

英国のコーポレート・ガバナンスからみた日本の課題 - ソフトローとハードローの関係 -

川島いづみ（早稲田大学教授）

I はじめに

2015年6月1日から、企業統治指針（コーポレートガバナンス・コード；CGコード）の適用開始

「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」が原案策定
上場会社は、CGコードの各原則について「コンプライ・オア・エクスプレイン」
情報開示は、東証に提出するCG報告書 ← 東証のウェブサイトですべて常時閲覧可能
有識者会議によるフォローアップ会議（2015年9月～）

2016年6月 「日本再興戦略2016」（閣議決定）において「CG改革による企業価値の向上」
→ 経済産業省「コーポレートガバナンス・システム研究会」（法務省もオブザーバー）

2017年3月 「CGシステムに関する実務指針」の策定・公表：相談役・顧問等

2017年8月 東証は、CG報告書の記載要領を改訂して、相談役・顧問等に関する開示を挿入

2018年6月 東証は、CGコードを改訂

政策保有株式の削減に関する方針・考え方の明記、
経営トップの選解任手続きの確立、後継者計画の策定・運用への主体的関与
客観性・透明性のある手続きによる経営者報酬制度の設計
取締役会のジェンダー・国際性を含む多様性の確保

会社法・金商法との関係・位置付けは不明確

cf. 内閣官房・金融庁・法務省・経産省「事業報告と有価証券報告書の一体的開示のための取組
について」／金融庁・法務省「一体的開示をより行いやすくするための環境整備に向けた対応
について」（2017・12・28）

有報の「コーポレート・ガバナンスの状況等」を含め開示府令の改正（2019・1・31）

英国では、

1992年のキャドベリー報告書以来、CGコード（UKCGコード）による規制
UKCGコードはソフトローと位置付けられるが、会社法との関係は、緊密で、かなり明確
会社法との相互補完的な関係や、法制改革における協調的な関係が顕著

II 英国会社法の特徴

1 公開会社法としての英国会社法

(1) 沿革的には、元来、「公開会社法」

19世紀中葉、準則主義により株主有限責任の株式会社の設立を認める立法

1844年会社登記法 二段階の登記手続による会社設立 → 準則主義の採用

1855年有限責任法 (Limited Liability Act 1855)、1856年会社法 (Joint Stock Companies Act 1856)

当時、会社法において想定されていた「会社」は、大量の資金調達のための会社

ただし、中小企業者による会社組織の利用や、既存パートナーシップの会社組織への転換が増加

その後の会社法改正により、開示制度等の整備、私会社制度の導入と私会社の特例（適用除外）

1980 年会社法 EC 指令の影響を勘案して、public company（公開会社）の定義を導入
(a)定款に公開会社である旨を規定、(b)公開会社として登記 or 再登記
公開会社であれば、商号に public limited company, or plc. 最低株式資本
私会社とは、公開会社でない会社、私会社の株式・社債の公募禁止を法定

(2) 現行会社法（2006 年法）には、公開会社に加え、上場会社等、規制市場上場会社の規定
▷上場会社等（quoted company）

意義 英国または欧州経済領域（EEA）参加国の市場に株式等を上場する会社、および、
NYSE またはナスダックで株式等が取引される会社

上場会社等には、株主総会に関する特則(議決権行使結果の公表・独立投票検査役)、
取締役報酬報告書の作成・株主総会による承認等、
年次計算書類・報告書のウェブサイト上での縦覧、等々

▷規制市場上場会社（traded company）

意義 欧州経済領域内の規制市場に株式等を上場する会社

規制市場上場会社には、株主総会に関する特則：招集通知（307A 条）、総会前の情報公開（311A 条）、総会における質問権（319A 条）、委任状等の受領のための電子的アドレス提供義務（333A 条）、株主の議題追加請求権（338A 条）、株主提案の回付（340A 条・340B 条）、議決権行使結果のウェブサイトでの公表（341 条）、等々

cf. EU 指令の国内法化のための規則による会社法改正

(3) 計算（会計）・監査に関する規定は、会社法に一元的に規定

日本のように、会社法会計（商法会計）と金商法会計が併存するような状況は存在しない。
会計監査役（auditor=会計監査人+a）については、会社法に一元的に規定

cf. 1986 年金融サービス法の制定まで、金商法に相当する制定法は存在しない。
インサイダー取引規制も、1980 年会社法第 5 編において導入

法定開示書類（上場会社等）

会社法 計算書類(accounts)、戦略報告書 + 取締役報告書 + 取締役報酬報告書
金サ法(DTR) 財務書類(financial statements)、経営者報告(management report)
→ 実務では、annual report による「一体的開示」

