

米国・EUにおけるコーポレート・ ガバナンス・ルール見直しの動向について

2012年1月

コーポレート・プラクティス・パートナーズ

関 孝哉

ルール見直しは第3フェーズへ

➤ 第1フェーズ(90年代)

- 英国のマクスウェル事件をきっかけとした Code of Best Practice の制定および Comply or Explain 原則の採用 (Cadbury Report, 1992)
- 取締役会構成の改革、社外取締役による監視機能強化、および機関投資家の関与など、外部統制＝企業組織のあり方が中心課題

➤ 第2フェーズ(00年代)

- エンロン、パルマラット事件等をきっかけとした取組み。米国サーベンス・オクスリー法など、欧米諸国では内部統制の規制が進められた

第3フェーズの争点

- 08年の金融危機がきっかけ
 - 金融機関の経営や報酬、格付け機関のガバナンス、会計監査人に対する規制強化、機関投資家の責任などが中心課題
 - 企業の統制に加え、これを評価する外部組織の統制も視野に入れる
- ドッド・フランク法の制定(アメリカ)
- グリーンペーパーによる意見集約と制度化の検討(EU)

ドッド・フランク法のガバナンス

- 役員報酬を株主総会の議案とする
 - ‘Say on Pay’ および報酬制度のレビュー頻度の決定
- 委任状制度の民主化
 - 株主は取締役選任議案に「反対票」を投ずることが可能になり、選出に過半数の賛成を条件とする動きも
 - ドッド・フランク法は株主指名取締役候補者を会社が作成する委任状説明書へ記載することを容認
 - 企業側ロビイストの反対にあうが、民主化は前進

2011年アメリカの株主総会

➤ 会社提案

- 報酬制度勧告議案は、概ね高い支持率を得る
- 報酬レビュー頻度は1年毎とする提案に支持が集中
- 社外取締役選任議案では、兼職数が争点

➤ 株主提案

- コーポレート・ガバナンスに関するもの（報酬制度、取締役会運営等）と、社会・政治・環境問題に関するものとの分類される
- コーポレート・ガバナンス提案に対する賛成率（会社方針に反対とするもの）は平均37.0%である一方、社会・政治・環境問題への賛成率は平均16.2%にとどまった

2011年アメリカの株主総会

ダウ工業平均指数構成会社30社における議決権行使結果

	議案数	決議条件	平均賛成比率(%)
独立会計監査人選任	29		98.4
取締役選任(社内取締役を対象)	32		97.2
取締役選任(社外取締役を対象)	321		95.8
役員報酬決定(勧告決議)	28		86.1
		1年を選択する	77.2
役員報酬決議頻度の選択	27	2年を選択する	2.0
		3年を選択する	20.7
その他役員報酬制度の決定	13		91.2
その他の議案	7		97.1
株主提案(社会・政治・環境関連)	56		16.2
株主提案(ガバナンス関連)	36		37.0

各社の臨時報告書(Form 8-K)から作成

2011年アメリカの株主総会

ダウ工業平均指数構成会社に対する Calpers および CREF の行使状況

	Calpers (%)	CREF (%)	Calpers, CREFともに反対した議案の数*
独立会計監査人選任	100.0	100.0	0
取締役選任(社内取締役を対象)	90.6	100.0	0
取締役選任(社外取締役を対象)	88.5	99.7	0
役員報酬決定(勧告決議)	85.7	89.3	2
役員報酬決議頻度の選択(1年を選択)	100.0	100.0	0
その他役員報酬制度の決定	100.0	100.0	0
その他の議案	100.0	100.0	0
株主提案(社会・環境・政治関連)	57.1	19.6	10
株主提案(取締役会等ガバナンス関連)	94.4	19.4	7

* 株主提案においては、双方ともに賛成した議案の数
CalpersのウェブサイトおよびCREFの行使報告書(N-PX)より作成

社会問題への関心レベルは投資家間で異なる

➤ DOLによる受託者責任の新たな解釈

- 08年10月、連邦労働省(DOL)は、フィデュシヤリー(受託者責任を負う受託者)は、議決権行使にあたり、経済的価値のみに係る要素を考慮するものとし、加入者および受益者の退職所得の利益を「関連しない事項」に劣後させてはならないとの解釈を示す。

➤ 投資家の社会的責任への関心は一様ではない

- 社会・環境対応に積極的な企業に投資するファンドは多いが、パッシブ運用におけるエンゲージメントや議決権行使の基準としての活用はあまりみられない
- 判断の参考に利用できる基準がない、との指摘もある
- ガバナンスと社会問題の線引きはどこに…

関連する取り組み

- **会計監査人の独立およびローテーション**
 - PCAOBは会計監査人のローテーションや独立性を確保するための方策について意見を求めるコンサルテーションを開始
- **議決権行使助言会社に対する規制**
 - SECは助言会社に発生しうる利益相反、分析レポートの品質、所有と議決権行使の実態の分離がもたらす弊害を問題視、規制を検討
 - 助言会社がSECの登録機関とされた場合、情報開示、利益相反状態の開示、法令遵守プログラムの策定、内部者情報の管理などが規制対象とされる
 - 連邦労働省(DOL)も同様の規制を検討

