

英国コーポレートガバナンス・コード改訂に関する一考察 -カルチャープロジェクトの影響とステークホルダー重視の動き-

A Study of Revisions to the UK Corporate Governance Code 2018 The Impact of the Culture Project and the Influence of Strengthening Stakeholder Consideration

林 順一
Junichi Hayashi

(論文要旨)

英国のコーポレートガバナンス・コードが、2018年7月に大幅に改訂された。今回は主として、(1) ステークホルダーの利益考慮、(2) 適切な企業文化の構築、(3) サクセッション（後継者計画）とダイバーシティ、(4) 役員報酬、に関する改訂がなされた。本稿ではこのうち、(1) と (2) に関して、改訂の背景・経緯とその内容などについて検討した。

今回のコード改訂は、企業の短期主義の弊害や不祥事の発生、ブレクジットとメイ首相の登場などを背景として議論が進められたもので、FRC によるカルチャープロジェクト、政府・議会下院の委員会によるステークホルダーとの関係強化などに関する議論を通じて、コードの改訂内容が固まっていた。改訂コードには、企業文化を考慮することの重要性、ステークホルダーの利益を考慮することの重要性が謳われているが、それらは抽象的な記載に留まっていることから、企業が今後、改訂コードに基づいてどのように対応するのかが重要であり、これらの分析を進めることを今後の課題といたしたい。

(Abstract)

The UK Corporate Governance Code was revised in July 2018. The main changes include workforce and stakeholders, culture, succession and diversity, and remuneration. In this paper, I analyse the backgrounds and history of discussions regarding stakeholders and culture.

Brexit and Prime Minister Theresa May's policies, in addition to short-termism and misconduct of companies, are the main motivations of the Financial Reporting Council's (FRC) Culture Project, the Government's Green Paper, and the House of Commons' Report on Corporate Governance. The concept of the revised Code was fixed through these discussions. In this Code, although the importance of corporate culture and stakeholders is emphasized, the description is not specific. Therefore, the important points are the actual application by corporations, that is, how to apply the Principles and Provisions of the Code to actual business. These are the subjects I would like to investigate in the near future.

1 はじめに

2018年7月に、英国コーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」という）が大幅に改訂された。CGコードは、1992年のキャドバリー報告書以降、時代の要請に対応して都度必要な改訂が行われている¹。今回は、金融危機や不適切なガバナンス・不正によってステークホルダーが不利益を被る事態に陥ったこと、ブレクジットとメイ首相の登場、などを背景として、CGコードの改訂が議論された。

今回の主な改訂点は、(1) ステークホルダーの利益考慮、(2) 適切な企業文化の構築、(3) サクセッション（後継者計画）とダイバーシティ、(4) 役員報酬、である。本稿ではこのうち、(1) ステークホルダーの利益考慮と (2) 適切な企業文化の構築に関して、改訂の背景・経緯とその内容などについて検討する²。

ステークホルダーの利益考慮や適切な企業文化の構築は、古くて新しい論点である。これがなぜ今、どのような形で英国において議論され、CGコードに反映されたのか、を明らかにすることが本稿の目的である。この観点から本稿では、FRC（Financial Reporting Council）³、英国政府や英国議会の報告書などの概要を時系列的に整理・検討することを主として行った。それぞれの報告書の内容を、ニュアンスを含めて明らかにする観点から、訳出している部分もあるが、これらはすべて本稿の趣旨に関連する部分の要旨を意識したものであり、逐語訳ではないことをあらかじめお断りしておく。

英国のCGコードは、わが国のCGコード制定に際して、1つの範となったものである⁴。英国の状況を理解することは、わが国の今後のCGのあり方を検討する上でも参考になると考えられる。

本稿の構成は以下の通りである。まず第2節で今回のCGコード改訂の概要を概観する。第3節でカルチャープロジェクトの概要と、それが今回の改訂に及ぼした経緯と影響について検討する。第4節でステークホルダー重視の動きと、それが今回の改訂に及ぼした経緯と影響について検討する。そして第5節で今後の課題について述べることとする。

2 改訂の概要

今回のCGコード改訂に関しては、2017年12月に改訂コード原案の提示・公表があり、市中からの意見などを踏まえて、2018年7月に改訂CGコード（2018年版）が策定・公表された。この改訂コードは、2019年1月1日以降に開始される会計年度から適用される。

今回の改訂は、明瞭簡潔（clear and concise）な表記を心掛け、CGコードをコンパクトで射的を射たものとする（shorten and sharpen）ことを企図している。また、長期にわたる持続的な企業の成功や企業に対する信頼回復に焦点を当て、ブレクジット以降も、グローバルな投資家にとって、英国資本市場が引き続き魅力的であることを確保するために行うものである。

まず今回の改訂が、ステークホルダーの利益考慮と適切な企業文化の構築、に焦点が当たっていることを確認する観点から、それらに関連する語句の使用が、CG コードの改訂前後でどの程度変動したかについて概観した（表 2-1 参照）。

表 2-1 から明らかなように、全体の分量がかなり圧縮されていることに加え、ステークホルダー関連の語句（stakeholder, workforce, society）と企業文化関連の語句（culture）がともに、改訂によって大幅に増加していることが分かる。

表 2-1 新旧 CG コードの比較（全体の分量と使用語句）

	改訂前 CG コード	改訂後 CG コード
	(2016 年版)	(2018 年版)
全体の分量	本文 30 頁	本文 15 頁
語句（記載箇所の数）		
stakeholder	1 箇所	6 箇所
workforce	0 箇所	14 箇所
society	0 箇所	2 箇所
culture	2 箇所	7 箇所

ここで、今回の CG コード改訂に至る一連の動きを概観しておく（表 2-2 参照）。詳細は第 3 節、第 4 節で検討する。

表 2-2 に基づき、CG コード改訂に至る流れを概観すると、まず企業が短期株主利益を過度に重視してきたことへの批判や、企業不祥事の多発によって企業に対する信頼感が喪失されたことなどを背景として、FRC によって 2015 年 10 月にカルチャープロジェクトが開始された。これは、問題の解決には、ルールや罰則（といった表層的な事柄）を強化するだけでは足りず、企業に深く根差した企業文化を変革する必要があるという問題意識に基づくものである。検討結果の報告書が 2016 年 7 月に公表され、そこで得られた知見が、CG コードの改訂に反映されている。

また、2016 年 6 月の国民投票によって EU 離脱が選択されたこと、ならびにその後に「責任ある資本主義」のスローガンを掲げたメイ氏が首相に選任されたこと背景として、政府（ビジネス・エネルギー・産業政策省）は 2016 年 11 月、ステークホルダーとの関係強化などを含む、会社法制の改正・見直しに関する Green Paper を公表した。そして 2017 年 8 月に市中の意見を集約したうえで、政府の結論を公表した。一方で、議会下院の委員会は 2017 年 4 月に CG に関する報告書を公表し、ステークホルダーの利益考慮に関する企業の報告義務の強化と、ステークホルダーから構成される諮問委員会や取締役会における従業員代表について、肯定的な意見を提示した。これらの検討を踏まえて、2018 年 7 月に会社法が改正されてステークホルダーの利益考慮の開示義務が強化されるとともに、FRC によって戦略報告書のガイダンスが改訂され、また CG コードが改訂された。

英国コーポレートガバナンス・コード改定に関する一考察
 —カルチャープロジェクトの影響とステークホルダー重視の動き—

表 2-2 CG 改訂に至る経緯 (概要)

	世の中の動き	FRC	政府・議会
2015 年	短期株主利益偏重への批判 企業に対する信頼感の喪失	10 月:カルチャープロジェ クト開始	
2016 年	6 月: EU 離脱国民投票 7 月: メイ首相就任 従業員代表の取締役選出 を提案 11 月: メイ首相演説 従業員の声を経営に反映 させる	7 月: カルチャープロジェ クト報告書公表 (健全な 企業文化の構築)	11 月: Green Paper 公表 (政府)
2017 年		12 月: 改訂 CG コード原案 公表	4 月: BEISC 報告書公 表 (議会) 8 月: Green Paper に対 する意見集約 (政府)
2018 年		7 月: 改訂 CG コード公表 7 月: 戦略報告書のガイダ ンス改訂 (開示義務の強 化)	7 月: 会社法改正 (ステ ークホルダー利益考 慮の開示義務)

3 カルチャープロジェクトの影響

本節では、FRC が実施したカルチャープロジェクトの概要と、それを反映した 2018 年 CG コードの改訂内容などについて検討する。

3.1 カルチャープロジェクト

本項では、FRC がカルチャープロジェクトを実施した背景、目的と実施主体などを概観したのち、このプロジェクトでの発見事項と成果について検討する。その際、今回のプロジェクトで示された企業文化の概念が、先行研究の企業文化の概念と整合的であることを指摘する。

3.1.1 カルチャープロジェクトの背景

FRC は 2015 年 10 月にカルチャープロジェクトを開始した。この背景として 2 点挙げる
ことができる。第 1 は、企業が株主の短期利益を過度に重視した結果、企業経営が短期主義
に陥ったことへの懸念である。FRC はカルチャープロジェクト報告書の序論で、概略以下

の説明をしている (FRC : 2016c).

