

# イギリスの上場会社における非業務執行取締役の役割

大久保 拓也

- 一 はじめに
- 二 イギリス上場会社におけるNEDに関する規制
- 三 イギリス上場会社におけるNEDに関する規律とCGCの意義
- 四 おわりに

## 一 はじめに

(1)コーポレート・ガバナンスの議論は諸外国をにおいても盛んに行われている<sup>(1)</sup>。各国毎の固有の事情や規律の仕組みを反映して、規制は各国毎に異なっているものの、効率的な経営システムを構築し、経営上の違法行為をいかに抑制するかを求める点では共通する。近時のコーポレート・ガバナンスにおいてはソフト・ローによる規制が採用されているが、ソフト・ロー規制の動向をみると、(1)会社経営を担う取締役会内部に社外役員を導入して経営監督機能を強化する取り組み<sup>(2)</sup>、(2)大株主、特に機関投資家の意見を経営に反映させようとする取り組み<sup>(3)</sup>がとられているのが特

徹的である。

この取り組みを採用しているイギリス法においては、(1)イギリスの上場会社に対して、非業務執行取締役 (Non-Executive Director) (以下「NED」という) の導入を求める「UKコーポレート・ガバナンス・コード」(The UK Corporate Governance Code 2014) (以下「CGC」という)<sup>(4)</sup> が設けられるとともに、他方で、(2)機関投資家 (Institutional Shareholders) がどのような投資行動をとるかその方向性を明らかにさせるべく「UKスチュワードシップ・コード」(The UK Stewardship Code 2012) (以下「STC」という)<sup>(5)</sup> に従った行動を求めるというアプローチがとられる。

両コードは、コードに定める条項を遵守しなければならず、それを遵守していない場合にはそのことについて説明しなければならぬというソフト・ロー的アプローチ (‘Comply or Explain’ 「遵守せよさもなければ説明せよ’) を採用する。<sup>(6)</sup>

(2)日本においても、同様のアプローチが導入されている。すなわち、(1)日本の二〇一四年改正会社法により一定の公開大会社に社外取締役を置くことが「相当でない理由」を株主総会で説明しなければならぬとしている。<sup>(7)</sup> この法規制というハード・ロー上の規制に加え、(2)日本版コーポレート・ガバナンス・コード (以下「日本版CGC」という) が東京証券取引所の上場規則の改正によって、同取引所の上場会社に対し、二〇一五年六月一日から適用されている (この中に独立社外取締役 (Independent Outside Director) を少なくとも二名以上選任すべきことを求める規律が置かれている (原則四一八)<sup>(8)</sup>)。さらに、(3)日本版スチュワードシップ・コード (以下「日本版STC」という) が二〇一四年二月二六日に制定されている。<sup>(9)</sup>

このように日本では、ハード・ローの上にソフト・ローによる Outside Director (社外取締役) の導入を求めるとと

もに、機関投資家の意見を経営に反映させようとする仕組みをとっており、イギリス法の影響の下に類似した仕組みが採用されていると考えられる。

(3)もつとも、類似する制度を採用していても、これらの制度の背景事情を考慮しなければ、制度としてうまく機能しないことになるため、その点を分析することが必要になるであろう。

そこで、本稿では、(1)CGCの規制を中心に、CGCにおいてNEDが果たす役割を明らかにした上で、この規制に類似する日本の法規制との相違を比較検討する。さらに、(2)CGC(さらにはSTC)が果たす制度の趣旨を考察することで、イギリスと日本に横たわる法システムの相違を明らかにし、そこから日本法が学ぶべき点を考察して行くこととする。

## 二 イギリス上場会社におけるNEDに関する規制

ここではまず、イギリス上場会社におけるNEDに関する規制の概要を述べ、CGCの規制の特徴を考察する。

### 1 上場基準に基づく規制の概要

(1) コーポレート・ガバナンス論とイギリス上場会社に対する規制

イギリスにおいては、一九八〇年代後半から頻発した会社不祥事に対処するため、一九九〇年代に入ってコーポレート・ガバナンスに関する議論が展開された。その成果として、キャドバリー委員会報告書(Cadbury Committee

イギリスの上場会社における非業務執行取締役の役割(大久保)

Report)をはじめとする一連の報告書が公表された。<sup>(10)</sup> それらの報告書を取りまとめたコードが、前述のCGCである。コードは、上場規則 (Listing Rules) により、上場継続に際して、上場継続義務として適用されてきた。<sup>(11)</sup>

(2) 「遵守せよさもなければ説明せよ」アプローチ

CGCの規制について、イギリスでは上場継続義務として上場規則 (Listing Rules) で遵守するかさもなければ説明することを求める (Comply or Explain) アプローチがとられる。これは、法律に定める最低限の事項を守ればよいとするのではなく、遵守できない事項があればそれを会社が株主に対して説明させることを要請することで会社の体制をよりよいものへと高めようとするものである (CGC Comply or Explain)。<sup>(12)</sup> 法規制のように厳格な規定を設けると固定的な規律にとどまるため、イギリスでは一九九二年以降コードの規制を継続的に変容し、上場企業に対して継続的かつ柔軟に会社のガバナンス体制の変更を求めてきた。<sup>(12)</sup>

前述のようにコードは企業の不祥事に対処するために定められたことから、その規制の多くは、取締役会による監督体制の強化にあり、それをNEDに担わせることにしている。その規制の概要について、以下検討することとする。

