

論文

コーポレートガバナンス・コードの 形式的遵守に対する対応策

— 近年のイギリスにおける議論と経験を参考に —

酒 卷 雄 司

早稲田大学大学院社会科学研究所

アブストラクト：コーポレートガバナンス・コードは、「遵守または説明」方式を採用し、コードの遵守が相当でない場合には理由の説明を求めることによって、多様な会社に合ったガバナンス構造を実現しようとしている。しかし、コードに対する理解が十分でないまま、会社が文言どおりの外形のみを整えてしまうおそれが存在する。本稿では、このようなコードの形式的遵守について、主にリーマン・ショック後のイギリスにおける議論と対応策を研究した上で、日本における同様の問題についての懸念を示し、取り得る対応策について私見を述べている。

Response to Superficial Compliance with the Corporate Governance Code: References to recent measures and experiences in the UK

Yuji SAKAMAKI

Graduate School of Social Sciences, Waseda University

Abstract: The Corporate Governance Code was developed as an attempt to make a governance structure suited for diverse companies through a “comply or explain” approach. However, there is the risk that a company might only prepare the superficial form of the Code in accordance with its wording without a sufficient understanding of it. This article examines the discussions and measures taken in the UK, in the aftermath of the Lehman Brothers collapse, regarding formal compliance with such a code, and then presents concerns regarding similar problems with the Japanese Corporate Governance Code and offers opinions for possible measures to improve them.

1. はじめに

令和元年会社法改正によって、上場会社で大会社である監査役会設置会社には、社外取締役の設置が義務づけられた（会社法327の2）。大会社でない上場会社についても、東京証券取引所の上場規則により社外取締役の設置が要求されるに至っている（令和3年3月1日追加，有価証券上場規程437条の2）。また，2021年のコーポレートガバナンス・コード（以下「JPCGコード」という）改訂により，プライム市場上場会社は，独立社外取締役を取締役全体の3分の1以上選任することを求められている（原則4-8）。一方で，独立社外取締役に期待する役割が上場会社と投資家とで大きく異なることや，任意設置の委員会に十分な権限が付与されていない場合が少なくないことが明らかになっている。このため，これらの独立社外取締役にいかにして機能させるべきかが，次の課題となるだろう。

イギリスでは，リーマン・ショックの影響による大手金融機関ノーザンロックの倒産などを受けて，2009年にWalkerによって提出された最終報告書「英国の銀行およびその他の金融業界団体におけるコーポレート・ガバナンスのレビュー」（以下「ウォーカー報告書」という）において，統合コード（当時のコーポレートガバナンス・コード）の求める独立非業務執行取締役の基準を満たしていることより，（金融）業界での経験と精神的な独立の方が重要であるとされた（Walker: 12）。ノーザンロックを始めとした銀行には統合コードの基準を満たす非業務執行取締役がいたにもかかわらず，不適切な経営判断を止めることができなかつたと指摘されている（Hannigan 2011: 363）。すなわち，外見上コードを遵守しているようではあるが，非業務執行取締役をなぜ置かなければならないのか，といったコードの理念を実現するためのものではない，形式的遵守になっていたということである。コードの形式的遵守に対する問題意識は，当時に始まったことではない。1992年に公表されたキャドベリー報告書以来，一貫して，非業務執行取締役に求められる独立性とは判断の独立であると説明されてきた。ウォーカー報告書は，この点について改めて強く言及したといえる。

本稿では，イギリスにおけるガバナンス・コードの形式的遵守をめぐる議論と対応策から，日本における同様の問題の発生を抑止するための手段について検討する。まず，2では，なぜ形式的遵守が起るのかについてのイギリスの議論を検討する。3では，前述の議論や企業不祥事を経て，実際に採用された解決策について取り上げ，イギリスの動向を整理する。そして，4において，現状の日本におけるコードの形式的遵守に対する懸念を紹介し，イギリスの議論を踏まえ，取り得る対応策について私見を述べる。

2. 形式的遵守はなぜ発生するのか—イギリスにおける議論

コードの形式的遵守は，コードの持つ柔軟性を損ない，会社ごとの個性を否定する行為である（Hampel: para 1.13）。加えて，形式的遵守には，コーポレート・ガバナンスの目的を真摯に追求することよりも簡単な選択肢と捉えられて，「遵守または説明」の理念が損なわれるという問題点が存在

する (Hampel: para 1.14)。

まず、このようなコードの形式的遵守が発生するメカニズムについて、イギリスでの研究を取り上げる。大別すると、投資家の行動の問題、企業の情報開示の問題、財務報告評議会 (Financial Reporting Council, 以下「FRC」という) による監視体制の不備の問題の三点についてである。

(1) 投資家の行動の問題

リーマン・ショック以前の研究ではあるが、統合コードの不遵守の説明について、投資家による監視と財務パフォーマンスの関係について研究したものがある (MacNeil and Li 2006)。本来であれば、コードを遵守していない場合、その理由について投資家に十分な説明を行うことが望ましく、それが行われていない場合、投資家は改善を求め (エンゲージメント)、改善が見られない場合、株主権を行使する、というプロセスが望まれている。しかしながら、MacNeilらの研究は、不遵守に対する説明が不十分であることが明らかであるようなケースにおいても、当該企業の財務パフォーマンスが良い場合、投資家にはこれを許容する傾向があることを明らかにしている⁽¹⁾。これに対し、当該企業の財務パフォーマンスが悪い場合は、説明の内容云々に関わらず、投資家は不遵守に対しては寛容ではなくなる。この理由としては、業績が好調な会社のガバナンス機構に直接介入することで得られる利益は大きくなく、そのような場合は取締役会の判断に委ねる方が賢明であると考えられているからであるとされている。このため、コードの実態は遵守または説明ではなく、遵守または (利益の) 履行であると述べられている⁽²⁾。

