

論 説

英国上場規則における公開会社法
—特に取締役・取締役会に関して—

河 村 賢 治

- I はじめに
- II 英国上場規則の法的位置づけ
 - 1 英国上場管理機関の委譲
 - 2 上場規則違反に対する制裁
- III FSA 上場規則の概要
 - 1 内容構成
 - 2 上場会社の継続遵守義務
- IV 取締役・取締役会に関する FSA 上場規則
 - 1 取締役会に生じた変化
 - 2 取締役業務担当契約
 - 3 取締役の報酬
 - 4 取締役の証券に関する利害関係
 - 5 取締役による自社証券取引
 - 6 会社・取締役間の取引
 - 7 その他（大規模取引および新株発行）
- V おわりに

I はじめに

⁽¹⁾ 公開会社の企業統治（会社の指揮・管理システムないしプロセス）はいかに在るべきか。この問題に正面から取り組むことなしに、日本経済の真の

(1) 公開会社の定義は一様でないが、本稿では、市場を通じて不特定多数間での株式取引が可能になっている会社、典型的には上場会社を念頭においている。

再生はありえない。健全な公開会社統治は、国民経済の安定・発展に必要な不可欠な基本的インフラだからである。

筆者はとりわけ、企業統治の中心的存在である取締役・取締役会がいかに在るべきか、また、法律・自主規制・慣行等をどのように組み合わせれば最善の企業統治法制を実現できるのか、に関心を有してきた。ことに後者の問題は、わが国ではまだ十分な検討がなされていないように思う。これは、現場主義を1つの特徴とする証券規制の観点と会社法制との間に大きな壁があったためとも考えられる。これに対して英米では、証券市場関連法や上場規則などかなりの公開会社規制が含まれており、これらの検討なくして英米公開会社法の解明はできない。米国連邦証券諸法やニューヨーク証券取引所上場規則が実質的な連邦会社法ないし公開会社法を形成していることはよく知られているが、実は英国の場合も、いわゆる制定法(statute)としての「会社法」だけを見て公開会社統治の在り方を論じることはできない。

筆者は本稿に先立ち、英国公開会社⁽²⁾における取締役会制度につき、特に統合コード(Combined Code)を対象に検討を加えた。⁽³⁾統合コードは1980年代後半以降に積み重ねられてきた英国企業統治論議の1つの到達点であり、同コードに照らした企業統治状況の開示が⁽⁴⁾上場規則(Listing Rules)により義務づけられている。統合コードは制定法としての「会社法」その

(2) 1985年英国会社法(Companies Act 1985)上の概念である「public company」を特に指す場合には「公開会社(plc)」と表記する。公開会社(plc)は株式等を公募できる点で、いわゆる私会社(private company)と決定的に異なる。英国の会社区分立法は、閉鎖会社たる私会社の法規制、公募可能会社たる公開会社(plc)の法規制、現に株式を公開しているいわば狭義の公開会社(例：上場会社)の法規制の3層から成る。公開会社(plc)と私会社の区分立法については、酒巻俊雄「イギリス法上の私会社制度の変容」長濱洋一教授還暦記念『現代英米会社法の諸相』17頁以下(1996)。

(3) 河村賢治「英国公開会社における取締役会の機能—特に統合コードを中心に—」早法76巻2号231頁以下(2000)。

(4) 統合コードは上場規則に補録されてはいるが、同コードそれ自体は上場規則でない。Maurice Button and Kate Hatchley, *A Practitioner's Guide to the Finan-*

ものではないが、実質的には英国公開会社法の中心を担っている。内容的にも米国とは異なる行き方を示している部分もあり、極めて興味深い。しかし、英国公開会社法を理解するためには、統合コードだけでなく、上場規則本体の検討が不可欠である。本稿は、上場規則のうち取締役・取締役会に関する部分を取り上げる。その検討を通じて、日本法に対する何らかの示唆を得られればと考えている。

