

株式会社東京証券取引所委託調査報告書

コーポレートガバナンス・コード等に関する海外運用実態調査 ～英国、フランス、ドイツ、 シンガポール、米国～

平成 26 年 12 月 29 日

あらた監査法人



おことわり(Disclaimer):

本報告書は、株式会社東京証券取引所(委託者)との契約に基づき、あらた監査法人(委託先)が海外ネットワークのメンバーファームの協力の下で作成したものです。本報告書に記載された特定の手続きや分析は、2014年10月31日までに入手した情報にのみ基づいて実施しています。したがって、当該日付以降に環境や状況の変化があったとしても、本報告書に記載されている事項等には反映されていません。また、あらた監査法人の業務は、日本公認会計士協会その他会計基準委員会によって制定された基準に従って監査、レビュー、証明、その他の保証をしたものではありません。

目次

はじめに	5
I. コーポレートガバナンスの論点別まとめ	5
1. 「コンプライ・オア・エクスプレイン」モデル	5
2. 独立取締役	6
3. 取締役会議長と最高経営責任者(CEO)の分離	6
4. 個別報酬開示	7
5. 持ち合い株式	7
6. その他の論点	7
(1) 用語の定義の整合—「独立」の意味	7
(2) 取締役会の女性比率	8
(3) 議決権行使アドバイザー	8
(4) 企業トップの姿勢 (tone from the top)	9
(5) コードの見直し頻度	9
II. 調査の概要	10
1. 調査対象企業の選定と調査手法	10
2. 調査項目とその主旨	11
III. 国別調査結果	13
1. 英国	13
(1) コードについて	13
(2) コードの適用対象会社	13
(3) コーポレートガバナンスに関する開示とアシュアランス	13
(4) 調査対象会社(12社)	14
(5) 調査結果	15
(6) CGコードの実施(コンプライ)状況に関するモニタリング	22
(7) 新CGコードについて	23
2. フランス	24
(1) コードについて	24
(2) コードの適用対象会社	25
(3) コーポレートガバナンスに関する開示とアシュアランス	25
(4) 調査対象会社(13社)	25
(5) 調査結果	26
(6) AFEP/MEDEFコードの運用状況に関するAMF調査	34
3. ドイツ	35

(1) コードについて	35
(2) コードの適用対象会社	37
(3) コーポレートガバナンスに関する開示とアシュアランス	37
(4) 調査対象会社(12社)	38
(5) 調査結果	38
(6) コードの運用状況に関する調査の概要等	42
4. シンガポール	42
(1) コードについて	42
(2) コードの適用対象会社	43
(3) コーポレートガバナンスに関する開示とアシュアランス	44
(4) 調査対象会社(5社)	44
(5) 調査結果	44
5. 米国	48
(1) 取引所規則等について	48
(2) 米国証券取引委員会(SEC)による規定	49
(3) 取引所規則の適用対象会社	49
(4) 調査対象会社(3社)	49
(5) 調査結果	50
おわりに	53
本調査報告の特徴	53
日本への示唆	53
コーポレートガバナンス・コード制定後の適切な対応	53
謝辞	54
【参考資料】 各国企業の開示例	55
1. 英国企業の開示例	55
2. フランス企業の開示例	56
3. ドイツ企業の開示例(1)	58
4. ドイツ企業の開示例(2)	59
5. シンガポール企業の開示例	63
6. 米国企業の開示例	65
別添1: 海外実態調査への協力会社一覧	67
別添2: 質問書(英語版)	68

はじめに

平成 26 年 6 月に閣議決定された「日本再興戦略 改訂 2014」では、コーポレートガバナンス・コード(以下、「CG コード」)の策定が日本産業再興プランの具体的施策のひとつとして示された。そこでは、多様な関係者による有識者会議がベストプラクティスの内容や OECD 原則を踏まえた CG コードの基本的な考え方を今秋までにまとめ、それを受けて東京証券取引所(以下、「東証」)が具体的CGコードを平成 27 年の株主総会のシーズンに間に合うように制定するとともに、当該コードに対する「コンプライ・オア・エクスプレイン」(原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか)手法を上場規則に明記するよう、東証に対し金融庁より要請することとされている。

本調査は、上記背景のもと、東証の委託により、あらた監査法人が、日本にとって適切な CG コードを策定するための参考情報として、海外諸国におけるCGコード等の運用実態を英国、ドイツ、フランス、シンガポールおよび米国の各プライスウォーターハウスクーパース海外ネットワークのメンバーファーム関係者の協力を得て調査した結果を取りまとめたものである。

I. コーポレートガバナンスの論点別まとめ

1. 「コンプライ・オア・エクスプレイン」モデル

- 今回の調査結果では、コーポレートガバナンス・コード(以下、「CG コード」)が適用されている欧州3カ国(英国、フランス、ドイツ)およびシンガポールの会社にとって、「コンプライ・オア・エクスプレイン」(原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか)モデルは、会社の規模・組織・事業等に従ってより柔軟な対応(すなわち、実施しない理由の説明)が許容されるため、ルールベースのコーポレートガバナンスのモデルより好ましいとの意見が大多数であった。
- 大規模会社であっても、状況によってはCGコードの原則等を完全には実施できない場合もあり、そのような場合に、その理由を説明することによって株主や投資家等のステークホルダーに納得してもらえる「コンプライ・オア・エクスプレイン」モデルは有効であるという意見が少なからずあった。例えば、フランスでは、女性取締役の比率について一定の数値目標が明示されている(2013 年 6 月改訂 AFEP/MEDEF コード 6.4.)が、これを達成することは、会社の規模に関わらず難しいという。
- 比較的小規模の上場会社では、コードの原則等を実施せずに「説明」により対応する項目数が大規模会社よりも若干多い結果となった。その理由として、実施するための社内リソース不足を挙げている事例が見受けられた。また、(株主ではない)格付会社など

が「実施している項目の割合(%)」だけに関心を示し、実施しないことの正当性に関する説明の質を考慮していないと思われる点についての不満の声も聞かれた。

2. 独立取締役

- 各国のコードにおいて、独立取締役の定義は様々であるが、取締役(ドイツの場合はスーパーバイザリー・ボードのメンバー)に対して一定の独立性を維持することの有用性については共通の理解と合意が回答から見て取れる。
- 例えば、フランスの AFEP/MEDEF コードは、独立取締役とみなされるための要件を例示しているが、これらの要件を満たしていない場合であっても、その正当性が説明できれば、独立取締役とみなすことも可能であるとしている(2013 年 6 月改訂 AFEP/MEDEF コード 9.3.)。他国の独立性に関するルールも同様に柔軟であり、会社による一定の判断を許容している。
- このような柔軟な取り決めがある状況であっても、複数名の創業者がスーパーバイザリー・ボードのメンバーもしくは取締役であるような小規模会社にとっては、一定水準の独立取締役数を維持することに困難が伴う場合があるという回答も見受けられた。
- また、大規模会社においても、予定せず独立取締役が退任した時に、適時に適切な取締役候補が見つかるとは限らず、一時的にコードの原則を実施できない状況となる場合があるという回答もあった。そのような一時的な独立取締役の不在の理由について、英国の財務報告評議会(FRC)は、「後継者計画の不備」にあるかもしれないと指摘している¹。

3. 取締役会議長と最高経営責任者(CEO)の分離

- 全体の回答から、取締役会議長と CEO の分離を求めることの有用性についても共通の理解と合意が見て取れる。
- 一方で、特に比較的小規模の会社において、取締役会議長と CEO を分離することに困難が伴う場合があること、また、大規模会社であっても、急な CEO の退任等によって一時的に取締役会議長が CEO を兼任するような状況が生じるという回答もあった。前項の独立取締役の論点同様、常に適切な候補者プールを維持することによって、取締役や CEO の承継計画を策定する必要があるだろう。

¹ Financial Reporting Council, “Developments in Corporate Governance 2013 - The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes” (December 2013)

4. 個別報酬開示

- CG コードの原則等を実施していない説明を開示している項目の中で比較的多い項目が、取締役報酬の個人別の詳細開示である。CEO については開示していないケースや総額のみを開示しているという回答があり、特にシンガポールでは、創業者が経営陣に参画している企業の場合、最も実施(コンプライ)率が低いコードの項目であるという。
- ドイツの上場会社からは、報酬に含まれる年金等の開示情報が、会計上の開示情報の範囲より広いため利用者が混乱する可能性があるという指摘もあった。

5. 持ち合い株式

- 株式の持ち合いに関しては、回答者に対して日本における政策保有目的で議決権を有する上場株式の具体的な構造を説明した上で質問²を行ったが、ほぼ全ての回答者が「持ち合いはない」と回答した。一部の持ち合い株式があると回答した会社に詳細を確認するといわゆる政策保有目的ではない状況(例:アセットマネジャーとして顧客のために保有する株式)と思われる場合もあった。
- 仮に、そのような持ち合い株式を保有するとして、投資家からどのようにみられるか、との質問に対しても、そのような意図が全くないため考えが及ばない、あるいは回答を差し控える、という回答がほとんどであり、ごく一部の会社から、潜在的利益相反の懸念から否定的であるべきという回答や、株式の持ち合いの目的と株主に対する便益を明確に説明することができるなら問題はないという回答があった。
- 今回の調査を見る限り、海外企業にとって、一般的には持ち合い株式に対する関心は低く、そのような投資をしたと仮定した場合の潜在的影響に関する質問に対しても、ごく限られた件数の回答しか得られなかった。

6. その他の論点

(1) 用語の定義の整合—「独立」の意味

- 何をもち「独立」していると判断されるかは、国によって、法令によって異なる場合がある。そのような場合、複数の市場で証券が取引される企業にとって、すべての法域での「独立」ルールに従うことには困難が伴うという。

² 質問書(英訳)は別添2を参照。

- これから CG コードを策定する日本に対する意見として、「独立」に限らず、法令間の用語の定義の整合性を図ることが重要であるという指摘があった。CG コード、会社法、商法、金融商品取引法等で、共通の用語が使用される場合は一定の整理が必要かもしれないが、一方で、厳密な用語の定義づけそのものが原則主義に反するという見解もあることに留意が必要である。

(2) 取締役会の女性比率

- フランスの AFEP/MEDEF コードでは、「2010 年の株主総会または会社の株式が規制市場に上場された日のいずれか遅い日から3年以内に女性比率を少なくとも 20%、6年以内に女性比率を 40%に引き上げてこれを維持することを目標とする」(2013 年 6 月改訂 AFEP/MEDEF コード 6.4.)と明記されている。
- 英国では、CG コードに女性取締役の具体的な比率は明示されていないが、ビジネス・イノベーション・職業技能省(BIS)が毎年 FTSE350 企業を対象とした調査報告書³を公表しており、2014 年3月公表の報告書では、対象を FTSE100 に限定すると、女性取締役比率が 2011 年の 12.5%から 2013 年は 20.7%に向上しているという。BIS が設定した英国の目標は、2015 年までに女性比率 25%を達成することであるとして、明確な「割り当て(quota)」を示している。
- これらは、欧州委員会(EC)が 2013 年 11 月に公表した、2020 年までに女性比率 40%を目指すという動き⁴とも連動している。
- 今回の諸外国における CG コード運用実態調査において、女性比率の割り当てについては、逆に経験と能力のある取締役候補選定にマイナスの影響があるなど、否定的な意見が少なからず見受けられたが、いずれも現時点で実際の女性比率が低いと思われる企業からの回答である。

(3) 議決権行使アドバイザー

- 追加質問項目として、各社が想定するコーポレートガバナンスに関する情報開示の利用者は誰であるかを問いかけたところ、現在の株主および将来の投資家であるという共通

³ "Women on boards - Davies Review Annual Report 2014" (March 2014)

⁴ 欧州議会は、2013 年 11 月 20 日に賛成多数で取締役会の男女比率の格差を改善する EU 指令案を採択したが、2014 年 11 月時点で理事会による最終決定には至っていない。中小規模の会社に対しては一定の減免措置が講じられている。特定の割り当て比率を強制するというよりは、「手続き上の割り当て(procedural quota)」と表現される手法を採用している。なお、EU 加盟国であるドイツの CG コードには、具体的な女性比率の明示はない。

の認識があったが、3番目に多かった回答が議決権行使アドバイザーである。コーポレートガバナンス開示に対する主な質問者およびプレッシャーを受ける関係先としても、この議決権行使アドバイザーを挙げる回答があった。

- 一部の回答者からは、これから CG コードを導入する日本に対する助言として、これら議決権行使アドバイザーとの関係の整理を挙げる意見があった。

(4) 企業トップの姿勢 (tone from the top⁵)

- 複数の回答者は、CG コード実施(コンプライ)の上で重要なこととして、企業トップの姿勢を挙げた。英国における直近の CG コード改訂では、トップの姿勢を重視するような変更として、序文に以下の文言が書き加えられている。

「取締役会の主要な役割の1つは、会社の文化、価値観および倫理を確立することである。取締役が、正しい『トーン・フロム・ザ・トップ』を設定することが重要である。(以下、略)」
(2014年9月改訂「英国 CG コード」(仮訳)序文4. より抜粋)

(5) コードの見直し頻度

- ドイツでは毎年 CG コードのレビューが実施される。その結果、必ずしも改訂されるとは限らないが、多くの回答者は、コードの改訂は数年に1度、必要な状況が生じた時のみに限定すべきであるという見解であった。その理由として、大規模な改訂でなくとも毎年改訂される場合は企業がそれを適用する準備期間が不足する可能性があること、さらに十分なベストプラクティスが熟成できないリスクが指摘された。

以上が、当コーポレートガバナンス・コード等に関する海外運用実態調査結果のまとめであり、次項以下に調査の詳細結果を報告する。

⁵ 「tone at the top」とも表現される。

II. 調査の概要

1. 調査対象企業の選定と調査手法

英国、フランス、ドイツ、シンガポールおよび米国の上場会社から業種・規模等が偏らないように潜在的調査対象企業として各国 7~37 社、合計 95 社を抽出し、予め送付した質問書に基づき、対面でのインタビューないし電話会議方式で意見を求め、最終的には次表のとおり 5 カ国 45 社からの意見を得た。

本調査における調査対象企業数は限定的であり、ヒアリング結果をもとに何らかの統計的推論を導き出すというよりは、実務家からの具体的な生の声を収集することを目的としている。また、なるべく率直な意見を収集する意図で匿名での回答も可としている。さらに、ヒアリング先がすべて上場会社であることから、公平な情報開示のために、一般に会社のウェブサイト等で公開されているガバナンス開示の範囲内での質問を行った。

インタビューの相手先の役職名称は各国により様々であるが、英国では主に会社総務役 (Company Secretary)、フランス、ドイツおよびシンガポールにおいても法務部など同等の部門の責任者または最高財務責任者 (CFO)、米国では主にジェネラル・カウンシルとなっている。

国名	調査対象企業数内訳				合計
	事業会社		金融機関(大規模)		
	大規模	中小規模	銀行	保険	
英国	6	4	-	2	12
フランス	6	4	1	2	13
ドイツ	6	4	1	1	12
シンガポール	3	2	-	-	5
米国	1	-	-	2	3
合計	22	14	2	7	45

各国会社の「大規模」および「中小規模」の区別は以下の通りとした。

国名	調査対象企業
英国	・大規模: FTSE350 から 8 社 (うち金融機関 2 社)

	<ul style="list-style-type: none"> ・中小規模:FTSE350 以外から 4 社 <p>(理由)英国の CG コードでは FTSE350(ロンドン証券取引所に上場している時価総額上位 350 銘柄)とそれ以外の企業に対して一部適用される内容に違いを設けている場合がある</p>
フランス	<ul style="list-style-type: none"> ・大規模:ユーロネクスト・パリで証券が取引される会社でコンパートメント A(Large cap: 時価総額 10 億ユーロ超)に属する会社から9社(うち金融機関 3 社) ・中小規模:ユーロネクスト・パリで証券が取引される会社でコンパートメントB(Mid cap: 時価総額 1 億 5 千万ユーロ以上 10 億ユーロ以下)またはコンパートメントC(Small cap: 時価総額 1 億 5 千万ユーロ未満)に属する会社から4社 <p>(理由)コンパートメントBおよびCに属する会社は、Middlenext コードを選択する可能性がある</p>
ドイツ	<ul style="list-style-type: none"> ・大規模:フランクフルト証券取引所上場企業の内、プライムスタンダードから 8 社(うち金融機関 2 社) ・中小規模:フランクフルト証券取引所のジェネラルスタンダードから 2 社、プライムスタンダードの小規模会社 2 社の合計 4 社
シンガポール	シンガポール証券取引所上場企業から 5 社、時価総額規模等が偏らないように選定
米国	NYSE または NASDAQ 上場企業から合計 3 社(金融機関を含む)