2006 年会社法で示された、株主以外のステークホルダーに対する取締役会の責任に関し、英国の CG が適切に対応しているのかについて、疑問が提起されている。英国の CG の枠組みは株主第一主義であり株式資本主義の価値モデルである。このため、短期主義に陥っているのではないかという見方がある。

FRC の見解を示せば、英国の CG の枠組みは引き続き効率的かつ効果的であり、市場において多くのステークホルダーの利害を調整している。また、法令、規則そしてコードを組み合わせることによって、企業とそのステークホルダーが、彼らの目標や長期的な成功を追求することができる柔軟な枠組みを提供している。ただし、個別の成功は企業・投資家それぞれの精神・対応次第である。

本報告書では、長期的なビジネスや経済的な成功に、企業文化がどのような影響を及ぼしているのかという、ますます重要になってきている論点について検討する。

短期主義の弊害については、2012 年のケイ報告書 (Key Review) (Kay : 2012) の問題意識と根底のところ共通している。ケイ報告書では、主として、株式市場のカルチャーの改革が勧告されたが⁵、カルチャープロジェクトでは、企業のカルチャー (企業文化) に焦点を当てた検討が行われている。

第 2 の背景は、企業の不祥事の多発などにより生じた、企業に対する信頼感の喪失である。FRC はコーポレートガバナンスとステークホルダーシップに関する年次報告書の中で、カルチャープロジェクトの検討を行う理由の 1 つとして企業の失敗を挙げ (FRC : 2015)、企業に対する信頼感が依然低い水準に留まっていることを指摘している (FRC : 2017a)。また FRC は、カルチャープロジェクトを説明した資料で、概略以下の説明をしている (FRC : 2016d)。

企業の評判は、金融危機や数々の企業不祥事による悪影響から、いまだ回復途上にある。不適切な企業文化は、企業の評判にダメージを与え、株主価値に重大な悪影響をもたらす。いまや知的財産、顧客基盤、ブランドといった無形資産が企業価値全体の 80% を超えるまでになっている (40 年前は 20% 未満であった)。このことは、評判が毀損した場合 (reputational crisis) のインパクトが大きくなったことを意味する。これは取締役会にとって重要な課題である。取締役会は、企業文化と企業行動に影響を及ぼす要因を理解し、それらに影響を与える方法を見出さなければならない。

3.1.2 カルチャープロジェクトの目的

企業の短期主義や不祥事を防止するためには、ルールや罰則といった表層的な事柄を厳しくするだけでは足りない。企業に深く根ざした企業文化を変える必要がある。そしてその

役割は取締役会にある。そこでまず、現在、取締役会が企業文化をどのように位置づけているのかを把握し、そのうえで企業が健全な企業文化を構築する際に参考になる実践的な方法を示すことが重要である。このような認識の下で、カルチャープロジェクトが開始された。FRCはカルチャープロジェクトの目的に関して、以下の趣旨を説明している(FRC:2016e)。

このプロジェクトの目的は、企業文化と取締役会の役割に関する実態を把握し、取締役会がどのように企業文化を形づくり、根づかせ、評価することができるのかを理解し、そして良き慣行 (good practice) を特定し、それを促進することである。

3.1.3 実施主体など

カルチャープロジェクトは、2015年10月に開始され、2016年7月に報告書が公表された。このプロジェクトは、FRCを中心として、CIMA (Chartered Institute of Management Accountants), City Values Forum, the IIA (Chartered Institute of Internal Auditors), CIPD (Chartered Institute of Personnel and Development), 及びIBE (Institute of Business Ethics) が連携して行ったものである。その中で、英国の巨大企業の取締役会議長 (chairman), 最高業務執行取締役 (chief executive) や業界をリードする専門家など 250 余名に対するインタビューが行われた。このようにカルチャープロジェクトはかなり大規模なものであったと言える。なお、多くのインタビューが行われたことを反映して、報告書には、多くのエグゼクティブや専門家へのインタビューの要旨が散りばめられており、臨場感あふれる構成となっている。

3.1.4 企業文化に関する先行研究との整合性

まず、企業文化とは何かについて、1990年代に示された代表的な見解を概観する。Schein (1999) は、企業文化の本質は、一言で言えば、共有された暗黙の仮定であるとする (翻訳 26 頁)。すなわち、企業文化の本質は、集団として獲得された価値観、信念、仮定であり、組織が繁栄を続けるにつれて、それらが共有され当然視されるようになったものであると言う (翻訳 22 頁)。そのうえで、企業文化は非常に頑健であり改革が困難なこと、すべての環境における最高の企業文化や正しい企業文化など存在しないこと (企業の目的、環境に依存すること)、を指摘する (翻訳 23 頁)。

Kotter and Heskett (1992) は、企業文化は企業の長期的な経済的パフォーマンスに重大な影響を与えること、主要な経営幹部の選任方法や経営者・管理者のリーダーシップを重視する企業文化を有する企業は、そうでない企業と比較して、長期的には経済的なパフォーマンスが良好であることを指摘する。また企業文化を変革するのは容易ではないこと、変革には強いリーダーシップが必要とされることを指摘する (11-12 頁)。

このように、先行研究では、企業文化は集団として共有された暗黙の仮定であること、企業文化の良し悪しは企業の目的や環境に依拠すること、企業文化の変革には強いリーダーシップが必要であること、企業文化は競争力の源泉であること、が指摘されている。

これらの指摘は、今回のカルチャープロジェクトの考え方と整合的である。具体的には、カルチャープロジェクトでは、企業文化とは、企業がその活動やステークホルダーとの関係性の中で明らかにする、価値観、態度、行動の結合体（組み合わせ）であると言う。ここでのステークホルダーには、株主、従業員、顧客、供給業者、そして企業の行為によって影響を受ける幅広い地域社会や環境が含まれる（FRC：2016c）。

また唯一の正しい企業文化が存在するのではなく、それは企業毎に異なることを前提としたうえで、企業の目的、価値観、戦略と企業文化の整合性を重視している。そして企業文化を改革・定着させるのは、強い権限を有する取締役会であるとする（改訂 CG コードの原則 B、各則 2）。さらに企業文化は競争力の源泉であると指摘する（FRC：2016c）。

このように、今回のカルチャープロジェクトは、FRC がまったく新しい概念を導入したというものではない。むしろ、短期主義や企業不祥事の問題の解決のために、よく知られた企業文化という概念を用いて、検討を深め、その重要性を改めて広く認識させたものであると位置づけることができる。

3.1.5 カルチャープロジェクトでの主な発見事項

FRC（2016c）は、取締役会議長、最高業務執行取締役、投資家、そして幅広いステークホルダーや専門家の業界団体との議論を通じて、企業文化に関して以下の知見を得たとする。

(1) 企業文化の価値を認識すること

健全な企業文化は貴重な資産であり、競争力の源泉であり、そして長期的価値の創造・維持にとって極めて重要なものである。

(2) リーダーシップを示すこと

リーダーたち、特に最高業務執行取締役は、望ましい企業文化を具体的に表現し、これを企業のあらゆる階層に浸透させなければならない。

(3) オープンでアカウンタブルであること

あらゆるレベルで明瞭性と説明責任が重要である。ここには、企業がビジネスを遂行するうえで、幅広いステークホルダーの利益を尊重することが含まれる。

(4) 根づかせ統合すること

企業の価値観は、すべての従業員や供給業者に期待される態度として、伝達される必要がある。効果的に価値観を根づかせ、企業文化が評価されるようにするために、人事、内部監査、倫理、コンプライアンス、リスクを担当する部署には、権限とリソースが与えられるべきである。彼らからの意見は、取締役会においても重視されるべきである。

(5) 価値観とインセンティブを一致させること

パフォーマンスマネジメントや報酬制度は、企業の目的、価値観、戦略、ビジネスモデルと整合的な形で設計されるべきである。取締役会は、株主、従業員、その他のステークホルダーに対して、これらが整合的であることを明瞭に説明する責任がある。

(6) 評価, 測定, そしてエンゲージすること

使用される指標や測定方法は、企業にとって重要で、望ましい結果をもたらすものと整合的であるべきである。取締役会は、企業全体の活動を把握し、価値観との相違が生じた場合や適切な情報が必要な場合には、それらに適切に対処する責任がある。取締役会は企業文化を評価し、それを適切に報告するために、十分な資源を投下すべきである。

(7) スチュワードシップを实践すること

効果的なスチュワードシップには、企業文化にエンゲージ（積極的に関与）し、よりよい報告を促すことが含まれる。投資家は、企業に適切な企業文化を構築するよう促し、またそれを彼ら自身のカルチャーに反映させるべきである。

前述の通り、報告書には数多くのエグゼクティブや専門家のコメントが紹介されている。これらには実務の観点から企業文化の本質を突いたものが多い。ここでは、そのうちのいくつかの概要・要旨を以下で紹介する（FRC：2016c）。

○Alastair Lyons 氏（Admiral 社の取締役会議長）のコメント

我々の企業文化は企業を中心にあって、我々の差別化の源泉として認識されている。それは我々の最も大切な資産であり、取締役会は、企業が成長したり業務が複雑になったりしても、企業文化が決して変わることがないように、留意しなければならない。

○John Allen 氏（Tesco 社の取締役会議長）のコメント

企業文化に影響を及ぼすことは挑戦である。企業文化を変化させるためには、多くの時間と労力が必要である。

○John Watson 氏（Bellway 社の取締役会議長）のコメント

取締役会は価値観と企業文化（人々が他者をどのように扱うのか、サプライチェーンの中でどのように業務を行うのか、従業員とどのように協働するのか）を定め、経営者はそれを実践する責任を有する。

○David Tyler 氏（J Sainsbury 社の取締役会議長）のコメント

重要なことは、組織や組織の上立つ人々の実際の行動である。これは、企業文化や倫理方針を記載した多くのステートメントよりも、はるかに重要である。

○Antonio Horta-Osorio 氏（Lloyds Banking Group 最高業務執行取締役）のコメント

価値観は、取締役会でリスクアペタイト（リスク許容度）を議論する際の重要な要素である。また逆に、リスクアペタイトは企業文化の一部である。

○Andy Griffiths 氏（Investor Forum の業務執行取締役）のコメント

企業文化は、しばしば企業の内在的な価値観を最もよく示すが、企業文化を企業の報告書だけから評価するのは困難である。従って株主エンゲージメントが重要な役割を果たす。

○Chris Hitchen 氏（Railpen Investments 社の最高業務執行取締役）のコメント

（道徳上）正しい企業文化（right corporate culture）は、企業の持続可能な長期的パフォ

ーマンス、ひいては年金受給者の持続可能な年金支給にとって、極めて重要である。

○Ian Durant 氏 (Greggs 社の取締役会議長) のコメント

(企業文化の指標として) 従業員の転職率と顧客からの苦情を注意深く見ている。

カルチャープロジェクトの報告書の Appendix 1 には、8 社の好事例が掲載されている。ここではそのうちの 2 社の事例について、その要旨を簡単に説明する (FRC : 2016c)。