MacNeilらの研究は、すでにリーマン・ショック後に言及された幾つかのリスクを暗に示していると思われる。企業が実際の業績に関わらず業績を好調に見せるインセンティブの増大、明確な理由なくコードを遵守しないことによるリスクの増大、および説明を放棄し、形式的な遵守を行うインセンティブの増大である。

このような投資家の傾向は、リーマン・ショック以降も指摘されており、それがリーマン・ショックの原因の一端であったとも指摘されている (Keay 2014: 286)。一般的に株主は会社の監視に関与しない傾向があり、その理由にはコストや時間があると考えられている。また、株主は、企業のモニタリングやコミュニケーションを他者に依存する傾向があり、それによってフリーライダー問題が生じているとされる⁽³⁾。このフリーライダー問題のため、フリーライドされる側の意欲が削がれるという

(1) MacNeilらの研究では、非業務執行取締役を選任していない理由が全く説明できていない上場会社を含む、5年以上に渡ってコードの不遵守が継続している複数の企業の財務パフォーマンスが高いことから、この結論を導き出している。

(2) 「遵守または利益」の研究として、野田 (2007) がある。

(3) フリーライダー問題とは、エンゲージメントコストは単一の投資家が払う一方、成果はすべての株主が享受できるという、公共財の性質を有しているため、成果にただ乗りしようとするインセンティブが発生するという問題である。フリーライダー問題の研究として、林 (2020) など。

悪循環が起ることも考えられる⁽⁴⁾。

2018年のカリリオン破綻後の議論においても同様の指摘が見られる。例えば、業績の悪化が見込まれる前にコードの規程（provision）をすべて遵守したことにすることは、投資家からの攻撃を回避する上で「シンプルで安全」とであるとされる（Reddy 2019: 699）。

この傾向は議決権行使助言会社などによってさらに助長されるとされ、例としてISSが挙げられている。ISSは、議長とCEOを分離していない上場会社について、それが規程の一つであり（2018年版コーポレートガバナンス・コード（以下「UKCGコード」という）規程9）、遵守または説明の対象であるにも関わらず、原則反対を推奨している（Reddy 2019: 699, fn.43）⁽⁵⁾。また、格付け会社が遵守しているか否かのみを確認する、いわゆるチェックボックスアプローチを取ることによって、コードを遵守していない会社が低いスコアを付けられる可能性もあり、これも上場会社による形式的遵守を加速させているとされる（Reddy 2019: 700-701）。

(2) 上場会社の情報開示の問題

前述のような投資家の姿勢が問題視される一方、上場会社の開示情報の量の不足も問題視されている。これは、不遵守に対する説明が全く行われていない、実質的には何の説明にもなっていない、説明が具体性を欠く、といった状態を指す。このような説明がなされた場合、株主はその説明を評価できず、取締役会の見解を受け入れるか、受け入れられないとしても、それに対して事実上何もできない、という問題に直面する、と指摘されている。このような問題が生ずる理由としては、詳細な説明にはコストがかかること、何をもって遵守あるいは説明とみなすかという点に取締役会の主観が大きく影響することなどが挙げられている（Keay 2014: 291）。

FRCも、上場会社による2018年版UKCGコードの遵守状況等の報告（以下「CG報告」という）のレビューの中で、会社による報告の不足について指摘している。例えば、2021年版のレビューによれば、規程の遵守・不遵守のみを確認している、不遵守の未報告、内容の無い定型文・宣言文の使用、方法論等の具体的な記述の欠如などといった問題点が、一部にみられると指摘されている（FRC 2021: 4）。

2022年版のCG報告のレビューにおいても、規程の不遵守について、①不遵守を開示する以外の説明や詳細を提供していない、②遵守している、または遵守する予定であることを表明しているが、不遵守の理由を明記していない、③説明が簡潔かつ曖昧で、明確さに欠ける、④定型的な説明で、不遵守が会社の利益につながるという説得力に欠ける、⑤やや詳細で意味のある説明をしているが、特に不遵守に伴うリスクと取締役会の対応について、まだ詳細さに欠ける、といった問題点が指摘されており、開示された不遵守の事例のうち、FRCが「良質である」と判断したものはわずか4件しかなかったと述べている（FRC 2022-②: 8）。不遵守である理由が不明瞭であれば、結果として投資家は

(4) フリーライダー自体が存在していたとしても、エンゲージメントにかかるコストが高すぎなければ、エンゲージメント自体は行われるという指摘もある（Alon Brav 2022: 10, fn.4）。

(5) この推奨は2022年度議決権行使基準においても変化していない（ISS 2021: 14）。

「遵守か不遵守か」といった枠組みでしか判断できず、前述の「業績が良いから良い」、「不遵守だから悪い」といった判断を助長させることになるだろう。また、規程の遵守に報告が集中しており、原則の適用方法が明確でないこと（FRC 2022-②:9）や、2018年版UKCGコードから記載が求められるようになった従業員エンゲージメントについて、実施したことは述べられているが、それによる成果や影響が（特にCOVID-19関連以外の項目において）述べられていないことが問題視されている（FRC 2022-②:21）。

遵守したとされているが、実際には不遵守に該当するのではないかと疑われるケースも散見される。例えば、UKCGコードの規程3は、取締役会議長に対し、主要株主との定期的なエンゲージメントを求めているほか、各委員会の委員長にその責任範囲に関連する重要事項についてのエンゲージメントを要求している。しかしながら、サンプルとなったFTSE350社中の100社のうち、取締役会議長によるエンゲージメントを報告した会社は52社、報酬委員会委員長によるエンゲージメントを報告した会社は42社であるのに対し、指名委員会委員長によるエンゲージメントを報告した会社は2社、監査委員会委員長によるエンゲージメントを報告した会社は0社であった（FRC 2022-②:18）。FRCのレビューは、指名委員会委員長が株主とのエンゲージメントを行うケースとして、議長とCEOの分離を要求する規程9の説明を選択している場合などを挙げているが、規程9の説明を選択した会社はサンプル内でも12社であり、明らかに行われた件数が少ない（FRC 2022-②:7）。また、監査委員会委員長が株主とのエンゲージメントを行うケースとして、新たな会計監査役の選定プロセスが行われている場合などが挙げられているが、これも2022年に1件も該当する会社が存在しなかったとは考えにくい。これらのデータはいずれも上場会社によるコードの形式的遵守を疑わせるものである。