2. 調査項目とその主旨

日本企業が CG コードを実施(コンプライ)する上で、潜在的に実施が困難な項目等を把握することを目的として、各国共通の質問項目を以下の通り設定した。実際に送付した質問書(英訳)は、本報告書の別添 2 を参照されたい。

Ref.	質問項目
1	上場会社によるコードの受け止め・それに対する取組の実態
1-a	どのようなコード条項を実施(コンプライ)しているか
1-b	実施するに当たってどのような困難に直面しているか
1-c	実施することへの(株主・投資家、規制当局からの)圧力を感じるか
1-d	実施していない条項がある場合、それはなぜか。どういった事情が実施することの障害になっているか

1-e	実施していない場合にとっている代替手段はどのようなものか
1-f	独立社外取締役や議長と CEO の分離など、コードで求められているガバナンス上の施策は実際に役に立っていると感じるか
1-g	(フランスのみ)コードが 2 種類存在する中で、どのような基準で選択をしているか
2	米国においてはコードが存在しないため CG に関する法制や取引所規則について同様の質問を行う。(欧州の調査対象企業が SEC 登録企業の場合は自国と US 双方の CG 規則について質問する。)
2-a	規則を遵守するに当たっての困難や工夫
2-b	規則の有益性についての上場会社の評価
3	政策保有株式・株式持ち合いの状況
3-a	取引先企業の株式を保有しているか、持ち合いを行っているか、その目的・理由・合理性
3-b	そういった株式保有についての株主からの反応
3-c	そういった株式保有についての議決権行使の状況
3-d	そういった株式保有を行っていない場合、もし、これから行うとしたら、株主・投資家からどのように評価されると考えられるか
4	日本への提言等

さらに、CG コードの実際の運用に関する企業側の実務について以下の追加質問を行った。

Ref.	追加質問項目
1.	現在の CG コードについて、一般的なメリットとデメリット(作成者の視点から)
2.	作成・運用の主体はどの部門(誰)か
3.	想定する利用者(広義のステークホルダーか狭義の投資家か)
4.	CG 報告書等の開示に対するステークホルダーの反応
5.	CG 報告書等の開示 が会社の株価(または持続的な企業価値)にどのような影響を与えていると考えるか
6.	コンプライ・オア・エクスプレイン、原則主義の適用に困難はないか
7.	実施(コンプライ)していない項目についての判断プロセス
8.	ドイツなど毎年改訂される CG コード に不便はないか
9.	米国のサーベイン・オクスレイ法(SOX404) との比較において欧州各国の CG コードはどのような長所・短所があると考えるか
10.	初めて CG コードを導入する日本に対する助言等

次項以下は、各国別の調査結果である。

III. 国別調査結果

1. 英国

(1) コードについて

英国における CG コードは、主要原則(Main Principle)、補助原則(Supporting Principle)および各則(Code Provisions)から構成され、金融行為監督機構(FCA)の上場規則(LR 9.8.6 (5), (6))⁶によって「主要原則」をどのように適用したか、「各則」をすべてコンプライしたか否か、「各則」をコンプライしていない場合にはその理由の説明等の株主への報告が要求されている。当該報告は、年次報告書の戦略報告書または取締役報告書の一部、もしくは独立した報告書として開示されるため、報告期間は会計期間と一致する。さらに、年次報告書公表前に第 C 章「説明責任」の一部の内容について外部会計監査人によるレビューを受けることが要求されている(LR 9.8.10)。

直近では、2014 年 9 月に財務報告評議会(FRC)から CG コードの改訂版が公表されているが、新コードは、2014 年 10 月 1 日以降開始する会計年度から適用されるため、本調査に際しては主に 2012 年 9 月版の CG コードに対する適用状況がヒアリング対象となっている。

(2) コードの適用対象会社

EU 規制市場(例:ロンドン証券取引所のメインマーケット)で株式が取引される会社で FCA のプレミアム・リスティングの上場規則が適用される発行体が対象となり、外国会社も対象に含まれる。EU 非規制市場である AIM で株式が取引される会社は適用対象ではない。

(3) コーポレートガバナンスに関する開示とアシュアランス

上記(1)に記載の通り、主に CG コードの第 C 章「説明責任」の以下の内容について外部会計監査人によるレビューを受けることが要求される。

a. 各則 C.1.1

⁶ Financial Conduct Authority (FCA: 金融行為規制機構)の上場規則(LR)は、すべての証券に対して適用される規則と、プレミアム・リスティングに適用される規則およびスタンダード・リスティングに適用される規則に分かれている。スタンダード・リスティング規則とは EU 指令で要求される最低限の水準を基にしたルールであり、プレミアム・リスティング規則とは、EU 指令で要求される水準を超えるより厳しいルールとなっている(LR 1.5.1)。LR の第 9 章では、証券の発行体に対する継続開示要件が規定されている。

「取締役(会)は、年次報告書において、年次報告書・財務諸表の作成における自らの責務について説明するとともに、年次報告書・財務諸表が全体として公正でバランスが取れた理解容易なものであると考えている旨、また、株主が会社の現状・業績、ビジネスモデルおよび戦略を評価するために必要な情報が提供されていると考えている旨、を記述すべきである。また、外部監査人は自らの報告義務について記述すべきである。」(仮訳⁷より引用)

b. 各則 C.2.1

「取締役会は、年次報告書において、会社が直面している主要なリスクについて取締役が厳格な評価を実施したことをコンファームすべきである。取締役は、これらのリスクを記載し、これらのリスクをどのような方法で管理し又は減少させているかを説明すべきである。」(仮訳より引用)

c. 各則 C.3.1 から C.3.7

監査委員会および外部会計監査人に関する項目

(4) 調査対象会社(12社)

	会社名(注)、業種	属性(米国における上場取引所)
1	鉱業	FTSE 350
2	鉄鋼	FTSE 350 (NYSE)
3	陸運業	FTSE 350
4	機械	FTSE 350
5	情報通信	FTSE 350 (NASDAQ)
6	小売業	FTSE 350
7	保険	FTSE 350 (NYSE)
8	保険	FTSE 350
9	機械	中小規模
10	その他製品	中小規模
11	情報通信	中小規模
12	サービス業	中小規模

(注)：会社名はすべて匿名のため、記載していない。

⁷ 金融庁「コーポレートガバナンス・コード策定に関する有識者会議」第2回 参考資料2

(5) 調査結果

〈質問項目 1-a: コードの中で実施(コンプライ)している項目〉

英国の CG コードには、第 A 章から第 E 章までの 5 つの主要原則があり、それぞれの主要原則をより具体化した補助原則と各則によって構成される。

第 A 章: リーダーシップ

(A.1: 取締役会の役割、A.2: 責務の分担、A.3: 取締役会議長、
A.4: 非業務執行取締役)

第 B 章: 取締役会の有効性

(B.1: 取締役会の構成、B.2: 取締役の任命、B.3: 取締役の
コミットメント、B.4: 取締役の研鑽、B.5: 情報およびサポート、
B.6: 評価、B.7: 再任)

第 C 章: 説明責任

(C.1: 財務・業務報告、C.2: リスク管理と内部統制、C.3: 監査
委員会および外部会計監査人)

第 D 章: 報酬

(D.1: 報酬の水準および構成、D.2: 手続)

第 E 章: 株主との関係

(E.1: 株主との対話、E.2: 株主総会の建設的な活用)

上場規則の適用を受ける企業は、このうち、各則 (provisions) について実施していない場合はその説明が要求される。調査対象企業 12 社(米国 SEC 登録企業 3 社を含む)の内、CG コードのすべての各則について報告期間を通じて実施していると回答した会社は、9 社(このうち 1 社は、米国の取引所規則については遵守していない項目がある旨を開示)、2 項目以上について実施していない理由を説明している会社が 3 社(大規模会社 2 社、中小規模会社 1 社)である。このうち大規模会社 1 社は、報告対象期間中に改善をし、報告期間の末日現在では、CG コードのすべての各則を実施していると回答した。

これらの会社によって遵守しない理由が説明されている各則は、以下の通り各社多様であった。

CG コード	各則内容の一部抜粋
A.2.1.	取締役会議長と最高経営責任者 (CEO) の役割は、同一人物が果たすべきではない。
A.4.1.	非業務執行取締役のうち 1 名を筆頭独立取締役 (senior independent

	director)に任命する。
A.4.2.	取締役会議長は、業務執行役員(executives)が同席しない非業務執行取締役との会合を年に複数回は開催すべきである。
B.1.1.	取締役会は、年次報告書において、非業務執行取締役のうち取締役会が独立取締役であると考える者を明示すべきである。
B.2.1.	指名委員会が設置されるべきである。
B.3.2.	非業務執行取締役の任命に関する契約条件は、閲覧可能とされるべきである。
D.1.1.	業務執行取締役の業績連動型報酬スキームの設計にあたっては、報酬委員会は本コードの付属文書Aの条項に従うべきである。
D.2.1.	取締役会は、少なくとも3名の(または小規模会社の場合には2名の)独立非業務執行取締役から構成される報酬委員会を設立すべきである。
D.2.2.	報酬委員会は、全ての業務執行取締役と取締役会議長の報酬を設定する責務を委任されるべきである。同委員会は、さらに経営幹部(senior management)の報酬の水準と仕組みについて、提案とモニターを行うべきである。
E.2.1.	会社は、すべての株主総会において、事実上異なる案件については別個に提案を行うとともに、特に年次株主総会においては業務報告と財務報告に関する決議を提案すべきである。
E.2.4.	会社は、年次株主総会の開催通知および資料が、総会開催日より少なくとも20営業日前までに株主に送付されるよう手配すべきである。

当該質問に対して、米国でも株式を上場している会社(1社)から以下の説明があった。

- 当社は、UKのCGコードの各則をすべて実施(コンプライ)している。しかし、一部のNYSE規則等については遵守していない。NYSE規則では、企業は全員が独立取締役から構成される「指名/コーポレートガバナンス委員会」を設置し、取締役会に対して会社が適用するコーポレートガバナンス原則一式を策定し提案することが求められるが、当社では、指名委員会は設置しているものの、コーポレートガバナンス原則の策定と提案は担当しない。これらは、取締役会自身の責務となっている。
- 米国の証券取引法およびNYSE規則では、監査委員会を設置し、当該委員会が直接、外部会計監査人の任命、報酬、再任および監督をすることが要求されるが、当社では、監査委員会は外部会計監査人の任命等に関する提言を取締役会に対して行うものの、最終的な外部会計監査人の任命責任は株主にある。(注:NYSE規則では、外国会社(FPI)は、自国のコーポレートガバナンスのルールとNYSE規則の重要な差異について開示した上で、自国ルールに従っているのであれば、NYSE規則への違反にはならないとされている。)

〈質問項目 1-b: コードを実施(コンプライ)する上での困難について〉

前項での回答を踏まえて、当該質問に対する主な意見は以下の通り。

- 特段の困難はない。(大規模会社 2 社)
- 複数の国で上場している場合に、各国のコード等が必ずしも整合していないため、それぞれの国の CG コード等を実施(コンプライ)することが難しい場合がある。(大規模会社)
- 「コンプライ・オア・エクスプレイン」アプローチがうまく機能していると考え。例えば取締役会の一定比率⁸は女性であることが勧告されている場合、仮にボード人数が 10 名だとすると 1 名の女性取締役の退任によって一定比率が保てなくなりコードに反することになる。職務に最適な人材を確保するには時間を要するため、適任者を探す間のコードを実施できない期間、その理由を説明することで対応できる。(大規模会社)
- 主要なチャレンジは文化的なものかもしれない。コーポレートガバナンスが単なるコンプライアンスのエクササイズとみなされる文化なら、それは十分に理解されていないことであり、CG コードが価値をもって受け入れられていないことになる。この点で重要なことは、ガバナンスの重要性を示す企業トップの姿勢(tone at the top)である。(中小規模会社)
- コードで要求される取締役会のサイズと構成が事業規模と釣り合っていない。株式に関する開示要求事項と年次報告に関する要求事項は、小規模企業にとって不釣り合いに負担が大きい。(中小規模会社)
- コードに記載されているベストプラクティスは、FTSE350 の企業にふさわしいものだ。報告に関する要求事項は、(小規模会社の)投資家のニーズに対応していないし、年次報告書の重複する情報量は主要なメッセージの伝達を妨げるほど増えている。(中小規模会社)
- 総じて、各則で詳細が求められるほど、(自由度がなくなり)実施することが困難となりがちである。(中小規模会社)

〈質問項目 1-c: 株主等からのプレッシャーの有無〉

CG コードは、厳格なルール集ではなく、良いガバナンスが達成され得るのであれば、各則を実施する代わりに代替手段に従うことが正当化されるとされる。しかし、一部の大規模会社からは、説明ではなく、完全な実施(コンプライ)を求められているというプレッシャーを感じているとの回答があった。

⁸ 英国の CG コード(2012 年 9 月版)セクション B.2.において取締役会における性別に言及しているが、女性の具体的な比率の割り当ては明示されていない。しかし、英国のビジネス・イノベーション・職業技能省(BIS: Business Innovation and Skills)が 2015 年までに女性取締役比を 25%とする目標値を設定している。

また、「報酬」(第 D 章)に関する開示への関心が高いという回答が目立った。主な意見は以下の通り。

- 特段のプレッシャーはない。(大規模会社 2 社)
- プレッシャーは感じていないものの、株主やステークホルダーは一般的に「実施(コンプライ)することが会社の義務である」という認識をもっていると感じている。この認識は英国の「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチに反するものであり、「コンプライ・オア・コンプライ(説明の余地なし、実施するのみ)」でなければならないことを示唆していると多くの企業は解釈している。その結果、企業にとってはコードをとにかく実施しなければならないというプレッシャーが増大している。(大規模会社)
- 各種法令とコードのバランスというプレッシャーもある。これらの法令は必ずしもコードと整合していない。例えば、CG コードの C.3.2.では、監査委員会の義務が記載されているが、これは米国の NYSE 規則とは整合しないものである⁹。当社は、自国以外の CG コードまたは同等の規則を実施または遵守(コンプライ)する立場にある。(大規模会社)
- 「取締役報酬」が株主にとって最も関心の高い項目のようであるが、規制当局は、コードのすべての項目についての実施または十分な説明を期待している。(大規模会社)
- PIRC¹⁰などの独立ガバナンス・モニタリング機関、議決権行使アドバイザーがプレッシャーを与える。機関投資家からはそれほどプレッシャーを感じない。(中小規模会社)
- 一般的に、株主はコードの特定項目実施のプレッシャーを与えることはないが、取締役会の構成、多様性(ダイバーシティ)、報酬に特に関心が高いと感じる。(中小規模会社)

〈質問項目 1-d: 実施(コンプライ)しない項目がある場合、その理由〉

前述の質問項目 1-a に対する回答の通り、調査対象会社のうち 3 社が実施しない項目についての説明をしている。これらの会社の実施しない説明は、主に①組織的制約(創業者一族による支配等)に起因するもの、②急な取締役退任等による一時的なもの、③事業目的に合致しないもの、に大別された。以下は、当該質問に対する主な回答である。

- 当社は、創業者一族によって支配される企業であり、その組織形態が CG コードの

⁹ 米国証券法および NYSE 規則では、監査委員会が、外部監査人の選任、報酬、再任および業務遂行に関する直接的な責任を負うこととされている。

¹⁰ Pension & Investment Research Consultants Ltd. (PIRC) は、欧州最大の独立系コーポレートガバナンスおよび株主助言サービスコンサルタント。

勧告を実施する上での困難となる場合がある。(中小規模会社)

- 取締役会議長の独立性について、新旧交代時に一時的に実施ができなかったことがある。(大規模会社)
- 予期しない CEO の退任により、短期間ではあるが取締役会議長が CEO を代行したことにより、コードの勧告が実施できなかった。しかし、十分な説明により投資家からは、それが受け入れられた。(大規模会社)
- 取締役会議長と CEO の分離に関して、以前、新 CEO の採用時に困難が生じたことがある。それは、適任者を見つけるには時間がかかるためである。(中小規模会社)
- 取締役会の有効性評価を実施したが、CG コードの勧告(B.6)を実施するために、そのすべてを開示することは事業目的に合致しないと判断した。(大規模会社)