2 NEDに関する規律

CGCの規定は多岐にわたるため、本稿では、(1) CGCがNEDに期待する役割は何か、(2) CGCではNEDについてどのような要件を求めているのか、に絞って分析することとする。<sup>(13)</sup>

(1) CGCがNEDに期待する役割

CGCにおけるNEDに関する規律を概観し、NEDに期待される役割にはどのようなものがあるかを考察して行くこととする。

(a) NEDに期待される任務

イギリス会社法では、取締役会 (Board of directors) が会社の業務執行の意思決定を行う中心の機関であると位置づけられている。<sup>(14)</sup> すなわち、CGCでは、すべての会社は、その会社の長期的成功のために共同して責任を負う、実効的な取締役会によって率えられるものと位置づける (CGC A1 主要原則)<sup>(15)</sup>。

CGCは、同じ会社内部の取締役 (業務執行者) が業務の執行と監督を担うとすれば、監督機能が十分に働くかは疑問が残ることから取締役会が監督機能を發揮できるようにするために、NEDの選任を求めることとしている。CGCによれば、NEDとは、一元制取締役会 (unitary board) の構成員としての役割の一部として、戦略に関する提案に対して建設的に意見を述べ、その発展を助長するものとされる (CGC A4 主要原則)。この規定から、NEDには、取締役会のメンバーとして監督機能を發揮するとともに、会社の経営戦略等についても建設的に意見を述べることを求められている。

NEDは、会議で合意された諸目標および諸目的について経営者の業績を精査し、業績の報告を監視するものとされる (CGC A4 の補助原則)。具体的には、① NEDは、財務情報の正確性、並びに、リスク管理のための財務統制および財務システムが堅牢で防御されていることを確保すること、さらには、② 業務執行取締役の適切な報酬水準を定

めることに責任を負い、Executive Directorを選任すること、必要であれば解任すること、および後継者について計画することに主要な役割を演じることが求められる。

(b) NEDの担うべき機能

これらの規制から、CGCはNEDには、(一)取締役会の会議において経営業績を精査し、業績の報告を監視し、財務情報の正確性を確保すること、および、(二)報酬や人事の決定に関与することを通じた会長（取締役会議長）（Chairman）に対する経営評価が期待されていることがわかる。前者はいわゆる監督機能の発揮であり、取締役会内部にNEDを導入して違法行為の抑制を図ろうとするものであり、導入の趣旨は理解しやすい。後者についてはNEDが経営評価機能を担うことで会長との対話を通じて経営の効率性を図ろうとするものと考えられる。これに関連するCGCの規定をまとめると次のようになる。

(一) 監督機能の発揮

CGCは、取締役会を通じた監督体制の整備に加えて、監査委員会の設置も求める。取締役会を通じた監督体制だけでは、フルタイムで業務を行う業務執行取締役よりも、会社の情報を入手することが困難な態勢であるとすればNEDが十分な監督機能を発揮することは難しいと考えられるためである。これは、NEDの報酬の水準はその役割のために要した時間と責任に応じるものとされ、その報酬（Remuneration）には株式オプションや業績連動型要素を含めないことが求められる（CCD.1.3）ことから、単に取締役会に出席して監督機能の発揮を期待するインセンティブに乏しいとも考えられる。そこで、監査委員会という委員会を通じて固有の監督権限を行使させることにしたのである。

委員会の員数および権限は次の表に記載した通りとなる。日本法にいう指名委員会等設置会社に類似する仕組みといえそうである。

	員数	権限
監査委員会	三名以上の Independent NED (独立 NED)。監査委員会の構成員の一人以上が関連する財務経歴を最近において有することを満たすものとする (CGC C. 3.1)	会社の内部統制やリスク管理をレビューすること、会社の内部監査機能の実効性を監視し、レビューすること、外部会計監査役 (External Auditor) の選任、再任、解任に関して取締役会に勧告すること、外部会計監査役の独立性と客観性、並びに、監査手続の効率性をレビューし、監視すること等 (CGC C. 3.2)
指名委員会	構成員の過半数は、Independent NED (CGC B. 2.1)	取締役会において技能、経験、独立および知識のバランスを評価するものとし、この評価の観点で、特定の地位に要求される役割と能力に関する説明書を用意するものとする (CGC B. 2.2)
報酬委員会	三名以上の Independent NED (CGC D. 2.1) (報酬に関して会社と取締役とのあいだに存在する利益相反関係を回避するため)	取締役会の授権にもとづいて、年金受給権と一切の補償支給額を含む業務執行取締役全員および会長の報酬を定めることに責任を委ねられる。上級業務執行者の報酬の水準および構成について勧告および監視するものとする (CGC D. 2.2)

以上をまとめると、CGCは、①NEDに、取締役会において財務や報酬のチェックを主たる任務とし、会長の業績評価等も行う等の経営評価機能が期待されるとともに、②NEDの意見が株主に対する開示書類に示されるこ

とにして、取締役会の監督体制の強化も図っていることがわかる。

## (二) 経営評価機能

以上の委員会を通じたNEDの権限行使のほかに、CGCは、次のように、取締役会を通じたNEDの経営評価機能を求めている。

(1) まず、会長（取締役会議長）(Chairman)との対話である。すなわち、会長は、業務執行者を出席させずに、NEDと会合をもつものとし、NEDは、上級独立取締役に主導されて、年一回以上、また、適切であると認めるときはその他の場合においても、会長の業績を評価するために、会長を出席させずに会議を開くものとする(CCA.4.2)。CGCは、対話の機会を確保することで、業務執行者は会長に適切な意見を述べる事が可能となる。