情報開示の項目が増加の一途を辿ったことも問題の一つと指摘されている。例えば、2017年のFTSE350社の年次報告書の平均的な長さは170頁であり、うち財務諸表を除く報告書のフロントエンド部分が、平均104頁に達している（Grant Thornton 2017:8）。この中には戦略報告書や取締役報酬報告書なども含まれるが（Grant Thornton 2017:9）、当時の2016年版UKCGコードが、18の原則の適用方法、55の規程の遵守または説明、補助原則の考慮、議長声明の公表および多くの追加的な開示要件を定めており、コード以外の追加開示を要求していたことも増加の要因であると指摘されている（Reddy 2019:701）。開示要件の増加は企業の側からも、不遵守の説明を記載する上で大きな負担となり、投資家からも、投資先企業についての精査を困難にしていると指摘されている（Reddy 2019:701）。

(3) FRCによる監視体制の不備の問題

上記の二点に関連して、FRCによる監視体制の不備についての指摘がなされている。これは、形式的遵守や不十分な説明について、FRCにこれに対処する権限が不足していることを指す。イギリスではキャドベリー報告書以来自主規制のアプローチをとってきたため、FRCもまたその理念に基づく考え方を採用しており、強力な権限をもつ監督機関の設置には否定的であったと分析されている（Mujih 2021-①:49）。FRCは、こうした理念を基礎に置きつつ活動を行ってきた。これには、前述

のCG報告のレビューを通じた年次報告書に対する評価等だけではなく、特定の会社に対して直接働きかけるといったことも含まれており、例えば、カリリオン破綻の3年前には、同社の帳簿の潜在的な問題に対して警告を発するなどの対応を行っていたことが挙げられている (Mujih 2021-②: 13)。

カリリオン破綻後、FRCはCG報告の正確性、妥当性、完全性をエンフォースメントする権限を有しておらず、既存の権限だけでは不十分であると指摘されることとなった (Kingman: para 2.45)。このような指摘がなされた背景には、FRCがカリリオンが問題を抱えているというシグナルを多少はキャッチしていたものの、同社の破綻を回避できなかったことの影響が、少なからずあったからであると考えられる。もちろん、実際にFRCの権限がCG報告のレビュープロセスにまで拡大した際に、何を指標として不完全なCG報告とみなし、どのレベルまで強制力をもって改善させるのかについては、今後の動向を注視する必要があるだろう。

3. 形式的遵守に対する対応策—イギリスの経験と議論

これらの問題に対する対応策は、これまで取り上げた論文や報告書においても多数示されているが、ここでは、(1)監督機関の設置、(2)コードの改訂、(3)ガイダンスの公表、の3点について取り上げ、(4)においてイギリスの動向を簡単に整理する。

(1) 監督機関の設置

不十分な情報開示に対する監督を株主だけでなく、何らかの規制機関が行うという方法である。カリリオンの破綻に至るまで、FRCは、監査機関による情報の精査、および、コンプライアンス違反や不十分な説明に対する制裁権限の付与には、反対してきた。FRCは、このようなアプローチは遵守重視のチェックボックスアプローチに繋がるとし、弁護士と規制機関の間のやり取りのみとなり、株主が関与できなくなることを危惧したとされる (Keay 2014: 297-298)。このような危惧をある程度認識しつつ、最小限の規制・監視機関を設けることが提案されている。対応策としては違約金や制裁金などではなく、規制機関が会社の取締役会に対して、原則が遵守されていないことを非公式に伝え、会社はその誤りを是正しない場合はさらなる措置を講ずることを伝える、といった方法や、会社名を公表するといった方法が考えられている (Keay 2014: 301)。

規制機関の設置に関する議論は、カリリオン破綻を受けて活発化した。前述のとおり、同社の破綻により主に会計監査を中心とする自主規制の限界が指摘され、監督・規制機関の設置や関連領域の法改正が議論されるようになった。ここでは、カリリオン破綻を契機に公表された3つの報告書、すなわち、Kingmanによる「FRCの独立レビュー」(以下「キングマン報告書」という)、競争・市場機構 (Competition and Market Authority; CMA)⁽⁶⁾による「法定監査サービス市場調査 最終報告書」(以下

(6) 非省庁の政府部門 (non-ministerial government department) であり、独立性が強い。 <https://www.gov.uk/government/>

「CMA 報告書」という)、および、Brydonによる「監査の品質と有効性に関する独立レビュー」(以下「ブライドン報告書」という)において述べられた提言を取り上げる(以下、特に断りがない限り、提言およびパラグラフは当該報告書のものを指す)。

① キングマン報告書

キングマン報告書⁽⁷⁾は、FRCをできる限り早く、明確な法的権限と目的を持つ新しい規制機関に置き換えるべきであると提言する(提言1)。その名称は、Audit, Reporting and Governance Authority(以下「ARGA」という)とする(提言3)。ARGAは、法定監査、企業報告、コーポレート・ガバナンスの高い基準を設定し、その基準を満たす責任を負う会社や専門アドバイザーに説明責任を課すことにより、財務情報利用者の利益とより広い公共の利益を保護することを戦略的目標とすべきであるとする(提言4)。また、UKCGコードの維持・推進と、CG報告について、これまでのFRCと同様の機能を果たすべきであるとしている(提言6)。

FRCがこれまで有していなかった、CG報告に正確性、妥当性、完全性を求める強制的な権限も、付与すべきであるとしている(para 2.45, 提言29)。非業務執行取締役に関連した内容としては、政府に対し、新しい規制機関と協力して、真実かつ公正な概観を提供する計算書類と法令に則った企業報告書を作成・承認し、会計監査役と率直かつ誠実に対応する義務について担当取締役の責任を問う、公益事業体⁽⁸⁾に関連した効果的な執行体制の詳細な提案を作成するよう提言し、ここにいう担当取締役の中に議長と監査委員会委員長を含めることを提言している(提言36)。