2 業務執行組織に関する規定の欠如

(1) 業務執行組織に関する規定はわずか

「取締役」の定義については、実質規定（名称の如何を問わず取締役の地位を占める者）
公開会社では、取締役 2 名以上、会社秘書役の設置義務を規定
会計監査役については、原則として株主総会での選任を規定

取締役の選任について、株主総会での選任に関する規定は、モデル定款

取締役の解任権が株主総会にある旨の規定は、1948 年会社法により初めて導入

取締役会議 (directors' meeting) に関する規定はその設置を含め、モデル定款
cf. 取締役会 (board of directors)

ただし監査委員会については、EU 監査指令の履行のために、FCA (金融行為監督機構) の開示・
透明性規則(DTR)が、所定の上場会社等 (DTR 1B.1.2 R) に、監査委員会の設置強制 (DTR 7.1.1
R) 、 監査委員会の役割、会計監査役の選任への関与、監査委員会報告書の開示等を規定

(2) 取締役会の権限と権限委譲

取締役(会) (directors, directors' meeting) の権限は、定款 (; 株主の意思) に由来
実務では、定款規定により、取締役会に経営に関する権限を与え、さらに取締役会の権限を委員
会や一部の取締役 (CEO 等) に広範に委譲することが一般的

英国において CG コード導入の契機となった 1980 年代末の企業不祥事は、こうした権限委譲と
これによる特定の者への権限集中を遠因とする。

3 取締役の義務規定

▶会社法には取締役について種々の義務規定、特徴的な規定は 172 条
2006 年会社法は、コモン・ロー (判例) に委ねられていた取締役の義務を条文化
従来も条文が設けられていた取締役の義務規定を改正した規定が、172 条

会社の成功を促進する義務：会社の取締役は、全体としての株主の利益のために会社の成功を最
も促進すると誠実に考える方法で行わなければならない、その際、長期的な視点に立ち*、従業員
の利益、供給業者や顧客その他の者との事業上の関係、地域社会・環境への影響、事業における高
レベルの評価の維持、株主間の公正を考慮しなければならない。(172 条)

*原文は、the likely consequences of any decision in the
long term

cf. 1985 年会社法 309 条は、取締役が職務の遂行に際して考慮すべき事項には、株主の利益と同
様に、会社の従業員一般の利益が含まれる旨を規定

2006 年会社法制定時には、172 条は、enlightened shareholders' value として注目
1985 年会社法 309 条と比べると、従業員の利益保護の点では後退との評価も
近時はむしろ、172 条の内容は、当然のもの、常識的なものとの評価

III 英国のコーポレートガバナンス・コード

1 UKCG コードの沿革

1980 年末~90 年代初頭 企業不祥事が顕在化
ex. Maxwell 事件、BCCI 事件、ポリーベック事件、ヘアリング破綻
1992 年 キャドベリー委員会報告書 Code of Best Practice 付き
1993 年 ロンドン証券取引所が上場規程に採用
以来、四半世紀を超えて改訂を繰り返す (近年は 2 年毎)。EU 諸国・他国への影響

2 UKCG コードによる規制の概要

- ▶コードの適用対象
ロンドンのプレミアム市場上場会社 (上場規則に規定)
- ▶コードの策定主体
2003 年以降、FRC(Financial Reporting Council)

FRCは、会社法・会社法規則上、「会計基準」の設定主体、会計監査役・会計士団体の規制に関する独立監督機関（independent oversight）、会計基準違反の財務報告を行った会社に対する是正勧告や裁判所の是正命令への付託権限をもつ団体として、会社法上位置づけられる。