本稿の構成は次のとおりである。まず「II」で、英国上場規則の法的位置づけを明らかにする。とりわけ近時、上場規則の制定機関たる英国上場管理機関 (UK Listing Authority) の機能がロンドン証券取引所 (London Stock Exchange) から金融サービス機構 (Financial Services Authority) に委譲され、また、2000年金融サービス・市場法 (Financial Services and Markets Act 2000)⁽⁵⁾ が上場規則違反に対する制裁を強化しているため、上場規則の性質に何らかの変容が生じていると考えられる。次に「III」で、英国上場規則を概観する。特に、次章で取り上げる諸規則はすべて上場会社の「継続遵守義務 (continuing obligations)」の範疇に入るため、この義務の基本的な趣旨について検討する。これにより上場規則における公開会社規制の目的が考察される。以上を総論として、「IV」では具体的に、「取締役会に生じた変化」⁽⁶⁾、「取締役業務担当契約 (directors' services contract)」、

cial Services Authority Listing Rules, p 148 (2000).

- (5) 同法は2000年6月14日に成立し、2001年7月末に施行予定である。同法を中心とする英国資本市場法制改革については、北村雅史「英国における金融規制・監督システムの改革—金融サービス・市場法草案を中心に—」法雑45巻3・4号33頁以下 (1999)、河村賢治「英国金融サービスおよび市場法案の概要と近時の展開」国際商事27巻8号897頁以下 (1999)、同「英国金融サービス・市場法について—英国訪問記—」SFI会報29号18頁以下 (2000) など参照。また、FSAは英国における単一の金融サービス規制機関であり、証券業・銀行業・保険業などを広く監督下においている。FSAは純然たる行政機関でも自主規制機関でもなく、2000年金融サービス・市場法に基づく極めて公的な規制機関である。
- (6) 取締役業務担当契約とは、業務執行に携わる取締役 (執行取締役) が会社の被用者 (employee) として締結する業務担当契約のことをいい、取締役一般の任用契約とは異なるものといえる。取締役それ自体は会社の被用者でないため、業務担

「取締役の報酬」、「取締役の証券に関する利害関係」、「取締役による自社証券取引」、「会社・取締役間の取引」、「その他（大規模取引と新株発行）」に関する諸規則を考察する。これらは、取締役・取締役会に関する英国上場規則を網羅するものではないが、特に重要と思われるものを取り上げている。最後に「V」で、本稿のまとめを行う。

II 英国上場規則の法的位置づけ

1 英国上場管理機関の委譲

英国上場管理機関（UK Listing Authority / 以下「UKLA」）とは、英国証券市場に関する上場規則の制定および上場の許可・廃止等を行う機関である。⁽⁷⁾ 旧来は、ロンドン証券取引所（London Stock Exchange / 以下「LSE」）がUKLAであったが、現在は、金融サービス機構（Financial Services Authority / 以下「FSA」）がUKLAとなっている。

1999年7月30日、LSEは非会員組織化（demutualisation）すなわち公開会社（plc）化の意向を示し、これを受けて同年10月4日、ゴードン・ブラウン蔵相は次のように述べた。「LSEはUKLAとして非常によい働きをしてきた」が、「LSEが会員組織を脱し（demutualise）、商業会社に組織変更するのであれば、もはやLSEがUKLAの機能を担い続けるのは適切ではない」というLSE自身の提案には「同意」でき、したがって

当契約を締結した執行取締役は取締役としての地位と会社被用者としての地位を二重に有することになる。詳細は本稿第IV章第2節を参照。

(7) 2000年金融サービス・市場法では第6章「公式上場（Official Listing）」にUKLAに関する規定がある。同章は具体的に、適格機関（Competent Authority / UKLAのこと）の役割（同法72条・73条）、上場規則制定権限（同法74条4項）、上場申請手続の概要（同法75条以下）、上場届出書（Listing particulars）の概要（同法79条以下）、目論見書（Prospectuses）の概要（同法84条以下）、スポンサー（Sponsors / いわゆる幹事会社）制度の概要（同法88条以下）、虚偽・誤導記載等に基づく損失補償責任（同法90条）、上場規則違反に対する制裁（同法91条以下）、などを定めている。

「UKLA の役割を FSA に委譲すべきである⁽⁸⁾」。そして、2000年5月1日、この発言通り FSA が UKLA となり、同日、FSA 上場規則が施行された。2000年6月8日、LSE は正式に「London Stock Exchange plc」となった。

