面的な見直しが行われている。

本稿では、今回の英国コーポレートガバナンス・コード改訂の趣旨や特徴を検討し、日本に対する示唆を考察する。

## 2. 英国コーポレートガバナンス・コードの概要

### (1) 適用対象

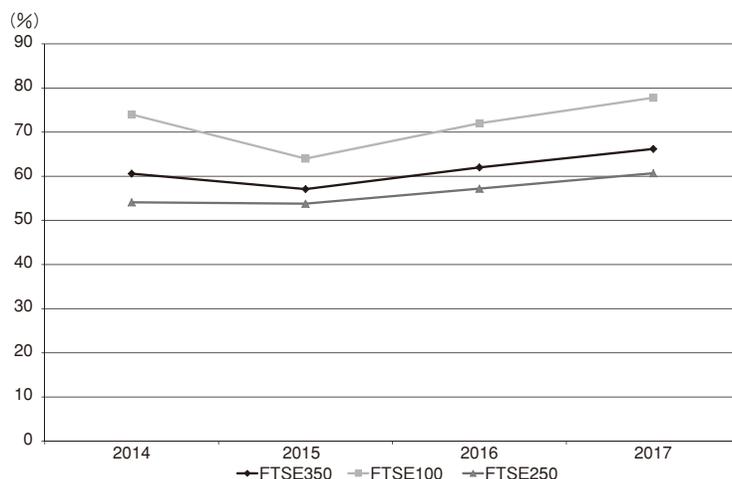
英国コードは、EU規制市場であるメイン市場上場会社（2018年4月末時点1,073社）に対して全面適用される。これに対して、最近増加している新興市場（AIM）上場会社（2018年4月末時点940社）には適用されない。

従来は、適用対象となるメイン市場上場会社のなかでも、FTSE350採用企業とそれ以

### 〈目次〉

1. はじめに
2. 英国コーポレートガバナンス・コードの概要
3. 2018年英国コーポレートガバナンス・コード改訂の背景
4. 2018年英国コーポレートガバナンス・コードの特徴
5. おわりに

(図表1) 英国コーポレートガバナンス・コードをすべて遵守している会社



(出所) Grant Thornton, “Corporate Governance Review 2017” より筆者作成

外の小規模会社に区分し、FTSE350採用企業以外の小規模会社に対しては、コスト・リソース等の負担を勘案して一部規定が適用除外とされていた。例えば、取締役会の少なくとも半数は独立非業務執行取締役でなければならないとの定めについては、FTSE350以外の小規模会社は少なくとも2名の独立非業務執行取締役と基準が緩和されている(B.1.2)。そのほか、取締役会外部評価(B.6.2)、取締役の毎年改選(B.7.1)、監査委員会の構成(B.7.1)、報酬委員会の構成(D.2.1)についても、特例措置が設けられている。

ところが、2018年コード改訂においては、小規模会社においてもすでにコードの実施が浸透しているとして、特例措置を廃止し、全メイン市場上場会社に対して全項目が適用されることが提案されている。この提案に対しては、特例措置廃止に伴う弊害(コスト、負

