



ユーラシア研究所レポート No.38

2014 年 10 月 13 日

コーポレートガバナンス 改革がロシア市場を変える

安達 祐子

概要

経済協力開発機構（OECD）の「コーポレート・ガバナンス原則」を踏まえて、ロシアで「コーポレートガバナンス・コード」が作成されたのは今から 12 年前の 2002 年のことである。そのロシア版コードが 2014 年に入って改正された。これは、魅力あるマーケットを目指した改革の一環であり、ロシア のビジネス環境の改善につながることが期待される。

はじめに

政府の成長戦略の一環として、日本でも議論が活発化しているコーポレートガバナンス（企業統治）改革。企業の経営規律を高め、収益率の向上を図るため、企業統治の指針である日本版「コーポレートガバナンス・コード」が、2015 年 6 月（株主総会 の時期）をめどに作成されることになった。日本版のベースになるのが、1999 年に発表され、2004 年に改訂版が公表された経済協力開発機構（OECD）の「コーポレート・ガバナンス原則（Principles of Corporate Governance）」である。

この原則を踏まえて、ロシアでコーポレートガバナンス・コード（以下、コード）が作成されたのは今から 12 年前の 2002 年のことである。2014 年に入って、そのコードが改正された。これにより、ロシアのビジネス環境の改善につながる事が期待される。

ロシアの市場経済化とコーポレートガバナンス

ソ連解体後、ロシアでは 1992 年より市場経済化政策が本格的に推し進められ、旧ソ連型国営企業の株式会社化および民営化が進んだ。そうした中、1990 年代には、株主の権利が企業の経営陣や支配株主によって侵害される出来事が相次いだ。

例えば、少数株主が株式総会の会場にたどり着くと「会場は〇〇町の××に変更」との張り紙がある。そこから大急ぎで変更先に向かっても、総会の開始時刻には到底間に合わない。その結果、株主総会には出席できず、株主権の行使もできない、というようなエピソードが市場経済移行期のロシアでは頻繁に聞かれた。総会の開催通知が特定の株主だけに届かない、多くの株主が出席しにくいよう真夜中のシベリアでひっそりと総会を開催するなど、この他にもさまざまな方法によって、株主の権利行使の阻害、株式の希薄化、配当の無払い、個人による会社資産の剥奪などの株主権利の侵害が広く行われた。こうした不正が横行した背景には、そもそもロシアのコーポレートガバナンスの在り方に問題があったからといわれている。

コードの作成へ

1990 年代後半になるとコーポレートガバナンス改善への取り組みがロシア政府、国内外投資家、世界銀行や OECD、欧州復興開発銀行（EBRD）などの国際機関、企業統治に関する専門家を巻き込んで拡大していった。まず、ロシアの民法典、株式会社法、証券市場法、破産法などの法整備や改正が行われた。これと並行して、ロシア連邦証券市場委員会（FCSM）が中心となり、コーポレートガバナンスに関する基本指針であるコードの作成が行われた。このコードは、2001 年にロシア政府の委員会で承認され、2002 年 4 月に FCSM 決定第 421/r 号として公布された。内容は以下の 10 章である。

- 1) コーポレートガバナンス原則
- 2) 株主総会
- 3) 取締役会
- 4) 会社の執行機関
- 5) コーポレートセクレタリー（会社秘書役）
- 6) 大規模なコーポレートアクション（Major Corporate Actions）
- 7) 情報開示
- 8) 財務・商業活動の監督
- 9) 配当
- 10) 企業紛争解決

上記に示された指針は、勧告的性格を持つものであり、企業を法的に拘束するものではない。コードは「良いコーポレートガバナンス」の要素を示すガイドラインとしての機能が期待され、内容のうち、法制化されていない点は、以後整備がされていった。

コードの正式名称は「コーポレート・コンダクト・コード」である。これは、1990年代のコーポレートガバナンスに係る問題の核心が経営者や支配株主などの不正な「コンダクト」（慣行や行為）にあったとの認識に基づいている。つまり、まずは企業統治において、良き「コンダクト」を根付かせることが重要だという判断が、名称にも反映したといわれている。

ちなみに、コード作りは日本政府の支援の下、EBRDの法制度改革プロジェクトの一環として行われた。EBRDによると、その支援規模は当時の法制度改革プロジェクトのうち、最も大きいものであったそうだ。

魅力あるマーケットを目指すコーポレートガバナンス改革

2002 年にコードが発表された後、ロシア国内外の状況は変化し、その流れに対応したコードの見直しが必要となっていた。そして、発表後 10 年以上を経て、2014 年新たな指針がまとまった。つまり、コーポレートガバナンスの制度が進化を遂げる中で、問題点も変わってきたのである。近年は、重要なコーポレートアクションに係る株主権利の保護や、独立取締役の貢献、取締役会に設置される委員会の効果的な役割、リスクマネジメントの効果的なシステム、経営陣に対するインセンティブポリシーなどに関心が集まるようになっていた。

さらに今回のコード改正の背景にあるのは、ロシアを投資家にとって魅力あるマーケットとして発展させようという一連の動きである。より長期的な投資を引き付けるため、コーポレートガバナンスを強化し、投資環境を改善していこうとする中で、コード改正への動きが進んだ。

新コードは、国の規制当局、証券取引所、OECD や EBRD などの国際機関、投資家や企業、企業統治問題の専門家などの協力の下に作成された。全体の取りまとめは、ロシア連邦中央銀行（以下、中央銀行）。金融市場の監督機能はロシア連邦金融市場庁（FSFM、前述の FCSM が 2004 年に改組）と中央銀行に分かれていたが、2013 年 9 月より、監督機能が中央銀行に集約化された。

