

コーポレートガバナンス・コードの実施状況に関する開示ーフランス

あらた監査法人 ディレクター 井坂 久仁子

1. はじめに

2015年3月5日に開催された東京証券取引所(以下、「東証」)および金融庁を共同事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」(第9回)において、いわゆる日本版のコーポレートガバナンス・コード原案(以下「コード原

案」)が確定した。このコード原案は、次の5つの基本原則、原則および補充原則から構成されており、昨年2月に確定した日本版スチュワードシップ・コード¹と同様の「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)という手法が採用されている。

基本原則1：株主の権利・平等性の確保
 基本原則2：株主以外のステークホルダーとの適切な協働
 基本原則3：適切な情報開示と透明性の確保
 基本原則4：取締役会等の責務
 基本原則5：株主との対話

<コンプライ・オア・エクスプレイン>

たとえば、コード原案の補充原則4-11^③では、「取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。」とされているが、仮に、このような取締役会の実効性に関する分析・評価を会社が「実施(コンプライ)しない」場合には、その合理的な理由を説明(エクスプレイン)することが要求される。「実施しない」ケースには、「毎年」は実施しないが少なくとも「3年に1度」は実施する、というような場合もあれば、分析・評価は毎年実施するがその結果の「開示はしない」、あるいは、今は何らかの事情で実施できないが近い将来実施できる体制になる、という場合もあるだろう。どのようなコードの原則からのかい離であっても、会社の状況に応じた適切な説明を許容する手法が、コンプライ・オア・エクスプレインであると考えられる。

日本では、なじみの薄い手法かもしれないが、欧州等海外諸国ではコンプライ・オア・エクスプレイン手法のコーポレートガバナンス・コードを20年近く適用している実績がある。そこで、本

稿では主にフランスの上場会社の開示例を紹介し、どのようにコーポレートガバナンス・コードの実施状況を説明(エクスプレイン)しているのか、日本の上場会社が初めてコードの原則を適用する際の参考になる情報を提供したいと考えている。

なお、文中の意見に該当する部分は、筆者の私見であり、所属組織・法人の主張や正式見解とは無関係であることをあらかじめお断りする。

2. フランスのコーポレートガバナンス・コード <なぜ、フランスか?>

米国は、海外主要国の中でも、コンプライ・オア・エクスプレイン手法のコーポレートガバナンス・コードを採用していない数少ない国のひとつである。従来は、米国企業の様々な開示例を参考にしている日本企業も多かったかもしれないが、米国上場会社のコーポレートガバナンスに関する開示等は、主にNYSEやNASDAQの証券取引所規則によって定められており、米国SEC登録内国会社にとって、これらの規則を遵守しないでエクスプレインをするという選択肢はない²。

一方、英国は、20年を超える長いコーポレー

¹ 「責任ある機関投資家の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」(平成26年2月26日)。金融庁ウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>) 参照。

² SEC登録外国会社においては、自国のコーポレートガバナンスに関する規則に従い、自国基準とNYSEまたはNASDAQ規則との重要な差異について開示することが求められるが、NYSEまたはNASDAQ規則を遵守することは求められていない。

トガバナンス・コード導入の歴史があるがゆえに実施率が高く（FTSE350指標を構成する企業を対象とした2014年調査³ではコードの各則をすべて実施している企業が60%超、実施していない各則が2つ以下の企業は93.5%）、実施していない理由の説明事例が少ない。また、ドイツは、スーパーバイザリー・ボードとマネジメント・ボードという二層構造の会社機関設計となっており、例えば取締役会における独立社外取締役の比率といった日本と共通の論点が乏しい。

フランスでは、英国ほどコードの実施率が高くなく、また、英国のような単層構造（取締役会）とドイツのような二層構造のいずれの組織形態を選択することも可能となっている。さらに、取締役会を設置することを選択する会社は、取締役会議長と最高経営責任者（CEO）の職務を分離する形態とこれを兼任する形態のいずれかを選択することができる。このような多様な機関設計の選択肢をもつ点が、フランスの特徴でもあり本稿でフランスを紹介する理由でもある。

<フランスのコーポレートガバナンス開示>

フランスでは、EU規制市場で有価証券の取引が認められる会社に対して、商法典⁴によって、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「議長報告書」（Chairman's Report）を作

成し、年次報告書（registration document）に含めて公表することが要求されている。その際に、会社は、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⁵または主に中小規模の上場会社向けのMiddlenextコード等、複数のコードの中から会社にとって最適なコードを選択して参照することができる。