(2) 次に、取締役会は、取締役会自体の業績、その委員会および個々の取締役の業績に関する正式かつ厳格な年次評価をする義務を負うものとする(CCB.6.主要原則)ため、上級独立取締役によって指揮されるNEDは、業務執行役の意見を考慮に入れて、会長の業績の評価に責任を負うものとする(CCB.6.3)。

このように、CGCは、NEDに対して、単なる違法行為の抑制権限をもつにとどまらず、経営トップの会長の業績評価もその任務としている。

## (2) CGCの求めるNEDの要件

NEDには、(1)(b)で述べた機能が求められる、それが十分機能できるように、CGCは、①会社と独立性のあるNEDを選任し、②取締役の構成員に多様な人材を登用することを求めている。その要件を概観する。



取締役会や取締役会内部の委員会は、それらにそれぞれの義務と責任を実効的に果たすことを可能とするために、会社に関する技能、経験、独立性および知識の適切なバランスをもつべきものとする（CGC B.1 主要原則）。そのために、取締役会は、いかなる個人も、個人からなる小グループも取締役会の決定を支配することができないように、Executive Director 及び NED（特に Independent NED）の適切な組み合わせを図るものとする（CGC B.1 補助原則）。

(a) NED の独立性の指標

前述の監督体制を整備した上で、取締役会で NED が機能できるためには、業務執行者に対して意見を述べる体制を整える必要がある。そこで、取締役会は、会長に対して意見を述べる者として任命し、必要な時には他の取締役との媒介に奉仕するように、Independent NED の一人を、上級独立取締役として、指名するものとする（CGC A.4.1）。株主にとって、彼らが会長、最高経営取締役その他の業務執行取締役の通常のルートを通じたコンタクトが解決に役立たず、そのようなコンタクトが不適切であることを問題とするならば、この上級独立取締役は有益なものであるものと考えられている。

これについて、取締役会は、年次報告において、取締役会が独立性があると思料する、NED それぞれの身元を明らかにするものとする（CGC B.1.1）。すなわち、取締役会は、当該取締役が性格および判断において独立しているか否か、および、当該取締役の判断に影響しそうであるか、影響するものと思われる関係または状況があるか否かを決定するものとされており、そのような関係または状況があるかにかかわらず、当該取締役が独立性をもつと定めるならば、取締役会は、その理由を述べる必要がある<sup>(16)</sup>。

このように、CGCは独立取締役の要素を示しているが、どの要素を重視してどの程度遵守するかは各会社の状況によって異なることになる。その趣旨から、CGCは、規制によって画一的に独立性があるとはどのような者かを定めるのではなく、独立性にかかわる程度の指標を示し、それに合致しているかどうかは取締役会が株主に説明するという規律を設けて当該会社の重視する独立性をもつNEDを選任できるようにしている。

(b) NEDの多様性

ところで、NEDが、同じ会社のNEDとして長期間任用され続けると、会社の情報に詳しくなるという点でメリッ  
トがあるが、反面、会社ひいては取締役相互間で馴れ合いが生じて、疑問があっても発言しにくくするというデメリットがあると考えられる。そこで、NEDの選任や再任について、CGCは次の規制を設けている。

すなわち、NEDは、再任および取締役の解任に関する明文の条項を提示した特定の期間について選任されるべきものとされ、NEDとして六年を超える期間があるときは、特に厳格な審査に服するものとし、取締役会を順次に更新するために必要な説明をすべきものとする(CGC B.2<sup>(17)</sup>)。選任の手続であるが、取締役会は、株主に対して、NEDの選任決議に付加する書面において、取締役会がその者が選任されるべきであるとする理由を、詳しく述べるものとする(CGC B.7.2<sup>(18)</sup>)。このように、CGCは、業務執行職とNEDを分けて選任することを求めるほか、NEDがあまり長期間同一の会社で選任され続けないよう配慮することを求めて独立性を高めるものとしている。

このように、CGCがNEDの任期を短くし、再選手続の手続を設ける趣旨は、取締役会内部に多様な人材を採用しようとする現れと考えられる。このことは、CGCが、会社の技能、経験、独立性や知識のほか、ジェンダーを含む取締役会の多様性等を考慮して、取締役会の評価を行うべきものとする(CGC B.6.3)と定めることから明らか

といえるであろう。<sup>(19)</sup>

もっとも、NEDが短い期間で入れ替わると、十分な監査能力を身につけることが難しい場合もあるであろう。そこで、取締役会は、取締役、特にNEDが、彼らが取締役としてその責任を果たすために必要と判断する場合に、会社の費用で、独立性のある専門的なアドバイスにアクセスすることができることを確保するものとする(CCCB.5.1)として、スキルアップできるような措置を取ることができるような配慮を求めている。

### (3) NEDの多様性と独立性

以上からすると、①NEDの任務として、イギリスにおけるコーポレート・ガバナンスの議論の経緯に鑑みても、違法行為抑止といった「監督機能」の発揮を中心としつつも、②「経営評価」を行うことも求められている。これらの関係については、監督機能が違法性評価という専門的な職務であるのに対して、経営評価は会長との対話を通じて経営の効率性を求める職務となるであろう。