▶コードの構成

・従来（2016年版コード）

Section A : Leadership	A.1 取締役会の役割	主原則（Main Principle） 補助原則（Supporting Principles） コード規程（Code Provisions）A.1.1～1.3
	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	
Section B : Effectiveness（実効性） Section C : Accountability（説明責任） Section D : Remuneration（報酬） Section E : Relations with Shareholders（株主との関係）		

・2018年版コード

1 取締役会のリーダーシップ と会社の目的	原則（Principles） A～E	規程（Provisions） 1～8
2 責務の分担	原則 F～I	規程 9～16
3 構成、後継および評価	原則 J～L	規程 17～23
4 監査、リスクと内部統制	原則 M～O	規程 24～31
5 報酬	原則 P～R	規程 32～41

▶コードの規制手法

2016年版コードまでは、主原則・補助原則・コード規程から成り、原則をどのように適用しているかを株主が評価できるような方法で開示するとともに、コード規程について comply or explain を求める。コード規程を遵守している場合はその旨、遵守していない場合は、不遵守の理由ではなく、自社において原則・補助原則を実現するために採用する、コード規程とは異なる方法や、不遵守による弊害を軽減する方法等の説明が求められる。

2018年版コードは、Aから始まる原則と通し番号の規程を設ける形式に変更し、構成を簡潔に。原則の効果的な適用のために、規程について comply or explain を求める点や説明の意味は従来同様。

開示媒体は、上場規則では年次財務報告書（annual financial report）とされる。UKCGコードは、「annual report」での開示を求める。

3 2018年版UKCGコードの特徴

(1) コーポレートガバナンス改革の背景

CEO等の報酬高額化への根強い批判、British Home Stores（大規模私会社）の破綻、格差問題

(2) 特徴

▶ 株主以外の主要なステークホルダーの利益

取締役会は、他の主要なステークホルダーの利益と会社法 172 条に定める事項が、取締役会における議論と決定においていかに考慮されているかを、年次報告書で開示（規程 5）

従業員の利益を勘案するための方法として、次の①～③の 1 以上を採用すべき（規程 5）

- ① 従業員選出の取締役、② 正式な従業員諮問パネル、③ 従業員担当非業務執行取締役の選任
①～③を採用しない場合は、採用する代替手段とその理由を説明

▶ 株主の意見の尊重と報酬規制

株主総会で会社提案議案への反対票が 20% 以上であった場合の対応（規程 4）

議決権行使結果とともに、株主の意見を聴くためどのような行動をとろうとしているかを、公表し、総会から 6 カ月以内に、意見聴取の結果とその後の対応を公表すべき。

年次報告書 or 招集通知の注記に、最終的な概要を記載。 → 特に役員報酬において重要

4 2018 年版 UKCG コードの主な内容

(1) 取締役会と委員会

▶ 一層制取締役会 (a unitary board)

業務執行取締役と非業務執行取締役(non-executive directors: NED)から成る一層制の取締役会が、指名・監査・報酬の 3 委員会を軸として、業務執行の監督に当たる体制

取締役会を純粋な監督機関とする制度や、別に監督機関を置く制度は採用していない。

- ・一層制取締役会 (a unitary board) への言及 (2016 年版 UKCG コード A.4 主原則)
- ・取締役会における業務執行取締役と非業務執行取締役の適切な組合せ (原則 G)
- ・議長を除き、取締役会の半数以上は独立の NED (規程 11) ← 従来、FTSE350 以外は 2 名以上
- ・ 3 委員会

指名委員会：過半数は独立の非業務執行取締役(INED) (規程 17)

監査委員会：3 名〔2 名〕以上の INED で構成、議長は排除、1 名以上の財務経験者 (規程

24)

報酬委員会：3 名〔2 名〕以上の INED で構成、委員長は就任前 12 カ月委員経験 (規程 32)

- ・取締役の任期は 1 年 (規程 18) ←従来、FTSE350 社のみ

*〔FTSE350 以外の会社〕

▶ 取締役会議長の役割 (原則 F)