AFEP-MEDEFコードは、ユーロネクスト・パリ証券取引所における時価総額別市場カテゴリーがA（時価総額10億ユーロ超）に属する会社が主に参照しており、CAC40指標銘柄は一般的にAFEP-MEDEFコードを参照している。当該コードにおいては、明示的に想定する対象会社の規模については言及していないが、会社の機関設計としては、スーパーバイザリー・ボードとマネジメント・ボードの二層構造というよりは、取締役会単層構造の株式会社（sociétés anonymes）を念頭としているため、単層構造の株式会社以外の会社がこのコードを参照する際には、適宜調整が必要とされている⁶。もうひとつのMiddlenextコードは、主にユーロネクスト・パリ証券取引所における時価総額別市場カテゴリーがBおよびCに属する会社を念頭に策定されている。この時価総額別カテゴリー（コンパートメントともいう）を東証1部上場企業の時価総額に当てはめたものが【表1】である。

【表1】ユーロネクスト・パリ市場の時価総額区分と会社数（2014年11月25日現在）

ユーロネクスト・パリ証券取引所における時価総額区分	A 10億ユーロ超	B 1億5千万～10億ユーロ	C 1億5千万ユーロ未満	合計
普通株式を上場するフランスの会社数（注）	133社	127社	244社	504社
【参考】東証1部上場企業時価総額順位（1ユーロ146円換算）、会社数の目安	約500社程度	約800社程度	約540社程度	1,840社

（注）AFEP-MEDEFコードは、EU規制市場で有価証券を上場している会社に向けて作成されているため、普通株式に限定されないが、この表では、普通株式を上場している企業数を示している。

（出所：ユーロネクストおよび東証ウェブサイト情報を基に筆者が作成）

<AFEP-MEDEFコードの構成>

日本のコード原則は、基本原則、原則、補充原則の3段階から構成されるが、フランスのコード

は、25の大項目【表2】から構成され、それぞれについて、原則的および具体的適用方法を示す勧告（recommendations）が示されて

³ Grant Thornton LLP, "Corporate Governance Review 2014: Plotting a new course to improved governance" (December 2014)

⁴ フランス商法典(L.225-37またはL.225.68)。なお本稿では、以下の商法典の英訳本を参照している。Raworth, Philip, "The French Commercial Code in English 2013-2014 Edition" (Westlaw2013)。

⁵ 金融庁・東証「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」第4回参考資料3「Afep（フランス私企業協会）/Medef（フランス企業連盟）『上場会社コーポレートガバナンス・コード（仮訳）』（2013年6月改訂）（2014年9月4日時点 仮訳）」を参照している。

⁶ AFEP-MEDEFコードの前文。

いる。フランスの上場会社は、これらの「勧告」について、コンプライ・オア・エクスプレインの手法を適用する。

例えば、「9. 独立取締役」においては、9.1か

ら9.4まで、4つの勧告が含まれているが、「4. 取締役会と戦略」、「8. 少数株主」、「11. 取締役会の会議と委員会の会議」等は、それぞれ、ひとつの勧告から成り立つ。

【表2】 AFEP-MEDEF上場会社コーポレートガバナンス・コードの構成

1 取締役会：合議体	14 取締役の任期
2 取締役会と市場	15 取締役会の委員会
3 取締役会議長と最高経営責任者の職務の分離	16 監査委員会
4 取締役会と戦略	17 任命または指名を担当する委員会
5 取締役会と株主総会	18 報酬を担当する委員会
6 取締役会のメンバーシップ：指針	19 業務執行取締役と非業務執行取締役の取締役職数
7 従業員の代表	20 取締役の倫理
8 少数株主	21 取締役の報酬
9 独立取締役	22 業務執行取締役へ任命する場合の雇用契約の終了
10 取締役会の評価	23 業務執行取締役の報酬
11 取締役会の会議と委員会の会議	24 業務執行取締役の報酬と株式オプション・パフォーマンスシェアの付与方針に関する情報
12 取締役による情報へのアクセス	25 本勧告の履行
13 取締役の研修	附属書

(出所：金融庁・東証「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」第4回参考資料3を元に筆者作成。)

3. フランスの上場会社のコード⁷実施状況と開示例

ユーロネクスト・パリのCAC40指標を構成する40社のうち、外国籍の4社を除くフランスの上場会社36社【表3】のガバナンス開示（主に2013年12月期、一部2014年3月期または2014年6月期）を対象とした調査をしたところ、これら36社の内、AFEP-MEDEFコードの勧告（recommendations）をすべて実施している会社は9社であり、残りの27社は少なくともひとつの勧告について何らかの説明をしていた。何ら