〈質問項目 1-e: 実施(コンプライ)しない項目の解消策〉

前項質問項目 1-d に関連して、実施しない項目の解消策についての問いには、以下の回答があった。

- CG コードの勧告を実施しない理由は、組織形態によるものであり、今後も実施しない予定である。そのため、この状況が直ちに解消される見通しはなく、今後も十分な説明によって対応する。(中小規模会社)
- 予期せぬ取締役退任時などにおける実施しない状況は、在任期間が長期におよぶ取締役の退任(注:B.1.1.では非業務執行取締役が 9 年間以上在任する場合には独立性の判断に影響があるとしている)、新 CEO の採用、等々で解決が図れるが、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の制度があれば便利である。(大規模会社)
- 一般的には、特定の事業目的に合致しないことに起因するコードの未実施は一時的なものであると考えられる。(よって時間の経過とともに解消される。)(大規模会社)

〈質問項目 1-f: コードの中で有用な項目を 3 つ〉

12 社からの回答を大規模会社(金融機関を含む)と中小規模会社に分けてまとめると以下の通りとなり、大規模会社においては概ね有効とされるコードの各則に共通の見解があったが、中小規模会社においては各社様々であった。

大規模会社:

- 以下のコードの項目が有用:
 - 独立取締役に関する各則、最低限過半数の取締役は独立非業務執行取締役であること等(5 社)

- 取締役会議長と CEO の分離 (5 社)
- 取締役の年次改選 (1 社)
- 開示の透明性 (1 社)
- 監査委員会に対する要求事項、何をモニタリングするべきか (1 社)
- 原則主義であること (1 社)
- (ドイツのような二層構造ではなく) 単層構造であること (1 社)
- 報酬に関する各則 (1 社)

中小規模会社:

- 以下のコードの項目が有用:
 - 独立取締役に関する事項 (1 社)
 - 取締役会の構成、CEO と取締役会議長の分離 (1 社)
 - 取締役会の有効性に関する項目がチェックリストとして活用できること (1 社)
 - ボイラープレート型にならないコーポレートガバナンスに関する説明、特に戦略報告書と監査委員会報告書の強化 (1 社)
 - 「コンプライ・オア・エクスプレイン」制度—単なるチェックボックス方式よりも意義のある解決策を提供する (1 社)
 - 監査委員会の強化 (1 社)
 - ターンブル・ガイダンス¹¹に基づくリスク評価と内部統制 (1 社)
 - 第 C 章「説明責任」の財務・業務報告、リスク管理と内部統制 (1 社)

〈質問項目 3: 株式の持ち合いについて〉

日本では、政策保有目的(純投資以外の目的)で議決権を有する上場株式を保有している場合は、一定の開示が内閣府令によって求められる。このような株式持ち合いについての見解を求めたところ、金融機関 2 社を除くすべての回答者から、株式の持ち合いはないという回答を得た。また、当該金融機関における株式保有も、いわゆる政策保有目的の株式持ち合いには該当しないと考えられる。以下は、ある保険会社からの回答である。

- 保険業界では一般的であり問題にならない。英国では 3%以上の投資は報告と開示義務がある。企業グループの観点からは、会社法上、子会社は親会社の株式を保有できない。(1 社)

¹¹ ターンブル・ガイダンスとは、1999 年に公表された「内部統制:取締役のための統合コードに関するガイダンス」のことであり、英国上場会社の内部統制のベストプラクティスを示すものであった。2005 年 10 月に財務報告評議会 (FRC) から改訂版が公表されたが、2014 年 9 月に新 CG コードと同時に公表された「リスクに関するガイダンス」(“Guidance on Risk Management and Internal Control and Related Financial and Business Reporting (the Risk Guidance)”) に置き換えられている。

仮に持ち合い株式がある場合の反応についての回答は以下の通りであった。

- 開示次第であると考え。持ち合い株は、複雑な会計処理となり注記が長くなる。その結果、財務諸表に強い株主だけが理解できる。さらに、複雑な関連当事者取引が増え、最終的な株主とその支配に関する質問が増えるだろう。全体として、すべての人が理解できる明確な開示をしていると仮定しても、企業の目的が問われるだろう。もし、その目的が株主の価値を高めるためなら好意的に受け止められるかもしれない。(中小規模会社)
- 反応は肯定か否定のいずれかでその中間はないだろう。ビジネス上合理的な理由の有無といかに明瞭に説明ができるか次第である。(中小規模会社)
- 状況次第である。例えば主要な組織再編を伴う構造改革を理由とするようなものであれば、株主等から支持されるかもしれない。(中小規模会社)
- もし、そのような持ち合いがあれば、直ちに利益相反の問題が生じるために認められないだろう。当社では、すべての取締役は、取締役会開催に先立ち、あらゆる潜在的利益相反について開示することが求められている。(大規模会社)

〈これから CG コードを導入する日本に対する助言等〉

前項までの質問を踏まえて、これから CG コードを導入する日本に対するコメントを求めたところ、「コンプライ・オア・エクスプレイン」モデルは原則主義に慣れ親しんだ英国文化のもとではうまく機能しているが、同様のモデルが他の文化圏で同様に有効に機能するかどうか、懸念する声もあった。

- コードでの要求事項は可能な限り単純なものとすべきである。「コンプライ・オア・エクスプレイン」アプローチは英国ではよく機能しており、企業が予期せぬ事象(例:突然の取締役退任)に対処するための若干の余地がある点で推奨できるものである。これらの事象が合理的な時間軸で解消されるなら、そして、株主がその対処方法に満足するならそれでよい。(大規模会社)
- 英国は原則主義に慣れ親しんだ文化的背景があり、「コンプライ・オア・エクスプレイン」がうまく機能したが、もし、このアプローチを導入するために文化的に様々な変革が必要であれば、短・中期的には CG コード導入の効果は得られないかもしれない。(中小規模会社)
- 情報開示が多いことは競合他社が商業的に重要な当社の情報にアクセスができることではあるが、その結果、優位性を失うということを意味するものではない。企業の機密は保護されるべきであり、事業のガバナンスに関するより詳細な開示要求は、コアとなる商業上の機密を公表することなく達成されなければならない。(大規模会社)
- 非財務の主要な事業指標の開示は徐々に重要性を増している。戦略、パフォーマンス

ンスターゲット、従業員との関係においては企業文化をすべてのステークホルダーに伝達することが重要だろう。(大規模会社)

- 株主とのプロアクティブなコミュニケーションは、株主との利害対立を避け透明性を高める上で重要である。(大規模会社)
- ガバナンスの報告に関する規則を策定する前に、投資家のニーズを明確にし、これらガバナンスに関連する主要なメッセージが伝達される順番と頻度を検討すべきであろう。(中小規模会社)

以上の通り、CGコードが導入されて20年以上の経験を有する英国においては、CGコードを肯定的に受け止め有効に活用しようとする企業側の強い意識が見て取れた。

(6) CGコードの実施(コンプライ)状況に関するモニタリング

FRCは、2011年から毎年CGコードとスチュワードシップ・コードの適用と影響に関する年次報告書¹²を公表している。直近では、2013年12月に当該報告書が公表され、CGコードに関しては、実施(コンプライ)状況および年次報告書における報告状況についてのレビュー結果が取りまとめられている。

CGコードの実施状況に関しては、過去から引き続き最も実施率が低い項目として、B.1.2.(比較的小規模な上場会社を除き、少なくとも半数の取締役会メンバー(取締役会議長を除く)は、取締役会が独立取締役と判断した非業務執行取締役から構成されるべきである)が挙げられている。実施率は、FTSE350全体で87%(前回調査では81%)という。例えば、取締役会議長とCEOの分離に関するコード各則A.2.1.の実施率が94%であること¹³と比較すると確かに低い。

このB.1.2.を実施しない理由に関して、その報告状況のレビューをFRCは同時に実施しており、たとえ一時的に実施しない状況であるとしても、その理由はCGコードの勧告より有効と考える代替的手段を講じているというよりは、取締役会メンバーの「後継者の計画の不備」(poor succession planning)かもしれないと指摘している。なお、この「後継者の計画」については、2014年の重点項目としてFRCが各社の対応をレビューすることになっている。

¹² FRC, “Developments in Corporate Governance 2013 - The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes” (December 2013)

¹³ Grant Thornton 調査による。

<http://www.grant-thornton.co.uk/Documents/FTSE-350-Corporate-Governance-Review-2013.pdf>

(7) 新 CG コードについて

FRC は、2014 年 9 月 17 日に新 CG コードを公表した。主な改訂点は以下の通りであり、2014 年 10 月 1 日以後開始する会計年度から適用される。(以下は、FRC の同日付プレスリリースからの抜粋)

① ゴーイングコンサーン、リスク管理および内部統制

- ・ 企業は、なぜ継続企業の前提に基づく会計を採用することが適切であるかを言明 (state) し、さらに、継続企業で有り続けることについての重要な不確実性を識別しなければならない。
- ・ 企業は、主たるリスクを十分に評価し、それらのリスクにどのように対処しリスクを低減するか説明しなければならない。
- ・ 企業は、現時点の財務状況、主たるリスクを考慮した上で、債務を弁済し事業を継続することができるとの合理的な期待を有しているかどうかを言明し、当該言明がカバーする期間を特定し、それが適切である理由を説明しなければならない。
- ・ 企業は、リスク管理と内部統制システムをモニタリングしなければならない。少なくとも 1 年に 1 回、それらの有効性をレビューし、当該レビューについて年次報告書で報告しなければならない。
- ・ 企業は、リスクと存続可能性 (viability) の開示をどこで行うか選択できる。戦略報告書で開示する場合は、2006 年会社法の「セーフハーバー」条項が適用される。

② 報酬 (remuneration)

- ・ 報酬に関する方針が長期的な企業の成功に沿って設計されているかどうか、および、その責任が報酬委員会にあることを確認することにより重点が置かれている。
- ・ 企業は、それが適切な場合、変動型報酬を回収 (取り戻すこと) または留保することができる取り決めとするべきであり、繰延報酬について権利確定期間や保留期間の導入を検討すべきである。

③ 株主とのエンゲージメント (shareholder engagement)

- ・ 企業は定時株主総会の結果を公表する際に、相当な割合の株主が議案に反対票を投じた場合、企業が株主とどのようなエンゲージメントを目指しているか、説明をしなければならない。

④ その他

- ・ 取締役会による「企業トップの姿勢 (tone from the top)」の重要性を強調、他。

なお、この新 CG コードとともに、CG コードの第 C 章「説明責任 (accountability)」適用上の取締役に対する指針として「リスク管理、内部統制ならびに関連する財務・事業報告のガイダンス」が FRC から公表され、リスク管理に関連するベストプラクティスを提供している¹⁴。

2. フランス

(1) コードについて

フランスでは、フランス私企業協会 (AFEP) およびフランス企業連盟 (MEDEF) の作業部会が策定した AFEP/MEDEF コードに加えて、主に中小規模会社向けの Middlednext コードがあり、会社は、OECD の多国籍企業向けガイドライン¹⁵等も含めた複数のコードから最適なコードを選択してレファレンス・コードとすることができる。AFEP/MEDEF コードは 1999 年に初めて制定され、その後、数回の改訂を経て、現在参照されているものは 2013 年 6 月版である。一方、Middlednext コードは、2009 年 12 月に初めて公表され、現在に至る。

フランスでは、会社機関として取締役会を設置する単層構造の株式会社、マネジメント・ボードとスーパーバイザリー・ボードの二層構造の株式会社、そのほか、株式合資会社 (société en commandite par actions) 等があるが、AFEP/MEDEF コードおよび Middlednext コードは、いずれも主に単層構造の株式会社を想定しているため、その他の構造の会社は適宜調整をする必要があるとされている。

また、フランスでは、商法典 (L.225-37 または L-225.68¹⁶) 規定により、取締役会議長 (またはスーパーバイザリー・ボードの議長) がコーポレートガバナンスに関する事項を含む報告書を作成し、年次の法定提出書類 (registration document¹⁷) に含めなければならない。したがって、CG コード実施 (コンプライ) 状況は、会計年度と同一の期間について報告される。また、当該報告内容のうち財務報告に関する内部統制およびリスク管理に関する項目は、商法典 (L.225-235) に従って法定監査人 (statutory auditor) の保証 (attest) を受ける必要がある。

¹⁴ 同時に、銀行向けには、「Guidance for Directors of Banks on Solvency and Liquidity Risk Management and the Going Concern Basis of Accounting」が FRC から公表されている。

¹⁵ “OECD Guidelines for Multinational Enterprises (2011 Edition)” を指す。次のリンク先から入手可能である。
<http://www.oecd.org/daf/inv/mne/48004323.pdf>

¹⁶ L.225-37 は、取締役会単層構造の会社、L-225.68 は、マネジメント・ボードとスーパーバイザリー・ボードの二層構造の会社を対象としている。

¹⁷ 英語名称をアニュアル・レポート (annual report) とする会社もあるが、フランス語では「Document de référence」。AMF が推奨する様式の年次報告書一式。本報告書では「法定提出書類」とする。

(2) コードの適用対象会社

AFEP/MEDEF コードとして取りまとめられた「勧告 (recommendations)」は、EU 規制市場において証券の取引が認められている会社を念頭に置いて策定されたものであり、そのような会社¹⁸が商法典 (L.225-37 または L-225.68) に従って開示をする際のレファレンス・コードとすることができる。

それ以外の市場で取引される会社や非上場会社についても、このコードの全体または一部分を採用することが推奨されているが、強制はされていない。

一方、Middlenext コードは、その序文に記載されている通り、EU 規制市場では株式が取引されていない会社、特に、その中でも多国的な取引所 (Alternext 等) において株式が取引されている会社や、非上場企業が採用することも可能かもしれない、とされている。コーポレートガバナンス、内部統制、リスク・マネジメントに関して取締役議長による報告書を作成している中小上場会社は、商法典 (L.225-37 または L.225-68) における「企業の代表団体が策定したコーポレートガバナンス・コード」として当該コードを参照することができる。

(3) コーポレートガバナンスに関する開示とアシュアランス

上記 (1) に記載の通り、取締役会議長の報告書に含まれる CG コードに関連する一部の内容について、法定監査人の保証 (attest) 手続きを受けることが要求される。本報告書の【参考資料】2. に開示例を示している。

(4) 調査対象会社 (13 社)

	会社名 (注 1)、業種	属性 / 適用コード
1	建設業	CAC 40 (注 2)、AFEP/MEDEF コード
2	輸送用機器	CAC 40、その他 (注 3)
3	石油・石炭製品	CAC 40、AFEP/MEDEF コード
4	ゴム製品	CAC 40、AFEP/MEDEF コード
5	その他製品	CAC 40、AFEP/MEDEF コード
6	電気・ガス業	CAC 40、AFEP/MEDEF コード

¹⁸ ここでの会社には、public limited companies (sociétés anonymes) (取締役会設置形態もしくは、スーパーバイザリー・ボードとマネジメント・ボードの二層構造の双方) および partnerships limited by shares (société en commandite par actions) を含む。(AFEP/MEDEF コードの「序文」より)

7	銀行	大規模(注 4)、AFEP/MEDEF コード
8	保険	CAC 40、AFEP/MEDEF コード
9	保険	コンパートメント A(大規模)、AFEP/MEDEF コード
10	情報・通信業	コンパートメント C(小規模)、AFEP/MEDEF コード
11	その他製品	コンパートメント B(中規模)、Middlenext コード
12	電気機器	コンパートメント B(中規模)、Middlenext コード
13	電気・ガス業	コンパートメント C(小規模)、Middlenext コード

(注 1): 会社名はすべて匿名のため、記載していない。

(注 2): CAC40 指標銘柄はすべてコンパートメントAに属する。

(注 3): オランダ籍のため、オランダの CG コードを適用している。

(注 4): 同社は、株式は公開されていない債券発行体。

(5) 調査結果

〈質問項目 1-a: コードの中で実施(コンプライ)している項目〉

AFEP-MEDEF コード:

- 当該コードは、25 の主題に関する 66 項目の勧告 (recommendations) から構成される。25 の主題には、取締役会に関する項目、取締役会の委員会 (監査委員会、任命/指名委員会、報酬委員会) に関する項目および取締役に関する項目が含まれる。例えば、25 番目の主題は、「本勧告の履行」であり、会社による「コンプライ・オア・エクスプレイン」ルールの実施 (25.1.)、コードの実施のモニタリングを行う CG 上級委員会(25.2)、という 2 つの勧告が示されている。

Middlenext コード:

- 主な内容は、1. 執行権限 (Executive power)、2. 「監督」権限 (“Supervisory” power)、3. 「株主」権限 (“Sovereign” power)、の 3 項目から成り立ち、さらに各項目は、「留意事項 (points to be watched)」および「勧告 (recommendations)」から構成される。このうち、「勧告」については「コンプライ・オア・エクスプレイン」を適用する必要があり、取締役会議長の報告書において、どのようにこれらの勧告を実施(コンプライ)したか、実施しなかった場合はその理由を明確に示さなければならない。

調査対象 13 社のうち 4 社がユーロネクスト市場のコンパートメントBまたはCに属する中小規模会社であり、このうち、3 社が Middlenext コードを参照し、1 社(コンパートメント C)が AFEP/MEDEF コードを参照している。また、Middlenext コードに加えて、AMF(フ

ランス金融市場庁)が2013年に公表した「コーポレートガバナンス及び執行役報酬に関する報告書」¹⁹における中小企業向け勧告事項を考慮している会社が1社含まれている。さらに、調査対象会社のうち1社はオランダ国籍会社であり、オランダのコードを参照していた。

AFEP/MEDEF コードを適用している9社のうち、すべての勧告を実施している会社が1社(大規模)、実施しないで説明する項目が1項目の会社が1社、2項目の会社が1社、3項目以上について実施しない説明をしている会社が6社であった。

一方、Middlenext コードを参照している3社は、すべての勧告について実施している会社が1社、実施しない項目が1項目の会社が1社、3項目の会社が2社であった。

- AFEP/MEDEF コードおよび Middlenext コードを参照している企業は、特に以下の項目を意識している。(大規模会社複数)
 - ・取締役の独立性(6社)
 - ・取締役報酬の透明性(5社)
 - ・各種委員会の設置(監査、任命/指名、報酬)(5社)
 - ・その他の委員会²⁰の設置—戦略/持続的成長委員会(3社)、原子力委員会(1社)、ガバナンス委員会(1社)、リスク管理委員会(1社)、倫理委員会(1社)
 - ・取締役の個人別実績評価(1社)
 - ・取締役会の男女比率(ある会社では35.7%を達成)
 - ・「say on pay²¹」(1社)
- AFEP/MEDEF コードに加えて、マネージング・パートナー²²の任期等、自社独自の追加的ルールを導入している。(大規模会社1社)
- ほとんどすべての Middlenext コードの勧告を実施(コンプライ)している。(中小規模会社3社)

〈質問項目 1-b: コードを実施(コンプライ)する上での困難について〉

会社の組織形態が単層構造の取締役会設置株式会社(société anonymes)でない場合に AFEP/MEDEF コードの要件をそのまま満たすことが困難であるとする意見が2社(いずれも大規模会社)からあった。その他の主な意見は以下の通りであった。

¹⁹ AMF が2013年10月24日付で公表した、“2013 Report on Corporate Governance and Executive Compensation”を指す。

²⁰ コードで設置することが勧告されていない任意の委員会を含む。

²¹ 企業経営者に対する「報酬の支払い(PAY)」に関して「株主が意見を言うこと(SAY)」を認め、経営者報酬に関する議案を株主総会に諮り株主の投票の対象とする制度をいう。

²² 日本の会社でいえば、役員クラス。あるフランス企業では、CEO が Managing General Partner である。

AFEP/MEDEF コード:

- 特段の困難はない。(大規模会社 4 社)
- 「コンプライ・オア・エクスプレイン」は、ひとつのルールがすべての会社に合致するわけではないため、よい妥協策である。CG 上級委員会 (High Committee) が発行したコンプライアンス・ガイダンスは、(CG に関する) 明確化に関する当局との対話の一例である。(注: CG 上級委員会には、AFEP/MEDEF コードを参照する企業がメンバーとして参加している。)(大規模会社)
- 当社は、10 年以上前に AFEP/MEDEF コードを早期適用した経験をもち、当局および他のステークホルダー(議決権行使アドバイザー、株主、顧客)等関係者間の調整役としての役割を果たした。このような相互連携によって、それぞれが納得した上での同意に至ることができた結果、コード適用プロセスもスムーズなものとなった。(大規模会社)
- AFEP/MEDEF コードは取締役会の合議制(a collegial body)を尊重する点において、勧告の適用を容易ならしめたと考える。(大規模会社)
- 今後、困難となることが想定されるものとして、「Say on Pay」が挙げられる。EU 規則²³に従う必要がある。(大規模会社 2 社)

主に組織形態による困難性を指摘するコメント:

- 当社はフランス法のもとで分散所有型会社とみなされ一定の法令に従う必要がある。大規模な内部監査を実施する中でガバナンスについても留意しており、内部サービス部門の倫理規範も策定している。特段の困難がないとはいえ、取締役会議長の報告書に含まれるガバナンス関連の報告事項の作成に時間がかかることについては認識しており、約 20 名のチームで年間 3~4 カ月のリソースを費やして同報告(財務報告のレビューを含む)を作成している。(大規模会社)
- AFEP/MEDEF コードの適用にあたり、長い時間をかけてコンプライアンス手続に取り組んだ。最も困難であった点は、フランスの株式合資会社(SCA)としての当社の構造にコードを適用しなければならなかったことである。(大規模会社)

その他のコメント:

- 特に報酬など、他社とのベンチマークの比較をする上で、国内の同業会社数が限られているため、有効な比較ができない。(金融機関)

Middlenext コード:

²³ EU 指令の改訂案を指す。http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-396_en.htm

- 一定数の独立取締役の確保と、能力と経験のある取締役の選任の両立は、特殊な業界に属する当社にとって極めて困難である。例えば、筆頭取締役として適任の有能な人材が顧客から得られる場合もあるが、その場合は一般的には独立要件を満たさない。
- 取締役の「独立」要件は、Middlenext コードに規定されておらず、各社において設定する責任を有するが、この自社固有の独立性要件の妥当性を議決権行使アドバイザーが否定することがある。
- Middlenext コードでは、取締役の任期について特定の年数を強制していないものの、業界特有の経験を習得し、会社の戦略を理解するためには一定期間を要するため、当社では取締役の任期を 6 年としている。しかし、(長すぎるというプレッシャーがあるため)最近 4 年間とすることを決定した。
- 会社規模に応じて取締役数を 4 名としているが、この人数では Middlenext コードで推奨される複数の委員会設置は困難である。そこで、本来、委員会の責務とされるものを取締役会が担当している。

〈質問項目 1-c: 株主等からのプレッシャーの有無〉

規制当局からのプレッシャーの説明として、AMF (フランス金融市場庁) による「Name and Shame」方式のレビュー (注:「コンプライ・オア・エクスプレイン」の適用が不十分とみなされる具体的企業名を AMF が報告書の中で公表) (本報告書の(6)を参照)を具体的項目として挙げる会社が 2 社あった。

AFEP/MEDEF コード:

- プレッシャーはない。(大規模会社 2 社)
- 特定のステークホルダーからのプレッシャーはないが、期待されていることは感じる。特に以下の関係者からの注目が高いことを認知している。(大規模会社 4 社)
 - ・規制当局 (AMF) / CG 上級委員会 (4 社)
 - ・議決権行使アドバイザー (3 社)
 - ・投資家 (1 社)
 - ・社会的責任投資ファンド (1 社)
 - ・ステークホルダー全般 (1 社)、一般大衆 (1 社)
- 特段のプレッシャーはないが、議決権行使アドバイザーの存在により、株主との直接的対話が難しくなってきたと感じる。同アドバイザーの存在は少数株主および機関投資家にとって重要なものとなりつつあるが、これは適切な方向に向かっている変化であるとは思えない。(中小規模会社 1 社)

- AMF による「Name and Shame」方式のレビュー導入にプレッシャーを感じる。(大規模会社 2 社)

Middlenext コード:

- プレッシャーはない。(中小規模会社 2 社)
- 議決権行使アドバイザーからの圧力、報酬(ストックオプション含む)に対する規制当局からの圧力を感じる。(中小規模会社 1 社)

〈質問項目 1-d: 実施(コンプライ)しない項目がある場合、その理由〉

AFEP/MEDEF コード:

- 主に組織形態が実施(コンプライ)しない理由である。(大規模会社 2 社)
 - ・ 独立取締役半数が独立取締役とすべきことが勧告されている²⁴が、37%しか独立していない。しかし組織形態に沿ったものであり妥当である。
 - ・ 「独立」要件—取締役任期(12 年)の上限がコードで明示されているが、他の要件が優先されるべきと考える。
 - ・ 各取締役会メンバーの評価—取締役会が「合議制」の協力関係に基づく組織であるという理解から、当該規定は実務的ではないと判断した。
- 以下の 5 項目について実施していない。(大規模会社)
 - ・ 独立取締役の任期上限 12 年
 - ・ 独立メンバー要件(委員会について一定比率が求められる)
 - ・ 監査委員会による財務諸表レビューの十分な期間²⁵
 - ・ 業務執行取締役の兼業禁止
 - ・ 業績連動型株式報酬において「一定の株式購入を条件とすること」(理由:すでに相当数の株式購入条件が付されているため、追加購入は不要と判断)
- 会社の規模と照らし合わせて妥当とは考えられない勧告について、実施しないで説明することとしている。具体的には以下の 2 項目:(中小規模会社)
 - ・ 各取締役の個別評価—小規模(取締役数 3 名)であることから、有効な手段ではないと判断
 - ・ 取締役会議長と CEO の分離—当社の歴史(取締役会議長兼 CEO が創業者)から、この勧告については実施しないことを取締役会が決定した。しかし、本件につい

²⁴ AFEP/MEDEF コードの 9.2 では、「支配株主のいない分散所有型の会社においては取締役会メンバーの半数を独立取締役が占めるべきである」とされる。

²⁵ AFEP/MEDEF コード 16.2.1.では、取締役会による審査の前に 2 日間以上が必要とされている。

て一部の議決権行使アドバイザーは十分に理解していない。

Middlenext コード:

- Middlenext コードの勧告(R12)では、ひとつまたはそれ以上の委員会設置の要否を各社が判断することが勧告されている。当社は、指名、報酬の各委員会設置を検討したが、会社規模と組織形態を考慮し、取締役会がこれら委員会の責務を負うことを選択した。(注:厳密には実施していないわけではない)
- 以下の3項目について Middlenext コードの勧告の一部分を実施(コンプライ)していない。
 - ・ R5:「ストックオプションおよびボーナスシェア」では、付与について会社の中長期的な利益を反映した適切なパフォーマンス条件を付すことが勧告されている。しかし、当社は、中長期的利益を取締役の任期を長く設定することに反映することとし、パフォーマンス条件を付していない。
 - ・ R6:「取締役会手続規則」の導入はしているが、その内容のすべてを公表していない。株主の請求により開示をする方針としている。
 - ・ R7:「取締役の倫理」に関して、2009年および2011年に初めて就任した取締役からは、就任時に倫理規則への署名を得ていない。就任当時は規則がなかった。事後的に2012年7月および2013年10月の取締役会において倫理規則の改訂に同意するという形式で意思を確認した。

〈質問項目 1-e: 実施(コンプライ)しない項目の解消策〉

実施しない項目の解消策については、一部、前項質問項目 1-d においても示唆されているが、会社組織形態や規模に起因する実施しない項目については、解消策を検討するというよりは、コードの勧告に対する代替的方法を維持する方針の会社が4社(中小規模会社)あった。

AFEP/MEDEF コード:

- 解消策はなし。(大規模会社3社)
- 会社は継続的に実施(コンプライ)するような努力を続けて当局(AMF)との対話を継続している。(大規模会社)
- 会社の歴史と業界を考慮し、一定の場合については説明を強化する方針としている(つまり解消はしない)。(大規模会社)
- 取締役会議長とCEOの兼務は、当社のコアとなるアイデンティティであり、これを解消してコードを実施(コンプライ)することは極めて困難である。(中小規模会社)

Middlenext コード:

- 会社形態および規模を理由とするため解消策はない。(中小規模会社 3 社)

〈質問項目 1-f: コードの中で有用な項目を 3 つ〉

AFEP/MEDEF コード:

- 一定割合の独立取締役 (3 社)
- 取締役会議長と CEO の分離 (4 社)
- 「コンプライ・オア・エクスプレイン」アプローチが企業に一定レベルの独自対応の余地を与える点 (2 社)
- リスク管理 (1 社)
- 「Say on Pay」 (2 社)
- 取締役会が「合議制 (collegiality)」であること (1 社)

Middlenext コード:

- 一定割合の独立取締役 (バランスのとれた取締役会となる) (1 社)
- 取締役会議長と CEO の分離 (1 社)

〈質問項目 1-g: 2 つのコードの選択肢について〉

ユーロネクスト・パリ取引所のコンパートメントBおよびCに該当する 4 社 (すなわち潜在的に中小企業向けの Middlenext コードの適用対象となりうる会社) のうち 3 社が Middlenext コードを参照し、1 社が AFEP/MEDEF コードを参照している。その理由について、以下の回答を得た。

- 2009 年に Middlenext コードが公表されたことを契機として、それまで適用していた AFEP/MEDEF コードから変更したが、その理由は、当社の最終的な大株主が個人であるため、Middlenext コードがより適切であると判断したことによる。
- 当社は、AFEP/MEDEF コードを参照している親会社を通じて、その勧告が小規模の当社には不向きであることを認識していた。当社は、創業者を含む大株主に支配されており、そのような株主構造の会社には、Middlenext コードがより適切であると判断した。
- 当社が Middlenext コードを採用した理由は、会社の規模および Middlenext の会員であることによる。Middlenext コードは、AFEP/MEDEF コードと比較して、より柔軟

な対応が可能である。

- 当社が AFEP/MEDEF コードを選択した契機は、(Middlenext コードが公表される前の)2008 年 12 月の当社取締役会において、2008 年 10 月に公表された AFEP/MEDEF の「業務執行取締役報酬に関する勧告」²⁶を採用する決議をしたことである。(中小規模会社)
- 仮に、2 つのコードが選択できる立場にあるとしても、当社は、AFEP/MEDEF コードを選択するだろう。そちらを目標とすることが望ましいと考えるから。(大規模会社 1 社)

〈質問項目 3:株式の持ち合いについて〉

いわゆる政策保有株式についての主な意見は以下の通り。

- 持ち合い株式はない。(13 社)
- 将来においても株式の持ち合いをする意図は全くない。(13 社)

なお、今回の調査範囲ではないが、フランスにおいても過去は安定的相互株式保有を意図した株式の持ち合いがあったものの、現在ではほぼすべて解消しているという。以下は、アクサ生命とパリバ銀行の持ち合い株式解消に関する開示である。

On 5 August 2010, the AXA group and the BNP Paribas Group informed the AMF (AMF Information No. 210Co773) that they have signed a memorandum of understanding intended to replace the agreement established in December 2005. Considering the new rules enacted by the regulators for financial institutions, the clauses of this new protocol no longer mention the maintenance of stable reciprocal interests.