取締役会議長と最高業務執行者 (chief executive) の兼任・CEO からの横滑り禁止 (規程 9)

取締役会議長・NED の独立性 (規程 10)

議長の重任は、原則として最長 9 年 (規程 19)

▶ 非業務執行取締役の役割とそのための環境整備

NED の役割 (原則 H)、特に業務執行取締役の選・解任では主体的役割 (規程 13)

上席独立取締役 (規程 12)、取締役会議長の役割 (原則 F)

情報等の提供と会社秘書役(company secretary)の役割 (原則 I、規程 16)

兼任制限：常勤の業務執行取締役は FTSE100 社の NED との兼任は 1 社まで (規程 15)

▶ 取締役会の評価 (原則 L、規程 21・22)

3 年に 1 度は外部評価者による評価と、評価結果に基づく対応

(2) 報酬に関する規制

▶ 報酬・報酬の方針の決定手続

いずれの取締役も、自らの報酬決定に関与すべきでない（原則 Q）

業務執行取締役(ED)の報酬の方針、ED・議長・経営幹部の報酬の決定は報酬委員会（規程 33）
NED の報酬は、定款規定または取締役会決議（規程 34）

▶報酬委員会の役割の拡充

報酬委員会は、従業員の報酬・報酬の方針およびインセンティブや報酬と企業文化の結びつきをレビューし、業務執行取締役の報酬の方針を設定する際、これらを考慮に入れるべき（規程 33）
→ 従業員の報酬等のレビューも役割に

▶報酬の設計

報酬の方針とその実施は、戦略を支援し長期的に持続可能な成功を促進するよう設計（原則 P）
株式ベースの報酬は、長期保有（5年以上）を促すように設計（規程 36）
クローバック条項を含むべき（規程 37）
NED の報酬には、業績連動の要素を含むべきではない（規程 34）
独立性を減じる要素とみられるものに、株式オプションや業績連動報酬への参加（規程 10）

報酬委員会は、業務執行取締役の報酬方針等の決定の際、次の点に留意すべき（規程 40）

明確性、簡潔性、予測可能、等々 → 株主に理解されうる報酬体系がベターとの発想
cf. 株主には、報酬関連議案に対し「保留」傾向があるとの研究も

IV 会社法との関係 –ハードローとソフトローの交錯–

1 会社法との整合性

(1) 会社法規定の欠如との関係

取締役会の構成や権限等について会社法に規定を欠くため、UKCG コードとの抵触は生じない。
むしろ、伝統的な会社法体系からすると欠落する部分を、UKCG コードが補完

cf. 開示・透明性規則(DTR)は、監査委員会の設置強制や、監査委員会の役割・構成等を規定
→ UKCG コードの遵守により、監査委員会の設置要件等を充足する旨のガイダンス

(2) 取締役の義務規定との整合性

・2016 年版 UKCG コード Section A, A.1 : 取締役会の役割

「すべての会社は、会社の長期的な成功に集団として責任を負う、実効的な取締役会によって主導されなければならない（…collectively responsible for the long-term success…）。」（A.1 主原則）

「取締役会は、会社の価値と基準を設定し、株主その他の者に対する責務が、理解され、果たされることを確保すべきである。」

「全取締役は、制定法の義務*と矛盾することなく、会社の最良の利益であるとする観点で、行動しなければならない。」 *2006 年会社法 170 条～177 条に定める義務を指すとの脚注。

全取締役は、会社の最良の利益のため、制定法上の義務と一致した行為（A.1 補助原則）

特に 172 条との関係が重要 → 「株主その他の者に対する責務」

2010 年以降、UKCG コードは会社の長期的な成功を重視

・2018 年版 UKCG コード 原則 A

「成功する会社は、実効的で企業家精神に富んだ取締役会に率いられている。そうした取締役会の役割は、株主のために価値を生み出し、より広範な社会に貢献（contributing to wider society）して、会社の長期的に持続可能な成功を促進することである。」

cf. 東証のコーポレートガバナンス・コード 基本原則 2

「上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。」

この原則の法的意味合いは不明確、comply or explain の対象。

2 コードの規程から会社法へ — 取締役の報酬規制の変遷

エンロン事件後、会社法の全面改正作業を中断。取締役報酬と会計監査に関する法改正を先行
2002年 取締役報酬報告書規則 (the Directors' Remuneration Report Regulations 2002) の制定