かの説明をしている会社の平均説明勧告数は、3.7（最大は、Cap Gemini S.A. の11）であった。また、説明を付している会社数が多いコードの勧告は、次の5つであった。

- ・業務執行取締役の報酬に関する勧告（19社）
- ・独立取締役に関する勧告（15社）
- ・監査委員会、指名委員会または報酬委員会に係る勧告（合計16社）
- ・取締役会の評価に関する勧告（11社）
- ・業務執行取締役へ任命する場合の雇用契約の終了に関する勧告（6社）

【表3】 CAC40指標を構成する会社一覧（2015年2月26日現在）

ACCOR	CARREFOUR	LEGRAND	SCHNEIDER ELECTRIC
AIR LIQUIDE	CREDIT AGRICOLE	LVMH	SOCIETE GENERALE
AIRBUS GROUP*	DANONE	MICHELIN	SOLVAY*
ALCATEL-LUCENT	EDF	ORANGE	TECHNIP
ALSTOM	ESSILOR INTL.	PERNOD RICARD	TOTAL
ARCELORMITTAL*	GDF SUEZ	PUBLICIS GROUPE SA	UNIBAIL-RODAMCO
AXA	GEMALTO*	RENAULT	VALEO
BNP PARIBAS	KERING	SAFRAN	VEOLIA ENVIRON.
BOUYGUES	L'OREAL	SAINT GOBAIN	VINCI
CAP GEMINI	LAFARGE	SANOFI	VIVENDI

(出所：NYSE Euronext Paris)

注：2015年2月26日時点のCAC40指標を構成する会社。*印の4社はフランス国籍以外の会社であり、AFEP-MEDEFコードを参照していないため、本稿の開示例紹介の対象外としている。

⁷ 特に断りのない限り、フランスのコードとは、AFEP-MEDEFコード（2013年6月改訂）を指す。

これらの説明を付している会社数が多い勧告について、以下に、各社の説明の幾つかを抜粋して紹介する。但し、業務執行取締役の報酬に関する勧告（23.1～23.2.6.）については、当該勧告に含まれる多岐にわたる項目に対する説明（エクスプレイン）となっており、同一の勧告内容に対する複数の会社の開示例を比較することが困難であることから、ごく一部の開示例の紹介に止める。

なお、各社がフランス金融市場庁（AMF）に提出した年次報告書に含まれる取締役会（または

スーパーバイザリー・ボード）議長報告書の原文（正本）はフランス語であり、必要に応じて、各社が利用者の便宜のためにウェブサイト上で公表している年次報告書の英訳（Registration Document）を参照して、日本語による仮訳（要約を含む）を紹介しているが、正確な開示文言については原文を参照されたい。

<独立取締役に関する勧告—独立要件>

AFEP-MEDEFコード（9.4.）では、以下の要件が例示されている。（下線は筆者による追加）

（略）

- ・ 当該会社の従業員、業務執行取締役、または親会社もしくは親会社が連結する会社の従業員もしくは取締役ではなく、過去5年間に当該役職を担当していないこと。
 - ・ 当該会社が直接的または間接的に取締役職を占めている会社、当該会社の従業員が取締役に名を連ねている会社、または当該会社の業務執行取締役（現職か当該職務を5年間に当該役職を担当していた場合を含む）が取締役に名を連ねている会社の業務執行取締役ではないこと。
 - ・ 当該会社もしくはそのグループにとって重要な、または当該会社もしくはそのグループがその事業の相当な部分を占める顧客、納入業者、投資銀行家や商業銀行家ではないこと。
- 当該会社またはそのグループとの関係がどの程度重大かに関する評価は取締役会で議論されなければならない。（以下をはじめとする）その評価の基準も関連文書に明記しなければならない。
- ・ 業務執行取締役との間に近親関係がないこと。
 - ・ 過去5年以内に当該会社の外部会計監査人に就任していないこと。
 - ・ 当該会社の取締役を12年間を超えて務めていないこと。

会社が上記の基準に基づいてこれを正当化できれば、取締役会の議長については、業務執行取締役を兼任していてもこれを独立していると扱うことができる。

（以下、略）

上記、AFEP-MEDEFコードにおける独立取締役とみなされるための要件について、当コードでは、「取締役会は、特定の取締役が本基準の全てを満たす場合であっても、株主の構造やその他の理由から、当該取締役個人や会社の特殊な状況を踏まえ、独立しているとは考えられないと判断することができる。反対に、本基準を満たしていない取締役を、それにもかかわらず独立取締役であると判断することもできる」としている。