○Old Mutual Group の事例

・背景

2007/2008 年の金融危機を経て、同社は顧客をビジネスの中心に置くこととし、そのために価値観と企業文化が決定的に重要であることを認識した。

・アクション

同社は顧客第一主義などの 6 つの行動指針 (guiding behavior) を特定した。従業員はそれらの行動指針に沿って、定期的に評価された。

・効果

現状の企業文化と望ましい企業文化が一致するようになった。

○L'Oréal 社の事例

・背景

多くの海外スタッフに対して、4 つの倫理原則 (誠実性, 他者への配慮, 懸念の表明, 透明性) を定着させることを企図した。

・アクション

2009 年以降, 最高業務執行取締役が, 毎年特定の日, 全世界のスタッフから倫理的に懸念される問題についての質問を受け付け, それに対して, ウェブ上で回答 (ライブで中継) した。

・効果

組織全体に倫理に対する理解が広まった。

3.1.6 成果と効果

カルチャープロジェクトの報告書の目的は、企業文化に関連した取締役会の役割を巡る議論を活性化させること、そして取締役会が今何をしているかを自ら顧みるようにすること (FRC : 2016c) であり、それは一定程度達成されたといえる。また、2018 年版の CG コードにもカルチャープロジェクトの成果が反映されている。

FRC 議長の Winfried Bischoff 卿は、本プロジェクトの成果について、概略以下のように評価している (FRC : 2016e)。

○ FRC 議長の Winfried Bischoff 卿のコメントの要旨

健全な企業文化は、英国経済の価値を守り価値を創造することを通じて、英国経済の長期的な成功を導く。従って、危機の発生を待つのではなく、企業文化に継続的に着目していくことが重要である。頑健な企業文化によって、ストレスが強い変化の時代を耐え抜くことができる。

我々の調査を通じて、適正な価値観、態度、行動を支援し根づかせるためには、企業が全体的な目的（overall purpose）を確立することが決定的に重要であること、が明らかになった。

多くの個人、団体から、非常に肯定的な反応を得ており、これはこの議題が非常に重要であることを示している。英国の持続的な成長と長期的なビジネスの成功を促進する議論に参加いただいたすべての方々にお礼を申し上げる。

3.2 カルチャーに関するその他の検討

3.2.1 Grant Thornton による検討

Grant Thornton は、FRC のカルチャープロジェクトを踏まえ、2017 年に、2,500 人を超えるグローバルなビジネスリーダーやガバナンスの専門家の意見を聴取したうえで、頑健な企業文化を作り上げるための実践的な勧告を取りまとめた（Grant Thornton : 2017a）。参考になる事項も多いことから、概略を説明する。

Grant Thornton の取締役会に対する勧告は、以下の 4 項目から構成される。

(1) 企業文化を理解すること

(2) 企業文化を構築すること

行動規範を定める。

開かれたコミュニケーション・チャンネルを構築し、それを通じて企業文化を周知する。

(3) 企業文化をテストすること

実例に基づいて、企業文化が直面する問題の解決に役立っているかをテストする。

主要なステークホルダーの企業文化が、当該企業の企業文化と整合的であることを確認する。

(4) 企業文化を洗練し改善すること

取締役会は上級管理者との関係を密にし、上級管理者が企業文化をどのように理解しているのかを把握する。

取締役会のダイバーシティ強化の道を探る。

企業文化の変革を戦略目標の 1 つに位置づける。

企業文化が、現在と同様、企業の将来にとって適切であるかに着目する。

また Grant Thornton (2017a) は、英国での企業文化に関する議論が、「企業文化は重要か」から「不健全な企業文化は規律を損なう。それに対処するために取締役会は何ができるか」

に変化していると指摘する。そして検討を通じた発見事項として、企業文化は外部から押し付けることができないこと、真正かつ持続可能な企業文化は組織内において構築されるものであり、組織を構成する人々、製品、サービスによって具現化するものであること、を指摘する。

3.2.2 英国議会下院の委員会での議論

英国議会下院のビジネス・エネルギー・産業政策委員会 (House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee) (以下「BEISC」という) は、2017年4月に英国のCGに関する報告書を公表した (BEISC: 2017)。これは、英国のCGの枠組みが、企業が長期的視野で高質の意思決定を行うことを支援し、社会の幅広い利益を十分に考慮し、そして企業文化の変革などを通じて、企業が適正な行動をとることを可能にしているか、などについて検討した結果をまとめたものである。その報告書の中で、企業文化の変革に関しても若干の言及がなされているので、以下概観する。

報告書では、企業文化を確立し、組織のあらゆる階層に根づかせることが、取締役会の重要な役割であること、企業文化は、企業の置かれた環境や、取締役会や議長によって決定された企業の中心的価値観 (core value) に依拠すること、すべての企業において、企業文化はCGコードの意図と統合的な価値観や行動に基づくべきであること、が指摘されている (paras 10-12)。

そして、良い企業文化は簡単な測定に馴染むものではないし、空欄チェックの方法で実施されるものでもないこと、企業文化の変革は、政府、投資家、及び企業の長期的な目標であるべきであることが、指摘されている (para 12)。

これらの議論は、カルチャープロジェクトの議論と整合的であると言える。

3.3 企業の年次報告書での開示

英国企業が企業文化について、どのように理解し対応しているかを具体的に把握するため、英国企業が企業文化を年次報告書でどのように開示しているかについて検討する。年次報告書を分析したものは複数あり、それぞれ対象企業、対象期間が異なることから、結論に若干の相違はあるが、分析結果の方向性は (当然のことながら) 概ね一致している。

Grant Thornton (2018) は、FTSE350企業⁶の過去4年間の年次報告書の企業文化に関する開示を分析している。年次報告書でどの程度、企業文化や価値観が言及されているかについては表3-1に、年次報告書の中の取締役議長のメッセージの中で、企業文化や価値観がどの程度言及されているかについては表3-2に、それぞれ示される通りである。

表から明らかのように、2015年から2017年にかけて、年を追って、年次報告書で企業文化や価値観を言及する企業の割合が増加している。これは、FRCのカルチャープロジェクトの進捗 (2015年10月開始、2016年7月報告書公表) と対応している。この点、Grant Thornton (2017b) は、カルチャープロジェクトの影響が本格的に表れた2017年の年次報告

英国コーポレートガバナンス・コード改定に関する一考察
 —カルチャープロジェクトの影響とステークホルダー重視の動き—

書で、企業文化に関連した報告が大幅に増加していること、特に取締役会議長と最高業務執行取締役のメッセージにそれが見られること、を指摘している。

表 3-1 年次報告書における企業文化や価値観が開示されている程度 (%)

年 (注 2)	なし (None)	基本的開示 (Basic)	一般的開示 (General)	良好な開示 (Good)	詳細な開示 (Detailed)
2015	26.3	28.2	26.3	16.3	2.9
2016	13.6	34.7	31.8	16.9	2.9
2017	5.6	26.9	28.9	34.4	4.3
2018	5.7	28.4	32.9	29.3	3.7

(注 1) 対象は FTSE350 企業。

(注 2) 例えば 2018 は、2017 年 4 月から 2018 年 4 月に決算期が到来した企業の年次報告書。

(出所) Grant Thornton (2018) 22 頁。

表 3-2 年次報告書の実行取締役会議長のメッセージの中に、企業文化や価値観が含まれている企業の比率 (%)

年 (注 2)	なし	年次報告書 の冒頭箇所	CG レポート の箇所	両方の箇所
2015	77.9	11.9	9.6	0.6
2016	61.4	12.7	16.9	9.1
2017	43.6	14.1	27.9	14.4
2018	42.7	18.9	21.9	16.5

(注 1) 対象は FTSE350 企業。

(注 2) 例えば 2018 は、2017 年 4 月から 2018 年 4 月に決算期が到来した企業の年次報告書。

(出所) Grant Thornton (2018) 23 頁。

一方、2017 年から 2018 年にかけて、企業文化や価値観を十分に説明した（良好な開示＋詳細な開示）年次報告書の比率が減少している。また取締役会議長のメッセージに企業文化や価値観を含めている企業の比率もほとんど増加していない。この結果について、Grant Thornton (2018) は、(1) 従来の企業のカルチャー改革（企業文化の改革）へのコミットメントが心からのものではなかったことが、この残念な結果をもたらしていること、(2) 本当の改革をするためには、そしてそれが組織に根づき、測定可能なものにするためには、企業トップの強い、明示された、継続的なコミットメントが必要であること、などを指摘している。

その他、英国企業が企業文化について、年次報告書でどのように開示しているかについて分析したものとして、EY (2018)、Black Sun (2018)、FRC (2018e) がある。EY (2018) は、

FTSE350 企業を分析対象としたうえで、多くの企業が、企業文化を示すものとして、年次報告書で従業員転職率を開示しているが、投資家が知りたいと考えている従業員の転職理由は議論していないこと、を指摘している。Black Sun (2018) は、FTSE100 企業を分析したうえで、企業文化と企業戦略の関係を示したものは、2016年の13%からは増加しているものの、2017年はまだ28%に過ぎないこと、を指摘している。FRC (2018e) は、2015年に比較して2017年での企業文化に関する開示がかなり増加していること、2018年のCGコードの改訂や戦略報告書で求められる開示内容の拡充の影響を受けて、企業の開示がさらに充実することが期待されること、を指摘している。

3.4 CGコードでの対応

3.4.1 改訂前CGコード(2016年版)

改訂前のCGコード(2016年版)では、企業文化について2か所の記載がある。この内容は、CGコード(2014年版)と同一であり、カルチャープロジェクトの開始前の記載内容であると言える。その要旨は概略以下の通りである(FRC:2016b)。

○序文

4. 取締役会の重要な役割の1つに、企業の文化、価値観、倫理観の構築がある。取締役会が、正しい「経営トップの姿勢 (tone from the top)」を定めることが重要である。取締役は事例を通じ、よい行動規範が組織のすべての階層に浸透するようにすべきである。これによって、違法行為や非倫理的行為を防止し、企業の長期的な成功をもたらすことができる。

○A.3: 取締役会議長の項目の補助原則 (関連する一部分の抜粋)