(出所: 仏 BNP パリバの 2013 年 12 月期法定提出書類から抜粋)

〈これから CG コードを導入する日本に対する助言等〉

- 「コンプライ・オア・エクスプレイン」ルールを導入する際には、企業の規模を考慮することが有用かもしれない。(中小規模会社)
- CG コードの導入によって、リスク管理と評価のルールの運用においてよりボードメンバーの関与が強化され、戦略的方向付けができた点が最も有用である。(中小規模)

²⁶ AFEP/MEDEF, “Recommendations Concerning the Compensation of Executive Directors of Companies Whose Shares are Admitted To Trading on a Regulated Market” (October 2008)

会社)

- CG コードの策定に際しては、企業と議決権行使アドバイザーの関係に留意することが有用かもしれない。金融市場監督当局からの個別のフィードバックを受けないため、当社にとって主要な対話先は、議決権行使アドバイザーとなる。議決権行使アドバイザーもガバナンス改善に加わるべきであり、企業の行為に制裁的措置を講じるだけであってはならない。例えば、会社が CEO と取締役会議長の分離に関して、主たる議決権行使アドバイザーに、会社の立場を報告することなどが考えられる。
(中小規模会社)
- US SOX404 のようなチェックボックス方式ではなく、会社の状況を説明する形でコードを導入することは有用かもしれない。(大規模会社)
- CG コード制定において当局が留意すべき項目として以下が挙げられる。
 - ・ ルール(注:コードの勧告等)の適法性およびルール制定プロセス
 - ・ CG の目的は企業が価値を生み出すことにある点(CG ルールは企業の戦略的なレベルにおいて実際の利益を反映するべき)
 - ・ ステークホルダーの利益にも留意する
 - ・ CG コードを起草する当局の義務は、各ステークホルダー(企業、投資家、株主、顧客、議決権行使アドバイザー)のニーズと期待を明確に識別することであるべき
- 規制当局は、CG コード実施(コンプライ)に関して一定の許容範囲を設けるべきである。会社の組織形態、業種、歴史等の変数に対応するためにもコードが厳格なものであってはならない。(大規模会社)
- 有効な取締役は取締役会でただ「黙認」するのではなく「対話」が促進されるような環境に存在すると当社は考える。例えば、フランスにおけるCG 上級委員会のような中立的組織の存在は有用であろう。(大規模会社)
- 適切なコーポレートガバナンスは、以下の 2 つの点において有用である。(大規模会社)
 - ・ 会社が新しい方針や新しい実務を取り入れる機会を与える
 - ・ リスクに対処しリスク管理方針の有効性を一般に証明するものとなる
- 新たなチャレンジが近い将来訪れるだろう。例えば、個人情報、データ保護などが企業のガバナンスに影響を与える可能性がある。(大規模会社)

(6) AFEP/MEDEF コードの運用状況に関する AMF 調査

フランス通貨金融法典の規定(L.621-18-3)に基づき、フランスでは毎年 AMF が企業のコーポレートガバナンスおよび役員報酬に関連する事項の開示状況をレビューするこ

とになっている。直近では、2014年9月24日に2014年版の報告書が公表され²⁷、2013年6月公表のAFEP-MEDEFコードを適用するフランス企業60社をサンプルとした調査結果が報告されている。この報告書では、全体としてコードの実施状況が改善されていること、例えばリードディレクターの任命(6.5.)が2010年には31%であったものが2014年は59%となったこと、取締役会の多様性(男女比などのダイバーシティ)、役員報酬の上限開示等に改善がみられるとしている。

一方、AMFは、サンプル企業の43%が独立取締役に関する勧告のすべてを実施していない点(すなわち、勧告の一部分のみについて実施している点)に注目しており、特に、取締役の独立性を検討する際に、在任期間の年数上限が十分に考慮されていない点を指摘している。

このAMFの年次報告では、「Name and Shame」手法(「コンプライ・オア・エクスプレイン」の適用が不十分な企業の実名を公表することで改善を促す手法)が取り入れられており、名指しで不備を指摘された会社にとっては強いプレッシャーとなっていることが、質問項目1-cに対する回答(2件)からもうかがえる。

なお、AMF調査とは別に、AFEP/MEDEFが2013年に設置したCG上級委員会が2014年10月21日付で初めての実施状況に関する年次報告書²⁸を公表している。この報告書では、「Name and Shame」手法は採用されず、会社からのヒアリングを中心としたCG上級委員会による調査結果の共有およびコードの解釈に関するガイダンスの提供が主な内容となっている。この報告書が企業にコードを実施しない場合の説明強化を促し、さらに、コードの将来の改訂に対する提言をしている点で、CG上級委員会は、コーポレートガバナンスに関する会社との対話者であるとみなされるといふ²⁹。

3. ドイツ

(1) コードについて

ドイツのCGコードの特徴は、マネジメント・ボード(Vorstand)とスーパーバイザリー・ボード(Aufsichtsrats)の二層構造であり、スーパーバイザリー・ボードの一定人員(2分の1または3分の1)は従業員代表から構成されなければならないとされている。

²⁷ « Rapport 2014 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants » (Septembre 2014)

²⁸ Haut Comité de Gouvernement D'Entreprise, « 1^{ère} Partie: Rapport 2014 - Rapport d'activité » (Octobre 2014)

²⁹ PwC France, Paris 作成資料に基づく。

ドイツの CG コードには、「コンプライ・オア・エクスプレイン」対象となる「勧告 (recommendations)」と、実施 (コンプライ) していなくても説明の開示が要求されない「提案 (suggestions)」がある。提案 (suggestions) については、任意で実施状況を開示している会社もあるが、強制はされていない。

ドイツ株式法 (AktG) セクション 161 は、上場企業のスーパーバイザリー・ボードおよびマネジメント・ボードが、毎年ドイツの CG コード委員会の勧告 (recommendations) を実施してきたかどうか、もし、実施していない場合はどの勧告 (recommendations) を実施していないかの宣誓 (declaration) をすることを上場会社に要求している。当該宣誓書には株主が永久にアクセス可能でなければならないとされているため、企業のウェブサイト上では年次報告書とは別に過去分も含めて CG 宣誓書が、すべて掲載されている。(本報告書の【参考資料】3. の開示例を参照)

一方、ドイツ商法 (HGB) では、セクション 289a により EU 規制市場で株式が取引される株式会社および一定の要件を満たす EU 規制市場で株式以外の証券が取引される会社は、状況報告書 (またはグループ状況報告書) 中の独立したセクションとして CG 宣誓書を含めることが求められる。また、HGB のセクション 289a は、当該 CG 宣誓書を会社のウェブサイト上で開示する公開方法も認めており、その場合は、状況報告書 (またはグループ状況報告書) 上は該当するウェブサイト参照することで足りる。フランクフルト証券取引所の DAX および MDAX 各社の CG 宣誓書が掲載されたウェブサイトへのリンクは、ドイツ・コーポレートガバナンス政府委員会のウェブサイト³⁰にも掲載されている。なお、HGB セクション 289a で要求される CG 報告には、AktG のセクション 161 に基づく CG 宣誓書に加えて、コーポレートガバナンス実務の説明、マネジメント・ボードおよびスーパーバイザリー・ボードならびに各委員会の構成とそれぞれがどのように業務を遂行しているかの説明を含む。

今回の調査は、2014 年 10 月上旬に、直近の年次 CG 宣誓書にもとづくヒアリングを実施したものである。この年次 CG 宣誓書の日付は、必ずしも会計年度末である必要はなく、12 月決算の企業は、毎年 12 月中旬の日付で宣誓書を公表することが多いという。

年次 CG 宣誓書は、直前の宣誓書日付以降の期間について、当該期間中に有効であった CG コードに基づき宣誓することが求められる。ドイツでは毎年 CG コードの見

³⁰ <http://www.dcgk.de/en/declarations-of-conformity.html>

直しが行われ、最近では2014年6月24日改訂版³¹が公表されているが、今回の調査では、各社は主に2013年5月13日改訂CGコード³²に基づき回答をしている。

CGコードの改訂サイクル、年次報告書の対象期間(会計期間)、CG宣誓書日付がそれぞれ異なる場合にはCGコードの適用は複雑なものとなる。例えば、ドイツ銀行(決算日は12月31日)の2014年10月29日付CG宣誓書では次のような開示をしている。(同行による例外事項の詳細説明は以下の抜粋では省略している。)

- ・ 前回のCG宣誓書日付が2013年10月29日であること
- ・ 当社は、2013年10月29日以降継続して2013年5月13日改訂(2013年6月10日連邦官報にて公布)のCGコードを一部の例外を除き実施してきたこと
- ・ 2014年6月24日付でCGコードが改訂され2014年9月30日に連邦官報にて公布されたこと
- ・ この改訂CGコード(新CGコード)の変更箇所は、付録の明確化のみでありコード本文の勧告または提案に変更がないこと
- ・ 当社は、2014年9月30日以降、当CG宣誓書の日付(2014年10月29日)までの期間、一部の例外を除き、新CGコードをすべて実施していること

(出所:ドイツ銀行2013年12月期年次報告書)

仮に、同行が、2014年12月期の年次報告書を2015年3月頃に公表する際には、2014年10月29日付のCG宣誓書(年次報告書日付で調整した旨の但し書き付)がその中に含まれることになる。

(2) コードの適用対象会社

コードは、主に、ドイツにおけるEU規制市場で証券が取引されている株式会社等(AktG セクション161(1)による)を対象としているが、それ以外の会社(「資本市場に焦点を当てていない会社」と表現される)も当該コードを尊重することが期待されている(2013年5月13日改訂CGコードの「1. 序文」より)。

(3) コーポレートガバナンスに関する開示とアシュアランス

CG報告書が状況報告書(またはグループ状況報告書)に含めて開示される場合は、状況報告書(またはグループ状況報告書)の一部として監査対象となり、「財務諸表(または連結財務諸表)との整合性および全体として会社(グループ)の財政状態に関する

³¹ 2014年9月30日に連邦官報にて公布

³² 2013年6月10日に連邦官報にて公布

適切な見解 (suitable view) を提供し、将来の発展に関する機会とリスクを適切に描写 (suitably present) している」との意見表明がなされる。

(4) 調査対象会社(12社)

	会社名(注)、業種	属性/市場区分
1	匿名	大規模企業、プライムスタンダード
2	匿名	大規模企業、プライムスタンダード
3	匿名	大規模企業、プライムスタンダード
4	匿名	大規模企業、プライムスタンダード
5	匿名	大規模企業、プライムスタンダード
6	匿名	大規模企業、プライムスタンダード
7	匿名	大規模企業、プライムスタンダード
8	匿名	大規模企業、プライムスタンダード
9	KSB Aktiengesellschaft、機械	中小規模企業、ジェネラルスタンダード (開示例については本報告書【参考資料】4. を参照)
10	SMA Solar Technology AG、機械	中小規模企業、プライムスタンダード
11	Bauer AG、機械	中小規模企業、プライムスタンダード
12	匿名	中小規模企業、ジェネラルスタンダード

(注): 上記匿名企業の業種は、銀行、保険会社、その他製造業(化学、医薬品、機械、電気機器、情報・通信業、小売業)に属する。

(5) 調査結果

〈質問項目 1-a: コードの中で実施(コンプライ)している項目〉

ドイツ CG コード(2013年5月13日改訂)の構成は以下の通りである。

1. 序文
2. 株主及び株主総会
3. マネジメント・ボードとスーパーバイザリー・ボードの協力
4. マネジメント・ボード
5. スーパーバイザリー・ボード
6. 透明性

7. 年次財務諸表の提出及び監査

調査対象 12 社のうち、CG コードの勧告 (recommendations) の一部を実施していない会社は 7 社であった。そのうち 1 項目について実施していない会社は 1 社 (中小規模)、2 項目について実施していない会社は 1 社 (大規模)、3 項目以上について実施していない会社が 5 社 (大規模会社 2 社、中小規模会社 3 社) であった。

- CG コードのすべての勧告 (recommendations) について実施している。(大規模会社 5 社)
- CG コードの一部の勧告 (recommendations) または提案 (suggestions) について実施していない。(7 社、うち大規模会社 3 社、中小規模会社 4 社)
- CG コードの提案 (suggestions) については、実施状況の開示が要求されていないため、回答を差し控える。(6 社、うち大規模会社 3 社、中小規模会社 3 社)

〈質問項目 1-b: コードを実施(コンプライ)する上での困難について〉

主な意見は以下の通りであり、主に報酬開示に関する困難を指摘する意見が多かった(6 社)。

- ボードメンバーの報酬開示に関する規定が詳細すぎる、もしくは複雑すぎる。(6 社、うち大規模会社 5 社、中小規模会社 1 社)
- コードの実施(コンプライ)のみが良好なコーポレートガバナンスであり、実施しない勧告に対する説明は不可、という誤解が一部にある。(大規模会社 2 社)
- コードの文言が曖昧で異なる解釈の余地があり、適用が困難である。(大規模会社 2 社)
- スーパーバイザリー・ボードのメンバー要件を満たす候補者の選任が困難である。(2 社)
- スーパーバイザリー・ボードのメンバー構成(年齢、性別、国際的多様性(ダイバーシティ)、財務の専門性等)は複数名の創業者がスーパーバイザリー・ボード・メンバーである当社にとっては実施(コンプライ)が困難である。(中小規模会社 1 社)
- スーパーバイザリー・ボードのメンバー要件(男女の比率、独立性、利益相反等)は、業種特有の専門性を有するメンバー候補者の範囲を狭めることになり実施(コンプライ)が困難となる。(大規模会社 1 社)

〈質問項目 1-c: 株主等からのプレッシャーの有無〉

主な意見は以下の通り。議決権行使アドバイザーからのプレッシャーを感じている会社が5社と多い。

- 特段のプレッシャーを株主からは感じていない。(大規模会社2社、中小規模会社3社)
- 議決権行使アドバイザーがガバナンスに関する開示に注目しているというプレッシャーを感じる。(大規模会社5社)
具体的項目については次の通り。
 - ・スーパーバイザリー・ボードの独立メンバー人数に注目している。(大規模会社4社)
 - ・スーパーバイザリー・ボード・メンバーの他社との兼務(オーバーボーディング)に批判的であるが、この点についてコードでは詳細に対応されていない。(大規模会社1社)
 - ・スーパーバイザリー・ボード・メンバーの在任期間に対する関心が高い。(大規模会社1社)
 - ・議決権行使アドバイザーが独自のチェックリストと定義に従って行動するが、それはコードの勧告と整合しない場合がある。(大規模会社1社)
- ボードメンバーの報酬の透明性に対するプレッシャーが強い。(大規模会社)
- 海外投資家は、スーパーバイザリー・ボード・メンバーの適切な人員数および潜在的利益相反に対する関心が高い。(大規模会社)
- 一部の株主と投資家は、報酬に関する多くの情報、特に個別情報を得たがる。(中小規模会社)

〈質問項目 1-d: 実施(コンプライ)しない項目がある場合、その理由〉

12社のうち、コードの勧告をひとつ以上実施していない会社は、7社である。これらの会社からの主な意見(理由)は以下の通り。

- スーパーバイザリー・ボードの構成、独立性要件、女性メンバーの適切な比率(5.4.1³³) (5社)
 - ・適切なボードメンバーを選任する上で、たとえば一定の女性比率、年齢制限等を求めるコードはむしろ制約となるため。(4社)
 - ・複数の創業者がスーパーバイザリー・ボード・メンバーであり続けることを希望したため。(中小規模会社1社)
- スーパーバイザリー・ボード・メンバーの個別報酬開示(5.4.6) (3社)

³³ ドイツのCGコード(2013年5月13日版)の5.4.1では、明示的なスーパーバイザリー・ボードの女性比率の記載はなく、「適切な比率を定めるものとする」とされている。

- ・総額表示で十分な情報を提供していると考えため。
- ・株主総会決議で個別報酬開示をしないことを決定したため。(中小規模会社 1 社)
- マネジメント・ボード・メンバーの報酬額に上限を設定する勧告 (recommendations) (4.2.3) (4 社)
 - ・確定拠出型年金制度については給付額が変動するため、制度上コードの勧告 (recommendations) 適用が困難な場合があるため。
- CG コード以外の法規制等との不整合による実施しない説明 (1 社)
 - ・コード (5.3.3) では、「スーパーバイザリー・ボードは、株主代表だけで構成される指名委員会を設置するものとする」とされるが、業種特有の法規制により、指名委員会に従業員代表を含める必要があるため。(大規模会社)

〈質問項目 1-f: コードの中で有用な項目を 3 つ〉

主な意見は以下の通り。ドイツでは、独立取締役に関する質問に対しては、スーパーバイザリー・ボードとマネジメント・ボードの二層構造であり、この仕組み自体によって一定の独立性を維持することになる。そのため、独立取締役の有用性という観点からの意見は少なく、1 社から、仮に単層構造であれば、独立取締役の概念は有用であろうとのコメントを得た。

- ドイツの CG コードのセクション 5 は、スーパーバイザリー・ボードに関する事項を取り扱っている。セクション 5 全体あるいはその一部が有用である。(10 社)
 - ・特に個別報酬開示 (4.2.3) は有用である。(大規模会社 2 社)
 - ・スーパーバイザリー・ボードが監査委員会を設置すること (5.3.2) (大規模会社 2 社)
- マネジメント・ボードとスーパーバイザリー・ボードの協力 (セクション 3) は効果的かつ効率的なコミュニケーションを促進するため有用である。(大規模会社 1 社)
- すべての株主に対して平等に情報提供をするという透明性に関する勧告 (6.1) およびセクション 6 全体は、海外投資家に対してドイツの CG コードを理解してもらい信頼性を高める上で有用。(大規模会社 2 社)
- CG コードはあまり有用ではなく他の法令で十分である。(中小規模会社 1 社)

〈質問項目 3: 株式の持ち合いについて〉

すべての会社から、株式の持ち合いはないとの回答を得た。

- 持ち合い株はない。(12社)

仮に株式の持ち合いをした場合の反応:

- そもそもそのような意図がないため、回答できない。(11社)
- 過去においては存在したが監督不十分となる懸念のため今後はそのような慣行が復活することはない。(1社)