このうち、「当該会社の取締役を12年間を超えて務めていないこと」に対する説明（エクスプレイン）が、単独の勧告としては最も多く、その理由はいくつかの類型に分類できる。

・会社のビジネスサイクルが12年間より長いことを理由としている例

産業ガスの大手メーカーであるAir Liquideは、同社のビジネスサイクルが15年間という長期におよぶことから、むしろ、12年間を超える取締役としての経験が意思決定に有用な場合があると説明をしている。

AFEP-MEDEFコード9.4.では、過去5年間の期間に当該会社またはその親会社もしくは当該親会社の連結グループ会社の従業員もしくは業務執行取締役であった者は当該会社の「独立」取締役とはみなされない、とされている。しかし、当社では、5年より前に従業員もしくは業務執行役員であった者は「独立」しているとみなすべきではないという規定を設けている。(筆者注：この部分はコードより厳格な内規の運用)

一方で、コードでは、12年を超えて会社の取締役である者は、「独立」要件を満たさないとしているが、当社では12年を超えていても独立性の要件を満たさないと考えない。その理由は、当社のビジネスが長期契約に基づく極めて資本集約的投資であることに特徴付けられるものであり、特に大規模産業向けには15年間の長期プロジェクトが一般的であることによる。そのため、取締役としての12年を超える経験は、当社グループの開発サイクルを長期にわたってモニタリングするために必要な資産であり、それによって当社グループの将来の成長戦略に関して、十分な情報に基づく自主的な判断を自由闊達にすることが可能となる。(Air Liquide)

同様の理由を、石油ガス業界のTotalも説明している。

当社の4名の独立取締役について、12年を超える任期が独立性を損なうことにはならないと判断している。その理由は、第一に、長期的な投資サイクルに依拠するという石油ガス業界の特殊事情があること、第二に、これら4名の取締役の客観性が、取締役会での実際の活動によって示されているためである。さらに、これら4名の取締役の長い経験によって、取締役会における自由な発言の強化と独立した判断をもたらし、当社グループがそれによって便益を享受している。また、取締役会は、そのような任期の長さはNYSE規則の独立性要件には含まれていないことにも着目している。(Total)

なお、Totalの年次報告書によると、2013年12月31日時点で、取締役会は15名の取締役から構成され、このうち1名は従業員株主代表、12名(85%)が独立取締役である。そのため、仮に12年間を超える任期の取締役を独立取締役から除外したとしても、従業員代表を除く14名の取締役の内、過半数の8名が独立取締役となり、AFEP-MEDEFのコード要件(9.2.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)を超えているが、その点については、Totalは説明の中で触れていない。

・特定の取締役についてのみ例外的な取扱いとしている例

服飾・宝飾関連の高級ブランドを多数保有するKeringの取締役会は様々な国籍の11名の取締役から構成されており、この内4名(36%)が女性、5名(45%)が独立取締役である。独立性の要件は、AFEP-MEDEFコードの要件をそのまま内規に取り入れているが、12年間を超えて取締役である者は独立しているとはみなされないという点について、例外的措置を説明している。同社の取締役では、1999年1月にスーパーバイザー・ボードのメンバー(2005年以降は取締役)に初めて任命されたPhilippe Lagayette氏が該当するが、同氏は、「他の一流上場企業の独立取

締役も兼務しており、卓越したモラル、経歴および知見を有することから、同氏の長期間にわたる関与によって、当社の取締役会にむしろプラスの影響を与えていると考えるため、12年間を超える在籍期間であっても独立しているとみなされる」と説明している。

なお、Keringの年次報告書によると、同氏は、フランス財務省出身で元フランス中央銀行副総裁であり、JPモルガン銀行等の役員を経て現在複数のフランス上場会社の取締役を務めている。12年間を超える任期であっても独立しているとする取扱いは、同氏にのみ適応されるいわば例外措置であり、Keringの開示によると、同氏と同様に12年間を超えて取締役を務めているLuca Cordero di Montezemolo氏については、独立取締役とは認めていない。

・そもそも12年超という閾値は適切でない場合もあるという説明の例

年次報告書によると、L'Orealの取締役会は14名の取締役から構成されており、議長兼CEOの他、主要な大株主から6名、そして独立取締役が7名となっている。この7名の独立取締役の内1名は、1984年から長期にわたり取締役を務めている。この点についての同社の説明は以下の通りである。