EUのルール見直し動向

➤ EUのガバナンス取り組みの手法

- 欧州会社法(2004年)は、従業員参加制度のEU全域への適用とあわせて規則化
- ここ10年間は、2001年設置の会社法専門家によるハイレベル・グループの枠組み(Winter Report)をベースとして財務報告、情報開示、取締役の責任、社外取締役による監督機能強化、報酬、議決権行使制度改革、買収ルール、会計監査人の項目ごとに検討が進められ、指令により施策が実行された
- 10年間からの課題は Report of Reflection Group としてまとめられた

➤ コーポレート・ガバナンスに関するグリーンペーパー

- 金融機関および報酬関連(2010年6月)
- 財務諸表の信頼回復と監査市場の強化(2010年11月)
- コーポレート・ガバナンスの枠組み(2011年4月・・・金融機関GPを一般事業会社へ拡大)

金融機関向けGP諮問項目と寄せられたコメント

➤ 取締役兼職数の上限設定

- 任務に割く十分な時間は必要だが、兼職数上限を規制として設定することには否定的

➤ CEOと会長職の分離

- 賛成多数だが、分離がもたらす効果に懐疑的な意見も

➤ 専門性およびジェンダー・ダイバシティ

- 個人の専門性より取締役会全体のレベルアップが望ましいとする意見が多い
- ダイバシティ強化への賛同は多いが、数値基準の設定を求める意見は少ない

金融機関向けGP諮問項目と寄せられたコメント

- 取締役会を評価する外部機関の設置
- 取締役会に「リスク委員会」を設置すること
 - 賛成多いが、報告は取締役会全体としてなすべきとの意見も
- 取締役報酬に関する規律
 - 2009年に示された報酬に関する勧告にてカバーされるとの意見多数
 - スtockオプションはその効果を評価しながら、開示を強化すべき
 - 従業員による報酬方針決定への参加に対しては、幅広い賛成は得られていない

金融機関向けGP諮問項目と寄せられたコメント

- 会計監査人との連携
 - 会計監査人との連携を肯定する意見多数
 - 監査人に対するGPはローテーション、独立性、4大および中小監査法人の共同監査などについて検討を促す
- 機関投資家の義務
 - 機関投資家による議決権行使方針および行使結果の開示を指示する意見は多い
 - 機関投資家向け code of best practice に賛成する意見は多い
- 金融機関のCGに関して機関投資家の対話を促進するために
 - 国境間の議決権行使を容易にするための施策
 - 長期保有を促進する報酬体系の定着

ガバナンスGP諮問項目と寄せられたコメント

- 取締役会会長とCEOの職務分離
 - 賛成は多いが、規制ではなく勧告にとどめるべきとの声も多い
- 取締役構成員の多様性（経験、スキル、ジェンダーなど）
 - 賛否拮抗
 - ダイバシティ方針の開示には賛成が多い
 - ジェンダー・ダイバシティへの賛成は多いが数値基準の設定には否定的
- 非業務執行取締役の兼務制限
 - 3から5社を妥当とするものが多いが、規制には否定的

ガバナンスGP諮問項目と寄せられたコメント

- 定期的な外部評価（一般社会、証券取引所、コンサルタント等による）の実施
 - 賛成がやや上回る
 - 正規な手続きによる評価は、ステークホルダーに有益とする賛成も
 - 評価は取締役の義務であって、評価機関の規律を問題とする声も

- 報酬方針および個別開示の義務化
 - 賛成多数。株主総会における決議を勧告ではなく、義務とする点についても推進すべきとする意見もある

- リスクに関する取締役の責任
 - 現行の規制はすでに有効とする意見が多い

ガバナンスGP諮問項目と寄せられたコメント

- 投資家のショート・ターミズムおよび長期投資を促進する手段
 - 長期投資が望ましいとする意見の拡がりに伴い、ショート・ターミズムの問題点について意見を求める
 - 長期投資を促す施策として、運用会社のインセンティブを長期投資と連動させる策などが例示、また、議決権の加重、取締役解任権の見直しなどを長期保有と連動させる案も
- 機関投資家に向けた規律強化
 - 英スチュワードシップ・コードのような規範が好ましいとの意見
 - EU規制、あるいは自主規制などへの賛同。また、親会社からの独立性強化についても、現行の利益相反ルールの維持または強化を求める声がある

ガバナンスGP諮問項目と寄せられたコメント

- 議決権行使助言会社に対する規制の必要性
 - 利益相反の回避や透明性、事務体制の開示を求める意見が多い
 - 機関投資家が助言会社のサービスを利用する傍ら、助言会社は発行会社との直接対話に消極的で、結果的に発行会社と機関投資家とのエンゲージメントの阻害要因となっている点の指摘も
- 発行会社による実質株主判明メカニズムの法制化
 - 発行会社や機関投資家などから過半数の賛同
 - 現行の透明性指針あるいは国レベルの規制で対応可能とする声も