〈これからCGコードを導入する日本に対する助言等〉

- 多様なステークホルダーが関与した上で議論を重ねてCGコードを策定することが重要である。(大規模会社2社)
- コードの文言は、明瞭で誤解のない表現とすること、導入当初には企業が準備できるような十分な時間を設定すべきである。(大規模会社1社、中小規模会社2社)
- 法制度の対象とならない企業文化における重要な問題をCGコードが取扱い、コーポレートガバナンスに関するガイダンスを企業に提供するようにコードを開発すべきである。(ハードローとソフトローのすみ分け)(大規模会社1社)
- コードは詳細(細則)すぎるべきではない。(中小規模会社1社)

(6) コードの運用状況に関する調査の概要等

ドイツにおける正式なコードの運用状況に関する最近の調査結果ではないが、連結財務諸表上の役員報酬と、CGコードで開示が要求される役員報酬の定義する報酬の範囲が異なるために金額が一致しないことが多く混乱が生じているという³⁴。

4. シンガポール

(1) コードについて

シンガポールでは、2001年3月21日に最初のCGコードが公表され、すべての上場会社に対して、2003年1月1日以降開催される定時株主総会で提供される年次報告書にお

³⁴ 具体的には、IAS第19号改訂「従業員給付」で会計上認識する範囲を超える給付費用の開示が要求される。CGコード4.2.5で使用が勧告される表形式の開示雛型が付録で示されている。

いて、コーポレートガバナンスに関する実務を開示し、コーポレートガバナンス・コードを実施（コンプライ）していない項目について説明をすることが要求されている。

この背景には、1997年のアジア金融危機および2000年のシンガポール取引所統合等の流れがある。2000年12月、コーポレートガバナンス委員会（CGC）³⁵は、約1カ月間におよぶ公開意見聴取を開始し、幅広くシンガポール資本市場における企業のガバナンスのあり方を検討した後、欧州や米国の実務を参考にしつつ「コンプライ・オア・エクスプレイン」アプローチのCGコードを2001年3月に導入した。

シンガポールのCGコードは、以下の4つの主要項目から構成され、各項目には、原則（principles）とガイドライン（guideline）の二段階の推奨事項（recommendations）があり、各企業は、原則とガイドラインの双方について年次報告書の中で実施（コンプライ）状況を開示することが要求されている。

- ・ 取締役会に関する事項
- ・ 報酬に関する事項
- ・ 説明責任および監査
- ・ 株主とのコミュニケーション

CGコードは、当初制定後、2度の改訂が行われ現在有効なCGコードは2012年5月2日版であり、この中には明示的に開示が要求されるガイドラインが28項目含まれている。

CGコードを補完しガバナンス実務を強化するガイドブックとして、「監査委員会ガイドブック（Guidebook for Audit Committees in Singapore）」が監査委員会ガイダンス委員会（ACGC）によって2008年10月に策定され2014年8月にその改訂版³⁶が公表されている。

(2) コードの適用対象会社

シンガポールでは、すべての上場会社に対して、シンガポール証券取引所（SGX）の上場マニュアル³⁷によって、シンガポールのCGコード実施（コンプライ）に関する情報の開示が要求されている。

³⁵ シンガポール金融管理局（MAS: Monetary Authority of Singapore）およびシンガポール証券取引所（SGX）が事務局を務め、シンガポール企業からの代表者、取締役協会（SID）代表者、弁護士、投資家および学者等のメンバー12名（議長はシンガポール・テレコム会長）から構成されていた。

³⁶ 当該ガイドブックは以下のウェブサイトから入手可能である。<http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/674b0f9c-80c3-49fb-aab0-4806e13ef458/Guidebook+for+ACs+%282nd+edition%29.pdf?MOD=AJPERES>

³⁷ 上場マニュアルは、メインボードとカタリストのそれぞれの市場別に規定されている。

(3) コーポレートガバナンスに関する開示とアシュアランス

シンガポールにおいて、コーポレートガバナンスに関する開示は外部監査人による監査等の対象ではないが、一部の情報については取締役会が評価をすることがCGコードで勧告されている。具体的には、CGコードの11.2では、リスク管理と内部統制に関するシステム(財務・業務・コンプライアンス・ITに対する統制を含む)の妥当性および有効性を、取締役会が少なくとも毎年評価(review)すべきであるとされている³⁸。この評価は、社内でも実施しても、その能力を有する第三者のサポートを得て実施してもよい。

(4) 調査対象会社(5社)

今回の調査に当たっては、SGXのメインボードに上場する企業の中から、大規模企業および中小規模会社(時価総額5億シンガポールドル未満)からそれぞれ3社、2社の合計5社を任意に選定し、各社のコーポレートガバナンス担当者からのヒアリングを実施した。具体的なヒアリング対象企業は以下の通りである。

	会社名、業種	属性
1	Singapore Airlines、空運業	大規模
2	匿名、電気・ガス業	大規模
3	Cordlife Group Limited、サービス業	中小規模
4	Tuan Sing Holdings Ltd、不動産業	中小規模
5	匿名、水産・農林業	大規模

(5) 調査結果

〈質問項目 1-a: コードの中で実施(コンプライ)している項目〉

シンガポールのCGコード(2012年5月2日版)の主な項目は以下の通りであり、それぞれ、原則とガイドラインから構成される。

1. 取締役会
2. 報酬
3. 説明責任と監査
4. 株主の権利と責任

³⁸ 取締役会の意見は年次報告書に記載され(CGコード11.3)、監査委員会による監査を受けることになる(SGX上場規則1207(10))。

主な意見は以下の通り。

- シンガポール CG コードの原則とガイドラインのすべてを実施(コンプライ)している。(大規模会社 2 社、中小規模会社 2 社)
- 原則と、ガイドラインのほとんどすべてを実施(コンプライ)している。(大規模会社 1 社)

〈質問項目 1-b: コードを実施(コンプライ)する上での困難について〉

主な意見は以下の通り。

- 役員報酬の個別金額開示が CG コードで推奨されているが、企業の利益に反すると判断し、これを実施(コンプライ)していない。しかし、この実施しない判断については適切なプロセスを経ている。(大規模会社)
- 導入当初、CG コードの原則とガイドラインの解釈について明確でないと感じたが、法律・会計専門家の助けにより乗り越えた。現在はもはや言及すべき困難はない。(大規模会社)
- 新規上場企業にとっては、コードを実施し開示するためのリソース確保が困難である。(中小規模会社)
- 導入当初、株主は CG コードの価値に疑問を呈していたが、時間の経過とともにガバナンスのよりよい運用と透明性向上によってもたらされる価値を確信するようになった。(中小規模会社)
- 社内的には、日々の業務に規範を与えるメリットがある。(従業員のガバナンスおよびリスク管理等に対する意識向上が期待できるという意味)(中小規模会社)
- いかなる問題も抱えていない。(大規模会社)

〈質問項目 1-c: 株主等からのプレッシャーの有無〉

主な意見は以下の通り。

- プレッシャーを感じてはいないが、規制当局からの注目がリスク管理と内部統制に向いていると感じる。(大規模会社 1 社、中小規模会社 1 社)
- プレッシャーはない。(大規模会社 2 社、中小規模会社 1 社)

〈質問項目 1-d: 実施(コンプライ)しない項目がある場合、その理由〉

調査対象会社 5 社のうち、実施しない項目を開示している会社 1 社の意見は以下の通り。同社は、実施しない(CEO の個別報酬開示をしていない)理由として、能力を有する人材の維持のためと説明している。

The remuneration of the CEO of the Company is not disclosed to protect the Company's need for the retention of talents who have indepth knowledge of the Company's businesses and operations.

- 個別役員報酬額の開示については、実施が難しく、その理由の説明を付している。これは、シンガポールの CG コードの中でも実施率が最も低い項目である。(大規模会社)

〈質問項目 1-e: 実施(コンプライ)しない項目の解消策〉

主な意見は以下の通り。

- 今後も解消予定はない。(前項質問項目 1-d に記載した会社の方針を維持する)(大規模会社)

〈質問項目 1-f: コードの中で有用な項目を 3 つ〉

シンガポールでは、近年リスク管理および内部統制に関する注目が高まっているという。主な意見は以下の通り。

- リスク管理および内部統制に関する原則は有用(大規模会社 1 社、中小規模会社 1 社)
- 取締役会メンバーの報酬に関する原則(中小規模会社 2 社)
- 取締役の独立性(中小規模会社 1 社)
- 株主との対話(中小規模会社 1 社)
- CEO と取締役会議長の役割分離(大規模会社 1 社、中小規模会社 1 社)

〈質問項目 3: 株式の持ち合いについて〉

グループ内での持ち合いがあると回答した中小規模会社 1 社を除き、株式の持ち合いはないと回答している。このグループ内株式保有は、いわゆる日本の政策保有目的に該当しない。

- グループ内持ち合い株式(注:子会社間の株式保有)を有するが、適切な開示をしているため株主等からの質問はない。(中小規模会社)
- 議決権行使に際して、議案に潜在的に利益相反関係となる株主については、棄権する必要がある。(中小規模会社)
- 現在、株式の持ち合いをしていない。仮に(日本のような政策保有目的で)株式の持ち合いをすればステークホルダーからはネガティブな反応があるべきだろう。(中小規模会社)

〈これから CG コードを導入する日本に対する助言等〉

主な意見は以下の通り。

- 異なるタイミングで CG コードや規則に導入される原則、要求事項についてはそれぞれ整合している必要がある。要求事項の差異は市場参加者に混乱を招き、受け入れが困難となるであろう。(大規模会社 2 社、中小規模会社 1 社)
- どのようなコードを策定するにしても、重要なことは、企業トップの姿勢(tone at the top)である。(中小規模会社)
- 家族経営型企業が新規上場する場合は、透明性確保の必要性が高い一方、独立取締役の定義づけ等が困難である。(中小規模会社)

5. 米国

(1) 取引所規則等について

米国においては、欧州各国のようなコーポレートガバナンス・コードはないが、以下のように取引所の規則等によってコーポレートガバナンスに関する措置（開示を含む）が要求されている。

	NYSE 規則	NASDAQ 規則
取締役の独立性	過半数の取締役は独立していなければならない(注)	過半数の取締役は独立していなければならない(注)
取締役の委員会	取締役会は、監査、報酬、指名・ガバナンス委員会を設置しなければならない。(注)	取締役会は、監査委員会および報酬委員会を設置しなければならない。指名委員会の設置は要求されないが、設置されない場合は独立取締役がその責務を負う。
エグゼクティブ・セッション	非業務執行取締役は執行役抜きのエグゼクティブ・セッションとして定期的に会合を持たなければならない。独立取締役は単独で少なくとも年に1度エグゼクティブ・セッションで会合しなければならない。	非業務執行取締役は定期的開催される独立取締役だけが出席するエグゼクティブ・セッションに出席しなければならない。
コーポレートガバナンス・ガイドライン	以下の項目を含むコーポレートガバナンス・ガイドラインを開示しなければならない。 <ul style="list-style-type: none"> ・取締役の資質基準 ・取締役の責任 ・取締役が必要に応じて執行役および独立顧問にアクセスできること ・取締役報酬 ・取締役向けオリエンテーションおよび継続教育 ・執行役の後継 ・取締役会の有効性年次評価 	N/A
CEO による宣誓 (certification)	CEO は NYSE コーポレートガバナンス規則違反を認知していないことについて年次で宣誓をしなければならない	N/A

(注)： 被支配会社についての適用除外あり。

(出所： PwC “Governance for Companies Going Public – What Works Best™”)

(2) 米国証券取引委員会(SEC)による規定

SEC は、株主総会招集通知(proxy)において、取締役および取締役会に関する以下の情報開示を要求している。

- ・ 取締役に関する情報
- ・ 取締役会に関する情報
- ・ 委員会に関する情報
- ・ リスクの管理
- ・ 取締役会のリーダーシップ
- ・ 取締役会の多様性(ダイバーシティ)

例えば、委員会に関する情報には、監査委員会のメンバーのうち、財務エキスパート(financial expert)の氏名および独立性ルールにもとづく独立したメンバーかどうかの情報を開示することが要求される。財務エキスパートとは、SEC によると以下の特徴を有する者を意図する。

- a. GAAP および財務諸表を理解していること
- b. 見積り(estimates)、引当(accruals)、評価性引当金(reserves)に関する会計原則の一般的な適用を評価する能力があること
- c. 企業の財務報告で生じうる複雑な会計に関する諸問題に対処するに足る一定レベルの財務諸表の作成、監査、分析または評価の経験があること
- d. 内部統制および財務報告手続きを理解していること
- e. 監査委員会の役割を理解していること

(3) 取引所規則の適用対象会社

前述の通り、すべての米国上場会社は、取引所の規則に従う必要がある。外国企業については基本的にコーポレートガバナンスに関する規定の適用を受けないが、自国のCGコード等に関する開示に加えて、取引所規則との重要な相違点を説明する必要がある。

(4) 調査対象会社(3社)

	会社名、業種	属性
1	Lexmark International, Inc.	大規模(NYSE)

	機械	
2	匿名、金融機関	大規模 (NYSE)
3	匿名、金融機関	大規模 (NYSE)

(5) 調査結果

欧州諸国の多くが「コンプライ・オア・エクスプレイン」アプローチを導入していることに対して、米国では、遵守(コンプライ)していない項目については説明で対応という手法がとれない。そのため、各社からの回答は、すべての規則を完全に遵守した上でのコメントとなっている。

〈質問項目 1-b: CG 規則を遵守(コンプライ)する上での困難について〉

- NYSE 規則 303A は公正でバランスがとれた規則であり、コーポレートガバナンスの最低限の要求事項を適切に反映していると考えられる。当社は、当該 NYSE 規則 303A を遵守(コンプライ)するに当たり特段の困難を感じていない。
- ひとつあげるなら、現職取締役もしくは取締役候補者に対する独立性ルール適用をするための十分かつタイムリーな情報の入手がやや難しい。

〈質問項目 1-c: 株主等からのプレッシャーの有無〉

- プレッシャーはなし。株主は、NYSE 規則 303A の厳格な遵守(コンプライ)を企業に期待しているし、そのようにすべきである。
- 特定の項目についてステークホルダーからのプレッシャーはない。

〈質問項目 1-f: 規則の中で有用な項目を3つ〉

- 独立した取締役の要求(2社)―(理由)これによって経営陣から独立した個人が上場企業の行動を監視することについて一定レベル担保される。(1社) また、取締役が実質的な利害のコンフリクトなく経営陣を監視するという職務の遂行を促す。(1社)
- 行動規範の要求―株主はボードと執行役が企業を運営する上での法的・倫理的規則を理解している。仮に行動規範からの逸脱があれば、ボードと執行役はその逸脱についての公的説明責任を有する。
- エグゼクティブ・セッション―この要求事項は、非業務執行取締役が経営陣の影響を受けずに会議ができることを可能とする。これは非業務執行取締役が企業運営・戦略・業績に関する意見を自由に発言する重要な時間である。
- コーポレートガバナンス・ガイドライン―この文書は株主が企業の基本的なガバナンス実践とガバナンスの適用状況を理解することを促す。

- ウェブサイトでの開示—NYSE 規則では、会社が取締役会委員会方針といった文書をウェブサイト入手可能な状態にすることを求めている。これにより、関連事項に関する一般株主とのコミュニケーションを簡易にアクセス可能な方法で行うことを可能にする。

〈質問項目 2-a: US SOX404 適用、NYSE/NASDAQ 規則遵守(コンプライ)上の困難の有無〉

- US SOX404 は特段の困難ではない。この法律は、コーポレートガバナンス項目が遵守(コンプライ)される適切なプロセスが存在することを担保し、継続的な遵守(コンプライ)が日々点検されるプロセスの存在を担保するものである。
- NYSE/NASDAQ 規則におけるコーポレートガバナンスに関する規定を遵守(コンプライ)する上での困難はない。遵守(コンプライ)プロセスは、十分に機能している。
- 困難はない。

〈質問項目 2-b: コーポレートガバナンスに関する US SOX404、NYSE/NASDAQ 規則の便益について〉

- 株主にとっては、上場会社には適切な内部統制が存在すること(ほとんどの不適切な行為を未然に防ぐ内部統制とプロセスがあり、仮に不適切な行為が生じる場合には、それを調査しその後の遵守(コンプライ)を強化するプロセスと統制が存在すること)について確証を得ることができる利点がある。
- 最大の利点は、これらの規則を遵守(コンプライ)することによる投資家に対する信頼性のレベルが向上することである。我々の株主総会招集通知では、当社のコーポレートガバナンス・プログラムの性質を説明しているが、これらの開示に対して投資家が反応を示すことを直接見ている。
- SOX404 における統制環境を考えた場合、重要な便益は完全な文書化と定期的なテストの要求と言える。公式な文書と有効なテストによって、このプログラムがなければ欠如していたかもしれない統制環境についての保証を経営陣は得ることができる。