取締役の内1名は12年を超えて取締役を務めているが、同氏の専門家としての経験およびバイアスのない判断力は、当社に関する深い洞察と相まって、取締役会における議論と意思決定に多大な貢献をしている。当該取締役の長期にわたる任期はむしろ取締役会の資産であり、当社の主要な戦略的選択肢を見極める上で役立つ。取締役のパフォーマンスの品質は、その経験、スキル、権威および当社に関する知識レベルをもって測定されるべきであり、長期的戦略を実現していく上では、これらすべてが極めて重要な資産である。支配株主型会社における独立取締役の比率はAFEP-MEDEFコード上、少なくとも3分の1とされているが、当社は、いずれにしても（仮に当該取締役が独立していないと判断される場合であっても）3分の1を超えている。（L'Oreal）

同様の主旨の説明は、セメント会社である Lafargeも開示している。

監査委員会の委員長でもあったMrs. Ploixは、12年を超えて取締役を在任しているが、同氏の効果的な取締役会への貢献、極めて強固なアプローチと専門家としての卓越した能力を考慮し、同氏を独立取締役とみなしている。15名の取締役の内、Mrs. Ploixに加えて8名の独立取締役がいる。よって、過半数が独立取締役から構成されており、仮にMrs. Ploixが独立していないとみなされる場合であっても、過半数は独立取締役であるべき、というコードを遵守することになる。いずれにしても、Mrs. Ploixは、2014年2月18日以降、もはや監査委員会の委員長ではない。（Lafarge）

上記説明の内、最後の一文は、AFEP-MEDEFコード（16.1.）では、監査委員会の委員長は、必ずしも独立取締役を務めるべきであるとは明記されていないが、指名委員会および報酬委員会の委員長については、独立取締役を務めるべきであるとされる（17.1、18.1.）ことを意識した説明と思われる。

・買収、民営化などの特殊事情によるものであるという説明の例

極めて特殊な事例かもしれないが、次のような説明もある。

AFEP-MEDEFコードの勧告9.4では、「当該会社の従業員、業務執行取締役、または親会社もしくは親会社が連結する会社の従業員もしくは取締役ではなく、過去5年間に当該役職を担当していないこと」とされている。当社が独立取締役であると判断しているAnders Narvinger氏は、現在当社の連結子会社であるスウェーデンのVin & Sprit社（V&S）の非業務執行取締役会議長に2007年3月に任命された。この任命は、スウェーデン政府がV&Sを民営化する過程において中立的立場で独立した同氏に白羽の矢を立て同国政府から特別に要請されたものであった。同氏は、この任命前にV&Sの従業員や業務執行取締役であったことは一度もない。V&Sの取締役辞任後、同氏は、初めて当社の取締役に就任した。このような状況を考慮し、AFEP-MEDEFコード9.3（取締役会は、特定の取締役が本基準のすべてを充たす場合であっても、株主の構造やその他の理由から、当該取締役個人や会社の特殊な状況を踏まえ、独立しているとは考えられないと判断することができる。反対に、本基準を満たしていない取締役を、それにもかかわらず独立取締役であると判断することもできる。）に基づき、当社の指名・ガバナンス委員会および取締役会は、同氏を独立しているとみなすこととし、そのステータスを確認した。（Pernod Ricard）

・二層構造の会社機関設計であることを理由にした説明の例

前述の通り、フランスでは、英国のような取締役会単層構造と、ドイツのような二層構造のいす

れの形態も選択可能であるが、AFEP-MEDEFコードは、単層構造の組織を想定した勧告となっている。

当社は、取締役会のみから構成される単層構造ではなく、スーパーバイザリー・ボードとマネジメント・ボードという2つのボードから構成される二層構造の組織形態をとっている。AFEP-MEDEFコードは、主に単層構造の会社を念頭にしたガバナンスのあり方を示しており、二層構造の下でのスーパーバイザリー・ボードのメンバーの独立性要件として、12年間という制限を設定することは適切ではないと考えられるため、当該コードの勧告に従わないことを当社は選択した。なぜなら、スーパーバイザリー・ボードは、業務の執行は行わず、もっぱら監督をすることがその主たる役割であり、コードが意図する取締役会単層構造の会社とは仕組みが根本的に異なるためである。そのため、スーパーバイザリー・ボードのメンバーとしての任期の長さは独立性に影響を与えない。特に、広告業界においては、グローバル化と技術革新が目覚ましいことから、その責務を果たすためには、長い経験がもっとも重要であると考えている。(Publicis Groupe)