また、ARGAがUKCGコードおよびコードの内容として要求事項に関して、FRCの既存の役割を引き継ぐことを踏まえ、その業務において平等への影響を十分に考慮し評価することを期待していると述べて、特にコーポレート・ガバナンスに関する業務において、多様性を積極的に推進すべきであるとしている(para 4.5, 提言56)。キングマン報告書は、強力な規制機関になるためにはARGA(報告書ではFRCと記載されている)自身が独立性を保ち、また手本となるべきであると考えており、多様性に言及したのもその一環であると思われる。

なお、公益事業体については、キングマン報告書においてその対象の見直しが提言されていたが、提言に沿った法改正が開示規制との関係で予定されている⁽⁹⁾。

organisations/competition-and-markets-authority/about (最終閲覧2023.5.5)。

(7) カリリオン破綻までの経緯並びにキングマン報告書については、金賢仙(2020)が詳しい。

(8) 公益事業体(Public Interest Entities)とは、規制市場での取引が認められている有価証券を発行する会社(規制市場上場会社)、および金融・保険業者であって平均従業員数500名超のものを指す。詳細は、川島(2019)。

(9) 現在は、従業員750名以上かつ年間売上高7億5000万ポンド以上の大規模私会社及び有限責任リミテッド・パートナーシップ(LLP)も含むとする改正案の提出が見込まれている(Response paper: 9)。

② CMA 報告書

CMA 報告書は、FTSE 350社の監査委員会の有効性を高め、会計監査の品質を包括的に改善するための提言を多岐に渡って行っているが、本稿では、特に監査委員会の質的向上についての箇所を取り上げる⁽¹⁰⁾。前述のとおり、2018年版UKCGコードの規程3は、監査委員会委員長と主要株主とのエンゲージメントを要求しているが、その報告件数は2022年のFRCのレビューにおいて0件であったなど、コードが要求する役割を果たせていないことが伺える。

CMA 報告書は、目的の一つとして、会計監査役の選定及び監視が、技術的専門知識のみならず、懐疑心や挑戦という形で、品質に焦点を当てたものとなるようにすることを掲げており（para 4.4）、監査委員会を規制機関（ここではARGAを指す）の監視の対象とすることを提言している（提言1）。そのために、規制機関に対して、（a）会計監査役の選任及び監視に関する最低基準を会社に義務付け、（b）最低基準の遵守を監視し、（c）必要に応じて是正措置を講じることのできる権限を付与するよう国務大臣に要求している（para 5.17）。また、規制機関の権限として、監査委員会に対して、会計監査役候補の選定プロセスが上記の最低基準をどのように遵守したかを簡潔に報告することを義務付け（para 5.19）、一定の場合には監査委員会に対して情報提供および報告を要求し、必要に応じて規制機関から監査委員会または監査プロセスの他の部分にオブザーバーを配置できる権限を付与することを通じて、遵守の効果的な監視ができるようにする必要があるとしている（para 5.21⁽¹¹⁾）。また、発見された問題の是正措置を講ずる際には、パフォーマンスの低い監査委員会と高い監査委員会の両方に対して、調査結果または調査結果の概要の公表を求める、監査委員会に書面を送付し、不備のある分野を具体的に指摘する、例えば年次株主総会において監査委員会及び会計監査役に異議を申し立てるために必要な情報を、株主に提供する、といった権限を規制機関に付与することが必要であるとしている（para 5.22）。

この改善提案は少なくともFTSE350社の監査委員会に適用すべきであると提案されており、また公益事業体などのより広い対象会社にも適用できないか検討されている（para 5.24）。これらの提案は、2018年版UKCGコードの規程3後段部分に対するエンフォースメントとして、少なくとも監査委員会については機能するものになると思われる。

③ ブライドン報告書

ブライドン報告書は、従来の意義における会計監査役に対して、多様な側面からの包括的監査を行うことを提案しているが、ここでも特にUKCGコードに関連する内容について取り上げる。ブライドン報告書は、監査契約中は、会計監査役が一連の職業的原則に従って行動するだけでなく、会計監査役と交流する企業幹部も、監査の役割、目的、運営を理解することが重要であると述べる（para

(10) CMA 報告書における提言は、主にFTSE350社の監査委員会に焦点を当てているが、非上場会社を含むそれ以外の企業にも有益であるとされている（Para 4.11）。

(11) オブザーバーの配置権限については、政府による意見聴取を経て、権限を付与しない方針が固められている（Response paper: para 7.1.14）。

6.7.1)。このため、会計監査役と対話する企業の人々が何らかの形で会計資格を持つときは⁽¹²⁾、会計士団体が、企業幹部と会計監査役のそれぞれの責任についてより良い理解を確保するために、監査に関する教育を取り入れることを推奨しており、また、会計士協会は、社外取締役を含め、会計監査役と広く接する社内の非会計士に対して、適宜、研修を提供することも可能であると述べている（para 6.7.2）。これは、非業務執行取締役の知識と見聞を深め、取締役会における役割の強化につながる施策であると思われる。

(2) チェックボックスアプローチを回避するためのコードの改訂

投資家の行動の問題に対する対応として、スチュワードシップ・コード（以下「UKSSコード」という）、企業の行動の問題に対する対応としてUKCGコードの見直しがそれぞれ挙げられている。

UKSSコードについては、キングマン報告書において、単に決まりきった報告を促すだけのものであるなら、その廃止を真剣に検討すべきであるとされた（Kingman: 提言42）。その後、2020年にUKSSコードの改訂が行われ、それに伴い署名機関リストのリセットが行われている。