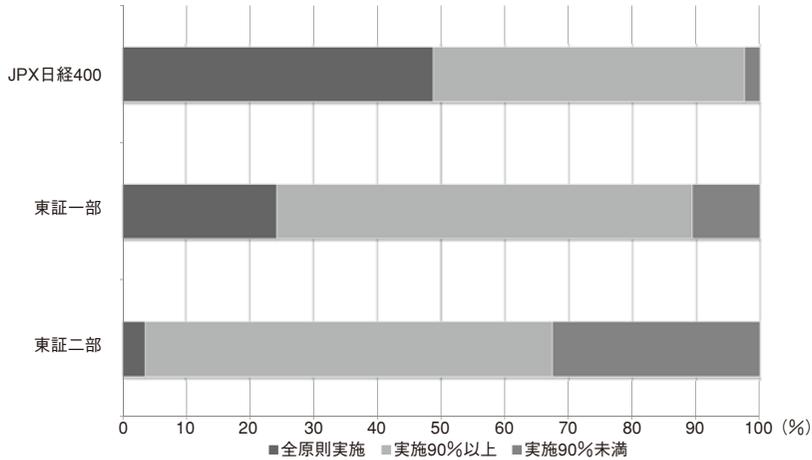
担増など)に関する一般からの意見照会が実施された。

## (2) コードの遵守状況

英国コーポレートガバナンス・コードは、上場規則として義務づけられ、策定から25年を経て実務上も定着していることから、遵守状況は比較的高い(図表1)。これに比べると、日本では2015年のコーポレートガバナンス・コード導入から短期間にも関わらず、遵守率90%以上の会社は、東証一部では89.3%、東証二部でも67.4%にのぼる(図表2)。企業実務においては、コードの趣旨や実質の改善よりも、「コンプライ」が目的化しているとの指摘もあり(注2)、2018年改訂において「形式から実質への深化」が目指された要因にもなっている(注3)。

他方では、英国企業において不遵守率の高

(図表 2) 日本のコーポレートガバナンス・コードの遵守状況



(出所) 東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2017」

(図表 3) 英国コーポレートガバナンス・コードで不遵守の多い項目

	不遵守の会社 (社)		
	FTSE100	FTSE250	計
B.1.2 取締役会の50%が独立非業務執行取締役	4	25	29
A.3.1 取締役会議長の独立性	2	17	19
D.2.1 報酬委員会の構成	6	11	17
C.3.1 監査委員会の構成	2	11	13
D.1.1 報酬のクローバック	3	10	13
B.2.1 指名委員会の構成	3	8	11
B.6.2 外部の取締役会評価	1	9	10
C.3.7 監査法人の再入札	4	6	10
E.1.1 株主との対話	3	7	10
A.4.1 上級独立取締役	1	5	6
D.2.2 報酬委員会の責任	3	3	6

(注) 対象はFTSE350

(出所) FRC, "Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code" (2017.12)

い項目は、取締役会・取締役会議長の独立性、報酬委員会・監査委員会・指名委員会の構成など、ガバナンス構造に関連する問題が多い(図表3)。わが国においても、社外取締役の独立性や取締役会の構成などのガバナンス構造が課題となっているが、英国においても同

様の傾向がある。

### 3. 2018年英国コーポレートガバナンス・コード改訂の背景

今回の改訂は、2017年に英国政府より公表

された「コーポレート・ガバナンス改革に関する政府グリーン・ペーパー」(注4)への対応の一環であり、会社法の見直し(注5)とコードの改訂が実施されることが求められた。背景には、現在の英国の経済、社会の情勢が影響を与えている。

### (1) Brexitの影響

Brexitの背景の一つは、英国における社会的、経済的な格差問題がある。そのため、英国政府は、このような格差を是正するための取組みをさまざまな分野で進めている。

企業活動に関連する分野では、ステークホルダーとくに労働者に対する配慮、経営者報酬制度の見直し、ジェンダーやエスニック(民族)などのダイバーシティの強化などが、経済活動における公平性を確保するための重点課題として取り上げられている。これらの課題の克服は、社会の格差是正につながるだけでなく、企業活動への貢献を通じて長期的な企業価値に資するものでもある。

今回のコード改訂では、コーポレートガバナンス・コード改革に関連する英国政府の提言に基づいて、労働者の意見を経営に反映させる仕組みを導入している。また、取締役の指名において、ダイバーシティに対する配慮を行うことを求める。

### (2) 会社の長期的成功

英国では、金融危機の反省を踏まえ、政府レベルで経営や投資の長期主義を促進するた

めの取組みが進められてきた。例えば、「英国株式市場および長期的な意思決定に関するケイ・レビュー」(注6)の提言などは、インベストメント・チェーンや市場全体での長期主義化を目指すものである。

今回のコード改訂では、改めて、短期主義を排し、長期主義かつ持続可能な企業価値の向上を促進することの重要性を再確認している。そのために、企業文化の強化、ステークホルダーへの配慮が求められている。

### (3) コードの構成

英国コードは、1992年の策定以降、取締役報酬、監査機能、指名手続きなどに関する改訂が毎年のように行われた。従前のコードの削除がほとんど行われなかった一方で、新たな原則や条項が次々と追加され、コードとは別に実務指針であるガイダンスも策定された。そのため、複雑化したコードの原則や条項について整理を行う必要性が生じた。