コードの見直しには、モスクワ証券取引所が積極的に関わった。同取引所は、2011 年、当時ロシア最大の証券取引所だったモスクワ銀行間通貨取引所（MICEX）と、同じく当時第 2 位のロシア取引システム（RTS）とが合併して誕生したロシア最大の取引所である。合併後、株式、債券、通貨、デリバティブの取引を 1 カ所で行うことができるようになった。今回のコード作りと関連している動きが、そのモスクワ証券取引所が準備中の「Novy Rynok（新市場）」創設プロジェクトである。Novy Rynok とは、非常に高いコーポレートガバナンスの基準を持った企業が上場できるプレミアムセグメントである。ブラジルのサンパウロ証券取引所が 2000 年に創設し、ガバナンスリスクの低い上場企業が多く参加することによって成功を収めた「Novo Mercado（新市場）」の例にならい、ロシアに企業統治レベルの高い企業のセグメントを作り、投資家を集め、証券市場活性化を目指したものである。

新コード草案は 2014 年 2 月 13 日開催のロシア政府の会議にて承認された（同会議には中央銀行総裁とモスクワ証券取引所社長が出席し、新コードについてプレゼンテーションを行った）。その後、3 月 21 日に中央銀行の取締役会で草案は

承認され、最終的に指針が完成した。

新コードは 2 部から成り、前半が七つの企業統治指針、後半は指針ごとに勧告が詳述してある。指針の概要を以下に示す。

- 1) 株主権と株主権行使における条件の平等性
- 2) 取締役会
- 3) コーポレートセクレタリー
- 4) 取締役、執行機関役員、その他経営陣の報酬体系
- 5) 危機管理と内部統制システム
- 6) 情報公開および情報政策
- 7) 重要なコーポレートアクション (Material Corporate Actions)

新コードにおける重要な改正事項として、取締役会の機能や役割の強化および明確化がある。例えば、独立取締役の役割強化の側面については、取締役の独立性の基準が大幅に拡大されて、明確化した。取締役会内に占める独立取締役の割合も、推奨される最低基準が 4 分の 1 から 3 分の 1 に変更された。他に、取締役会の会長を独立取締役から選任することも推奨されている。また、報酬委員会と指名委員会の機能が分離されるなど、取締役会における委員会の機能が拡充され明確化した。さらに、取締役会による子会社の活動への監視機能が強化された。その他、配当政策がより明確化され、取締役と執行経営陣への報酬についても詳述されている。懸案とされていた（あらかじめ取締役の退職金を高額に設定しておくなどの）ゴールデンパラシュートについては、年収 2 年分の額を上限とするという勧告が設けられた。

新コードは、主に公開株式会社や主要な政府系企業を対象に指針や基準などの順守を求めている。また、新コードに盛り込まれている幾つかの基準や勧告は、既にモスクワ証券取引所の上場規則に加えられている。

株主権利の保護の強化は新旧コード双方の基本原則であるが、新コードの特徴

として挙げられるのは、取締役の役割強化だろう。また、旧コード作成時は全般的に株主総会の準備や開催の手順、財務報告のプロセスなどが論点であった。新コードでは、主な論点が独立取締役や取締役会の役割に移り、よりガバナンスの問題に踏み込んだ内容となっている。

世界のビジネスセンターを目指して

2008年に当時のメドベージェフ大統領は、モスクワを国際金融センターへ発展させる構想を明らかにしていた。2012年、プーチン大統領は投資環境の改善を目指し、世界銀行の「Doing Business」におけるロシアの順位を2011年の120位から2018年までに20位内へ引き上げるとの目標を示した。これらの目標の実現に向けて、現在のロシアでは、国内金融市場のインフラ整備や法整備が優先事項とされ、実施されている。具体的には、証券取引所の統合、集中的な証券決済機関（CSD）の設立、国際会計基準に準ずる上場会社の開示、金融市場の監督機能の中央銀行への一元化などがある。このように、市場の透明性を高め、外国人投資家の投資を促すとともに、国内企業の資金調達を円滑にするための環境の整備は、着実に前進している。

さらに最近、民法典の大改正が行われ、法人の部は2014年9月から施行される。現在のロシアにおいて、会社制度の改革や資本市場の改革などが総合的に推進されている中、コードが十数年ぶりに改正されたことの意義は大きい。ウクライナ紛争などによってロシア経済を取り巻く環境には不透明さも見られるが、今回のコーポレートガバナンス改革が、ロシア経済を好転させる転機となることを期待したい。

主な参考文献：

“Kodeks korporativnogo upravleniia”, Vestnik Banka Rossii, no.40 (1518), 18 April 2014.

“Kodeks korporativnogo povedeniia”, Federal’naia kommissiia po rynku tsennykh bumag (FKTsB), 5 April 2002.

Odobren Kodeks korporativnogo upravleniia”, PwC Russia news release, 21 March 2014.

<http://www.pwc.ru/>

“Pravitel'stvo odobrilо izmeneniia v Kodekse korporativnogo upravleniia, Rossiiskaia gazeta, 13 February 2014, <http://rg.ru/2014/02/13/kodeks-anons.html> (accessed 20 July 2014).

Adachi, Y. Building big business in Russia: the impact of informal corporate governance practices. Routledge, London 2010, Chapter 2.

Moscow Exchange, “Novy Rynok project”, <http://moex.com/a1536> (accessed 1 August 2014).

[執筆者]安達 祐子（上智大学外国語学部准教授）

（※このレポートは、2014年8月27日付で三菱東京UFJ銀行グループが海外の日系企業の駐在員向けに発信しているウェブサイト MUFG BizBuddy に掲載されたものです。）