統合コードは2010年にUKCGコードと名称を改め、2018年までに4回改訂されている。中でも2018年版UKCGコードは、これまでのコードの形式を大幅に変更し、18の原則と41の規程に整理され、2019年1月1日以降に開始する事業年度から適用されている（2018年以降、UKCGコードの改訂は行われていない）。2018年版UKCGコードの冒頭には、「企業はチェックボックスアプローチを避けるように」という記載が加えられた。これは、統合コードの時代には機関投資家に対して向けられていたものであるが⁽¹³⁾、この記載の追加からして、規程の削減や補助原則の削除は同アプローチの回避を期待して行われたのではないかと分析されている（Mujih 2021-①:45）。

さらに、2019年のReddyの論文は、更なるコードの改訂に言及している。Reddyは、2016年までのUKCGコードが複雑化の一途を辿ったことにより、チェックボックスアプローチが助長されてきたことを指摘している（Reddy 2019: 701）。そのため、2018年の改訂に対して一定の評価を与えているものの、まだ不十分であるとし、コード全般をより簡潔にするための改訂案を提示している。改訂の方向性を大別すると、①一部の柔軟性が不要か、不遵守を表明することが考えられないような内容については削除し、必要ならば法律や上場規則で規定する、②法律やコードの他の規程と重複するものは削除する、③疑似的に強制要件（pseudo-mandatory requirements）の形を取っている規程は削除す

(12) イギリスには複数の会計士資格認可団体があり、例えば、イギリス会社法1212条に規定される認可監督団体としては、Association of Chartered Certified Accountants (ACCA)、Chartered Accountants Ireland (CAI)、Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW)、Institute of Chartered Accountants of Scotland (ICAS) がある。FRC, Recognition of RSBs and RQBs. <https://www.frc.org.uk/auditors/professional-oversight/oversight-of-audit/recognition-of-recognised-supervisory-bodies-and-r>（最終閲覧2023.5.5）。

(13) 2003年版統合コードE.2補助原則。和訳として、中村＝上田（2005）がある。またE.2の内容は2006年版、2008年版統合コードにおいても同様。

るか、ガバナンス構造の例という形で取り上げる、となる。

①については、例えば取締役役に独立した判断を求める規程7が挙げられる。規程7の不遵守の表明は、イギリス会社法173条の違反となるため、不遵守を表明する者はいないと述べる (Reddy 2019: 707)。②については、監査委員会に関する規程は、EU指令の結果実施された強制的な要求事項であり、すでに本規程とは別に定められた要件と重複しているとしている (Reddy 2019: 708)。③については、例えば、前述した議長とCEOの分離を規程から削除することを提案する。これによって、一個人が支配的であってはならないという基本原則に立ち戻って物事を考える機会を上場会社に与えることができると主張する。また、二つの役割を分けることによる不利益、例えば権力闘争や、リーダーシップ責任の不明瞭さといったものが、利益を上回るケースも会社によってはあると考えられ、そのような場合は、挑戦的で尊敬を集める非業務執行取締役を支えられた上級独立取締役が存在することの方が、議長とCEOの役割を分離することよりも（一個人が支配的であってはならないという）基本原則を満たすことができると述べている。加えて、この規程の削除が直ちに議長とCEOの兼任を広めることにはつながらないとし、その理由として、キャドバリー報告書においては議長とCEOの役割分担が明示的に要求されていないにもかかわらず、キャドバリーコードの発表後3年以内に、相当数の上場会社が二つの役割を分担したと報告したことを挙げている (Reddy 2019: 711-712)。そのほか、上級独立取締役の設置の有無や、非業務執行取締役の独立性の基準などの削除にも言及しており、これらは例としてガイダンスに移すべきであるとしている。また、取締役会の独立性の要素が会社の個々の状況にとって適切であるかや、取締役会がいかなる根拠で特定の取締役を独立と判断しているかについて、より多くの情報提供を会社に求めるべく基本原則を修正し、これに基づき、株主が取締役会の独立性判断に同意するかどうかが決定できるようにすることが、より良い仕組みであるとしている (Reddy 2019: 712-714)。

FRCは、2024年1月1日以降に開始する事業年度から適用される新コードを、2023年に協議する予定であることを明らかにしている (FRC 2022-①: para 15)。これはARGAへの移行に伴う権限強化を反映したものであり、全面的な改訂を意図するものではないとされるが、同時に、他の報告要件との重複をなるべく避けることで、報告負担の軽減を目指すとも説明されていることから (FRC 2022-②: 3)、Reddy論文の提案のような規程の削除やガイダンスへの移行が行われる可能性は高いと思われる。

(3) ガイダンスの公表

実際にどのようなCG報告が望ましいのかを示すために、前出のとおりFRCはUKCGコードについてのレビューを公開しており、2018年版UKCGコードについてのレビューは2020年から公開している。このレビュー報告書は、単なる統計資料ではなく、現在どのような問題があり、どのように改善すべきかが説明されている。具体的に良い例がどのようなものであり、どのようなものが悪い例なのか、実際のCG報告からの抜粋や、どの点に注意して作成すべきかについての考え方やキーメッセージが掲載されて、CG報告の作成に際してガイダンスとなるよう配慮されている。

(4) イギリスの動向の整理

イギリスでは現在に至るまで、UKCGコードの形式的な遵守が問題視されており、形式的な遵守を表面的に行うことよりは、コードの規程の不遵守を開示することが奨励されている。例えば、前出のFRCの2022年のレビューにおいては、コード規程の不遵守を開示する上場会社が増えたことに対し、コードの「遵守または説明」方式の柔軟性を活用する企業が増えていることは喜ばしいことであると記載されている（FRC 2022-②:6）。