取締役会議長は、取締役会において、自由闊達に議論ができるような企業文化を促進すべきである。

ここから明らかなように、カルチャープロジェクトの開始以前から、CGコードでは、企業文化の重要性、及び企業文化の構築・浸透に対する取締役会の役割が明確に示されていた。カルチャープロジェクトの内容を踏まえた改定後のCGコード(2018年版)では、この内容が詳細かつ具体的に明示されるようになったと言える。

3.4.2 改訂CGコードの原案提示

2017年12月に改訂CGコードの原案が示された(FRC:2017b,2017c)。FRCは改訂に際して、企業文化に関して概略以下の説明をしている(FRC:2017b)。

○企業文化

- 39 カルチャープロジェクトの報告書は、企業におけるカルチャー（企業文化）は、長期間にわたる持続可能なパフォーマンスをもたらす重要な構成要素であることを示した。健全な企業文化（**healthy culture**）が存在するところでは、組織全体が効果的に機能する。これが誠実さ、信用、長期的な成功そして究極的には信頼をもたらす。不健全な企業文化（**poor culture**）は、それ自体が重大なビジネスリスクである。
- 40 適切な企業文化（**appropriate culture**）を確立するために、取締役会は、企業の目的、戦略、そして価値観を定義し、企業の戦略を展開するためにどのような種類の活動を推進したいと考えているのかを検討しなければならない。これには、正しい企業文化（**right corporate culture**）を創造し、幅広い従業員とともに働き、企業の価値観と目的を戦略に適合させることが含まれる。企業文化に細心の注意を払うことは、長期的な成功や、信頼を確立することを促進する。

3.4.3 改訂 CG コード（2018年版）

関係者からの意見を踏まえて、2018年7月に改訂CGコード（2018年版）が公表された（FRC：2018a）。そこでは原則A及び各則2を中心に、企業文化に関する記載がある。なお、この記載内容は2017年12月に提示された改訂原案（FRC：2017c）と、概ね同様のものである。関連する部分の要旨は概略以下の通りである（FRC：2018a）。

○はじめに（Introduction）

企業は単独で存在しているものではない。成功した持続可能な企業が、雇用の場を提供し繁栄をもたらすことによって、我々の経済や社会を支えている。長期的に成功するために、取締役と彼らに指揮された企業は、幅広いステークホルダーとの良好な関係を構築し維持する必要がある。また、企業文化は、誠実さと寛容さ、価値観の多様性を増進し、株主や幅広いステークホルダーの視点に適切に対応するものであるべきである。

1. 取締役会のリーダーシップと企業の目的

○原則（Principles）

B. 取締役会は企業の目的、価値観、戦略を構築し、それらと企業文化が整合的であるようにすべきである。すべての取締役は、誠実に、事例を通じて、望ましい企業文化を促進しなければならない。

○各則（Provisions）

2. 取締役会は、企業文化を評価しモニターすべきである。企業の全般にわたる方針、実践、行動が、企業の目的、価値観、戦略と整合的でない場合には、経営者が適切な是正措置をとることを確認すべきである。年次報告書で、取締役会の活動と行動結果を説明すべきである。また、年次報告書には、企業の従業員への投資と報酬に関するアプローチの説明が含まれるべきである。

FRC は、改訂 CG コード（2018 年版）自体の記載をコンパクトにする一方で、同時にガイドランスを公表し、ガイドランスの方でコードの補足説明を行っている。ガイドランスに記載された、企業文化に関する主な補足説明は概略以下の通りである（FRC：2018b）。

まず、健全な企業文化（healthy culture）の構成要素として、以下の属性を挙げる。

○健全な企業文化の属性

- ・正直（honesty）
- ・寛容さ（openness）
- ・尊敬（respect）
- ・適用性（adaptability）
- ・信頼性（reliability）
- ・認識・承認（recognition）
- ・挑戦を許容すること（acceptance of challenge）
- ・説明責任（accountability）
- ・共通の目的意識（a sense of shared purpose）

取締役会は企業文化に問題が生じる兆しとして、以下に警戒すべきであるとする。

○企業文化に問題が生じる兆し

- ・サイロ思考
（筆者注）組織の中で他の部門や組織全体よりも、自分の部門のことだけ考えること
- ・支配的な CEO
- ・傲慢・尊大なリーダーシップ
- ・過大な目標設定
- ・情報へのアクセス手段の不足
- ・経営者・管理者と従業員の間での、意味のあるエンゲージメントが低調
- ・挑戦を許容することの欠如
- ・規制や倫理コードに違反することに対して寛容であること
- ・短期志向
- ・インセンティブの不整合

従業員は、企業文化を洞察する際の重要な情報源になるとして以下を指摘する。

○企業文化を洞察する際に重要な情報・情報源

- ・転職率と欠勤率
- ・社内教育の情報

- ・採用，報酬，昇進に関する決定
- ・非開示情報の活用
- ・内部通報・内部告発，苦情，率直な意見の情報
- ・従業員サーベイ
- ・取締役と上級管理職・従業員との相互交流
- ・健康・安全に関するデータ，ニアミスのデータを含む
- ・供給業者への支払いの即時性
- ・規制当局，内部監査，従業員への態度
- ・退職者面接

また，不健全な企業文化（poor culture）の原因を理解し，それを是正するための有効な手段として，根本原因分析があることを指摘する．

4 ステークホルダー重視の動き

本節では，ステークホルダー重視の動きと，それを反映した 2018 年 CG コードの改訂内容などについて検討する．まず今回の改訂議論で度々言及される 2006 年会社法 172 条（以下「172 条」ということがある）について，その制定の経緯と具体的な内容について検討する．そして今回の改訂の背景，政府の議論（Green Paper）や議会下院の委員会での議論（BEISC 報告書）を踏まえて，会社法の改正（ステークホルダー利益考慮義務の開示強化）と CG コードの改訂がなされた経緯とその内容について検討する．

4.1 2006 年会社法 172 条

4.1.1 ステークホルダーの位置づけを巡る 3 つの考え方

172 条（ステークホルダー利益考慮義務）の有する意味を理解するためには，ステークホルダーの位置づけを巡る考え方を整理する必要がある．CG において，ステークホルダーの位置づけを巡る考え方には，大別して，①株主第一主義（Shareholder Primacy Approach），②啓発的株主価値（Enlightened Shareholder Value, Inclusive Approach），③多元的アプローチ（Pluralist Approach）の 3 つの考え方がある．172 条は，このうちの啓発的株主価値の考え方を採用したものである．

ここで，これら 3 つの考え方を簡単に概観しておく．まず，株主第一主義の考え方は，取締役は会社の利益のために行動しなければならない，またここでいう会社の利益とは株主全体としての利益である，という英国における伝統的な考え方である（杉浦：2007）．この考え方は，米国のミルトン・フリードマンの「企業の社会的責任は利益を追求することだけである」（the social responsibility of business is to increase its profits）という有名な主張（Friedman：

1970) に端的に示される。

啓発的株主価値の考え方は、取締役は株主価値を優先して行動すべきであるが、それに止まらず、株主利益を向上させるために、従業員の利益やその他ステークホルダーの広範な利益を考慮する義務がある、という考え方である(杉浦：2007)。取締役の主たる目的は、あくまで株主利益のために会社を成功させることであり(大塚：2014)、株主利益とその他のステークホルダーの利益が衝突した場合には、株主利益を優先させることになる⁷。

多面的アプローチの考え方は、株主とその他のステークホルダーの利益を同格に扱い、利益が衝突した場合には、場合によっては、その他のステークホルダーの利益を優先させる、という考え方である(杉浦：2007)。この考え方は、わが国の伝統的大企業の経営者が有する、ステークホルダーの利益を重視するという考え方と整合的である。

4.1.2 172 条制定の経緯

2006 年会社法の改正に際して、従来は判例法で規律されていた取締役の一般義務について、制定法で規定することとなった。その中で 172 条には、会社の成功を促進するために、取締役は株主利益に加え、広範なステークホルダーの利益を考慮しなければならないこと、が明記された。

172 条は、企業の責任ある行動に対する厳しい批判の高まりを背景として、政府主導で会社法に追加されたものである。これは従来の判例法から当然に導かれる原則を記載したものではない(杉浦：2007)。1998 年に担当大臣によって設置された「会社法見直しのための委員会(Company Law Review Steering Group)」では、啓発的株主価値と多面的アプローチに基づくモデルが示され、議論が行われたが、結局、啓発的株主価値のモデルが採用されることになった。

多面的アプローチが否定された理由として、大塚(2014)は以下の 3 点を指摘する。第 1 は、多くのステークホルダーの利益を公平に扱うことの困難さと、経営陣に広範な裁量権を与えることへの懸念。第 2 は、多面的アプローチを採用する場合には、現行の CG の枠組みの大幅な変更と会社法の改正が必要となること。第 3 は、多面的アプローチによる取締役の義務には、法的強制力がないこと、である。

4.1.3 172 条の内容

172 条は、第 1 項で基本的な規律を定め、第 2 項と第 3 項で例外的な場合の規律を定めている。本稿では以下で第 1 項の概要を示す(全体の訳は大塚(2014)参照)。

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(すなわち株主全体)の利益のために、会社の成功を最も促進することができるかと誠実に考える方法に従って判断・行動しなければならない。その際に、以下の事項を考慮しなければならない。

- (a) 意思決定が長期的にもたらすであろう結果
 - (b) 当該企業の従業員の利益
 - (c) 当該企業と、供給業者、顧客その他の者とのビジネス上の関係を促進する必要性
 - (d) 当該企業の事業が、地域社会と環境に及ぼす影響
 - (e) 当該企業が、高い行動基準を有するという評判を維持することの望ましさ
 - (f) 当該企業の社員相互間（すなわち株主相互間）を公平に取扱うことの必要性
- (注) カッコ内は筆者の追記。

ここで論点となるのは、172条1項本文の株主全体の利益と、(b) (c) (d) 各号に示される他のステークホルダーの利益との関係である。結論を先に述べると、企業に対する具体的な規律や開示義務などの点で、本規定だけでは、ステークホルダー利益考慮に関して、十分な実効性を伴うものとはならなかったと言える。