〈質問項目 3: 株式の持ち合いについて〉

すべての会社から、株式の持ち合いはない、という回答を得た。

- SEC 登録企業は一般的に(日本の政策保有目的に該当する)株式の持ち合いを

していない。

- (いわゆる政策保有目的には該当しないものを含めて)重要性のある持ち合い株式は、当社および当社の日本法人においても無い。なお、当社の日本法人はアセットマネジャーとして外部クライアントの株式を保有することはある。(金融機関)
- 仮に株式の持ち合いをするならおそらく株主から否定的な反応を受けるであろう。株主は持ち合い株の背後にあるビジネス上の論理となぜその投資をすることに価値があるのか、理解できる必要がある。

〈これから CG コードを導入する日本に対する助言等〉

- 当社は CG コードをもたないが、コーポレートガバナンスの開示によって投資家にもたらす透明性は意味のあるものである。日本の皆さんが株主総会招集通知を読みそれらに対する投資家の反応(公開文書)を理解すれば、我々のコーポレートガバナンスとその開示のアプローチの利点がよくわかるだろう。

上記は、すべて米国の SEC 登録企業からの意見であるが、今回の調査対象会社にはいわゆる SEC 登録外国発行体(FPI)も複数含まれており、そのような会社からは、米国における内部統制およびコーポレートガバナンス関連の規則等について以下のようなコメントを得ている。

- 米国の SOX404 において最も困難な点は膨大な内部統制に関する文書化の必要性である。これに対処するには、十分なリソースをもつ以外にないだろう。
- (自国ルールに加えて)複数の規則に従っているからといって、(実施または遵守(コンプライ)する規則の数に比例して)透明性が向上するわけではない。
- (自国ルールもあるが)有効であると考えられる規則は、主に米国の規則(例:子会社に対するストレステストを含む厳格な内部統制、確認書システム、自己アセスメントの仕組み)である。
- SOX404 遵守にはコストがかかるが、内部統制を強化することから得られる便益も多い。
- SOX404 が当初導入された時は煩わしいとの見方もあったようだが、当社は強力な内部統制フレームワークを開発し、SOX404 の要求を満たす努力をした。仮に米国での上場を廃止することがあるとしても、米国流の内部統制とガバナンスに関するルール(NYSE 規則)の遵守を維持するだろう。

以上の通り、海外 5 カ国のコーポレートガバナンス・コード等の運用実態に関する企業へのヒアリング結果からは、概ね、各国のコーポレートガバナンスに関する制度を支持する意見が聞かれた。

おわりに

本調査報告の特徴

本調査は、東京証券取引所からの委嘱により、日本におけるコーポレートガバナンス・コードの策定に関する議論に資するため、諸外国の実情から有益な示唆を得る目的で行ったものである。本調査報告は、既にコーポレートガバナンス・コードが制定されている英国・フランス・ドイツ・シンガポールに、コードは制定されていないがコーポレートガバナンスに係る諸規則や開示が先進的な米国を加えた合計 5 カ国の企業計 45 社から得た質問書への回答を含んでいる。これらの回答はジェネラル・カウンシル、コーポレート・セクレタリーなど、日頃企業のコーポレートガバナンスに密接に関連する業務に携わる担当者から、対面や電話でのインタビュー等により得られた「生の声」であり、また匿名での回答を許容したこともあり、率直で興味深い内容を多く含んでいる。

これらの回答に、各国の制度の解説や実際の開示例を加えることにより、各国企業のコーポレートガバナンス・コードへの対応姿勢や課題について理解を容易にするとともに、日本におけるコーポレートガバナンス・コードの導入に際しての示唆を得ることを試みた。

日本への示唆

コーポレートガバナンス・コードを導入している 4 カ国の企業の回答からは、総じてコーポレートガバナンス・コードに対する前向きな姿勢と理解が伺えた。特にコード制定後 20 年を超える英国からの回答には、自国の制度とその実践への誇りが滲み出ていると同時に、これからコードを制定する日本への提言として、原則主義やコンプライ・オア・エクスプレインといった考え方の定着には文化的なチャレンジが伴うことや、これを実践する企業トップの姿勢 (Tone from the Top) の重要性などが指摘されている点に興味深い。

コーポレートガバナンス・コード制定後の適切な対応

コーポレートガバナンス・コードの定着と実践には一定の時間が必要と示唆する回答もあった。英国をはじめとした国々ではコーポレートガバナンス・コードの実践や開示状況の定期的なレビューとコード自体の改訂が繰り返されてきた歴史を経ている。日本においても制定後の定期的なレビューを通じて、適切な対応と実践を継続的にモニタリングすることが必要と思われる。

企業側の規範であるコーポレートガバナンス・コードと機関投資家側の規範であるスチュワードシップ・コードを車の両輪とした企業と投資家の建設的な対話を促進するというモメンタムを日本において定着させるためには、企業と投資家といった当事者の継続的な取組を行うことが求められることは言うまでもない。加えて、規範として示されたガバナンスの実践を企業内外で支援する仕組

づくりが課題となってくると思われる。英国等においては、コーポレート・セクレタリーといった会社機関や外部からガバナンスの実践を支援する専門家などが存在し、さらにコーポレートガバナンス報告の一部に第三者の保証を付すといった制度も存在する。翻って、日本企業をとりまく環境を考えた場合に、コードが示すコーポレートガバナンスへの対応と実践を主導する組織横断的な仕組み、企業外部からガバナンスの実践をサポートするインフラ構築、また独立取締役や CEO 後継者等の人材の育成、さらにコーポレートガバナンスの報告や報告内容の保証など関連する様々な課題について、今後も諸外国の実情から日本への示唆を得ることは非常に有益であろう。

謝辞

最後に、今回の調査にご協力いただいたすべての企業および関係者の方々に心より感謝を申し上げます。

あらた監査法人 パートナー 小林 昭夫

井坂 久仁子

宇塚 公一

アンドリュー・グラハム

阿部 環

ジョイス・ユイン

足立 順子

PwC パートナー マイケル・ルカッシュ

PwC マネージャー クラウディア・フィーレンバッハ

あらた基礎研究所 顧問 安井 肇

【参考資料】 各国企業の開示例

1. 英国企業の開示例

< FTSE 350 以外の会社に対するコードの要求事項 >

CG 宣誓書の中で FTSE 350 以外の企業に対する軽減(B.7.1.)に言及している。

Statement of compliance with the UK Corporate Governance Code

The Board of Directors believes in high standards of corporate governance, notwithstanding the Company's position outside the FTSE500, and is accountable to shareholders for the Group's performance in this area. This statement describes how the Group is applying the relevant principles of governance, as set out in the UK Corporate Governance Code (the Code) which is available on the website of the Financial Reporting Council (FRC).

The Company is a smaller company for the purposes of the Code and in consequence certain provisions of the Code either do not apply to the Company or may be judged to be disproportionate or less relevant in its case.

The Board considers that, subject to the Senior Independent Director not attending meetings with the major shareholders to listen to their views (which is explained further below) the Company met the requirements of the Code throughout the year ended 30 September 2013. This statement will address separately the main subject areas of the Code namely Leadership, Effectiveness, Accountability and Relations with Shareholders. Remuneration is dealt with in the Remuneration Report on pages 52 to 71.

The Board is aware of the FRC's suggestion that companies outside the FTSE 350 should consider the annual re-election of all directors. On the basis that this is not a requirement of the Code and it has not been raised as an issue by any shareholders the Board has chosen not to change its existing practice. Non-Executive Directors submit themselves for annual re-election if they have served for more than nine years since first election, as will be the case for Stella Pirie from the next annual general meeting. Additionally, the Non-Executive Directors are appointed by the Board on terms which allow for termination on three months' notice.

Biographies of the Directors appear on page 39. These illustrate the range of business and financial experience upon which the Board is able to call. The intention of the Board is that its

(出所: 英 Avon Rubber plc 2013 年 9 月期年次報告書より抜粋)

< 上記の点線囲部分 >

(日本語仮訳)

取締役会は、FTSE 350 に該当しない会社について、年次の全取締役の再任を検討すべきであるという FRC の提案を承知している。これが、コードの要求事項ではないこと、および株主から今まで問題として指摘されたことがないことから、取締役会は、現行実務を変更しないことを選択した。

非業務執行取締役は、最初の選任から 9 年以上経過している場合は、年次の再任案を提出する。次の定時総会から Stella Pirie 氏がこれに該当する。

さらに、非業務執行取締役は、3 カ月前の通知によって退任可能であることを条件として取締役会が任命する。

2. フランス企業の開示例

<監査報告書の一部抜粋>

以下は、取締役会議長の報告書に含まれるコーポレートガバナンス開示に関する法定監査人による報告書の例として、仏ロレアル社の 2013 年 12 月期法定提出書類 (Registration Document) から抜粋したものである。原文はフランス語であり以下の英訳は読者の参考のために同社が作成したもの、文中のハイライトは当参考資料作成に当たり追加したものである。フランス商法典 (L.225-235) では、監査人はその他の情報について保証 (attest) する旨³⁹の記載がある。

STATUTORY AUDITORS' REPORT, PREPARED IN ACCORDANCE WITH ARTICLE L. 225-235 OF THE FRENCH COMMERCIAL CODE ON THE REPORT PREPARED BY THE CHAIRMAN OF THE BOARD OF DIRECTORS

(Year ended December 31, 2013)

In our capacity as Statutory Auditors of L'Oreal and in accordance with article L. 225-235 of the French Commercial Code (*Code de commerce*), we hereby report to you on the report prepared by the Chairman of your Company in accordance with article L. 225-37 of the French Commercial Code for the year ended December 31, 2013.

It is the Chairman's responsibility to prepare and submit to the Board of Directors for approval, a report describing the internal control and risk management procedures implemented by the Company and **providing the other information required by article L. 225-37 of the French Commercial Code in particular relating to corporate governance.**

It is our responsibility:

- ◆ to report to you our observations on the information set out in the Chairman's report on internal control and risk management procedures relating to the preparation and processing of financial and accounting information, and
- ◆ to attest that the report sets out the other information required by article L. 225-37 of the French Commercial Code, it being specified that it is not our responsibility to assess the fairness of this information.

We conducted our work in accordance with professional standards applicable in France.

³⁹ « Ils attestent l'établissement des autres informations requises aux articles L. 225-37 et L. 225-68. »

Information concerning the internal control and risk management procedures relating to the preparation and processing of financial and accounting information

The professional standards require that we perform procedures to assess the fairness of the information on internal control and risk management procedures relating to the preparation and processing of financial and accounting information set out in the Chairman's report. These procedures mainly consisted of:

- ◆ obtaining an understanding of the internal control and risk management procedures relating to the preparation and processing of financial and accounting information on which the information presented in the Chairman's report is based and of the existing documentation;
- ◆ obtaining an understanding of the work performed to support the information given in the report and of the existing documentation;
- ◆ determining if any material weaknesses in the internal control procedures relating to the preparation and processing of the financial and accounting information that we may have identified in the course of our work are properly described in the Chairman's report.

On the basis of our work, we have no matters to report on the information given on internal control and risk management procedures relating to the preparation and processing of financial and accounting information, set out in the Chairman of the Board's report, prepared in accordance with article L. 225-37 of the French Commercial Code.

Other information

We attest that the Chairman's report sets out the other information required by article L. 225-37 of the French Commercial Code.

Neuilly-sur-Seine, February 21st, 2014

The Statutory Auditors

PricewaterhouseCoopers Audit

Deloitte & Associates

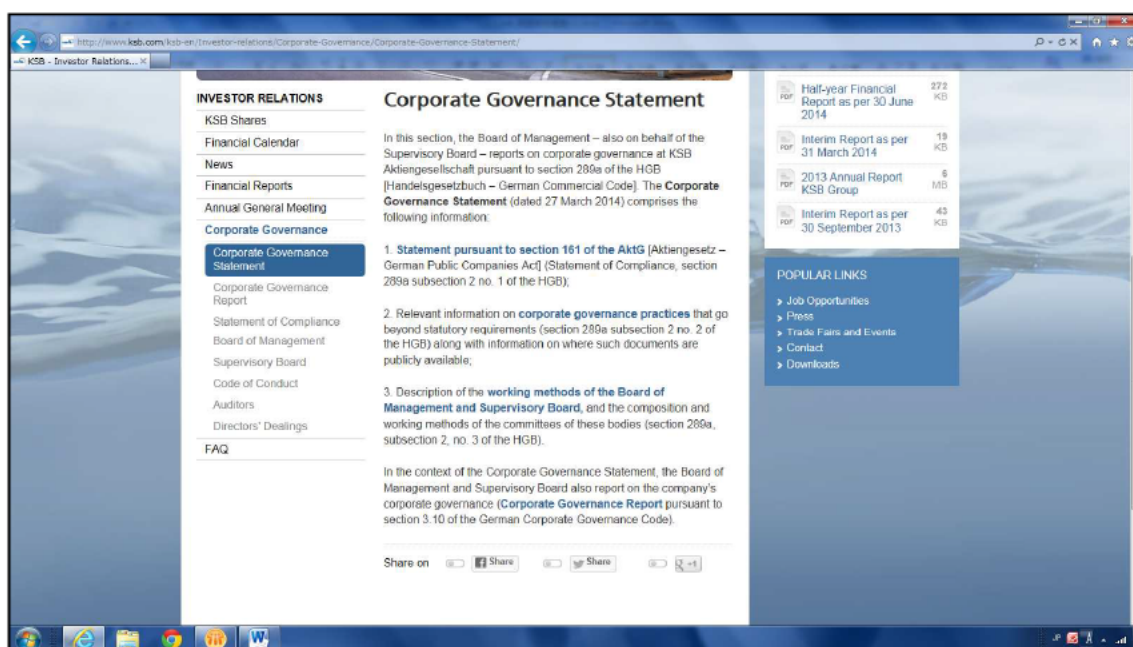
Gerard Morin

David Dupont-Noel

(出所: 仏ロレアル社 2013 年 12 月期法定提出書類(英訳)より監査報告書の一部を抜粋)

3. ドイツ企業の開示例(1)

<コーポレートガバナンス・コード宣誓書のウェブサイト掲載>



(出所: 独 KSB AB 社のウェブサイト⁴⁰より引用)

上記例では、12月決算会社が2014年3月27日付でコーポレートガバナンスに関する文書の公表をしている(年次報告書では、当該CGに関する文書の更新版公表日付が記載されている)。過去10年間の宣誓書の日付は、12月7回、9月1回、6月1回、3月1回(直近2回の年次の実施(コンプライ)状況の宣誓書の日付は、2014年9月17日付および2013年12月5日付)となっており、必ずしも毎年同じ時期に宣誓書を作成しているわけではない。

⁴⁰ <http://www.ksb.com/ksb-en/Investor-relations/Corporate-Governance/Corporate-Governance-Statement/>

4. ドイツ企業の開示例(2)

<コーポレートガバナンス・コード宣誓書(年次報告書)>

ドイツの KSB Aktiengesellschaft 社の 2014 年 9 月 17 日付コーポレートガバナンス・コード実施(コンプライ)に関する宣誓書では、実施(コンプライ)していない 6 項目について、実施(コンプライ)していない理由が説明されている。この宣誓書は、ドイツ株式会社法(AktG)第 161 条による開示である。(なお、以下に引用した英訳は会社のウェブサイト上で公表されているものであり、日本語仮訳およびハイライトは、当参考資料作成のために追加したものである。)

Statement of Compliance with the German Corporate Governance Code

The Statement of Compliance is issued by the Board of Management and the Supervisory Board of KSB Aktiengesellschaft at least once a year. The last statement issued on 17 September 2014 reads as follows:

Statement by the Board of Management and the Supervisory Board

of KSB Aktiengesellschaft

on Compliance with the Recommendations

of the Government Commission

on the German Corporate Governance Code

Pursuant to Section 161 AktG [German Public Companies Act]

Since the publication of the last statement of compliance on 5 December 2013 KSB Aktiengesellschaft, Frankenthal (Pfalz), has complied with the recommendations of the Government Commission on the German Corporate Governance Code as set out in the latest version dated 13 May 2013 with the exception of the following and continues to comply with the recommendations in this scope:

1. The Board of Management has no chairperson (subsection 4.2.1, sentence1).

Reason:

As of 1 July 2014, the number of members of the Board of Management was reduced from three to two. Special overall coordination of the Board of Management activities is therefore no longer required.