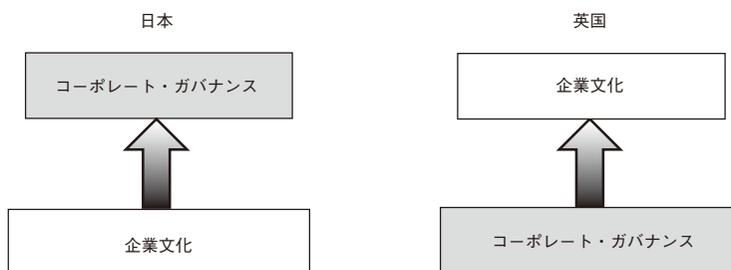
今回の改訂では、すでに実務に定着した原則や条項はガイダンスなどに移動し、ステークホルダーやジェンダーなどのより今日的な問題について新たに追加している。

## ■ 4. 2018年英国コーポレートガバナンス・コードの特徴

### (1) 企業文化

企業文化は、日本でもなじみのある概念である。英国においても、長期的な「より良い

(図表4) 日本と英国における企業文化とコーポレート・ガバナンスの関係



(出所) 筆者作成

(図表5) 英国コーポレートガバナンス・コード

条項2

取締役は、求められる企業文化を具体化し、促進するべきである。取締役会は、事業を通じた行動が会社の価値と一致するようにするため、企業文化を監視し、評価するべきである。不一致が見つかった場合には、是正措置を取るべきである。年次報告書は、取締役会の行為および取られた措置について説明するべきである。

(出所) 筆者和訳

会社」という目標を達成する手段として、企業文化の醸成および定着に力を入れているが、日本のアプローチとは異なる。

日本においては、伝統や企業風土に裏打ちされた企業経営の精神であり、コーポレート・ガバナンスが機能する基盤や土壌として企業文化が存在するとの認識が強い(図表4参照)。

これに対して、英国では、強力なコーポレート・ガバナンスが強固な企業文化を支えると認識される(図表4参照)。金融危機以降の英国は、さまざまな規制や枠組みを強化してその再発防止に取り組んできた。しかしながら、コードや法規制などを含むルールをどれだけ強化しても、企業不祥事が生じるリスクを完全には排除できないとの懸念が依然とし

て強い。そのため、このようなリスクを軽減させるために、組織内で企業文化を構築し、これを定着させることが重要であると考えられる。

このような背景から、FRCは2016年に公表した企業文化に関する報告書(注7)を取りまとめ、その成果が今回のコード改訂に採用された。

企業文化は、事業活動を行ううえで、あるいはステークホルダーとの関係において、会社の行動を定義づけ、企業価値に影響を与える要素でもあるとされる。例えば、経営上の課題が生じた場合の不適切な行動は、その状況を悪化させるおそれがある。しかし、平常時から強固な企業文化を定着させることで、そのようなリスクを低減させ、回復力を高め

ることにもつながる。このような健全な企業文化を支えるためには、取締役会が責任を負い、強力なガバナンスの確立が必要であると考えられる。企業文化は長期的な企業価値にも関連することから、会社は企業文化について説明責任を果たし、株主やより広いステークホルダーと建設的に対話を行うことが期待される（注8）。

コード改訂においては、長期的な持続可能性を達成するために、取締役会が企業文化を考慮すべきであることが明確化された（改訂コード条項2）。英国では、一連の取組みを通じて、労働者から経営者に至る業務執行パイプラインにおける企業文化を構築、定着させることにより、会社の目的や価値を意識した業務運営を目指す。

## （2）ステークホルダーへの配慮と労働者の意見の反映

### ① 背景

英国においては、企業文化の定着とステークホルダー（とくに労働者）への配慮は、表裏一体の問題として議論される。企業文化を定着させ、企業価値に結び付けるためには、労働者の貢献が欠かせないが、英国では労働者の属性が多様化し（フルタイム、パートタイム、派遣労働者、契約社員等）、経営課題としてこれらの労働者に対する配慮が必要になっている。とくに、ガバナンス面では、業務執行パイプラインにおいて労働者の意見をくみ上げることを通じた不正防止というダウ

ンサイド、および中長期の企業価値の向上というアップサイドの両面で効果がある。

さらに、このような労働者の多様性が、Brexitの要因となった格差にもつながるとも考えられるため、ステークホルダーのなかでもとくに労働者に対する配慮に焦点が当てられている。