LSE が公開会社 (plc) に組織変更したのは、従来と異なる所有構造を採用し、運営を完全に商業ベース化することで、一層明確に顧客ニーズに焦点を合わせることが可能になるだけでなく、より迅速な意思決定能力を獲得することで、事業環境の変化に柔軟に対応することが可能になるためと説明される⁽⁹⁾。現に欧州では、電子証券市場との競争を含む市場間競争が激化しており、LSE もその例外ではない。LSE の公開会社化はこの競争を勝ち抜くための一方策として位置づけられている。そして、LSE が今後 UKLA の機能を担わなくてすむのであれば、その分だけ LSE は身軽になる。こうした背景のもと、UKLA の FSA への委譲が実施されたのである。

UKLA の委譲に伴い、いくつかの変化が生じている。例えば、上場許可 (admission to listing) と取引許可 (admission to trading) とが、概念上、明確に区別されるようになった。すなわち LSE に証券を公式上場するには、UKLA たる FSA の「上場許可」と、公認投資取引所 (Recognised Investment Exchange)⁽¹⁰⁾ たる LSE の「取引許可」との、両方を受けなければならない (FSA上場規則3.14A参照)。前者はUKLAが管

(8) FSA, *Consultation Paper 37 : The Transfer of the UK Listing Authority to the FSA*, para 1.1 (1999).

(9) LSE, *Annual Report 2000*, p 5 (2000).

(10) 公認投資取引所とは、規律ある市場を提供するのに適任妥当な (fit and proper) な取引所であるとして規制機関 (現在では FSA) の公認を受けた取引所のことであり、通常の金融サービス業者認可規制から適用免除されることになる。LSE は、UKLA としての地位を失ったものの、公認投資取引所としては引き続き市場の規律維持に責任を負うことになる。なお、2000年金融サービス・市場法では第18章に公認投資取引所に関する定めがある。従来に比べて FSA の監督権が強化されている。

理する公式上場表 (Official List) への証券掲載許可であり、これは投資家保護および EU 内における上場届出書の相互承認を可能にする最低限の基準を確保するためのものである。⁽¹¹⁾ これに対して取引許可は、LSE の市場で取引するのに相応しい証券か否かを LSE が判断するものである。^(11a) 旧来は LSE が UKLA を兼ねていたため、両許可の区別は明確に意識されていなかった。もともと今後も、片方の許可しかおらないという事態はまず生じないといわれており、両許可の区別は概念上のものに止まるようである。

もともと英国には自主規制を尊重する伝統があり、LSE 上場規則の権威の高さもよく知られるところであるが、今後新たに、純然たる行政機関ではないが極めて公的な規制機関である FSA が上場規則制定権を有することになったため、上場規則の権威ないし公的性格はより一層強まったものと思われる。現に、2000年金融サービス・市場法は上場規則違反に対する制裁を強化している。⁽¹²⁾ 英国の上場規則は、わが国の証券取引所 (自主規制機関) が定める上場規制とはその権威も法的性格も異なるものとして理解されなければならない。

FSA が上場規則制定権を有するということは、FSA が金融機関だけでなく公開会社一般の企業統治にも関与することを意味する。この点、現に多くの見解が、FSA は統合コードの発展に積極的に寄与すべきと主張しており、⁽¹³⁾ 今後の展開が特に注目される。

2 上場規則違反に対する制裁

上場規則の強制力は、最終的に、上場規則違反に対する制裁により確保

(11) FSA, *Consultation Paper 37*, para 2.4.

(11a) 例えば LSE は、ある証券の取引を許可すれば LSE 市場の規律ある運営または LSE 市場全体の評判が害されると判断した場合には、当該証券に関する取引許可申請を拒絶することができる (LSE 許可・開示基準 1.4(a))。この許可・開示基準については、LSE, *Admission and Disclosure Standards* (2000) 参照。

(12) ただし金融サービス・市場法案段階では、UKLA の委譲は想定されていなかったことに留意する必要がある。

(13) FSA, *Response to Consultation Paper 37*, para 10 (2000).