これを担うNEDとして求められる人材については、③取締役会内部でNEDが会社内部者に対して独立した立場から物がいえる体制を整えることを求める「独立性」に加えて、④取締役会に多様な人材を取り入れる「多様性」も求められている。両者の関係であるが、CGCではNEDの機能を発揮できる人材を求めていることから、まずは「多様性」のあるNEDの採用を考慮し、その中で「独立性」のある者が委員会を通じた監督機能等の専門的な職務を果たすことが求められるようである。そうすると、「多様性」の中の一つの考慮要素として「独立性」のある人物がNEDとして選任されるという仕組みをとろうというのがCGCの主張ではないか、と考える。

これらがすべて揃った人材を探すのは難しいと思われるが、CGCではComply or Explainを取り入れているため、十分な説明を行い、株主が承諾すれば良いことになる。専門知識が必要と思われる監督機能に対して、経営評価にはどちらかといえば経営に対して柔軟な発想ができる人物が必要と考えられる。そうなると、経営に独立した立場から意見を言うのは前者に親和的であるが、後者には多様性のある人物が望ましいともいえ、そうだとすれば、NEDに求められる役割はかなり幅広いものがあると考えられることができるであろう。

### 3 STCとNED

イギリスでは、機関投資家 (Institutional Shareholders) に対してSTC (The UK Stewardship Code 2012) の遵守を求めている。<sup>(20)</sup>

STCは、最終受益者に与えられる価値を保護し、増大するために、機関投資家に次の七つの原則を示している。<sup>(21)</sup>

①機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかに関する自らの方針を公に開示すべきである。
②機関投資家は、公に開示する者とされるスチュワードシップに関する利益相反の管理に関する確固たる方針を定めるべきである。
③機関投資家は、投資先企業を監視すべきである。
④機関投資家は、スチュワードシップ活動をいつ・どのように高めるかについて明確なガイドラインを確立すべきである。
⑤機関投資家は、適切な場合には他の投資家と進んで協働すべきである。

⑥ 機関投資家は、議決権行使および議決権行使行動の開示に関する明確な政策をもつべきである。

⑦ 機関投資家は、スチュワードシップおよび議決権行使行動に関する定期的な報告をすべきである。

このような規制は、CGCのとする遵守せよさもなければ説明せよという仕組みの限界に対処するための方法として大株主であつて専門的知識のある機関投資家の行動を通じて遵守状況の改善を柔軟に図ろうとするものである。<sup>(22)</sup> イギリスの上場会社は、遵守しない場合には、機関投資家から、中身のある説明を求められることになるとともに、それが機関投資家の投資行動に影響を及ぼすことになるため、より一層CGCの項目やSTCを遵守してゆくことが求められることになる。CGCの規制の中心の一つであるNEDに関する規定も、機関投資家という外部の視点が入ることと、遵守状況の改善を進めることが企図されているといえる。

STCを導入する趣旨は、会社の所有者たる株主のうち、大株主たる機関投資家の意見を会社経営に取り入れようとする取り組みといえる。STCでは、ある程度明確な方針のもとに株主の意見を経営に取り入れることを意図するものであり、これによってコーポレート・ガバナンスの向上をしようとするものである。

STCと、CGCがあいまってコーポレート・ガバナンスの強化を図るのがイギリスの仕組みとなっており、その評価が今後ますます問われることになる。

本稿の論旨との関係から、ここでは概要を示すにとどめるが、①～④は、日本版STCの①～④とほぼ同様であり、⑥は日本版STCの⑤に、⑦は日本版STCの⑥にそれぞれ該当するが、⑤は日本版STCに対応する原則はなく、逆に日本版STCの⑦には独自の規定が設けられている。<sup>(23)</sup> この中では、イギリスのSTC④では「ガイドライン」を

示すべきとしている中で「株主総会に事前に公式の意見を示すこと」「取締役会メンバーを変更する提案をする場合においては、株主総会に要求を出すこと」等の具体的ガイドラインを例示しており、一見すると会社と対立するような機関投資家の意見を示すような提案がされているのに対し、日本版STCでは「投資先企業との建設的な『目的をもった対話』を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべき」とし、会社と機関投資家が共に会社との対話を通じて協調的な方向性を取るべきとしている点が異なる。

### 三 イギリス上場会社におけるNEDに関する規律とCGCの意義

以上、CGCに定めるイギリスのNEDの規律について概説してきた。この規律の評価について、以下では二つの点に絞って日本法における規制との相違点を考察することにした。

#### 1 社外役員の担い手

コーポレート・ガバナンスの議論では、会社経営を担う取締役会内部に社外役員を導入して経営監督機能を強化する取り組みが取り入れられている。

#### (1) イギリスのNon-Executive Directorと日本のOutside Directorの相違

そこで第一に、社外役員の担い手が問題となる。これについて、イギリス上場会社においては、「Non-Executive

Director」(非業務執行取締役)がそれを担い、日本法においては、「Outside Director」(社外取締役)が担うことになる。これらは機関設計に関するイギリスと日本間の制度的相違であるが、両者ともに経営からの「独立性」をいかに確保するかが議論されている点では共通性がある。そのことから、用語上の相違は大きいものではないかもしれない。