英国政府が公表した「コーポレート・ガバナンス改革に関する政府グリーン・ペーパー」（注9）、および意見照会プロセス後に公表された「政府回答」（注10）によれば、会社は労働者を含む幅広いステークホルダーの意見を考慮する必要があり、これに対しては公衆からの支持も得ているとされる。このような背景から、改訂コードにおいては、取締役会が幅広いステークホルダーの要求や意見を考慮する義務についても言及している。

### ② 改訂コードにおける対応

従来コードでは、株主の利益の保全と拡大に焦点が当てられてきたが、改訂コードでは、とくに労働者に対する配慮を明確にしている。そして、業務執行パイプラインにおける労働者、管理職、経営陣という一連の流れ全体を俯瞰して、会社の事業目的や戦略と整合的な形での企業文化の構築と定着が進展することを目指している。

具体的には、改訂コードの原則Cにおいて、取締役会の株主に対する責任と同様に、より幅広いステークホルダーに対する取締役会の責任を盛り込んでいる。そのうえで、条項3は、従業員の声を取締役会が吸い上げる仕組

(図表 6) 2006年英国会社法におけるステークホルダーに対する取締役の義務

172条 会社の成功を促進すべき義務

(1) 会社の取締役は、当該会社の社員全体の利益のために当該会社の成功を促進する可能性がもっとも大きいであろうと誠実に考えるところに従って行為しなければならない。かつ、そのように行為するに当たり（とくに）以下の各号に掲げる事項を考慮しなければならない。

- (a) 一切の意思決定により、長期的に生じる可能性のある結果
- (b) 当該会社の従業員の利益
- (c) サプライヤー、顧客その他の者と当該会社との事業上の関係の発展を促す必要性
- (d) 当該会社の事業のもたらす地域社会および環境への影響
- (e) 当該会社とその事業活動の水準の高さにかかる評判を維持することの有用性
- (f) 当該会社の社員相互間の取扱いにおいて公平に行為する必要性

(出所) イギリス会社法制研究会「イギリス会社法一解説と条文一」(成文堂) 122頁参照。

みとして、以下の3類型を提示する。

- ・労働者指名による取締役の任命
- ・正式な労働者諮問委員会の設置
- ・専担の業務執行取締役の任命

この3類型は、グリーン・ペーパー（注11）

において提案され、意見照会後の政府回答（注12）を踏まえたものである。個別企業は、状況に合わせて、このなかから最適な方法を選択することができる。柔軟性を保ち、実効性をもつことが重要であるとされる。

### ③ 会社法上の義務の強化

改訂コード条項4は、2006年英国会社法172条を参照し、ステークホルダーに対する取締役の配慮義務について言及している。

コード改訂と歩調を合わせる形で、政府レベルにおいても、172条に関する情報開示を強化する方向で議論がなされている。同条は、会社の成功を促進すべき義務として、ステークホルダーへの配慮を明確にするが、従来は啓蒙的な内容を定めるとの理解にとどまり、具体的な行動や開示などを義務づけるものとしては位置づけられてこなかった（注13）。そ

れが、昨今の政府レベルでの動きを踏まえて、会社法の文言の改正は行われたいものの、関連する会社報告などの情報開示を強化し、法的拘束力を伴う取締役会の義務として実効性の向上が目指されている。

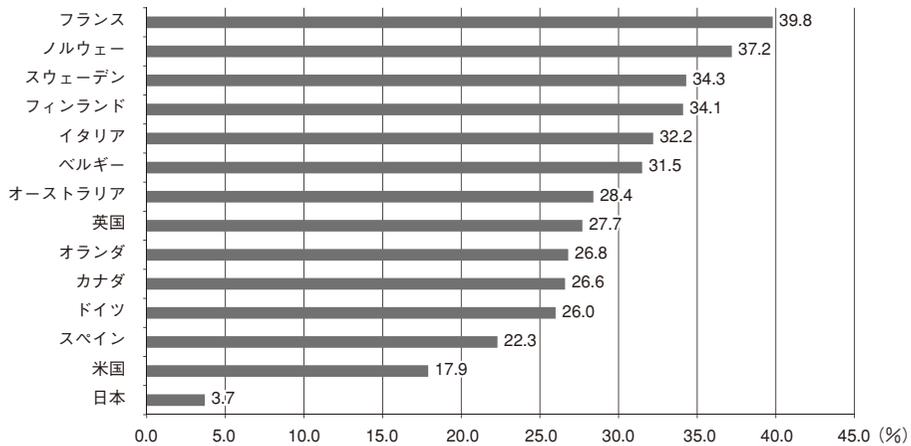
## (3) ダイバーシティの向上

### ① 改訂コード

ダイバーシティはBrexitの背景となった格差解消の要素の一つであり、英国ではジェンダーとともに民族のダイバーシティも重要である。ところが、英国企業では、現場レベルのダイバーシティは進展しているものの、管理職から経営幹部層においては課題が残されている。