2018年のカリリオン破綻に端を発する報告書は、主として財務報告の信頼性に対する監査の強化を中心として取り上げているが、その監査と規制はCG報告にも及んでいる。

非業務執行取締役についても、監査委員会を構成する非業務執行取締役を中心に、新たな義務を課す案が示されており、その義務が履行されない場合には、法執行権限を付与されたARGAによって、罰金や、資格の一時停止といった処分が科されることになるのであろう。これらの提案事項の実施には法改正を要するものが少なくないが、すでにFRCのARGAへの改組は決定しており⁽¹⁴⁾、現在は、三報告書のどの内容を実施するか、実施時期をいつにするかの議論を経て⁽¹⁵⁾、ARGAの活動は2023年4月より開始されることが予定されている⁽¹⁶⁾。また、ブライドン報告書は2025年にその進捗を一般に公表することを提案している⁽¹⁷⁾。

むしろ法的規制によるデメリットが考えられないわけではない。例えば、監視・監督機関の導入により、投資家が規制機関の判断に依拠し、自らはエンゲージメントを行わないといったことが考えられる。エンゲージメントコストを可能な限り削減したいと考えている投資家が、新たな規制機関の下で引き続きエンゲージメントを行うことを保証する枠組みは存在していない。UKSSコードがそれに該当するかもしれないが、こちらも自主規制の枠組みに存在する手法であり、エンゲージメントを行わないことに対する強力な罰則等は存在しない。実際、キングマン報告書においてもUKSSコードは効果的ではないと言われている（Kingman: 8）⁽¹⁸⁾。むしろ、署名機関として認定されないことが十分な制裁となるような枠組みの構想が必要であるとも考えられる。もっとも、イギリスの状況についていえば、（機関）投資家はキングマンが悲観するほどエンゲージメントを行っていないわけではないかもしれない⁽¹⁹⁾。UKSSコードの見直しはUKCGコードの見直し後に行われることが予定されているた

(14) Department for Business, Energy & Industrial Strategy, Restoring trust in audit and corporate governance (2021.3.18)

<https://www.gov.uk/government/publications/restoring-trust-in-audit-and-corporate-governance/restoring-trust-in-audit-and-corporate-governance>（最終閲覧2023.5.5）。

(15) 前述の内容の他、例えば、CMA報告書に挙げられた、大手監査法人と他の監査法人との共同監査についての案は、見送られている。

(16) IPE, FRC officials detail ARGA transition timetable, upcoming workplan priorities (2021.9.24) <https://www.ipe.com/news/frc-officials-detail-arga-transition-timetable-upcoming-workplan-priorities/10055122.article>（最終閲覧2023.5.5）。

(17) 国内におけるブライドン報告書の紹介として、見玉（2020）など。

(18) 同報告書は2020年のUKSSコード改訂前のものである点に留意する必要がある。

(19) 「英国FRCステュワードシップ・コードの署名機関「合否」発表（前編）」<http://stewardship.or.jp/cgcord/frclist1/>（最

め、今後も注視していく必要がある（FRC 2022-①: para 17）。

4. 日本におけるコードの形式的遵守への懸念と対応策

最初に述べたとおり、JPCGコードの遵守率は高い。独立社外取締役に焦点を当てて、具体的な数値を挙げれば、2022年7月14日時点ですでに92.1%のプライム市場上場会社が3分の1以上の独立社外取締役の選任を行っている⁽²⁰⁾。さらに、任意の指名委員会はプライム市場上場会社の79.7%で設置（法定を合わせると83.6%）、任意の報酬委員会は81.6%で設置（法定を合わせると85.5%）されている。前年の任意の指名委員会設置率は63.1%、任意の報酬委員会設置率は67.2%である。加えて、プライム市場上場会社は、任意の指名委員会・報酬委員会について独立社外取締役過半数を基本とするよう求められているが（補充原則4-10①）、任意の指名委員会については88.7%、任意の報酬委員会については88.2%が社外取締役過半数となっている（データの制約の関係で独立しているか否かは区別されていない）。またいずれも、2/3以上が社外取締役である委員会の割合も50%を超えている。

しかし、日本においてもコードの形式的遵守が行われているのではないかという懸念はある。以下、具体的な数値や有識者会議の発言などから問題点をとり上げ、対応策について考察する。

(1) 統計データから分析されるコードの形式的遵守

2021年7月～8月に実施されたコーポレート・ガバナンスに関する調査によれば⁽²¹⁾、社外取締役が指名・報酬分野に関与しているか否かは、委員会設置の有無により大きく差があり、「社長・CEO選解任への意見提言」は委員会ありで33%、なしで5%、「後継者計画への意見提言」は委員会ありで36%、なしで4%、「役員報酬制度への意見提言」は委員会ありで66%、なしで20%となっている⁽²²⁾。指名委員会等設置会社を除く任意の委員会の設置率は、指名委員会が65%、報酬委員会が69%となっており⁽²³⁾、任意設置の委員会のうち独立社外取締役が過半数である割合は、指名委員会が78%、報酬委員会が76%である⁽²⁴⁾。しかしながら、うち、実質的な決定権があるのは、2021年度調査で、指名委

終閲覧2023.5.5)によれば、FRCは2021.9.6に署名機関リストをリセットした。これにより、これまで300機関ほど存在していた署名機関のうち、新たに合格とされたものは125機関となったが、今年になり、235機関まで回復した。これは、予算規模で40兆7千億ポンドが、2020年版UKSSコードに基づいて運用されていることを意味する（FRC 2022-③:9）。

(20) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2022年7月14日時点）」<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgcu000006jro6-att/nlsgcu000006jrqr.pdf>（最終閲覧2023.5.5）。

(21) 伊藤＝茂木＝吉田＝山田＝藤田（以下「伊藤ほか」という）（2022）。

(22) 伊藤ほか・前掲（注21）11頁、図表11。

(23) 伊藤ほか・前掲（注21）16頁、注8。データが前述の東証のものより古い点に注意。

(24) 伊藤ほか・前掲（注21）11頁。

員会が1%、報酬委員会が7%にとどまる⁽²⁵⁾。指名委員会については、委員会の役割についての開示が比較的高水準であるものの(80%)、審議対象者の範囲(28%)、委員会の権限の程度(27%)など、活動の実態を把握できるような内容が開示されていないと指摘されている。加えて投資家からは、指名委員会に期待されている役割として、社長、CEOの業績評価(82%)、後継者計画(70%)が挙げられているが、実際審議されている割合はそれぞれ33%、42%である⁽²⁶⁾。報酬委員会についても、投資家は経営戦略・経営上のKPI(重要業績評価指標)との整合性を最も重視(84%)しているが、実際にプライム市場選択会社の任意の報酬委員会で審議されている事項として、経営戦略と報酬ポリシーの整合性を挙げる企業は24%にとどまる⁽²⁷⁾。

