

## G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則の改訂ポイント

約 10 年ぶりの改訂となった企業統治分野における唯一の国際基準

金融庁 総合政策局 総務課 国際室 国際企画調整官 深見 健太  
課長補佐 金江 麻耶

今年9月9日から10日にかけてインドのデリーにて開催されたG20サミットにおいて、「G20/OECDコーポレート・ガバナンス原則」(以下、原則)の改訂が承認された。原則は、企業統治分野における唯一の国際基準であり、G20メンバー国やOECD(経済協力開発機構)加盟国を含む53カ国が準拠している<sup>1</sup>。改訂は約10年ぶりであり、その内容も多岐にわたる。本稿では、原則改訂の背景や主な内容について概説する。

### サステナビリティ関連の枠組み構築の必要性

OECDは、今回の原則改訂に当たって、2021年6月から8本のディスカッションペーパー等を公表し、資本市場の構造変化やコーポレートガバナンスが果たすべき役割の変化を分析している<sup>2</sup>。これらに加えて、コーポレートガバナンスに関する主要な論点について50カ国の規制枠組みを一覧にまとめた「OECDコーポレートガバナンスファクトブック」も、21年6月に公表した。

こうしたディスカッションペーパーやファクトブック等の成果が、原則の改訂作業に取り入れられ、議論の土台を提供した。これらの中で指摘されている主なポイントは次の3点である。

第一に、サステナビリティ関連のコーポレートガバナンスの枠組みを構築する必要性である。

50年までにカーボンニュートラル社会へ円滑に移行するためには、公的な資金動員だけでなく、民間の資金動員も不可欠である。OECDによれば、サステナビリティ関連の投資は世界的に増加を続けており、機関投資家のエンゲージメントにおいても

<sup>1</sup> 1999年にOECDコーポレート・ガバナンス原則が策定された背景や2015年にG20首脳会合において同原則が承認された経緯については、『コーポレートガバナンスと企業・産業の持続的成長』(商事法務)の第1編第2章「OECDコーポレートガバナンス原則の変遷」(野崎彰著)を参照。

<sup>2</sup> “The Future of Corporate Governance in Capital Markets in following the COVID-19 Pandemic,” OECD, 2021, “Climate Change and Corporate Governance,” OECD 2022, “Corporate ownership and concentration”, OECD, 2022, “Gender diversity on company boards and in senior management,” OECD, 2022, “The role of board-level committees in corporate governance,” OECD, 2022, “Digitalization and corporate governance,” OECD, 2022, “Institutional investors and stewardship,” OECD, 2022, “The role and rights of debtholders in corporate governance,” OECD, 2022

サステナビリティは極めて重要な論点になっている。20年に機関投資家のエンゲージメントに当たって特に重要な項目を調査したところ、取締役会の構成や経営陣の報酬よりも、気候変動や人的資本を優先事項とした機関投資家の数が多い結果となっている<sup>3</sup>。

サステナビリティ関連では、国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB) が開示基準の国際的な枠組みを整備しつつある<sup>4</sup>。だが、コーポレートガバナンスのその他の主要論点 (取締役会の責務、ステークホルダーの役割等) についても、グローバルに参照される枠組みを提示する必要性が高まっている。

### 株式保有の集中化や新たな課題への対応

第二に、上場会社の株式保有の集中化である。

伝統的には、上場会社の株式保有構造を集中型と分散型で分類する議論もあるが、一部の少数株主が上場会社の意思決定に重要な影響を与える構造が、今や世界で共通して見られる。20年末時点で92の市場に上場している2万5,000社以上の株式保有状況を分析した結果、株式保有数上位3者が合計で30%以上の株式を保有するケースが、社数ベースで全体の約7割を占めることが分かっている。逆に上位3者が10%未満の株式を保有しているケースは、欧州、米国、日本では各市場で2%未満の上場企業数にとどまる。

第三に、15年の前回改訂以降に生じた新たな課題への対応である。

デジタル社会が進展している中で、サイバーセキュリティの重要性が高まっている。コロナ禍で、リモートによる株主総会への参加を確保する必要性も明らかになった。

事業環境が急速に変化し、企業の抱えるリスクも多様になっている中で、取締役会レベルの専門委員会の設置も広がっている。伝統的な委員会 (監査、報酬、指名) の中には、監査委員会の設置は国際的に普及しているほか、新たなタイプの委員会 (技術・革新委員会、戦略委員会、リスク管理委員会等) の設置も見られる。