まず本文から明らかのように、172条の主たる目的は株主全体の利益であり、その実現のために（手段として）(b) (c) (d) 各号に示される他のステークホルダーの利益が考慮されることになる。従って、取締役が172条の要素を考慮せずに意思決定を行ったとしても、それが株主全体の利益に資するものであり、会社の成功を促進する可能性があれば、裁判所が取締役の義務違反を認める可能性は低い（大塚：2014）。

また172条は主観的な基準による義務である（川島：2017）。株主全体の利益が何かという判断が広く取締役の裁量に任されていることから、他のステークホルダーの利益をどの程度考慮するかは、取締役次第である。取締役の選任が株主総会に委ねられていることを鑑みると、取締役が短期的な収益を重視する大株主の圧力に従わざるを得ないという問題を内在している（杉浦：2007）。

2013年の会社法改正により作成が義務づけられた戦略報告書⁸では、172条の義務の履行状況を株主が評価するために、企業は必要情報を開示するものとされているが、これはあくまで当該企業が自ら行う情報開示に止まり、義務の履行に関する実効的な **enforcement** 手段が用意されていないことから、実効性確保が課題とされていた（中村：2017）。

4.1.4 CGコードでの対応

改訂前のCGコード（2016年版）では、序文にステークホルダー利益の考慮についての言及があるものの、本文にはそれらへの言及がない。企業に対して具体的な規律を求める項目を示した **Comply or Explain** の対象として、ステークホルダーの利益を考慮することは求められていなかったと言える。このように、法律上は取締役にステークホルダー利益の考慮義務があったものの、その実効性が課題であった。

CGコード（2016年版）の該当部分の概要は以下に示される通りである。

序文

9. 法令上、会社は第一義的に株主に対して説明責任を負っており、また会社と株主間の関係が、本コードの主題である。一方で、会社はその他の資本の提供者（すなわち株主以外のステークホルダー）の貢献を認識すること、そして会社のガバナンスに関する全体的なアプローチに関連する限りにおいて、取締役会がそれらの資本の提供者（すなわち株主以外のステークホルダー）の意見に耳を傾けることに関心を持つことを確認すること、が奨励される。

（注）カッコ内は筆者の追記。

実際に、英国企業が年次報告書でこれらをどのように開示しているかの状況については、後述する（4.4.3（企業の年次報告書での開示）で検討する）。

4.2 ブレクジットとメイ首相の登場

今回の CG コード改訂に際して、FRC がステークホルダー重視のスタンスを明確に推進した背景には、ブレクジットとメイ首相の登場がある。英国では、2016年6月に欧州連合（EU）離脱是非を問う国民投票が行われ、EU 離脱が支持された。その責任をとってキャメロン首相が辞任し、後任として7月にメイ首相が選任された。

メイ首相は、与党・保守党の党首選のキャンペーンで、少数の特権階級のための政治ではなく、普通の労働者階級のための政治を目指すことを主張した。そして、従業員の代表者を取締役に加えるという公約を掲げた。この主張が支持されたのは、多くの英国国民が EU 離脱を支持した背景に（新自由主義の行き詰まりから生じる）格差問題に対する国民の不満があること、これに対処して社会を安定させるためには、労働者階級の利益を十分考慮する必要があるという（英国支配層を含めた）共通認識があったからであると考えられる。

その後、閣僚や経済界からの反発があり、メイ首相は、従業員の代表者を取締役に加えることを義務化する案をトーンダウンさせ、2016年11月の英国産業連盟（Confederation of British Industry）のカンファレンスで、義務化の旗を降ろし、（企業に利害関係を有する）従業員の声を経営に反映させることが重要であり、企業毎に適切な形態を採用すべきであるといった趣旨の発言を行った。

4.3 ステークホルダー重視に関する議論の経緯

以下では、2018年のCGコード改訂に影響を与えた政府と議会の議論について、それぞれ政府の Green Paper と議会下院委員会の BEISC 報告書に基づいて概観する。

4.3.1 Green Paper

4.3.1.1 Green Paper 公表

英国政府（ビジネス・エネルギー・産業政策省：Department for Business, Energy and Industrial

Strategy) は 2016 年 11 月に Green Paper を公表し、会社法制の改正・見直しに関する考え方を示した (DBEIS : 2016)。そこでは、経営者報酬、ステークホルダーとの関係強化、大規模非公開会社に対する規律について議論がなされている。メイ首相は、Green Paper の冒頭で以下の趣旨の説明を行っている。

○メイ首相の巻頭言の要旨 (抜粋)

政府は、特定の恵まれた少数の者のためだけでなく、すべての人々に有益な経済の構築を目指していく。

私は、企業と市場には、我々全体の繁栄を向上させる力があることを強く信じているが、一方で、人々の資本主義と市場への信頼を繋ぎ止めるためには、巨大企業は彼らの顧客、従業員、そして幅広い人々から信頼され続けることが不可欠である。

この Green Paper は、CG の改善を通じて、巨大企業を強固なものとする新しいアプローチを提示するものである。

ここでは Green Paper の議論のうち、本稿の議論と関係がある、ステークホルダーとの関係強化の部分について検討する。

まず、英国政府の問題意識と Green Paper 作成の背景として、すでに、会社法 (172 条) で、取締役の義務として、幅広い利害関係者の利益を考慮しつつ、株主のために企業を成功に導くことが明示されているが、これが必ずしも十分には実行されていないことが指摘される。そして、英国企業の将来の競争力をさらに向上させるために、従業員、顧客、そして幅広いステークホルダーとのエンゲージメントの体制を改善することが求められることから、その改善方法について検討する必要があるとされる。

そこで、従業員、顧客そして幅広いステークホルダーの声を、取締役会のレベルで取り入れるために、以下の 4 つの選択肢が提示された。(1) から (3) の選択肢は 172 条に直接関連するものであり、(4) の選択肢は戦略報告書に関連するものである (DBEIS : 2017)。

- (1) ステークホルダーから構成される諮問委員会 (stakeholder advisory panel) を構築する。
- (2) 既存の非業務執行取締役に、従業員などの主要なステークホルダーの声を代弁する役割を割り当てる。
- (3) ステークホルダーの代表者を企業の取締役に指名する。

なお、メイ首相が明らかにしたように、従業員代表者や他のステークホルダー代表者を取締役に指名するという「義務」を課すことはない。

- (4) ステークホルダー・エンゲージメントに関する開示義務を強化する。

取締役は、172 条に基づく対応について、戦略報告書に記載する義務を負っているが、その詳細が明確に定められているわけではないことから、不十分な記載がしばしば見られる。政府は、追加すべき開示義務の内容について関心がある。

そのうえで、以下の質問（要旨）について、市中に意見を募った。

質問7. 英国大企業において、取締役会のレベルで、従業員、顧客、そして幅広いステークホルダーの利益を更に強く考慮するようにするには、どのような方法を採用すればいいのか。良い事例はあるか。Green Paper で示した選択肢（またはその組み合わせ）のどれを支持するか（もしあれば）。その理由も説明願いたい。

4.3.1.2 Green Paper に対する意見集約

市中からの意見を踏まえ、政府は2017年8月にGreen Paper に対する意見集約と今後の政府の対応を示す報告書を公表した（DBEIS：2017）。以下では、まず、質問7に関する市中からの意見の要旨を概観する。

全体を通して、殆どの回答者は、ステークホルダーの声の取り入れを強化する必要があるという考え方に賛同したが、どの選択肢が望ましいかについては意見が割れた。多くの回答者は個別企業の選択に委ねるのが良いとの意見であった（para 2.5）。

既存の非業務執行取締役に、従業員などの主要なステークホルダーの声を代弁する役割を割り当てるという選択肢については、多くの回答者から、非業務執行取締役への役割の割り当てに加えて、諮問委員会を設置すると、ステークホルダーからの声の取り入れが、より強化されるという意見が示された（para 2.10）。なお、この選択肢の問題点として、単独の非業務執行取締役に当該役割を割り当てることによって、取締役会の集団としての役割・責任が毀損する懸念があること、当該役割が取締役の義務（株主全体の利益を追求する義務）とコンフリクトが生じる可能性があること、当該取締役が取締役会で孤立する恐れがあること、が指摘された（para 2.11）。

ステークホルダーから構成される諮問委員会を構築する選択肢については、有効だとする者が若干多い程度で、その他の者からはこの選択肢に関して、特にこの選択肢が強制されることに関して、懸念が表明された（para 2.12）。その他の懸念としては、諮問委員会のメンバーがどのように選任されるのか、彼らがどのようにステークホルダーの利益を代弁するのか、諮問委員会が取締役会の意向を制御する十分な権限があるのか、どの程度の資源が必要とされるのか、ステークホルダー間の異なる利益を調整して纏めることができるのか、などである（para 2.13）。

ステークホルダーの代表者を企業の取締役に指名する選択肢については、約40%が賛成、約60%が懐疑的であった（para 2.17）。この選択肢の主な利点として指摘されたのは、取締役会に価値のある新しい視点や運営上の知識がもたらされること、取締役会が長期的アプローチを採用することが奨励されること、取締役会の多様性が改善すること、集団思考（group think）から逃れる手助けとなること、である（para 2.18）。懸念として指摘された主な点は、潜在的な利益相反（取締役が有する株主利益順守義務との利益相反）、2種類の取締役が創造される危険、意思決定が遅延するリスク、特定のステークホルダーを優先する可

能性、適切な個人を選任することの実務的困難さ、である (para 2.19).

この選択肢の賛同者は、ステークホルダー取締役の役割は、特定のステークホルダーの利益代表ではなく、彼らの視点を取締役に提供することであること、そして、ステークホルダー取締役は (秘密保持義務など) 他の取締役と同じ義務と責任を持つべきであること、を明確にする必要があると指摘する (para 2.20). また多くの回答者は、適切な訓練、支援などが必要であること、これは取締役会議長の責任であること、を強調する (para 2.21).

4.3.1.3 政府の結論

政府は、Green Paper に対する市中からの意見を踏まえ、以下の趣旨の結論 (今後の方針) を報告書に明記した (DBEIS : 2017).