される。強力かつ弾力的な制裁措置を設けることが重要となる。⁽¹⁴⁾

まず現在のFSA上場規則が定める制裁は次のとおりである。UKLAが、発行会社に上場規則違反があり、これに制裁を課するのが適切であると思量する場合には、当該案件を上場委員会（Quotations Committee）に付託する。ただし、その発行会社または関係する取締役が、UKLAによる非公開譴責（private censure）に同意し、UKLAもそれを是とする場合を除く（FSA上場規則1.8）。上場委員会が、発行会社に上場規則違反があると認定する場合には、同委員会は、その発行会社を譴責（場合によってはその譴責処分を公表）し、または、その発行会社の証券上場を一時停止（suspend）もしくは廃止する（cansel）ことができる（FSA上場規則1.9）。上場委員会が、上場規則違反の原因を発行会社取締役の任務懈怠と認定する場合には、同委員会は、その取締役を譴責（場合によってはその譴責処分を公表）し、譴責後も取締役の任務懈怠が続く場合には、当該取締役の留任は投資家の利益を害するという見解を公表し、意見公表後も当該取締役が留任する場合には、発行会社の証券上場を一時停止または廃止することができる（FSA上場規則1.10）。上場規則違反を理由に、事実上、取締役を解任できる点が特徴的である。

次に、これとは別に2000年金融サービス・市場法が定める上場規則違反に対する制裁が用意されている。以前と比較して、制裁の幅ないし弾力性を確保するために、金銭制裁が新たに認められている。つまり適格機関（Competent Authority / UKLAのこと）が、上場証券発行会社または上場申請会社に上場規則違反があると認める場合には、同機関は、この会社に適当と考えられる額の制裁金（penalty）を課し、さらにその取締役（元取締役や影の取締役を含む）に適当と考えられる額の制裁金を課し（ただし故意がある場合に限り）、あるいは制裁金の代わりに公開譴責を行うことがで

(14) もちろん規制機関の監視体制やスタッフの充実、会社の管理部門やスタッフの充実、規制機関と会社との連携（場合によっては内部告発制度の整備）なども重要である。良い「ルール」ができて、その「運用」が悪ければ、「ルール」の効用は激減するからである。

きる(同法91条1-3項・417条1項)。この制裁金は、証券取引所による自治的制裁としての過怠金と比較して、より一層、公的制裁としての意味合いが強いといえることができる。なお通例であれば、FSAが定める規則に違反した場合には私法上の効果として、私人に対して損害賠償請求権が付与されるのであるが、上場規則違反にかかる効果は認められていない(同法150条1・4項⁽¹⁵⁾)。

今後UKLA=FSAは、その公的な規制機関としての性格を背景に、非公開譴責・制裁金・公開譴責・取締役退任勧告・上場一時停止・上場廃止などの各種制裁手段を駆使して、上場規則を強力にエンフォースメントしていくことになると思われる⁽¹⁶⁾。

III FSA 上場規則の概要

1 内容構成

2000年5月1日、FSA上場規則が施行された。主な改正点は前述した「上場許可」と「取引許可」との区別に関するものであり、その他の点については、既述の規制主体の問題を除くと、旧LSE上場規則と実質的にほとんど変わりはない。

FSA上場規則は、26の章と11の附則からなっており、巻末に統合コードを掲載している。章立ては次のとおりである。1「上場規則の遵守および強制」、2「スポンサーおよび上場代理人」、3「上場条件」、4「証券上場方法」、5「上場届出書」、6「上場届出書の内容」、7「上場申請手

(15) もとより同条はコモンロー上の訴権を奪うものではない(Explanatory Notes on Financial Services and Markets Act s 150)。

(16) なお現実にはLSEのUKLA部門スタッフが、そのままFSAのUKLA部門スタッフになっているが、純然たる規制機関のスタッフになったことによる意識の向上や、規制機関としては当然ともいえる監視体制の強化など、規制運用という点ではプラスに働く面が多いと考えられる。あとはLSEとの連携をどこまで密にできるかということであろう。今後どのような運用がなされるのか注目したい。