また、多様性の確保も重要な課題である。集団浅慮に陥らずに取締役会や経営陣の機能を強化するため、構成員の多様性確保に向けた取り組みが各国で進められている<sup>5</sup>。

### サステナビリティに関し新章を創設

上記に示した三つのポイントを踏まえ、改訂作業が行われた。主な改訂内容を紹介したい。

---

<sup>3</sup> “Climate and Corporate Governance,” OECD, 2022

<sup>4</sup> ISSB は 23 年 6 月に一般的なサステナビリティ開示および気候開示に係る二つの基準を最終化。今後 2 年間に優先的に取り組むべきテーマについての意見募集を 9 月 1 日まで実施した。

<sup>5</sup> 詳細は、“OECD Corporate Governance Factbook 2021,” OECD, 2021 参照。

まず今回の原則改訂で最も重要なものの一つが、サステナビリティに関する新たな章の創設である(図表)。

〔図表〕 G20/OECDコーポレート・ガバナンス原則の章立て

	改訂前の章立て	改訂後の章立て
第1章	有効なコーポレートガバナンスの枠組みの基礎の確保	有効なコーポレートガバナンスの枠組みの基礎の確保
第2章	株主の権利と公平な取り扱いおよび主要な持ち分権利	株主の権利と公平な取り扱いおよび主要な持ち分権利
第3章	機関投資家、株式市場その他仲介者	機関投資家、株式市場その他仲介者
第4章	コーポレートガバナンスにおけるステークホルダーの役割	開示および透明性
第5章	開示および透明性	取締役会の責任
第6章	取締役会の責任	持続可能性および強靱性

(出所) 筆者作成

改訂前の原則は、第2章以下の各論では、開示に関する章を除き、コーポレートガバナンスで重要な役割を果たす主体別に章立てがなされていた。既存の章立てを維持したままサステナビリティに関する新たな記述を各章に追加していく方法も考えられたが、今回の改訂でサステナビリティというテーマで新たな章を創設したことの意義は小さくない。

これは原則において、他の章(株主の権利、取締役会の責任、開示等)と同様の比重がサステナビリティに置かれたことを示唆している。改訂後の原則では、前文においてコーポレートガバナンスの政策目的が三つ掲げられているが、資本市場の利用拡大や投資家保護と並んで、企業(ひいては社会全体)の持続可能性と強靱性の向上が政策目的として明示された。

以下、新たな章における原則の内容を俯瞰する。

- 取締役会の責務として、ガバナンス慣行・開示・戦略・リスク管理・内部統制システムの検討・監視・方向付けを行う中で、気候変動リスク等が自社の事業活動にもたらすリスクと機会を適切に考慮すべきである(原則 6・C)
- サステナビリティ関連開示については、合理的な投資家が投資判断に当たって重要と考える情報を開示し、一貫性・比較可能性・信頼性を確保すべきである(原則 6・A)
- いわゆる「重要性(materiality)」の判断については、投資家の企業価値評価や投資・議決判断に影響を及ぼすと合理的に判断される場合に重要であると考慮され得る(原則 6・A・1)
- 企業が社会や環境に与える影響については、それが企業価値に影響を及ぼすと期待される場合に重要と判断され得る(原則 6・A・1 注釈)
- サステナビリティ関連開示の独立した第三者による保証については、段階的な導入を検討すべきである(原則 6・A・5)

●コーポレートガバナンスの枠組みは、企業の事業戦略等に関連する範囲で、企業・投資家・ステークホルダーがサステナビリティの課題について対話することを許容すべきである(原則 6・B)

### 国・地域により異なる株式保有集中化の状況

主な改訂内容の二つ目は、上場会社の株式保有集中化への対応である。前述のとおり、上場企業の株式保有は少数の株主に集中している。もっとも、そうした支配的株主の属性は国・地域によって異なる。

例えば、米国・英国・日本では機関投資家による株式保有が増加しており、米国では 20 年末時点で上場企業の約 68%の株式を機関投資家が保有している。

こうした中で、大手機関投資家が選好するインデックス型投資は、株式管理コストを低減させ一般投資家に裨益するものである。だが、銘柄の入れ替えはほとんど行われず、投資先へのエンゲージメント(投資先の調査・対話、議決権行使に向けた準備等)に係るコストとベネフィットを勘案すると、エンゲージメントを行うインセンティブが相対的に低いとされる。