(2) 両者の機能の違い

これに対し、第二に、両者に期待される機能の違いに着目して検討することとしたい。イギリスでは、NEDには、(1)取締役会や監査委員会等を通じた「監督機能」の発揮が求められることに加えて、(2)会長の業績を評価する「経営評価機能」が求められている。これは、二二(一)(b)二二(二)で述べたように、会長と対話の機会を確保し、NEDの意見を経営にくみ上げるとともに、会長の業績評価を行うものと考えられている。「Non-Executive」(非業務執行)といながら違法行為を抑制する機能を超えて、経営評価を求められていることを考慮すれば、その役割は非常に大きいといえる。

これに相当する日本法上の制度では(1)はOutside Directorが担う機能といえるが、(2)については必ずしも求められていない。日本においても指名委員会等設置会社では監査委員会のほか、指名委員会および報酬委員会が設置されるため社外取締役がその機能の一部を担うかもしれないが、この機関設計を採用する会社は日本では少なく、<sup>(24)</sup>そもそもイギリスにおける経営評価よりも狭い権限であろう。

そうすると、NEDとは機能上かなり相違のある制度ということになる。一で述べたように二〇一四年改正会社法においてOutside Director(社外取締役)の設置を強く求め、これを導入しないことが相当でない理由を説明させるアプローチを採用したが(会社法三三七条の二)、この制度の意義をあらためて検討することが必要になると思われる。

## ③ NEDに求められる人材

第三に、イギリスではNEDに前述のように大きな権限を担わせることから、求められる人材はどのような者かが問題となる。これについて、イギリスではNEDの多様性を重視する。すなわち、NEDの任期を短くして定期的に再任審査にかけ、長期の任用を避けて人材の交替（ローテーション）を図るとともに、CGCは「会社の技能、経験、独立性や知識のほか、ジェンダーを含む取締役会の多様性等を考慮」するものとしてジェンダーを含む取締役会の多様性等を考慮することを求める。イギリスではこれにより女性の登用が求められている。<sup>(25)</sup>このように、女性の登用が求められるのはEU法や国際的な動向の影響のようであるが、そうであるとしても、ジェンダーを含む取締役会の多様性等が考慮されていれば、短期でNEDがさまざまな要素をもつ人材に入れ替わることになる。このことから、イギリスにおいては、NEDに求められる人材として、業務執行の監督に関する専門知識のある者（例えば弁護士等）の登用を進めるといった姿勢がとられているわけではないように思われる。イギリスでは、陪審制度にみられるような「健全なるアマチュア」の活用を求める風土があるため、その影響がここにも見られるように思われる。

この背景の下に、形式的に規制を遵守すれば良しとしないComply or Explainルールが採用されて、株主の意見を取り入れようとしているのだと考える。

これに対し、日本では、Outside Director（社外取締役）を導入する規制を設け、導入しない場合には説明することを求めるComply or Explainルールが採用されている点では同様でありつつも、Outside Directorの要件を厳格に定め、遵守していない場合に説明をすることとしても、実際には遵守することが強く求められる仕組みがとられているように感じられる。そうなることこの仕組みでは株主の意見を取り入れて多様な人材を導入するというよりは、



Outside Director を法の要請どおりに導入するにとどまるのではなからうか。最近のアンケート調査によっても日本では、弁護士等の専門家が Outside Director に求められる人材としては望ましいと考えられていることからすると、<sup>(26)</sup>イギリスの NED に求められている多様な人物の導入とは異なる形で人材の登用が求められていることにならう。

## 2 CGC のもつ制度的意義

次に、CGC のもつ制度的意義を考察してみたい。一で述べたように日本においては、日本版 STC が二〇一四年から施行され、日本版 CGC が二〇一五年六月一日から施行されている。両コードは会社経営に対し、機関投資家と社外取締役という会社外の者の意見を取り入れようとする点で共通性があるものの、制定・施行の時期が異なるため、両者の緊密性という点はあまり分析されていないように思われる。

### (1) 両コードの関係

ここで注目すべき点は、第一に、イギリスにおける NED について、CGC はアマチュアの意見を取り入れるべく多様性を重視し、その分専門性を強く求めているわけではないのに対し、STC では機関投資家という専門性ある者の意見を反映させる仕組みがとられる点である。これらの規律の対象となるのが所有と経営が分離する上場会社であることから、所有者たる株主の意見を経営に反映させる仕組みが考慮されている点は興味深いところである。

### (2) コードの機能

第二に、それに加えて、機関投資家の意見を反映する仕組みをとることで、機関投資家と取締役（特に NED）が「共

働」してコーポレート・ガバナンスを果たす仕組みがとられていることである。それぞれの機能はコードに定められているため、両コードが「共働」してコードに定める役割を果たすことで、会社経営をよりよい方向に導こうとするのが、CGCおよびSTCの仕組みと考えられる。

これに関連して、イギリスのSTCでは②③で述べたように「⑤機関投資家は、適切な場合には他の投資家と進んで協働すべきである」とする原則が日本版STCには採用されておらず、その代わりに投資家との対話を求めることとしている。機関投資家その他の投資家の意見は時に会社の意見と対立的なものもあるから、イギリスのSTCのように、投資家の意見を直接的に会社経営に取り入れるといった仕組みを、日本版STCでは採用していないという違いがある。

### (3) コード設定の目的

第三に、両コード共にComply or Explainルールが働くこととされている。NEDの設置等のコードの規定を遵守しない場合でも会社から株主に説明がなされる仕組みであるから、機関投資家の意見が経営に反映しやすい仕組みがとられている。このように、両コードに機関投資家の意見を反映させる仕組みがあるのは、これによって株式投資を呼び込み、市場を活性化させる目的があると考えられる。