このように、独立社外取締役や独立社外取締役を中心とした委員会は存在している一方、委員会に権限が委譲されていないなど⁽²⁸⁾、形式的な遵守となっている可能性を窺わせる点が存在する。

(2) 有識者会議におけるコードの形式的遵守に対する懸念

金融庁により設置された、「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」⁽²⁹⁾議事録には、形式的な遵守を懸念する声が記録されている。その例として、2022年のものを挙げる⁽³⁰⁾。同議事録においては、JPCGコードは、企業経営の細部に至る要請であるため、企業の形式的遵守によって改革が形骸化することを懸念する声がある旨(廣川メンバー発言)や、コードを細分化すべきでないと批判する声が挙がっている旨が記載されている(大場メンバー発言)。また、東京証券取引所の遵守率重視の資料に対する意見もあり(小口メンバー発言)、同様に、機関投資家の形式的な対応に対する問題の指摘(武井メンバー発言)や、議決権行使助言会社の影響を考慮すべきといった意見(翁メンバー発言)がみられる。社外取締役に關しても、社外取締役の兼任は、おごりな議論を提供することになり、これも一種のコードの形骸化であるという指摘(川北メンバー発言)があり、時間的コミットメントの重要性が指摘されているなど、日本においてもイギリスと同様の問題があることが窺われる。

(3) 形式的遵守に対する対応策

上記議事録の発言にもあるとおり、前出の東京証券取引所の資料においては、遵守率の記載はあるものの、説明を選択した上場会社の説明内容等には言及しておらず、このため非常に簡潔な資料と

(25) 伊藤ほか・前掲(注21)12頁、図表12。

(26) 伊藤ほか・前掲(注21)12頁。

(27) 伊藤ほか・前掲(注21)12頁。

(28) 上場会社が採用する機関構造が指名委員会等設置会社に限られていない以上、任意設置の委員会にまで実質的な決定権限を求めるのは難しい側面もある。

(29) 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』の設置について」(2015.8.7) <https://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20150807-2.html> (最終閲覧2023.5.5)。

(30) 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27回)議事録」(2022.5.16) <https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20220516.html> (最終閲覧2023.5.5)。

なっている⁽³¹⁾。日本にはイギリスと異なり、FRCに相当する機関が存在せず、東京証券取引所が遵守状況を年次開示しているのみであるため、形式的な遵守が問題であるという認識が企業側に伝わりにくい可能性がある。そもそも、遵守率のみのレポートが作成されていることは、企業に対して、東京証券取引所自体が、「遵守または説明」方式が持つ、多様な上場会社が自社に合ったガバナンス構造を選択できるという側面を重視していない、という誤解を与える危険性があるのではないだろうか。

加えて、JPCGコードの構造的な問題点も考えられる。例えば、原則4-8においては、原則の中に独立社外取締役の員数要件（取締役会の構成員の3分の1以上）が含まれている。JPCGコードの場合、UKCGコードの規程に相当する位置づけは存在しない。JPCGコードでは、原則についても説明を行うことで不遵守が可能であるため、原則がUKCGコードの規程に該当するとも考えられるが、原則という用語からは、説明する状況を特別の例外と捉えているような印象を受ける。実際、コードの原則には、ガイドラインとしてではなく、数値が示されていることから、それを遵守するという形式的な対応になるとの指摘がなされている⁽³²⁾。前述したように、コードの数値目標の削除についての議論はイギリスにもみられるが（Reddy 2019）、原則を抽象性の高い、絶対遵守の項目として切り分け、数値目標については遵守方法の一例として位置づけるといった形にすることで、コードの理念を前面に押し出すような形にコードの構成を変更するといった方法も考えられるだろう。

むしろ、イギリスにおけるコードの歴史はおよそ30年にも及んでいるのに対し、JPCGコードの歴史はおよそ7年であるという点から、CGコードの理念を検討する段階にはいまだ達していないという指摘もありうるかと思われる。コーポレートガバナンス・コードが十分に浸透していない途上国においては、たとえその構造が特定の企業にとって最適なものでもなく、ガバナンスが不十分な企業の最低水準を引き上げるために有用であるとの指摘もある（Reddy 2019: 705）。日本をガバナンス途上国であると考えれば、まだ、コードの精神や非業務執行取締役の判断の独立性といったものを考慮する段階ではなく、このままでよいという理解もありうるのだろう。

しかしながら、リーマン・ショック後のイギリス国内における議論を考慮するなら、このような形式的なガバナンス構造をとった取締役会が機能しないことは想定できる。そのため、早々に上場会社のコーポレート・ガバナンス報告書（以下「CG報告書」という）の中身を評価する段階へと移行することも考慮する余地があろう。先に述べたとおり、現在の東京証券取引所の資料は遵守率を強調していると指摘されているため、何らかの公的機関が、FRCに倣って、上場会社のCG報告書の評価や、不遵守の場合にどのような説明が必要となるかといったガイダンス的要素を含んだレビューを、定期的に作成・公表することを求める必要があると思われる。

加えて、上場会社のCG報告書の透明性を追求する上では、任意設置の指名委員会・報酬委員会が具体的にどのような権限を有し、それがどのように行使されているかについて、明確にする必要があ