筆者が数えたところでは、同社において、議長を含む14名のスーパーバイザリー・ボード・メンバーの内、12年を超えてボード・メンバーで

ある構成員は、議長（当初任命は1987年11月）を含めて8名であった。

・ケースバイケースであると説明している例

12年を超えて取締役を務める者は独立性の要件を満たさないことがAFEP-MEDEFコードでは示唆されているが、独立か否かは、ケースバイケースで判断されるべきである。任期の長さが独立性に影響を与える場合もあるかもしれないが、それ単独で独立性が判断されるべきではない。場合によっては、長い任期によって業務執行役員に対する質問能力が高まることや、精神的な独立性の強化となる場合もある。(Sanofi)

なお、いわゆる独立社外取締役について、日本のコード原案では以下の記載となっている。

【原則4-9. 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質】

取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである。また、取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定するよう努めるべきである。

金融商品取引所、すなわち東証の独立性要件は、会社法の社外性要件をふまえて追加的な条件が示されているが、フランスのAFEP-MEDEFコードのような、12年を超えて取締役に就任していることが独立性の阻害要件となりうるという考え方は示されていない。しかし、仮に長期間にわたり取締役を務めている場合であっても独立していると会社が判断する場合は、フランスのように何らかの説明が必要かもしれない。

<監査委員会、指名委員会または報酬委員会に係る勧告—独立取締役の比率>

AFEP-MEDEFコードでは、監査委員会における独立取締役の割合（従業員株主を代表する取締役と従業員を代表する取締役は計算に含まない）は、少なくとも3分の2相当であるべき（16.1.）とされ、また、指名委員会と報酬委員会は、それぞれ少なくとも過半数は独立取締役が占めるべき（17.1.および18.1）とされている。これらの勧告に対する説明は、いずれも現在鋭意検討中というものである。

当社では、5つの委員会が設置されており、その内の指名委員会は3名の取締役から構成されるものの、独立取締役が1名もいない。この状況について、当社は、取締役会の委員会、特に指名委員会の構成員については調査中であり、取締役会そのものの構成員の変更と合わせて2014年5月開催予定の定時株主総会の議案とする予定である。(Kering)

AFEP-MEDEFコードの勧告16.1、17.1および18.1では、監査委員会においては少なくとも3分の2は独立取締役、指名委員会および報酬委員会においては、過半数が独立取締役（委員長は独立取締役が務めるべき）とされている。

しかし、当社では、監査委員会のメンバーを2013年中に1名増員し5名とし、その結果60%が独立取締役となったものの依然3分の2には未達である。また、2014年2月10日の取締役会決議において、指名・ガバナンス委員会のメンバーを1名増員し4名とし、その結果、独立取締役の比率が50%となることが決定し、さらに、報酬委員会についても、2011年の取締役会決議によって構成を変更し独立取締役を1名増員することによって、独立取締役比率が50%となった。いずれも過半数ではないものの半数は達成している。すべての取締役は、その責務を果たすために必要な情報を継続的に提供されており、またそのための適切な手段も有している。すべての取締役には、監督義務と完全な判断の自由があり、それによって取締役会および各委員会における全体としての独立した意思決定と活動が可能となっている。(L'Oreal)

<監査委員会－財務諸表のレビュー時間 (16.2.1)>

AFEP-MEDEFコード(16.2.1)では、監査委員会の職責のひとつである財務諸表のレビューについて十分な時間が充当されるべきであり、例

えば取締役会による審査の前に2日以上は確保されるべきであると具体的日数が示されている。これについては、主に実務的な理由から実施していない理由を説明しているケースが多い。

・レビューの遅延を避けるためと説明している例

マネジメント・ボードによる財務諸表の確定日とスーパーバイザリー・ボードによるレビューの遅延を避けるために、監査委員会は、財務諸表を承認するマネジメント・ボード会議後（取締役会の前日）に会合をもち財務諸表をレビューする。しかしながら、監査委員会メンバーは、財務諸表の草案を含む資料一式をスーパーバイザリー・ボードの会議の4～5日前に受け取ることになっている。

なお、監査委員会による期中財務諸表の審査は、取締役会の4日前に実施される。(Schneider Electric)

・監査委員会メンバーに海外居住者が多いと説明している例

(監査委員会の会合が取締役会より1日早く開催される) 過半数の監査委員会メンバーが国外に在住しているという実務的理由から、監査委員会の会合は取締役会に先立ち開催されるが、本来は少なくとも3日前に委員会の資料を各委員に配布しなければならない。(Lafarge)