(1) 報告義務の強化

取締役会による従業員やその他のステークホルダーに対するエンゲージメントの報告義務を強化する.

(2) Action 6

政府は、一定規模以上の企業に対して、取締役が、172 条 (従業員の利益、供給者、顧客などとの関係強化を考慮すること) をどのように遵守しているかについての説明を求める、第二次立法 (secondary legislation) ⁹を導入する予定である.

(3) Action 7

持続可能なビジネスを運営する上で、従業員や株主以外のステークホルダーの利益に関する主張が、取締役会のレベルに反映されることが重要であることから、政府は FRC に対して、コードの改訂を相談する予定である.

政府は FRC に対して、CG コードを改訂して、ロンドン証券取引所のプレミアム市場に上場している企業が、Comply or Explain ベースで、従業員に対するエンゲージメントの3つの形態 (指名された非業務執行取締役、正式な諮問委員会、従業員代表の取締役) のうちの1つを採用することが原則となるよう、検討を求める予定である.

(4) Action 8

政府は ICSA と The Investment Association に対して、具体的なエンゲージメントの (合同) ガイダンスの作成を求める予定である¹⁰. 政府は法律改正を予定していないが、172 条が機能するように、ガイダンスを作成することが有効であると考え.

(5) Action 9

政府は、CG コードの改訂とガイダンスの作成、及び新しい法定の報告義務を課すことによって、企業の実務を実際に変えることができると信じている. 政府は、これらの対応が効果的であるかをモニタリングし、対応が不十分の場合には更なる行動をとるつもりである.

4.3.2 BEISC 報告書

既述 (項番 3.2.2) の通り、2017 年 4 月に英国議会下院のビジネス・エネルギー・産業政

策委員会 (BEISC) が、CG に関する報告書を公表した (BEISC : 2017)。この委員会は BHS や Sports Direct といった英国巨大企業の CG の失敗への反省を契機として組成されており、170 を超える組織や個人からの意見徴取、英国主要企業の取締役会議長や最高業務執行取締役、(ケイ報告書を作成した) ジョン・ケイ教授などとの議論を踏まえて本報告書が作成された。また、メイ首相の主張や Green Paper の内容を踏まえて作成されている (2017 年 8 月の Green Paper に対する市中からの意見集約より前に作成・公表されたことから、意見集約を踏まえた政府の結論を反映したものではない)。以下で本節の趣旨に対応する部分について検討する。

4.3.2.1 2006 年会社法 172 条

BEISC 報告書は、172 条 (取締役の義務) に関して、この条文は既存の原則である株主第一主義を維持しつつ、幅広いステークホルダーの利益を保護するように注意深く巧妙に (carefully crafted) 作成されたものであると指摘する。そのうえで、172 条は会社の成功を促進するという目的のためにその他の要素の考慮を求めているものであって、それらの要素 (ステークホルダーの利益) を優先することを定めたものではないとする (para 25)。

また、株主以外のステークホルダーに対する取締役の利益配慮義務が明確ではなく、法廷で争うことが現実的ではない (明確に法的義務違反とはいえない) ことを理解しているとしたうえで、EU 離脱の交渉が始まろうとする中で、英国市場に法律改正といった不確実性を持ち込むべきではないとして、法律改正には否定的なスタンスを示している (para 29)。

4.3.2.2 報告義務

BEISC 報告書は、取締役が株主以外のステークホルダーの利益や、意思決定の長期的な結果を考慮する (取締役の) 義務を真剣に考えるようにするために、より有効な施策をとるべきであること、これは、強力な執行により支援 (担保) された、明瞭かつ正確な報告義務を課することによって最もよく達成できると考えられること、を指摘する (para 30)。

そのうえで、FRC に対して、CG コードを改訂して、172 条義務の履行状況が叙述的に報告されるようにすべきことを求めている。具体的には、取締役会が、ステークホルダーそれぞれ (従業員、顧客、供給業者) の利害をどのように考慮したのか、そしてそれを (財務に関する) 意思決定にどのように反映したのかについて説明すること、企業の目的をどのように遂行したのか、意思決定の長期的な結果をどのように考慮したのかについて説明すること、を求めている。またそれらの利害のどれか一つでも考慮することに失敗した場合には、それらは明確に説明されるべきであるとする (para 34)。

4.3.2.3 諮問委員会と取締役会における従業員代表

BEISC 報告書は、ステークホルダーから構成される諮問委員会について、経営者報酬に関する方針や企業戦略といった特定の論点に関して、取締役がステークホルダーの視点を

把握する際の、正式な枠組みを提供するものである (para 53) としたうえで、諮問委員会は集団討議の場として有用であり、そこではすべてのステークホルダーが、意味のある連携、助言、対話を行うことができることから、BEISC は企業がこの委員会の設置を検討することを強く推奨するとしている (para 54)。

取締役会における従業員代表について、まず、従業員代表の取締役を1名選任しても、それは当該企業の従業員に対するエンゲージメントの基本的な改善には繋がらないし、むしろ、1つの(形式的な)象徴として捉えられるリスクがあるとする。一方で、取締役会に従業員の代表が参加すると、異なる視点、長期的な視点をもたらされるとして、従業員代表の利点を指摘する (para 145)。そのうえで、BEISC は取締役会に多様性をもたらす観点などから (para 147)、多くの企業で取締役会の一員として従業員が選任されることを推奨するとしている (para 146)。なお、従業員代表を強制することには様々な問題があることから、これを強制するものではないこと、一方で、従業員代表を妨げる法律がないことを付言している (para 147)。

4.4 開示での対応

本項では、ステークホルダー重視の議論に対応して、開示面での強化がなされた点について検討する。具体的には、会社法の改正と FRC の戦略報告書のガイダンスの改訂である。

4.4.1 会社法の改正

まず、会社法の改正がなされた点について検討する。英国では、年次報告書の開示に関しては会社法で規律される。Green Paper に基づく政府の結論や議会下院の BEISC 報告書などを踏まえ、2018 年 7 月に会社法が改正されて、172 条に関する詳細な開示が追加されることとなった (The Companies (Miscellaneous Reporting) Regulations 2018)。これにより企業は、2019 年 1 月 1 日以降に開始される決算期から、年次報告書を構成する戦略報告書 (Strategic report) と取締役報告書 (Directors' report) に、以下の説明を記載することが必要となった。

戦略報告書では、取締役が 172 条の義務 (会社の成功を促進すべき義務) を果たすに際して、172 条 1 項 (a) から (f) の事項 (ステークホルダーの利益など) をどのように考慮したかを記載しなければならないとされた。

取締役報告書では、取締役が従業員とどのような交渉を行った (engage) のか、従業員の利益をどのように考慮したかとその効果について、また取締役がどのように企業と供給業者、顧客その他の者との間のビジネス関係を促進する必要性を考慮したかとその効果について、記載しなければならないとされた。

4.4.2 戦略報告書に関するガイダンスの改訂

会社法の一部改正に合わせ、FRC は 2018 年 7 月に戦略報告書のガイダンスを改訂した (FRC : 2018d)。改訂前のもの (FRC : 2014) と比較して、大幅な変更とは言えないが、戦略報告書の目的に関する記載が変更 (追加) されているので、以下概観する。

○戦略報告書の目的

戦略報告書は、株主全体の利益のために、172条に示される事項を考慮しつつ、企業の成功を促進するという取締役の義務について、どのように取締役が果たしているかを評価するに適切な情報を、株主に提供すべきである (para 4.1).

戦略報告書には、5つの関連した主要目的がある (para 4.3).

- (a) 企業のビジネスモデル、主要な戦略、目的について洞察して示すこと
 - (b) 企業が直面する主要なリスクと、その企業の将来への影響の可能性を示すこと
 - (c) 適切な非財務情報を提供すること
 - (d) 過去のパフォーマンスに関する分析を提供すること
 - (e) 取締役が172条の義務を果たす際に、ステークホルダーやその他の事柄をどのように考慮しているかについて、株主が判断する際に必要な情報を提供すること
- (注) 下線部が今回追加された文言.

以上に示されるように、戦略報告書の目的の変更は、主として会社法の改正部分に対応したものである。なお、ガイダンスでは、172条の取締役の義務は、啓発的株主価値と一致するものであることを明記している (para 8.10)。

4.4.3 企業の年次報告書での開示

会社法の改正やCGコードの改訂の議論を踏まえ、英国企業の年次報告書でのステークホルダーに関する開示が増加している。年次報告書を分析したものは複数あり、それぞれ対象企業、対象期間が異なることから、結論に若干の相違はあるが、分析結果の方向性は概ね一致している。

EY (2018) は、FTSE350 企業 100 社の 2017-18 年の年次報告書 (2017 年 12 月末から 2018 年 1 月末にかけて決算期が到来した企業の年次報告書) を分析し、172 条に言及しているものが 11% であり、前年の 1% から増加していること、また 86% の企業が株主以外のステークホルダーについて言及していること (前年は 81%)、を指摘している。言及されたステークホルダーの種類は表 4-1 に示される通りである。

また EY (2018) は、従業員とのエンゲージメントに関して、8% の企業が、CG コード (2018 年改訂版) でいう 3 つの選択肢のうちの少なくとも 1 つを採用 (予定を含む) していること、83% の企業が、従業員とのエンゲージメントについて開示していること、ただし、それらのエンゲージメントがどのように行われているかなどについて明確に開示されているわけではなく、それらは来年以降の課題であること、を指摘している。

FRC (2018e) は、Deloitte (2018)、Black Sun (2018) や EY (2018) の分析を踏まえて、ステークホルダーに関する報告内容は、企業毎にかなり異なっており、現在はその進化過程にあること、また 2018 年の CG コード改訂や戦略報告書の改訂を踏まえ、今後、企業が開

示内容を充実させることが期待されるとしている。

表 4-1 年次報告書に記載された株主以外のステークホルダーの種類

	2017-2018 年次報告書	2016-2017 年次報告書
従業員	82%	77%
顧客	77%	62%
社会	63%	59%
供給業者	52%	33%
規制当局・政府	34%	22%
パートナー	25%	11%