(31) 東京証券取引所・前掲（注20）。

(32) 金融庁・前掲（注30）翁メンバー発言。

と思われる。各委員会の具体的な権限とその行使状況についての記載がなされれば、それに伴う責任も明確となることが期待できる⁽³³⁾。

規制機関の設置についても一考の余地がある。現在、日本取引所グループの違反行為の公表措置には、CG報告書の内容に変更が生じた際の変更後の報告書提出を怠った場合も含まれているが（有価証券上場規程419条、508条）、JPCGコードの趣旨・精神の尊重を怠ったとしても公表措置の対象とはならない（同445条の3）。これは何を怠った場合と判断するかについて指標を定めることが難しいからであると思われるが、445条の3についてはエンフォースメントが働かない状態にあるということもできる⁽³⁴⁾。このため、CG報告書の不全を是正する何らかの権限を持つ機関を設けることが望ましいのではないかとと思われる。もっとも、強制措置としては、非公式な警告と、それによる改善が見られない場合における公表措置といったものが妥当であろう。これは、イギリスにおける大企業の不祥事のような、大きな出来事が無い状態で強力な権限を持つ機関を整備することは現実的でないことに加え、国民性として恥の観念が強いと思われるわが国では、名指しでの公的な警告は一定の抑止力を持つと思われるからである。

5. むすび

本稿では、イギリスにおけるUKCGコードの形式的遵守の問題について、非業務執行取締役に関連するテーマを中心に取り上げ、日本への示唆について考察した。この考察を通じて、日本においても形式的遵守が行われており、現在の東京証券取引所の姿勢がそれを助長しているのではないかと懸念を示した。また、社外取締役が中心となって構成される任意設置の委員会については、その権限と役割を明確にすべきであることを述べた。大きな不祥事が発生し、強力な権限を持つ規制機関を設置すべきかといった議論が必要になる前に、よりソフトな形でJPCGコードが有効に機能するような制度的環境を整備していくことが望ましいのではないかとと思われる。

(33) 現在、「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案において、コーポレート・ガバナンスに関する開示に、取締役会や指名委員会・報酬委員会等の活動状況（開催頻度、具体的な検討内容、出席状況）などの記載を求める改正案が公表されている（金融庁「「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案の公表について」（2022.11.17）<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20221107/20221107.html>（最終閲覧2023.5.5））。

(34) 東京証券取引所有価証券上場規程509条1項3号に上場違約金に関する包括規定が存在するが、これを同上場規程445条の3の違反に適用するには、やはり指標の問題が存在すると思われる。また、509条1項3号の445条の3の違反に対する適用についての議論は、本稿の射程外である。

引用文献

- 伊藤邦雄・茂木美樹・吉田陽佑・山田慶子・藤田大介「新上場区分への移行を踏まえたCGコード対応の現状と展望—ガバナンスサーベイ二〇二一の結果をもとに—」商事法務2290号（2022）4頁以下。
- 川島いづみ「非財務情報の開示と開示規制—イギリスにおける非財務情報に関する開示法制の進展」上村達男先生古稀記念『公開会社法と資本市場の法理』（商事法務，2019）487頁以下。
- 金賢仙「英国における財務報告の法執行制度の設計—キングマン報告書とFRCの改組の提言—」グローバルマネジメント第3号（2020）81頁以下。
- 児玉恵子「英国『監査の品質及び有効性に関する独立レビュー（ブライドン報告書）』の概略」会計・監査ジャーナル776号（2020）62頁以下。
- 中村信男・上田亮子訳「イギリスのコーポレート・ガバナンスに関する改正統合規範（2003年7月）」比較法学38巻2号（2005）209頁以下。
- 野田博「『遵守せよ，さもなければ説明せよ』原則の考え方と現実との乖離をめぐる一考察」ソフトロー研究第8号（2007）1頁以下。
- 林寿和「機関投資家による集团的エンゲージメントはどのようなときに成立するのか：ゲーム理論を用いた理論的考察」日本経営倫理学会誌第27号（2020）235頁以下。
- Brav, Alon, Malenko, Nadya and Malenko, Andrey, (2022) Corporate governance implications of the growth in indexing, *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 30718*.
- Brydon, Donald, (2019) Independent Review into the Quality and Effectiveness of Audit (Brydon report).
- Committee on Corporate Governance, (1998) COMMITTEE ON CORPORATE GOVERNANCE: Final Report (Hampel report).
- Competition & Markets Authority, (2019) Statutory audit services market study: Final report (CMA report).
- Department for Business, Energy & Industrial Strategy, (2022) Restoring trust in audit and corporate governance: proposals on reforms (the Response paper).
- FRC, (2021) Review of Corporate Governance Reporting.
- FRC, (2022) - ① Position Paper Draft Restoring Trust in Audit and Corporate Governance.
- FRC, (2022) - ② Review of Corporate Governance Reporting.
- FRC, (2022) - ③ Review of Stewardship Reporting 2022.
- Hannigan, Brenda, (2011) Board failures in the financial crisis—tinkering with codes and the need for wider corporate governance reforms (Part 1), 32(12) *The Company Lawyer* 363.
- Grant Thornton, (2017) Corporate Governance Review.
- ISS, (2021) United Kingdom and Ireland Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations.
- Keay, Andrew, (2014) Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight?, 34(2) *Legal Studies* 279.
- Kingman, John, (2018) Independent Review of the Financial Reporting Council (Kingman report).
- MacNeil, Iain and Li, Xiao, (2006) “Comply or explain”: market discipline and non-compliance with the combined code, 14(5) *Corporate Governance An International Review* 486.
- Mujih, Edwin, (2021) - ① Do not Simply Tick the Box: The Effectiveness of the Corporate Governance Code 2018 in the Absence of an Implementation Mechanism, 42(2) *The Company Lawyer* 43.
- Mujih, Edwin, (2021) - ② Corporate Governance Reform and Corporate Failure in the UK, 42(4) *The Company Lawyer* 109.
- Reddy, Bobby V., (2019) Thinking Outside the Box – Eliminating the Perniciousness of Box-Ticking in the New Corporate Governance Code, 82(4) *The Modern Law Review* 692.
- Walker, David, (2009) A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities: Final recommendations (Walker report).