## 四 おわりに

本稿で述べたことを最後にまとめて、日本の法制度がイギリス法から学ぶべき点はどこにあるかを考察することと

する。

三で述べたように、CGCにおいてNEDが果たす役割については、取締役会を通じた監督機能の發揮に加えて、経営評価機能が求められている。CGCが後者の機能を与えようとするのは、NEDに「健全なるアマチュア」つまりは「健全なる常識人」を取締役に採用することを求めているといえるであろう。NEDの登用は、機関投資家が強く求めているところであり、投資家サイドの意見を会社に採用させることは、会社の経営を担うExecutive Directorに経営を任せつきりにするのではないというメッセージだと考えられる。これによって、機関投資家の意見が採用されれば、投資先である上場会社にとっては株式投資を呼び込むことへとつながるといふメリットがある。

このことから、株式投資という「コーポレート・ファイナンス」が、株式の所有者たる機関投資家の意見を通じて会社経営の監督という「コーポレート・ガバナンス」のあり方を定めるといふ規制の仕組みをみてとることができる。これがイギリスの上場会社に対する態度と考えることができるであろう。

これに対して、日本法では同様の制度的・社会的前提があるであろうか。日本法においては、Outside Director（社外取締役）の導入を進めるものの、イギリスのNEDと同様の「多様な」人材を採用するという視点が考えられているかは明らかではない。三一（二）で述べたように日本では弁護士等の専門家がOutside Directorとして望まれている現状からそのことがうかがえる。日本版CGCや日本版STCの導入は、まず諸外国からの投資を呼び込むツールとしてコードを整備したということになるのかもしれないが、今後、イギリスにおけるNEDに相当するような人材を日本でも育成する等の実態面の整備がなされることを期待すべきなのかもしれない。

以上、イギリスの上場会社におけるNEDの役割を考察したが、本稿のイギリス法との比較法的検討が、今後の日

本法の議論の参考になることを願っている。

- (1) 北村雅史「コーポレートガバナンスと会社法改正の動向―グローバル化の観点から―」藤田勝利先生古稀記念論文集『グローバル化の中の会社法改正』(二〇一四年) 三頁。
  - (2) 大株主(特に機関投資家)が自ら株主権を行使して会社を「直接的に」監視することは、いわばコストをかけて株主全体の便益を得るにすぎないため、実践するインセンティブに欠ける。むしろ自らに代わる者(社外役員)を会社に送り込んで「間接的に」監視することで自ら監督権を行使するコストを削減することができる。そのため社外役員の導入が求められるのである(これについては、田中亘「取締役会の監督機能の強化―コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを中心に―」商事法務二〇六二号(二〇一五年) 五一―六頁)。
  - (3) 最近では、OECDのコーポレート・ガバナンス原則においても、株主特に機関投資家の投票活動等について開示することを求めており(同原則Ⅲ章)、機関投資家がどのような意見を経営に対して求めているのかを明らかにしようとする(G20/OECD Principles of Corporate Governance (September 2015) <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>)。概要については、野崎彰「OECDコーポレート・ガバナンス原則改訂の動向」商事法務二〇七三号(二〇一五年) 四頁参照。
  - (4) 「UKコーポレート・ガバナンス・コード」(CGC)は、現在、二〇一四年九月に改定版(FRC, The UK Corporate Governance Code, Sep. 2014 (<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>)) が出版されている。
- CGCは、NEDの独立性や役割等について定める原則(主要原則(Main Principles))および補助原則(Supporting Principles)がある、並びに規範条項(Code Provisions)を内容としている。前者(原則)がCGCの中核であり、後者(規範条項)はその詳細を定めるものである。
- (5) 「UKスタンダードシップ・コード」(STC)は、現在、二〇一二年九月に改定版(FRC, The UK Stewardship Code 2012 (<https://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d5440923533a6/UK-Stewardship-Code>))

September-2012.aspx) が出されている。

(6) 上場規則は、上場会社に対して、主要原則を適用することおよび会社がそれについてどのように対応したかを株主に報告することを義務付ける(CGC Comply or Explain<sup>2)</sup>)の規制は、イギリスにおけるコーポレート・ガバナンスのトレードマークとなっている(CGC Comply or Explain<sup>1)</sup>)。STCに同じく同様である(STC Comply or Explain<sup>1-2)</sup>)。

(7) 平成26年改正会社法は、社外取締役および社外監査役の要件を改正し、その会社の自然人である親会社等や親会社等の取締役等でないこと、等を定めて要件を厳格化するとともに(会社法二条一五号、一六号)、金融商品取引法の規定により有価証券報告書の提出義務のある監査役会設置会社(公開会社かつ大会社に限る)が、事業年度の末日において社外取締役を置いていない場合には、取締役は、当該事業年度に関する定時株主総会において、社外取締役を置くことが「相当でない理由」を説明しなければならず(会社法三二七条の二)、その理由は事業報告の内容とすることが求められると改正した(会社法施行規則一二四条二項、三項)。この説明義務は、取締役が、株主からの質問を待たずに、積極的に口頭で社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならないとされており、それを毎年の定時株主総会でしなければならないから、同条の趣旨は、社外取締役の選任に向けた動きを促進しようとするものと考えられる(坂本三郎「一問一答平成二六年改正会社法(第二版)」(二〇一五年) 八四―八五頁)。このソフト・ロー的アプローチは、(株主総会の議案と関係のない事項の説明を義務づける点で)従来のハード・ローを基調とする日本の制度では異例といわれている(江頭憲治郎「株式会社法(第六版)」(二〇一五年) 三八六頁)。