以上を踏まえ、今回の原則改訂では、コーポレートガバナンスの枠組みは、機関投資家による投資先へのエンゲージメントを促進させるべきだとしている(原則 3・A)。

また、15 年の前回の原則改訂以降、多くの法域でスチュワードシップコードが導入されていることを踏まえて、投資先企業へのエンゲージメントを促進するツールとしてスチュワードシップコードの導入を例示した(原則 3・A注釈)。

ただし、スチュワードシップコードは、多様な投資戦略を前提として、順守自体が任意である。エンゲージメントの在り方を機関投資家自身が選択できる柔軟性も備えているが、実効性の確保が課題として指摘されている。この点について、英国ではFRC(財務報告評議会)が、スチュワードシップに係る活動・開示のベストプラクティスを公表しており、機関投資家のエンゲージメントを一定の方向に導く取り組みを進めている。こうした取り組みについても原則改訂で明記された(原則 3・A注釈)。

一方、インドやインドネシアを含むアジア新興国等では、他の企業が上場会社の支配的株主となっているケースが多い。事業活動の拡大・国際化により、企業グループ構造は一層複雑化・複層化する傾向にあり、関連当事者取引や資本関係について透明性が減じれば少数株主の利益が害される恐れがある。

そこで今回の原則改訂では、次のような内容が盛り込まれた。

●企業グループが株主の公平な取り扱いを害するリスクを生じさせる可能性を踏まえ、企業グループをモニタリングする必要がある(原則 1・H 注釈)

●企業グループが多くの場合、複雑な構造を持ち、子会社が複層化していることから、グループ構造を開示すべきである(原則 4・A・3)

●企業グループは、関連当事者取引が本来持つ不透明性をさらに高める可能性があるため、企業グループにおける関連当事者の特定が適切になされるように特別な

考慮が必要である(原則 4・A・7 注釈)

- 取締役会は、グループワイドのリスク管理や統制システムについて、適切な報告をどう確保するかを検討しなければならず(原則 5・D・8 注釈)、コーポレートガバナンスの枠組みは、取締役会が子会社等の活動について重要な情報が入手できるようにすべきである(原則 5・F 注釈)
- 独立取締役の「独立」の判断において、例えば、グループ内の企業からの一定の独立性を求めることを考慮すべきである(原則 5・E 注釈)

### デジタル化やサイバーリスクへの対応も

最後にその他の新たな課題への対応に関する改訂内容について紹介する。

まずデジタル化への対応については、株主総会への株主のリモート参加は、株主の参加コストを削減し投資先企業へのエンゲージメントを高める観点から許容されるべきとした(原則 2・C・3)。ここでの株主のリモート参加は、完全なバーチャル株主総会だけでなくハイブリッド形式の株主総会も含む(同注釈)。また、物理的に参加する場合に比べて経営陣に対する株主の質問権行使やエンゲージメントを損ねないように配慮すべきだとしている(同注釈)。

また、サイバーセキュリティリスクは取締役会が対処すべきリスクとして特に重要であることを追記している(原則 5・D・2 注釈)。

取締役会レベルの専門委員会については、監査委員会(またはそれと同等の機能を果たす機関)の設置の検討を特に求めている(原則 5・E・2)。また、社債権者の権利行使に関する一般的な規定が追加された(原則 6・D・6)。

多様性の確保については、取締役会は、その構成がジェンダーを含む多様性の観点からも適切なものであるかを定期的に評価すべきだとしている(原則 5・E・4)。

なお、従前より、原則は独立取締役の人数等について定量的な基準を示してきていない。今回の原則改訂においてもこの方針は維持されており、取締役会や経営陣における男女比率等についても定量的な基準は示していない。

\* \* \*

今後は改訂原則を実効的に実施していくことが重要となる。OECDには引き続き世界のコーポレートガバナンス改革において指導的な役割を果たすことが期待されている。

(本稿の見解・意見に係る部分はすべて筆者らのものであり、所属する組織の見解を示すものではない)

#### ふかみ けんた

09年金融庁入庁。総務企画局信用制度参事官室、OECDへの出向などを経て22年7月から現職。

#### かなえ まや

15年財務省入省。主計局調査課、国際局開発政策課などを経て22年7月から現職。