取締役報酬報告書の作成義務 (上場会社等)、株主総会の承認決議 (勧告的) の対象
開示内容: 取締役の個人別の報酬内容、報酬の方針、取締役会・報酬委員会の検討事項、報酬委員会決議の取締役会での取扱い、取締役任用契約等

統合コードの関連規程等 (取締役報酬に関する詳細な開示を要求) の削除 (2003年改訂)

2006年会社法も 2002年改正法の立場を引き継ぐ (同法 439条)

その後、株主総会の勧告的な承認決議による抑止力に疑問を抱かせる事案も
3名以上の NED で構成する報酬委員会に委ねるだけでは不十分

2013年企業・規制改革法による 2006年会社法の改正 (439A条等の追加)

取締役の報酬の方針 (remuneration policy) に限り、株主総会の拘束力ある決議事項に
: 取締役の報酬の方針を 3事業年度毎に総会の承認決議の対象に

3 コーポレートガバナンス改革における協力

コーポレートガバナンス改革

2016年 11月 BEIS, "Corporate Governance Reform" グリーンペーパーの公表

2017年 8月 BEIS, "Corporate Governance Reform/ The Government response to the green paper

consultation" : 関連するコードの改訂を要請

2017年 12月 FRC UKCG コードの改訂案

会社法の改正案と併せて UKCG コードの改訂を議論

▶ステークホルダーの利益の考慮

戦略報告書に 172条 1項に関する記載 (Section 172(1) statement) (会社法関連法規)

年次報告書に、他の主要なステークホルダーの利益と会社法 172条に定める事項を、取締役会の議論と決定においていかに考慮しているか等を記載 (規程 5)

▶取締役の報酬に関する開示

取締役報酬報告書におけるペイ・レシオの開示 (会社法関連規則)

年次報告書における報酬委員会の活動の開示に、次の事項を含むべき (規程 41)

・ペイ・レシオを含む指標を使って、業務執行取締役の報酬が適切である理由の説明

3 一体的な開示体制

▶コーポレートガバナンスに関する開示 (法令と開示書類)

上場規程(LR) UKCG コードの遵守状況等の開示書類は、its annual report and accounts
金サ法(DTR) 財務書類(financial statements)、経営者報告(management report)
監査委員会に関する開示→ CG 説明書 (DTR 7.1 & 7.2)
会社法 計算書類 & 戦略報告書 + 取締役報告書 + 取締役報酬報告書
取締役報酬報告書には、監査対象部分と監査非対象部分

DTR (開示・透明性規則) と重なるコード規程も増加

FRC, Guidance on Board Effectiveness (July 2018)には、重複状況の解説

FCA, Handbook では、UKCG コードの規程の遵守により DTR の条項を遵守する場合を明

示

実務上は、「一体的開示」により、株主（投資家）向けの情報開示媒体に収斂

V むすびに代えて－日本の課題－

▶法制上の課題

3つの機関構造（監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社）と社外取締役の役割の不明確さ

cf. 英国の取締役会も業務執行取締役と非業務執行取締役で構成

UKCG コードでは、NED の役割を明確に提示

▶報酬規制に関する課題

ゴーン事件でも顕在化した代表取締役への一任の問題

cf. UKCG コードでは、取締役は自らの報酬決定に関与すべきでない（原則 Q）

▶開示制度に関する課題

コーポレートガバナンスに関する開示がバラバラ

東証のコーポレートガバナンス報告書は、東証向け報告書

→ 「一体的開示」の推進が必要

cf. 法改正等の際の協調体制も

▶実務上の課題

表面的な comply よりもガバナンスの実質化、むしろ、explain が重要

日本のコーポレートガバナンス・コードの建付け上の問題も