(8) 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「コーポレートガバナンス・コード原案―会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために―(平成二七年三月五日) [http://www.fsa.go.jp/news/26\\_sonotar\\_20150305-1/04.pdf](http://www.fsa.go.jp/news/26_sonotar_20150305-1/04.pdf)。

(9) 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「『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―(平成二六年二月二六日)」<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>。

(10) 一九九二年二月に「コーポレート・ガバナンスの企業財務的側面に関する委員会報告書」(Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance: キャドバリー委員会報告書 (Cadbury Committee Report))<sup>7</sup> 一九九五年七

イギリスの上場会社における非業務執行取締役の役割(大久保)

月に「取締役の報酬」(Directors' Remuneration -Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury: クリーニング委員会報告書 (Greenbury Committee Report))。一九九八年一月に「コーポレート・ガバナンス委員会最終報告書」(Committee on Corporate Governance — Final Report — : ハンペル委員会報告書 (Hampel Committee Report)) が公表されている(これらの報告書については、拙稿「イギリス法における取締役の報酬規制」日本大学大学院法学研究年報二九号(一九九九年)一九〇—二〇三頁および二二六—二二三頁参照)。その報告書は、模範実務コード (Code of Best Practice) を作成し、一九九八年六月には、一連のコードを取りまとめた統合コード (Combined Code) が発表されている。この統合コードは、上場継続義務として会社が発表する年次報告書 (annual report) および年次計算書類に対して適用されてきた(上場規則 (Listing Rules))。その後も企業不祥事に対応すべく統合コードの改訂が繰り返され、さらに二〇一〇年六月には名称を「UKコーポレート・ガバナンス・コード」(CGC)とし、二〇一二年・二〇一四年にも改正版が出されている。

(11) 上場規則違反には、二〇〇〇年金融サービスおよび市場法 (Financial Services and Market Act 2000) による制裁がある(同法九一条)。

(12) もっとも、遵守状況の説明については、必ずしも株主に対して十分な理由をもって説明がなされているわけではないようである。それについては、①なぜ会社が遵守しないかを説明することを委ねられた会社の声明がしばしば非常に短く、十分な情報を有していないことのほか、② Comply or Explain の原則に関心を持つ株主の欠如が指摘されている (Andrew Kay, 'Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight' (2014) Vol. 34 No. 2 Legal Studies p. 303)。

別の実証分析によれば、①遵守の有無は必ずしも客観的な事項ということとはできないため、会社と外部者との間で遵守状況についての見方が異なること、また、②機関投資家は不遵守の事例の詳細な吟味や評価を行うよりも「遵守せよさもなければ成果を挙げよ」という尺度で意見を述べているとのことである(これについては、野田博「遵守せよ、さもなければ説明せよ」原則の考え方と現実との乖離をめぐる一考察 英国の『コーポレート・ガバナンス』についての統合規範』を主な対象として)「ソフトロー研究八号(二〇〇七年)一四頁)。

これらから、イギリスの上場会社では、取締役が遵守されていないCGCの項目があれば十分な説明をすることが求められているものの、現実には取締役から提供される情報が少なく、また株主も感心が乏しいため無機能化していることから、

株主も取締役の監視を十分に行うことができない、と「Comply or Explain」には限界があると考えられる（拙稿「イギリス上場会社における非業務執行取締役の独立性と監督機能」日本法学八〇巻三号（二〇一五年）五一―五二頁）。

- (13) イギリス法における非業務執行取締役規制の変遷については、一ノ澤直人「英国における非業務執行取締役の『独立性』の再考―金融危機以後の議論の経緯を踏まえて―」西南学院大学法学論集四五巻三・四合併号（二〇一三年）三七頁ほか、拙稿・前掲註(12)五一―六頁（註4）に掲げた文献を参照。

- (14) イギリス会社法上は、取締役の地位についてあまり厳格な規制を設けておらず、取締役会の運営や権限等については、模範定款に委ねられている。すなわち、模範定款に従って、取締役は、彼らが当該会社の権限すべてを行使する目的である、会社事業の経営に責任を負うものとし（模範定款公開会社用三条）、取締役会（board of directors）に広範な権限を授けられているのが一般的である。つまりイギリス会社法では、取締役会が会社の業務執行の意思決定を行う中心的機関である（Paul Davies, 'Corporate Boards in the United Kingdom' in Paul Davies, Klaus J. Hopt, Richard Nowak & Gerard Van Solinge (eds.), *Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe* (2013) p. 724）。

- (15) そこで、取締役はその義務を効果的に果たすために十分な頻度で定期的に開催することが求められ（CGC A. 1.1）、年次報告書（annual report）において、取締役会や委員会の開催数、取締役については個々人の出席率を記載するものとされる（CGC A. 1.2）。これらは、取締役会の開催数を増やし、取締役会の運営の実態が明らかになるように情報開示を強化するものである。