監査委員会による財務諸表のレビューの時間を十分に確保するという趣旨から、取締役会による審査の前に2日以上は確保されるべきである、とコードは規定している。しかし、当社では、実務的理由によって、委員会のメンバーの大多数がフランス国外に居住しているため、監査委員会は財務諸表を取締役会の前日にレビューをする。しかし、監査委員会のメンバーは、十分な時間をかけて満足のいく程度まで財務諸表をレビューするために必要な文書および情報を受け取っている。(Pernod Ricard)

<取締役会の評価に関する勧告（10）>

日本のコード原案でも、取締役会全体の実効性評価の開示が以下の通り要求されている。

4-11③ 取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。

AFEP-MEDEFコード（10.2）では、取締役全体としての評価に加えて、各取締役会メンバーについて取締役会での専門性の発揮および議論への参加の度合について実際の貢献度を測定し評価をすることが勧告されている。しかし、取締役個人の評価を実施している企業は多くないように見受けられた。

・具体的な評価手続きを説明し、それで十分であることを示唆している例

例えば、Danoneは、主に実務上の困難さや、コードが提唱する「チーム精神と合議制」との関連から各取締役について個別の貢献度の評価を要求するこの勧告を適用していないと以下の通り説明している。

毎年、取締役は取締役会運営に関する詳細な質問書に回答することにより各メンバーが潜在的問題点について意見を述べる機会を提供している。取締役会は、それらの回答をレビューし取締役会のすべてのメンバーおよび取締役会および各委員会の貢献度を評価する機会を提供している。さらに、取締役会の手続規則ではこの評価によって「取締役の合議体としての品質が評価される」べきであり、同時に、「取締役のavailabilityとコミットメント」が評価されるべきである。（Danone）

同社では、2年毎に内規に基づき取締役会が自己評価を実施している。直近では、2012年12月に実施され、その結果が2013年2月18日の取締役会で見直された。概して取締役会の運営と構成は満足のいくものであったとすうえで、さらに取締役会と執行役の力の均衡を強化し、新任取締役の統合を改善することを意図した以下の改善が実施されたことが説明されており、現状の方法で十分であるということが示唆されている。

- ・筆頭独立取締役の新たな設置、
- ・新任取締役の統合（インテグレーション）改善、
- ・取締役に対する研修の改善、そして、
- ・取締役会の自己評価結果の定期的アップデート、である。

また、Sanofiでは、よりシンプルな説明となっている。

年次の取締役会および各委員会の評価は、総体として実施しているが、個別の取締役の評価は実施していない。各取締役が再任される時点で個別評価を実施している。取締役会議長は、各取締役の関与の度合いを継続的に評価している。さらに、年次の評価では、取締役会担当総務役が個別のインタビューを実施している。（Sanofi）

<エグゼクティブ・セッション（10.4）>

日本のコード原案の補充原則4-8①においても、「独立社外取締役は、取締役会における議論に積極的に貢献するとの観点から、例えば、独立社外者のみを構成員とする会合を定期的開催するなど、独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有を図るべきである。」と示されている。

フランスのAFEP-MEDEFコードでは、そのようないわゆるエグゼクティブ・セッションの年1回の開催を社内規定で定めることが勧告されているが、前項の「取締役個人の評価」と関連して、取締役会が「合議制（a collegial body）」であるべきことを理由として実施しないことを説明している例がある。

非業務執行取締役は、業務執行取締役や社内取締役を交えずに、定期的な会合を実施することが奨励される。取締役会の規約には、そのような会合を年一回開催することを規定し、当該会合において、取締役会議長、CEO、副CEO等の業績に関する評価を実施する。当社では、合議制を貴ぶ取締役会の精神から、内規でそのような会合の開催を規定していない。（Safran）

<業務執行取締役の報酬に関する勧告 (23)>

－取締役による自社株式の保有 (23.2.1.)>

フランスの法令では、取締役による最低限の自社株式の保有を強制していないが、AFEP-MEDEFコード (23.2.1) は、定款または社内規定によってこれを定め、年次報告書および株主総会招集通知添付書類等に記載することが必須であると勧告している。

取締役会議長、最高経営責任者、副最高経営責

任者等が保有を義務付けられる株式数は、「取締役会が定期的に決定する相当数」の株式でなければならず、その任期が終了するまで登録株式として保有するよう義務付けられている。この「相当数の株式」は、必要に応じて取締役会が決定する水準まで増やすこと、さらに、この水準は、潜在的な業績要件に対応可能である必要があり、少なくとも改選毎、業務執行取締役の状況を踏まえて定期的に見直さなければならないとされている。