コードの 4.2.1 において、「マネジメント・ボードは数名で構成され、議長又はスポークスマンを置くものとする。」との勧告 (recommendation) があるが、会社は、2014 年 7 月 1 日時点でマネジメント・ボードのメンバーを 3 名から 2 名に減じたことにより、マネジメント・ボードの特別な全体的統括を必要としなくなったことによる。

2. The upper remuneration limits contained in the service contracts of the Board of Management members do not fully meet the requirements of the Code (subsection 4.2.3, paragraph 2, sentence 6).

Reason:

At KSB there are upper limits for the main remuneration components. Occasionally – e.g. for pension commitments and benefits in kind – no amounts are defined, but the amounts can be adequately derived on the basis of the respective commitment. The requirements of the Code that go beyond the above provide no additional lasting insight.

コードの 4.2.3 (パラグラフ 2、6 つめの文章) は、執行役に対する報酬について、「報酬額には、報酬を決定するそれぞれの要素毎に、また、要素全体にも、上限を設けるものとする。」と勧告されている。当社においては、主たる報酬要素に上限はあるものの、時として (例: 年金および類似するもの) 金額が定義されていない場合があるが、これらの金額は各約束を基に適切に算定可能である。これより厳密なコードの勧告は、追加的な継続的意味をもたらさない。

3. The Board of Management's remuneration will neither be disclosed separately for each member in the remuneration report nor classified by components based on the model tables (subsection 4.2.5 paragraph 3).

Reason:

Pursuant to German commercial law, the General Meeting of KSB Aktiengesellschaft decided on 19 May 2010 to refrain from disclosure of the details of remuneration of the individual Board of Management members for the financial years 2010 to 2014. The Board of Management and the Supervisory Board consider themselves bound by this decision.

マネジメント・ボードの各執行役毎に、報酬報告に年金給付や変動報酬などの具体的金額を記載するものとされているが、当社の 2010 年 5 月 19 日の定時株主総会において個別のマネジメント・ボード・メンバーの報酬詳細の開示を 2010 年度から 2014 年度まで禁止する決議がなされた。マネジメント・ボードおよびスーパーバイザリー・ボードは、この決定によって拘束されている。

4. With the exception of an age limit, the Supervisory Board does not specify concrete objectives regarding its composition (subsection 5.4.1, paragraphs 2 and 3).

Reason:

We appreciate the diversity in the composition of the Supervisory Board aimed at by the Code, which will generally be conducive to the interests of the company. To date, we have always followed this principle. However, we take a critical view of detailed specifications, in particular of quota systems, as we believe that this would make it more difficult to ensure an appropriate and adequately flexible composition of this body.

コードの 5.4.1 では、スーパーバイザリー・ボードの構成について具体的目途(objectives)を定めることとされ、特に、女性構成員についての適切な比率を定めるものとされている。当社は、コードが目指すスーパーバイザリー・ボード構成員の多様性は一般的に会社の利益を守ることから尊重する。現在まで、当社は常にこの原則を実施(コンプライ)してきた。しかし、詳細な規定、特に割り当て制度を精査した結果、これがボードの適度に柔軟な構成の確保を困難にすると考えた。

5. The performance-related component of the Supervisory Board remuneration is based on the annual dividend; it is thus not oriented toward “sustainable” growth of the enterprise as defined in subsection 5.4.6, paragraph 2.

Reason:

We support the sustainability objective of the Code, but do not consider a change in the well-established remuneration structure for the Supervisory Board to be necessary for achievement of this objective.

コードの 5.4.6 では、「スーパーバイザリー・ボードのメンバーは、その職務と会社の事業状況に見合った報酬を受領する。仮に、パフォーマンスに連動して報酬を受け取る場合、その報酬は、企業の長期的な成長に即したものとす。」との勧告がある。当社のスーパーバイザリー・ボード・メンバーのパフォーマンス連動報酬は年次の配当金に基づくが、必ずしも企業の「持続的」成長を指向したのではない。当社は、コードの持続可能性という目的を支持するが、この目的達成のために、スーパーバイザリー・ボードの十分に確立された報酬体系を変更することを検討しない。

6. The total amount of the remuneration paid to the members of the Supervisory Board for their service on the Board, as well as of remuneration or advantages extended for services provided individually, in particular advisory or agency services, is disclosed in the Notes to the Consolidated Financial Statements, but the remuneration is disclosed neither separately for each member nor classified by components (subsection 5.4.6, paragraph 3).

Reason:

The remuneration of the Supervisory Board members is governed by the Articles of Association and the supplementary resolution of the Annual General Meeting dated 16

May 2012; these documents provide detailed information on the individual components of the remuneration. Beyond that, we prefer to provide summarised information about the remuneration of the members of the Supervisory Board rather than breaking it down into the compensation paid to the individual members and the components it contains, as we do not believe that the latter would provide any additional benefits for shareholders or the development of the company.

コードの 5.4.6 パラグラフ 3 では、スーパーバイザー・ボードのメンバーの報酬は、項目毎に細分化した上で、個人ごとに年次報告書の附属明細表又はマネジメント報告書により報告されるものとする。また、企業から各スーパーバイザー・ボードのメンバーに対して支払われる報酬又は個別に提供したサービスへの対価、特にアドバイザーや代理人業務の対価については、個人ごとに連結財務諸表の注記に記載されるものとする、とされているが、個人別あるいは項目別の開示はしていない。

当社のスーパーバイザー・ボードのメンバーの報酬は定款及び 2012 年 5 月 16 日付年次定時株主総会の決議案補足説明に規定されている。これらの文書は個別の報酬情報を提供している。それ以上について、詳細な個人別情報等が株主に対して追加的便益または会社の発展に寄与する情報を与えるとは考えないため、当社は要約情報のみを提供している。

Frankenthal, 17 September 2014

Board of Management and Supervisory Board of KSB Aktiengesellschaft

(出所: 独 KSB Aktiengesellschaft 社の 2014 年 9 月 17 日付コーポレートガバナンス・コードに関する宣誓書より抜粋)

5. シンガポール企業の開示例

<年次報告書における開示>

シンガポール・テレコム社は、シンガポール証券取引所(SGX)とオーストラリア証券取引所(ASX)の双方に上場しているため、それぞれの上場規則に従う必要があり、シンガポールの「コーポレートガバナンス・コード(2012年版)」および「ASXコーポレートガバナンス及び原則ならびに勧告(2010年改訂)」を参照している。同社は、ふたつのコードのいずれかより厳しい方を実施(コンプライ)する方針である旨の説明をしている。

Introduction

SingTel aspires to the highest standards of corporate governance and, to this end, has in place a set of well-defined policies and processes to enhance corporate performance and accountability, as well as protect the interests of key stakeholders. The Board of Directors is responsible for SingTel's corporate governance standards and policies, and stresses their importance across the Group.

As SingTel shares are listed on both the Singapore Exchange Securities Trading Limited (SGX) and ASX Limited (ASX), SingTel seeks to comply with two sets of listing rules, and is guided in its corporate governance practices by the Singapore Code of Corporate Governance 2012 (Singapore Code), as well as the ASX Corporate Governance Principles and Recommendations with 2010 Amendments (ASX Code). Where one Exchange has more stringent requirements, SingTel will strive to observe the stricter criteria. SingTel complies with the Singapore Code and the ASX Code. This report sets out SingTel's main corporate governance practices with reference to the Singapore Code and the ASX Code. Unless otherwise stated, these practices were in place for the entire financial year.

Initiatives/Enhancements

- The ASX issued the third edition of the ASX Corporate Governance Principles and Recommendations (revised ASX Code) in March 2014. The revised ASX Code will apply to SingTel for the financial year ending 31 March 2016. SingTel has reviewed its corporate governance policies and practices against the revised ASX Code and is of the view that it is substantially in compliance with the revised ASX Code, and is taking steps to address areas where enhancements may be made.
- In April 2014, the SingTel Board established a Technology Advisory Panel (Panel), comprised of distinguished international members, to advise the Board in the area of digital technology. The Panel is chaired by Mr Koh Boon Hwee, and the members of the Panel are

Messrs Gregory Becker, Venky Ganesan, Douglas Haynes, Lim Chuan Poh, Jonathan Miller and Erez Ofer.

Recognition

SingTel has received accolades from the investment community for excellence in corporate governance. More details are included in the “Key Awards and Accolades” section on pages 36 and 37.

(出所: シンガポール・テレコム社の 2014 年 3 月期年次報告書より抜粋、
文中ハイライトは当資料作成のために追加)

6. 米国企業の開示例

<Form 10-K における開示>

米国 SEC 登録企業は、SEC レギュレーション S-K 407 において、年次報告書 (Form 10-K、Part III, Item 10.) あるいは株主総会招集通知 (Annual Proxy Statement) においてコーポレートガバナンス関連の開示をすることが規定されているが、一般的には招集通知に記載され、年次報告書は株主総会招集通知を参照していることが多い。

以下の例は、年次報告書 (Form 10-K, Part III, Item 10) が株主総会招集通知を参照している例である。なお、最終株主総会招集通知 (Definitive Proxy statement) は、会計年度末から 120 日以内に SEC に提出しなければならない。(注: 文中のハイライトは当参考資料作成のために追加したものである。)

Part III

Item 10.

DIRECTORS, EXECUTIVE OFFICERS AND CORPORATE GOVERNANCE

Except with respect to information regarding the executive officers of the Registrant and the Company's code of ethics, the information required by Part III, Item 10 of this Form 10-K is incorporated by reference herein, and made part of this Form 10-K, from the **Company's definitive Proxy Statement for its 2014 Annual Meeting of Stockholders**, which will be filed with the Securities and Exchange Commission, pursuant to Regulation 14A, not later than 120 days after the end of the fiscal year. The required information is included in the definitive Proxy Statement under the headings "Election of Directors" and "Report of the Finance and Audit Committee." The information with respect to the executive officers of the Registrant is included under the heading "Executive Officers of the Registrant" in Item 1 above. The Company has adopted a code of business conduct and ethics for directors, officers (including the Company's principal executive officer and principal financial and accounting officer) and employees, known as the Code of Business Conduct. The Code of Business Conduct, as well as the Company's Corporate Governance Principles and the charters of each of the committees of the Board of Directors, is available on the Corporate Governance section of the Company's Investor Relations website at <http://investor.lexmark.com>. The Company also intends to disclose on the Corporate Governance section of its Investor Relations website any amendments to the Code of Business Conduct and any waivers from the provisions of the Code of Business Conduct that apply to the principal executive officer and principal financial and accounting officer,

and that relate to any elements of the code of ethics enumerated by the applicable regulation of the Securities and Exchange Commission (Item 406(b) of Regulation S-K). Anyone may request a free copy of the Corporate Governance Principles, the charters of each of the committees of the Board of Directors or the Code of Business Conduct from:

Lexmark International, Inc.
Attention: Investor Relations
One Lexmark Centre Drive
740 West New Circle Road
Lexington, Kentucky 40550
(859) 232-5568

The New York Stock Exchange (“NYSE”) requires that the Chief Executive Officer of each listed Company certify annually to the NYSE that he or she is not aware of any violation by the Company of NYSE corporate governance listing standards as of the date of such certification. The Company submitted the certification of its Chairman and Chief Executive Officer, Paul A. Rooke, for 2013 with its Annual Written Affirmation to the NYSE on May 31, 2013.

The Securities and Exchange Commission requires that the principal executive officer and principal financial officer of the Company make certain certifications pursuant to Section 302 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and file the certifications as exhibits with each Annual Report on Form 10-K. In connection with this Annual Report on Form 10-K filed with respect to the year ended December 31, 2013, these certifications were made by Paul A. Rooke, Chairman and Chief Executive Officer, and John W. Gamble, Jr., Executive Vice President and Chief Financial Officer, of the Company and are included as Exhibits 31.1 and 31.2 to this Annual Report on Form 10-K.

(出所：米レックスマーク社 2013 年 12 月期 Form 10-K より抜粋)

別添 1: 海外実態調査への協力会社一覧

Axway Software SA

BAE Systems PLC

Bauer AG

Bouygues SA

Compagnie Générale des Établissements Michelin

Cordlife Group Ltd

Daily Mail & General Trust PLC

Egide SA

Electricite de France SA

Hi-Media SA

Interparfums SA

KSB AG

Lexmark International Inc

L'Oreal SA

Metlife Inc

Muenchener Rueckversicherungs-Gesellschaft AG in Muenchen

Rio Tinto PLC

Royal Mail PLC

Severfield PLC

Singapore Airlines

SMA Solar Technology AG

Sportech PLC

Total SA

Tuan Sing Holdings Ltd

上記以外の匿名企業: 21 社、合計 45 社

別添 2: 質問書(英語版)

Survey Questionnaire

The following is a list of questions prepared by the Tokyo Stock Exchange.

1. [For companies in the UK, France, Germany and Singapore] Please respond to the following questions based on your experience in applying your country's corporate governance code.
 - a. With which elements of your country's code do you comply – e.g. main principles, supporting principles, code provisions, etc.?
 - b. Describe the key challenges and/or difficulties experienced (either currently or previously) in complying with the above items of the code?
 - c. Is there greater pressure from shareholders, investors, or regulators to comply with particular item(s) of the code more than others? Please describe and explain.
 - d. In relation to any instances of non-compliance what were the major obstacles or reasons for such non-compliance?
 - e. Please explain how instances of non-compliance identified in question (d) above were subsequently resolved, or what potential solutions exist if the non-compliance is ongoing.
 - f. Which particular items in the Code would you highlight as being the most effective / useful in ensuring and enhancing the governance of the entity? Please list at a minimum the three most useful elements of the Code and explain why they are useful. In addition, please comment on the usefulness of provisions requiring independent directors, separation of chairman of the board and CEO.
 - g. [For companies in France] If you were eligible to choose to follow either the “Middlenext Governance Code” or the Code set by AFEP-Medef, please describe the key determining factors in reaching your decision?
2. [For U.S. companies and FPIs in the UK, France, Germany or Singapore] Please respond to the following questions based on your experiences in applying U.S. SOX 404 and the NYSE/NASDAQ exchange rules on corporate governance.
 - a. Please identify the key challenges in applying U.S. SOX 404 or NYSE/NASDAQ

-
- rules on corporate governance. Please explain how these difficulties are overcome.
- b. Please identify what you would consider to be the benefits (both to the entity and to stakeholders) of U.S. SOX 404 and NYSE/NASDAQ rules on corporate governance.
3. [For all companies] Cross-shareholdings are common in Japan (e.g. where company X holds a stake in company Y, which in turn holds a stake in company X). Circular holdings (e.g. where A holds shares in B, B→C and C→A) are a variation of cross-shareholdings.
- a. Do you hold any cross-shareholdings?
 - b. If you hold cross-shareholdings, describe the sentiment of your other shareholders to the cross-shareholding.
 - c. If you hold cross-shareholdings, how does the other party exercise their voting rights? Do they ever vote against resolutions put forward at shareholders' meetings?
 - d. If you do not currently hold cross-shareholdings, but were to introduce in the future, what reaction would you expect from your current shareholders and other stakeholders? Negative, positive or neutral?
4. [For all companies] Any other comments or suggestions for Japan

Supplementary Questions

1. What are the key benefits of applying a corporate governance code from the entity's point of view?
2. Who is responsible for preparing the corporate governance report? Which department has overall responsibility? Investor Relations, Finance, CEO office, or any other?
3. Who is the corporate governance report written for – i.e. who is considered to be the main stakeholder / audience? Current or potential investors? Does stakeholder list include vendors, suppliers, customers and/or employees (i.e. is there a wider stakeholder network)?
4. What reactions/feedback do you receive from stakeholders in relation to your corporate governance disclosures?
5. Do you think your corporate governance disclosures affect the entity's share-price or corporate value? If yes, in what ways do they have impact, and why?
6. What difficulties are there in applying the “comply or explain” approach of the Code? Please explain such challenges.
7. Please describe the process for determination of whether matters identified amount to non-compliance? Who is involved in making this determination?
8. In Germany, the Corporate Governance Code is revised every year, while in other countries revision is less frequent. What are your views on the appropriate frequency of revision? Is annual revision too frequent?
9. If you are also subject to U.S. SOX 404 and NYSE/NADAQ exchange rules, what would you consider to be the potential benefits of either approach?
10. Please provide any suggestions that you feel would be helpful for Japan to implement a corporate governance code for the first time. Please note that Japan has implemented J-SOX (similar to U.S. SOX) since 2009. The new corporate governance code is intended to further enhance the corporate governance of Japanese companies.





pwc

© 2014 PricewaterhouseCoopers Aarata. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network member firms in Japan and/or their specified subsidiaries, and may sometimes refer to the PwC Network. Each member firm is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.