- (16) この独立取締役の要素としてCGCが掲げているのは次のものである。①過去五年の間、当該会社またはグループの従業員であった場合、②過去五年の間、会社と直接または、会社とそのような関係のある団体のパートナー、株主、取締役、または上級従業員と、関係のある重要な事業に就きまたは就いていた場合、③取締役の実費（fee）以外に会社から付加的な報酬を受け、または受けている、会社の株式オプション（share option）、業績連動支給計画に参加し、会社の年金計画のメンバーである場合、④会社のアドバイザー、取締役または上級従業員と近親関係をもつ場合、⑤交差的取締役制をとり、または、他の会社または団体との関係を通じて他の取締役と重要な関係をもつ場合、⑥主要株主を代表する場合、または、⑦最初の内任の日から九年以上取締役会に任用されている場合である。

- (17) さらに、再任の規制に服するものとしている。すなわち、すべての取締役は、継続して満足のゆく業績があるという条件

で、一定の間隔を置いて再選手続に服するものとする（CGC B.1「主要原則」）。FTSE三五〇社のすべての取締役は、株主による年次選任に服するものとする。すべての他の取締役は、その選任後最初の年次株主総会において株主による選任に服するものとし、その後三年を超えない間隔で再選に服するものとする。九年以上長期で任用されたNEDは、年一度の再選に服するものとする。選任または再選を受ける取締役の氏名は、株主がその選任において情報に基づく決定ができるような、十分な履歴の詳細その他の関連情報を伴うものとする（CGC B.7.1）。

- (18) そして、NEDの選任に関する任期と条件は、閲覧可能なものとされるものであることが求められる。また、NEDは、彼らに期待されたものに答えるだけの十分な時間をもつことを確約するものとする。NEDの他の重要な任務は、それに關わる時間について大まかに記したものととも取締役に選任の前に開示されるものとし、取締役会は、その後の変更について情報を提供されるべきものとする（CGC B.3.2）。ただし、取締役会は、常勤の業務執行取締役が、FTSE一〇〇社における一つ以上のNED職に就くことにも、そのような会社の会長職に就くことにも、同意しないものとする（CGC B.3.3）。

(19) ここでの多様性の要請は、イギリス法固有のものというよりはEU諸国や諸外国における女性登用の動向が影響しているようである（Paul Davies, *supra* note (14) pp. 732-734）。

(20) もともと会社を対象とした規定と機関投資家を対象とした規定が統合コード（Combined Code）という一つのコードの中にまとめられていたものが、改訂により、二〇一〇年に、会社に対する部分が「UKコーポレートガバナンス・コード」（CGC）と、機関投資家に関する規定が独立して出されたのが、「スチュワードシップ・コード」と対象を分けて規律されたものである。したがって、CGCの規律の対になるものと位置づけることができる。

スチュワードシップとは、預託を受けた資産を長期的に積極的かつ責任をもって管理運用することの意味で用いられ、機関投資家の受託者責任（fiduciary duty）に親和的な概念であると説明されている。「スチュワードシップ・コード」では、CGCの原則を一つでも遵守しないことを選択した署名者は、読者にスチュワードシップのアプローチを理解することができるとする「意味のある説明（meaningful explanations）」を提供することが求められている（STC Comply or Explain 3）。これは、上述したCGCでは十分な情報が提供されてこなかったことから、スチュワードシップ・コードの二〇一二年の改正でしっかりと説明をさせることを求めることとしたものである。



- (21) イギリスのSTCでは、機関投資家に「受益者の繁栄」と「会社の長期的成功の促進」という二つの要素を考慮することを求めているが、その考え方と機関投資家の受託者責任との関係については、萬澤陽子「スチュワードシップ責任と受託者責任―英米における考え方の比較の試み―」商事法務二〇七〇号(二〇一五年)二四頁、三一頁。
- (22) 神作裕之「コーポレートガバナンス向上に向けた内外の動向―スチュワードシップ・コードを中心として―」商事法務二〇三〇号(二〇一四年)一三頁。
- (23) イギリスのSTCと日本版STCとの違いについては、田中亘「コーポレート・ガバナンスの観点から見た日本版スチュワードシップ・コード―英国コードとの差違に着目して―」信託フォーラム一号(二〇一四年)三五頁。
- (24) 拙稿「監査等委員会設置会社」改正会社法研究会編著『平成26年改正会社法のポイントと実務―施行規則完全対応―』(二〇一五年)一三九頁。
- (25) この多様性について、イギリスでは女性の登用を求める報告書が二〇一一年に出されており、それによるとNEDに女性が就任する例は増えているものの(二〇一〇年における上場会社(FTSE 100)の女性取締役が占める割合は一五・六%)、今後さらに拡充する(二五%)ことを求めている(Women on boards February 2011, [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/31480/11-745-women-on-boards.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31480/11-745-women-on-boards.pdf))。
- (26) ProNed「二〇一三年社外取締役・社外監査役白書」<http://www.proned.co.jp/research/20130726.html>。ちなみに、プロネットの二〇一四年度のデータによれば、社外取締役の四人に一人、社外監査役の二人に一人が弁護士、公認会計士・税理士という士業経験者となっていることが特徴であるという(酒井功「東証上場会社における取締役会と社外取締役の概況と今後の展望―二〇一五年社外取締役・社外監査役白書より―」商事法務二〇八〇号(二〇一五年)六二―六三頁)。
- (27) 「日本再興戦略―未来への投資・生産性革命―(改訂二〇一五)」<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisetsu/pdf/dai1jp.pdf>

※本研究は科学研究費補助金(26380132)の助成を受けたものである。

(日本大学法学部教授)