(注1) 対象は FTSE350 企業 100 社。

(注2) 例えば 2017-2018 年次報告書は、2017 年 12 月末から 2018 年 1 月末に決算期が到来した企業の年次報告書。

(出所) EY (2018) 15 頁。

以上示されたように、企業の年次報告書において、ステークホルダーに関する開示は増加しているが、ステークホルダーとのエンゲージメントが、企業の長期的な価値創造にどのように結びつくのかといった、具体的かつ詳細な説明・開示については、今後の課題と言えよう。

4.5 CG コードでの対応

4.5.1 改訂前 CG コード (2016 年版)

すでに 4.1.4 で検討したように、改訂前の CG コード (2016 年版) では、序文にステークホルダー利益の考慮についての言及があるものの、本文にはそれらへの言及がない。企業に対して具体的な規律を求める項目を示した **Comply or Explain** の対象としては、ステークホルダーの利益を考慮することが求められていなかったと言える。すなわち、法律上は取締役等にステークホルダー利益の考慮義務があったものの、その実効性が課題であったと言える。

4.5.2 改訂 CG コードの原案提示

政府の **Green Paper** や議会下院の **BEISC** 報告書を踏まえ、FRC は 2017 年 12 月に改訂 CG コードの原案を提示した (FRC : 2017c)。ステークホルダー利益の考慮義務に関して、FRC は概略以下の説明をしている (要旨) (FRC : 2017b)。

○幅広いステークホルダー

- 26 改訂コード（原案）では、取締役会が、幅広いステークホルダーのニーズや視点を考慮する責任があることについて言及している。カルチャープロジェクトでは、企業が従業員を含めた幅広いステークホルダーの視点を考慮することの必要性を強調しており、この考え方は、政府の Green Paper や議会下院の BEIS 委員会の報告書に見られるように、国民の支持を得ている。政府は FRC に対して、CG コードで、企業が幅広いステークホルダーの視点を考慮するという原則（Principle）を設定することに関して、また従業員へのエンゲージメントについての 3 つの選択肢のうちの 1 つを、Comply or Explain の形式で、採用することを求める各則（Provision）を設定することに関して、市中・専門家から意見を聞くことを求めている。
- 27 このアプローチは、すべてのステークホルダーを考慮することによって企業が利得を得るといふ、FRC の見解と整合的である。改訂コード（原案）の原則 C には、株主に対してと同様にステークホルダーに対して効果的なエンゲージメントを確実に行うこと、また株主・ステークホルダーの参画を促すことが、取締役会の責務として記載されている。各則 3 には、従業員の声が取締役に確実に届くようにするための、政府の 3 つの選択肢が記載されている。3 つの選択肢のどれが最適かというコンセンサスがなないことから、改訂コード（原案）では 3 つの選択肢のすべてを記載している。

改訂コード（原案）で特徴的なことは、原則 A で、取締役会の責務として、株主価値を生み出すことと、幅広い社会に貢献することが、並列に記載されている点である。概略以下の記載となっている（FRC：2017c）。これは一見、FRC のスタンスが啓発的株主価値から多元的アプローチに移行したようにも見える。

- A. 成功する企業は効果的かつ起業家精神を有する取締役会によって導かれる。これらの取締役会の役割は、企業の長期にわたる持続可能な成功を促進し、株主に対して価値を生み出し、そして幅広い社会に貢献することである。取締役会は、企業の目的、戦略、価値観を構築すべきであり、またそれらと企業文化が整合的であるようにすべきである。

4.5.3 改訂コード（原案）に対する意見

FRC が 2017 年 12 月に提示した改訂コードの原案に対して、意見提出期限である 2018 年 2 月末までに、275 の意見が寄せられた（FRC：2018c）。概ね好意的な意見であったが、以下の 3 点については更なる検討が必要であるとされた（para 1.9）。

- (1) 企業が従業員とエンゲージメントを行う方法について、（3 つの選択肢以外の方法を認めるなど）十分な柔軟性を許容するのか
- (2) 取締役会議長、非業務執行取締役の独立性に関する論点

(3) 報酬委員会に関する論点

以下では本稿の論旨に関連する部分について、代表的な団体・企業の意見の内容を、それぞれの意見書の記載に基づいて検討する。まずステークホルダー利益考慮について、取締役会評価機関として著名な **Boardroom Review Limited** は、ステークホルダーの利害は、まだ取締役会では深く議論されておらず、意思決定に十分反映されているわけではないと指摘し、取締役会には、世の中の大きな変化を理解し、将来の展開やトレンドを予想し、戦略を再調整するために、ステークホルダーの意見を聞くことが推奨されるとする。

3つの選択肢について、**ICGN** は3つの選択肢以外にも選択肢はあるので、フレキシビリティを持たせるべきとし、**Institute of Directors** は、まださまざまな論点が残っているので、更なる検討が必要であるとする。一方で **CalPERS** は、取締役会が、幅広いステークホルダーの視点を考慮する義務を有するという改訂コードを喜んで支持するとする。企業の対応として、**GSK** は、従業員との間の現状のエンゲージメント・チャンネルを強化する観点から、3つの選択肢のうちの1つ、又はそれらの複数の組み合わせを実施することを検討中であるとし、**Shell** は、既に別の形で、従業員とのエンゲージメントを有効に行っているため、3つの選択肢に限定するのではなく、フレキシビリティを持たすべきであるとする。

また改訂 **CG** コード (案) の原則 A で、取締役会の責務として、株主価値を生み出すことと、幅広い社会に貢献することが、並列に記載されている点について、**ICGN** は、「幅広い社会に貢献する」の意味が広すぎるし、「貢献する」の意味が明確ではないこと、コードは、172条に示される取締役の義務に対するアプローチと整合的であるべきである (原案は異なる解釈をされる余地がある) こと、を指摘する。**GSK** は、172条の解釈 (取締役の義務) に関して、原案では、現状の株主利益優先の考え方から、株主とステークホルダーの利益を同等に考慮する方向に傾けているような印象を受ける、と懸念を表明する。

BlackRock は、すべての取締役は、すべての株主の長期的な利益のために、そして、特定のステークホルダーのためではなく、株主の視点や懸念を代理して、行動すべきであるとし、3つの選択肢それぞれについて懸念を表明する。一方で **TUC (Trades Union Congress)** は、従業員との意味のあるエンゲージメントを行うためには、従業員代表取締役の選任 (取締役会メンバー全体の3分の1とする) と団体交渉の組み合わせが必要であるとし、**BlackRock** とは逆の理由で3つの選択肢では不十分であるとする。

FRC はこれらの意見を踏まえ、3つの選択肢についての対応は概略以下とした (**FRC : 2018c**)。

○対応

FRC は政府の3つの選択肢を支持する一方で、既に企業が行っている効果的な方法があることも理解する。3つの選択肢以外の方法が効果的であることを確認する観点から、改訂 **CG** コードの各則 5 で、企業がその方法と効果を明示的に説明することを求めることとする。

4.5.4 改訂 CG コード (2018 年版)

以上の検討を踏まえて、2018年7月に改訂 CG コード (2018 年版) が公表された (FRC : 2018a)。そこでは原則 A, D, E 及び各則 5, 6 を中心に、ステークホルダーの利益考慮に関する記載がある。なお、この記載内容は 2017 年 12 月に提示された改訂原案 (FRC : 2017c) と、構成に差異があるものの趣旨は概ね同様のものである。その主な要旨は概略以下の通りである (FRC : 2018a)。

1. 取締役会のリーダーシップと企業の目的

○原則 (Principles)

- A. 成功する企業は効果的かつ起業家精神を有する取締役会によって導かれる。これらの取締役会の役割は、企業の長期にわたる持続可能な成功を促進し、株主に対して価値を生み出し、そして幅広い社会に貢献することである。
- D. 企業が、株主やステークホルダーに対する責任を果たすために、取締役会はそれらに対して効果的なエンゲージメントを行うこと、またそれらの参画を促すこと、を確実にすべきである。
- E. 取締役会は、従業員に関する方針と実践 (policies and practices) が、企業の価値観と整合的で、企業の長期にわたる持続可能な成功を支援するものであること、を確実にすべきである。従業員の懸念は、どのようなものであれ、表明できるようにされるべきである。

○各則 (Provisions)

- 5. 取締役会は、企業の株主以外の主要なステークホルダーの視点を理解し、年次報告書において、2006 年会社法 172 条に示されるような彼らの利害と関心事項を、取締役会での議論や意思決定に際して、どのように考慮したかを記載すべきである。

取締役会はエンゲージメントのメカニズムを常にチェックし、それらが効果的に維持されるようにすべきである。

従業員とのエンゲージメントに際して、以下の方法の 1 つ又はその組み合わせを用いるべきである。

- ・従業員の中から指名された取締役
- ・正式な従業員諮問委員会
- ・従業員の声を代弁する非業務執行取締役

取締役会がこれらの選択肢のうちの 1 つ又は複数の方法を選択していない場合には、どのような代替的な方法が用いられているか、そしてその方法が効果的であると考える理由を説明すべきである。

- 6. 秘密裏に、もし望むなら匿名で、従業員が懸念を表明できるような態勢を整備すべきである。(以下略)

改訂 CG コード（2018 年版）に関するガイダンスには、ステークホルダーの利益考慮に関する補足説明が記載されている（FRC：2018b）。まずステークホルダーの特定について、概略以下の説明がされる。

42. ステークホルダーとの対話は、取締役会にとって、環境の重要な変化を把握し、将来の展開やトレンドを予測し、戦略を再調整することに役立たせることができる。取締役会はまず、彼らのビジネスに重要なステークホルダーを特定することから始めるのが効果的である。そこには、従業員、顧客、供給業者が含まれるであろう。企業の置かれた状況によって、その他の特定のステークホルダー、例えば規制当局、政府、債券保有者、銀行、その他の信用供与者、労働組合、地域社会のグループなどが含まれるかもしれない。

ステークホルダーからフィードバックを受ける方法として、概略以下の説明がされる。

○ステークホルダーからのフィードバックの源泉

- ・ 主要な顧客とのコンタクト
- ・ 顧客からの苦情、満足度のデータ
- ・ 供給業者からのフィードバック
- ・ サーベイ
- ・ ソーシャルメディア
- ・ 特定の論点に関するオーダーメイドのエンゲージメント活動、例えば、労働組合、特定の利益団体、地域社会などに対するもの