ガバナンスGP諮問項目と寄せられたコメント

➤ 少数株主の保護

- すでに確保されているとの意見が多い。少数株主の意見を反映させやすい累積投票制度や株主選任取締役制度などの策を求める声も

➤ 従業員持株制度の促進

- 賛成が多数だが、会社の自主性に任せるべき

➤ CG報告の品質向上に向けた監督機関の設置

- 過剰規制との立場から反対多数

EU各国間のガバナンスの共通点

- 会社は法人であるとの概念。出資者から所有権が移転された財産の管理に当たる者の責任をどう考えるか、という点
- 株主は証券化された会社の財産を所有するのであり、会社の所有者ではないが、管理人を選ぶとされる
- 株式会社はもともと勅許制、設立自由化とともに権限の分配の観点と監督機能の強化のため、ガバナンス体制は民主的なものが望ましいとされた

EU各国間のガバナンスの相違点

- 取締役の責任に対する発想は、信託を慣習として持つ国と、そうではない国との間で少し異なる
- 資本主義経済の発展のずれは、ガバナンス組織の変種(二層取締役会制、従業員の経営参加)を生みだす
- もともと、法人実存説(会社の法人性を重視、従業員や地域社会は巨大化した会社に依存)を重視する傾向が強かったが、アメリカの影響を受け、企業契約論(会社は契約の束であり、各契約は市場価格で決定される)の発想が広がる

EUガバナンスの合意形成および方向性

- ハイレベル・グループからグリーンペーパーへ
 - 専門家による検討項目の提示および方向付け (Winter Report) から、検討内容の方向性について広く意見を求める方法へ
- EU域内の意見集約をどのように進めるか
 - 従業員の経営参加、欧州会社法の制定、買収規制、などで意見の相違が表面化、合意に時間がかかる。この結果 Opt-in や Opt-out が増え、本来EUが目指す Harmonisation からは距離が
 - Reflection Group は、域内クロスボーダー移転、グループ企業のガバナンスなど欧州会社制度の拡充、長期投資の促進に言及
 - 欧州モデル会社法も検討

EUガバナンスの合意形成および方向性

- 外部から企業や株主を監視する機能の強化
 - 格付け機関、金融機関、会計監査人、機関投資家など、コーポレート・ガバナンスの領域と完全に一致するものではない分野の規制との連携も課題に
- 課題に対応するため、取締役の責任は一層重要に
 - リーダーシップと取締役会の構成、アカウンタビリティと外部、内部監査との連携、報酬・指名決定プロセス、ナレーティブ(コーポレート・ガバナンス方針等の記述)などが対象
 - 外部機関との関わりも取締役の責任

EUガバナンスの合意形成および方向性

- 取締役会に対する更なる規制強化よりも、自らの責任認識を
 - Comply or Explain 原則の更なる効果を追求し、取締役会に一層の役割認識を求める
 - すでに独立社外取締役が大半を占める取締役会の行動をさらに確固たるものとするため、その多様性や、一般社会の声に一層敏感になる姿勢を求める
 - Behaviour rather than organisation
 - Effectiveness rather than independence

- ショート・ターミズムへの批判と投資家の役割
 - 投資家による長期投資の阻害要因および長期投資を促進するインセンティブについて検討
 - インセンティブを得る株主の役割強化も

ガバナンスの共通認識

- 民主主義社会における株式会社制度
 - 1株1議決権は、1人1票とは異なる。有限責任などのメリットを享受した会社において権限の分配と監督機能の強化のため、ガバナンス体制は民主的なものが望ましいとされた
- 巨大化した株式会社の規律
 - 経営判断は取締役の責任であり、株主など外部は介入すべきではない。しかし金融機関救済、原油大量流出、原子力発電所事故などのリスクは、株式会社が扱う範囲を超える
 - 投資家をはじめとするステークホルダーはこのような事態にどう対処すべきか
- 米国・EUの取り組みは、株式会社と国家との境界を再検討する方向へ
 - 取締役報酬は所得格差の議論へ発展、政治問題化。国家の関与が明確に
 - 企業を外部から評価・監視する立場の者に対する監督の強化

参照資料等

各機関のウェブサイト

SEC	http://sec.gov/rules.shtml
PCAOB	http://pcaobus.org/RULES/Pages/default.aspx
DOL	http://www.dol.gov/ebsa/
EU	http://ec.europa.eu/internal_market/top_layer/index_45_en.htm
FRC	http://www.frc.org.uk/corporate/

関孝哉「株主総会議決権行使を取り巻く環境変化と議決権行使助言会社」

旬刊商事法務1947号(2011年11月)

〃「欧州会社法と主要欧州企業の対応」

旬刊商事法務1829号(2008年4月)

〃『コーポレート・ガバナンスとアカウントビリティ論』 商事法務(2008年11月)