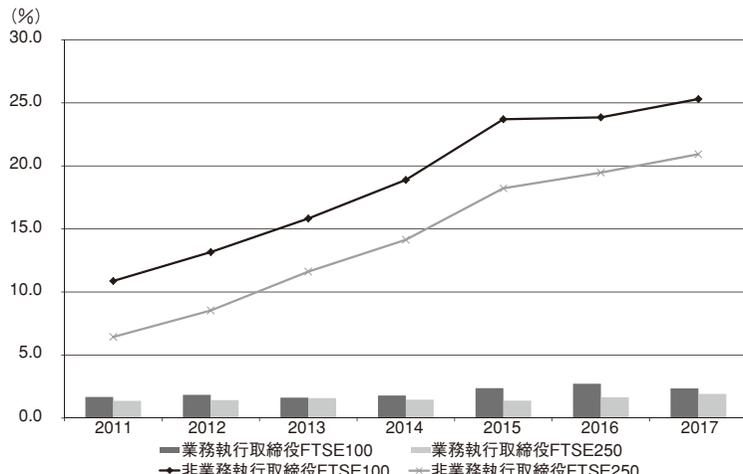
このような背景から、英国政府はダイバーシティについてさまざまな取組みを進め（注14）（注15）（注16）、これを受けて改訂コードにおいてもダイバーシティ向上について言及している。改訂コード原則Kは、「取締役会の定期的評価は、スキル、経験、独立性および知識、ダイバーシティ、取締役会構成員が

(図表 7) 各国の取締役会の女性比率



(出所) “Hampton – Alexander Review” (2017.11)、内閣府資料 より筆者作成

(図表 8) 英国企業における女性取締役の比率



(出所) “Hampton – Alexander Review” (2017.11) より筆者作成

目標達成のためにどれだけ実効的に協働できるかについて、考慮するべきである」と定める。

## ② 英国企業のダイバーシティの状況

図表 7 は、各国の取締役会の女性比率を示

す。フランス、ノルウェー、スウェーデン、イタリア、ベルギー、オランダ、ドイツ、スペインなどは、取締役会に一定比率の女性を選任することの義務づけ（クォータ制度）を採用している。日本は、2020年までに上場会

(図表 9) FTSE350企業の株主総会における反対票が高い議案と会社の対応

議案内容	20%以上の反対票を受けた議案数		否決された議案数		20%以上の反対票を受けた場合の議決権行使結果開示における情報提供の有無 (2017年)	
	2017	2016	2017	2016	あり	なし
監査および報告	4	2	—	—	4	0
取締役の選任	25	13	1	—	18	7
新株発行および新株予約権	26	11	2	1	19	7
報酬 (方針)	28	9	1	2	20	8
報酬 (報告書)	30	26	2	3	22	8
株主の権利	5	5	1	1	3	2
政治活動	2	1	—	—	2	0
合計	120	67	7	7	88	32

(出所) FRC, “Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code” (2017.12), Table 3 より筆者作成

社の女性取締役比率10%を目指すことが閣議決定<sup>(注17)</sup>された。2018年コーポレートガバナンス・コード改訂および「投資家と企業の対話ガイドライン」においても、取締役会のダイバーシティの向上としてジェンダーに言及する(コード原則4-11、対話ガイドライン3-6)。

英国における女性取締役の採用は、近年急速に拡大しているが、その多くは非業務執行取締役であり、業務執行取締役の比率は少ない(図表8参照)。女性の経営幹部の育成には時間がかかることから、まずは社外から非業務執行取締役として女性取締役を招へいする実態があると考えられる。