また、従業員とのエンゲージメントに関しては、3つの選択肢のどれを採用しても、既に労働組合との交渉を経て確立された労働協約などを排除するものではないことが指摘される（para 53）。また従業員の中から取締役を選任する場合には、(1) 彼らの義務と責任は他の取締役と同等のものであること、(2) 幅広い議論への貢献が期待されること、(3) 彼らに対するトレーニングと支援が不可欠であること、(4) 彼らの役割は従業員の視点を代弁することだけに止まらないこと、が指摘される（para 54）。

5 おわりに

本稿では、(1) ステークホルダー利益考慮と (2) 適切な企業文化の構築、に係る改訂部分に絞って、英国の CG コード（2018 年版）の改訂経緯とその内容について検討した。今回の改訂はかなり大幅なものであるが、選択肢や抽象的な内容・記載が含まれていることから、

この改訂が今後の英国企業の対応にどのような影響を与えていくのかについては、個別の事例を分析していく必要がある。なお、今回の改訂は、2019年1月1日以降に決算期が開始される会計年度から適用されるので、年次報告書などで改訂の全般的な影響を把握することが可能となるのは、2020年以降になる（ただし、先行してコードの改訂に対応する企業も存在すると考えられることから、特定の企業に絞った分析は2019年に行うことも可能であろう）。

今後の課題として、まず適切な企業文化の構築に関する論点として以下が想定される。FRCは望ましい企業文化について、健全な企業文化の属性といった一般的なものしか示していない。これは個別企業に相応しい企業文化は、個別企業の取締役会が考えるべきことである、という考え方が背景にあるためと考えられる。そこで企業の開示を通じて、(1)各企業はどのように、望ましい企業文化を特定したのか、(2)そしてその企業文化と企業の目的、価値観、戦略をどのように関連づけたのか、についての検討が求められる。またそれらが表面的なものか、実質的なものか、についての分析も必要であろう。

つぎにステークホルダー利益考慮に関して、企業が3つの選択肢のうちのどれを採用するのか、それはなぜか、その他の選択肢にはどのようなものがあるのか、それは実効性があるものなのか、について具体的な事例に基づいた分析が求められる。そして、3つの選択肢を採用する場合の取締役の法的義務をどのように位置づけるのか、についても検討する必要があるであろう。

改訂CGコード（2018年版）は、啓発的株主価値のアプローチの枠内での対応となっている。これは、啓発的株主価値の考え方に基づく2006年会社法172条の枠内での対応であること、また改訂コードと同時にFRCから公表された戦略報告書のガイダンス（FRC:2918d）にもその旨の記載があること（para 8.10）から明らかである。ただし、改訂コードの原則Aで、取締役会の責務として、株主価値を生み出すことと、幅広い社会に貢献することが、並列的に記載されているなど、多元的アプローチに近づいている側面もある。この原則を企業はどのように理解して対応するのか、具体的には株主利益とステークホルダー利益考慮の関係をどのように整理するのかについて、企業の開示資料から検証することが求められる。

具体的な企業の開示資料に基づいて、これらの論点に関する分析を行うことについては、今後の課題といたしたい。

（注）

- 1 英国CGコードの特徴については、林（2015a）参照。
- 2 今回のCGコードの改訂全般を分析したものとして、奥乃（2018）がある。
- 3 FRCは権威ある自主規制機関として、CGの質の向上と、投資促進のための投資情報開示の質の向上を推進している。FRCの役割については、林（2015a）参照。
- 4 わが国のCGコード制定の経緯については、林（2017）参照。
- 5 ケイ報告書では、英国の株式市場が短期取引至上主義のカルチャーに陥ったことによる弊害が問題視され、英国の株式市場が長期的視野に立脚し、企業の高いパフォーマンスと

最終投資家の適正なリターンを生み出すような市場に転換するための原則と、規制や市場慣行のあるべき方向性が勧告された。ケイ報告書については、北川・林（2014）及び林（2015b）参照。

⁶ FTSE350 企業とは、ロンドン証券取引所に上場する企業のうち、時価総額の上位 350 社をいう。

⁷ Johnston（2017）は、多くの利害関係者の利害を考慮することが、長期的には株主利益の向上に繋がるという考え方は、英国において、問題に対する紳士的な沈黙による対応として、以前からよくある考え方であると指摘する。また、この考え方は ESG 投資に対する投資家のスタンスと類似している。すなわち、投資家は受託者責任（投資リターンの最大化）のために、またその範囲内で ESG（環境、社会、ガバナンス）要素を考慮した投資を行うのであって、優先事項はあくまで投資リターンの最大化である。ESG 投資に対する投資家の動機については、林（2019）参照。

⁸ 戦略報告書の策定経緯、年次報告書との関係などについては、林（2015b）参照。

⁹ 「第二次立法とは、第一次立法である議会制定法による立法権委任に基づき、その権限委任の範囲内で、政府が制定する法規範をいう。」（田中祥貴：2010）

¹⁰ 2017 年 9 月に ICOSA と Investment Association の合同ガイダンスが公表された（ICOSA and The Investment Association：2017）。

（参考文献）

大塚章男（2014）「イギリス 2006 年会社法における取締役の責務～会社の成功促進義務を中心として～」『国際商事法務』42(3), 359-371.

奥乃真弓（2018）「イギリス社会の長期的な持続的成長を目指すコーポレートガバナンス・コードの改訂」『国際商事法務』46(11), 1505-1513.

川島いづみ（2017）「新版 英法系諸国の会社法 35」『国際商事法務』45(7), 959-966.

北川哲雄・林順一（2014）「投資情報開示とインベストメント・チェーンーケイ報告書の意義」『商学研究』54(2・3), 27-50.

杉浦保友（2007）「イギリス新会社法の下での取締役によるステークホルダー利益考慮義務」『企業の社会的責任』勁草書房

田中信弘（2010）「イギリスのコーポレートガバナンス」『コーポレートガバナンスと企業倫理の国際比較』ミネルヴァ書房

田中信弘（2017）「外部監視とコーポレートガバナンス」『コーポレートガバナンス改革の国際比較』ミネルヴァ書房

田中祥貴（2010）「英国議会と委任立法」『長野大学紀要』32(1), 29-58.

中村信男（2017）「イギリスにおける会社法改正構想ー2016 年緑書「コーポレートガバナンスの改革」に示された会社法改正構想の概観と示唆ー」『比較法学』51(2), 75-111.

林順一（2015a）「英国のコーポレートガバナンス」『スチュワードシップとコーポレートガバナンス：2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』東洋経済新報社

林順一（2015b）「過度なショート・ターミズムの克服を目指したケイ報告書の意義」『スチ

-
- ユワードシップとコーポレートガバナンス：2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』東洋経済新報社
- 林順一（2015c）「英国のコーポレートガバナンスの特徴とわが国への示唆」『証券経済学会年報』50別冊, 1-2-1～1-2-9.
- 林順一（2017）「社外取締役の活用とコーポレートガバナンス」『ガバナンス革命の新たなロードマップ：2つのコードの高度化による企業価値向上の実現』東洋経済新報社
- 林順一（2019）「ESG投資とSDGs－投資家と企業の動機」『バックキャスト思考とSDGs/ESG投資』同文館出版
- Black Sun (2018), *Less Perfection More Authenticity*
- Business, Energy and Industrial Strategy Committee (BEISC) (2017), *Corporate Governance: Third Report of Session 2016-17*
- Deloitte (2018), *Annual Report Insights 2018: Surveying FTSE Reporting*
- Department for Business, Energy and Industrial Strategy (DBEIS) (2016), *Corporate Governance Reform: Green Paper*
- DBEIS (2017), *Corporate Governance Reform: The Government Response to the Green Paper Consultation*
- EY (2018), *Annual Reporting in 2017/18: Demonstrating Purpose, Creating Value*
- FRC (2014), *Guidance on the Strategic Report 2014*
- FRC (2015), *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014*
- FRC (2016a), *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2015*
- FRC (2016b), *The UK Corporate Governance Code 2016*
- FRC (2016c), *Corporate Culture and the Role of Boards*
- FRC (2016d), “Corporate Culture and the Role of Boards” *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 31 August 2016.
(<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/08/13/corporate-culture-and-the-role-of-boards/>)
- FRC (2016e), “Corporate Culture Key to Sustainable Growth”, *FRC HP*, 20 July 2016.
(<https://www.frc.org.uk/news/july-2016/corporate-culture-key-to-sustainable-growth>)
- FRC (2017a), *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016*
- FRC (2017b), *Proposed Revision to the UK Corporate Governance Code*
- FRC (2017c), *Proposed Revision to the UK Corporate Governance Code: Appendix A – Revised UK Corporate Governance Code*
- FRC (2018a), *The UK Corporate Governance Code 2018*
- FRC (2018b), *Guidance on Board Effectiveness*
- FRC (2018c), *Feedback Statement: Consulting on a Revised UK Corporate Governance Code*
- FRC (2018d), *Guidance on the Strategic Report 2018*

-
- FRC (2018e), *Annual Review of Corporate Governance and Reporting 2017/2018*
- Friedman, M., (1970), “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, *The New York Times Magazine*, September 13, 1970.
- Grant Thornton (2017a), *Beyond Compliance: The Building Blocks of Strong Corporate Culture*
- Grant Thornton (2017b), *Corporate Governance Review 2017*
- Grant Thornton (2018), *Corporate Governance Review 2018*
- ICSA and The Investment Association (2017), *The Stakeholder Voice in Board Decision Making*
- Johnston, A., (2017), “The Shrinking Scope of CSR in UK”, *Washington and Lee Law Review*, 74, 1001-1042.
- Kay, J. (2012), *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*, BIS, London
- Kotter, J. P. and J. L. Heskett (1992), *Corporate Culture and Performance*, The Free Press, New York.
- Schein, E. H. (1999), *The Corporate Culture Survival Guide* (金井壽宏監訳 (2004) 『企業文化 生き残りの指針』 白桃書房)