・代替的手続きを説明している例

株式保有の要請—取締役会議長、CEO等は、取締役会が定期的に決定する相当数の株式をその任期が終了するまで登録株式として保有するよう義務付けられる。当社では、グループの年金制度におけるミューチュアル・ファンドの設定を通じて間接的な株式保有が達成されると考えている。(Safran)

実際にコードの勧告を実施している場合もその詳細を各社は開示しているが、保有すべき自社株式の「相当数」の目安に関しては多様である。

例えば、Danoneでは、定款によって最低4千株を保有することが要求される。これは、時価総額204,720ユーロ (2014年2月28日現在1株51.18ユーロ換算、約30百万円相当@146円/ユーロ) となる。Schneider Electricでは、各取締役は少なくとも千株の株式を保有しなければならない。(時価約9百万円相当、1株63.64ユーロ、1ユーロ146円換算) また、Vivendi社の定

款では、各スーパーバイザリー・ボードのメンバーは、任期中は少なくとも千株の株式を保有しなければならない。さらに、2008年2月28日の会議で、スーパーバイザリー・ボードは、各メンバーが同社の株式について1年分の報酬に相当する価値の株式数を保有しなければならないと決議した、とされる。(2013年年次報告書より)

このように、コードの勧告をどのように実施しているかの説明も各社それぞれである。

<業務執行取締役へ任命する場合の雇用契約の終了に関する勧告 (22)>

コードの勧告では、業務執行取締役に任命される従業員は雇用契約を解除しなければならない。CEOの雇用契約 (1983年1月1日締結) は、その勤務年数を考慮し、解約しないで維持したままである。同社の業界およびマーケットの実情を熟知した業務執行役として内部昇格を促進 (推奨) するために、雇用契約上の退職金を受け取る権利を喪失しないために、業務執行取締役に昇格した取締役の従業員としての雇用契約を維持したままとしている。(Lafarge)

同社以外にも、内部昇進を阻害するという理由で、業務執行取締役への任命時に、従業員としての会社との雇用契約を解消すべきであるというコードの勧告を実施しないとすると会社は少なくな

<その他の勧告>

事例としては少数ではあるが、例えば以下のような説明がある。

コードの「4.取締役会と戦略」では、取締役会が、戦略的重要性のある取引を検討し決定するべきであるとしている。さらに、そのような取引について、取締役会の規約において、会社が決定した戦略の範囲外の重要な取引は、いかなる場合であっても取締役会の事前承認の対象とする原則を明記することとされている。しかし、当社の取締役会規約では、「会社が決定した戦略の範囲外」かどうかにかかわらず、取締役会の事前承認を必要とする取引の一覧および数値基準 (1億ユーロ) を規定している。この代替的方法によって、「会社が決定した戦略の範囲外」という曖昧さを排除し、コードの目的である「取締役会による事前承認」をより厳格に適用することができる。(Legrand)

以上は、フランスの上場会社36社の100を超える説明（エクस्पライン）のごく一部分を紹介しているに過ぎないが、同一のコード勧告に対する説明であっても会社によってその理由づけが多種多様であることが見て取れる。

4. おわりに

プリンシプルベース・アプローチを採用するコーポレートガバナンス・コードは、会社の状況に応じた柔軟な原則等の適用を可能とするものであり、「コンプライ・オア・エクस्पライン」における「エクस्पライン」（説明）は、意味のある説明を意図しており、決して他社事例をテンプレート的使用し、ボイラープレート的な説明の文言を意図するものではない。とはいえ、当初導入に際しては、コンプライ・オア・エクस्पライン型のコードを適用する海外企業の開示を参考にして各社独自のコーポレートガバナンスのあり方を検討することは有用かもしれない。そのような考えから海外開示事例のごく一部を紹介した。

一方で、コーポレートガバナンス・コードの策定に関する議論の過程では、「ストーリーのあるコーポレートガバナンス」という言葉が何度も聞かれた。これは、コードの各項目が有機的につながり全体として会社の中長期的戦略を株主が理解することに資するものを意図していると考ええる。会社のストーリーを理解するには、開示情報の断片ではなくコーポレートガバナンス報告書および関連文書の全体を読み理解する必要がある。その意味で、本稿は会社のストーリーを語る一助にはなっていないが、今後、日本の企業におけるコーポレートガバナンスのさらなる強化の動きが活発になることを願うものである。

<参考文献>

「取締役会では何が問題にされているのか
ー将来のガバナンスと取締役会のあり方に関する取締役と投資家の見解ー」
(PwC 2014)