#### (4) 株主総会議案の反対率が20%を超えた場合の株主との対話

英国においては、経営者報酬問題などに対する株主の意識の高まりを背景に、株主総会議案に対する反対比率が高まっている。2016

年と2017年の株主総会シーズンを比較すると、20%以上の反対票を受けた議案の数が67議案から120議案に79%も増加している(図表9参照)。報酬方針については、コードが求める3年毎の承認が集中する年であったとの背景もあるが、他方で、取締役選任に対する反対票も大きく増加している。

このような状況では、会社と株主とは積極的に対話を行い、問題の解決に努めることが要請される。そのため、2014年の英国コード改訂では、会社が株主総会議案に対して「かなりの割合」の反対票を受けた場合には、株主と対話を行うべきであるとの変更がなされた。それにもかかわらず、2017年の年次株主総会では、反対票が20%以上<sup>(注18)</sup>の120議案のうち、コードが求める情報提供を実施したものは88議案にとどまり、32議案は会社の対応についての説明が行われていない。

そのため、改訂コードは閾値を明確化し、反対票が20%以上の場合には、会社は議決権

行使結果を公表する際に、その結果の背景にある理由を理解する目的で株主の意見を聴取するために取るべき行動について説明が求められる。また、株主総会后、遅くとも6か月以内に、そのアップデートが公表されなければならないとする（改訂コード条項6）。

## ■ 5. おわりに

英国ではコーポレート・ガバナンス改革25年目の節目を迎えるなかで、コーポレートガバナンス・コードの大幅な見直しが進められている。企業文化の強化やステークホルダーへの配慮などはこれまでの株主価値の向上に集中する取組みとは異なるもので、全編を通じて、企業価値の長期的かつ持続的な向上を目指す観点からの努力を求めている。

長期主義経営の前提である企業文化やステークホルダーへの配慮については、日本企業は当然の取組みとして受け入れ、これを企業価値や戦略と結び付けては議論されてこなかった。企業活動や市場参加者がグローバル化するなかで、英国の取組みがわが国のコーポレート・ガバナンスの枠組みに与える影響についても注視が求められる。

### 【参考文献】

- ・“Kay Review of UK Equity Markets and Long - term Decision Making” (2012.7)
  - ・“Corporate Governance Reform Green Paper” (2016.11)
  - ・“Ethnic diversity of UK boards : the Parker review” (2017.10)
  - ・“Hampton - Alexander Review, FTSE Women Leaders, Improving Gender Balance in FTSE Leadership” (2017.11)
  - ・“Corporate Governance Reform - The Government Response to the Green Paper consultation” (2017.8)
  - ・“UK Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code” (2017.12)
- (注1) FRC, “UK Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code” (2017.12)
- (注2) 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」第14回（2018年2月15日）議論参照。
- (注3) 東京証券取引所「『フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの改訂について』に寄せられたパブリック・コメントの結果について」（2018年6月）のコメントによれば、企業はコンプライすることが重要であり、エクスペインすることを回避する傾向が強いことが読み取れる。
- (注4) “Corporate Governance Reform Green Paper” (2016.11)
- (注5) 筆者のヒアリング調査によれば、英国の国会を含めた政府の取組みは、Brexitを巡る対応に時間と人員を割かれ、コーポレート・ガバナンス改革は遅れ気味とのことである。
- (注6) “Kay Review of UK Equity Markets and Long - term Decision Making” (2012.7)
- (注7) FRC, “Corporate culture and the role of the board” (2016.6)
- (注8) 前掲注7参照。
- (注9) 前掲注4参照。
- (注10) “Corporate Governance Reform - The Government Response to the green paper consultation”, (2017.8)
- (注11) 前掲注4参照。

- 
- (注12) 前掲注10参照。
- (注13) 筆者ヒアリング調査による。
- (注14) “Hampton – Alexander Review, FTSE Women Leaders, Improving Gender Balance in FTSE Leadership” (2017.11)
- (注15) “Ethnic diversity of UK boards : the Parker review” (2017.10)
- (注16) 2010年平等法が改正され、労働者250名以上の公的・民間組織に対してジェンダー・ペイ・ギャップ(男女間の所得格差)の開示が義務づけられた。
- (注17) 2015年12月25日
- (注18) 筆者ヒアリング調査によれば、英国においては、株主総会の議案に対して20%の反対票が投じられた場合には、「かなりの割合の反対率」という印象をもたれることが一般的とのことである。