続)、8「上場届出書の公表および回送 (circulation)」、9「継続遵守義務」、10「取引」、11「関係者との取引」、12「財務情報」、13「事前承認不要文書」、14「回状 (circulars)」、15「自社証券の購入」、16「取締役」、17「外国会社」、18「資産会社」、19「鉱業会社」、20「科学研学会社」、21「投資体 (investment entities)⁽¹⁷⁾」、22「公共発行体」、23「専門証券 (ユーロ債を含む)」、24「その他の証券」、25「創造的急成長会社 (innovative high growth companies)」、26「ベンチャーキャピタルトラスト」である。

本稿はこのうち、第1章、第9章～第16章を対象にしている。

2 上場会社の継続遵守義務

上場会社が証券上場後継続的に遵守しなければならない義務を総称して「継続遵守義務 (continuing obligations)」という。この義務に違反した会社・取締役に対しては、前述した各種制裁が課されることになる。この義務は、主に、FSA 上場規則第9章～第16章に定められている。第9章が一般的な継続遵守義務を定め、第10章～第16章が追加的な (additional) 継続遵守義務⁽¹⁸⁾を定めている。次章で取り上げる諸規則はすべてこの継続遵守義務の範疇にある。

継続遵守義務には行為規制 (会社ないし取締役の特定行為を禁止・制約する規制) もかなりあるが、中心は開示規制 (会社ないし取締役に特定事項を開示させる規制) である。

例えば第9章はまず最初に、会社の一般的開示義務を定めている。すなわち会社は、業務面での重大な新情勢 (developments) や会社の財務状

(17) 投資体とは、ユニット・トラスト (オープンエンドの契約型投資信託)、インベストメント・トラスト (内国歳入庁から1988年所得・法人税法842条に基づくインベストメント・トラストであるとの承認を受けたクローズエンドの投資会社)、投資会社 (投資物件への投資を目的とし、株主のために投資リスクの分散とポートフォリオの運用を行う会社) などのことをいう。同章はこれら投資体の証券の上場要件などを定めている。

(18) FSA 上場規則第9章に定められている「同章の射程 (Scope of chapter)」参照。

況・業績・業績予想の変化に関する情報で、非公知かつ証券価格にかなりの影響をもたらすおそれのあるものを、会社公告局⁽¹⁹⁾(Company Announcements Office)に遅滞なく通知しなければならない(FSA 上場規則9.1・9.2)。会社公告局とは、UKLAの承認を受けたLSE内の情報公表機関である。同局に通知された情報は、LSEのホームページ(<http://www.londonstockexchange.com/>)で検索することができる。その他に通知すべき情報として、資本に関する各種情報(FSA 上場規則9.10)や、株式の大量保有情報(FSA 上場規則9.11-9.14)などがある。これら会社公告局へ通知すべき情報を通知前に第三者に提供することは、若干の例外を除き許されない(FSA 上場規則9.6)。なお統合コードに照らした企業統治状況の開示規制は、第12章に定められている(FSA 上場規則12.43A)。

これに対して第9章が定める行為規制としては、同種証券保有者を平等に取り扱う義務(FSA 上場規則9.16・9.17)、新株引受権原則(FSA 上場規則9.18)、会社・支配株主間における独立当事者関係維持義務⁽²⁰⁾(FSA 上場規則9.34)、会社による自社証券取引制限(FSA 上場規則9.38)などがある。

それでは、上場会社にこのような継続遵守義務が課される理由ないし、上場規則における公開会社規制の趣旨は何か。この点まず「継続遵守義務の遵守は、規律ある証券市場(orderly market in securities)を維持するために、また、全ての市場利用者が同じ情報を同時に入手できるようにするために、必要不可欠である」といわれる。あるいは、「継続遵守義務の背後には、(a)あらゆる関連情報の適時開示と、(b)全ての株主の平等取扱⁽²¹⁾という2つの基本原則」があり、これにより「規律ある証券市場の達成と情報

(19) こうした情報を一般に価格感応情報(price sensitive information)という。

本文中に掲げるものだけでなく、様々な事項に関する価格感応情報がある。

(20) 支配株主とは、株主総会で議決権の30%以上を支配できる者または取締役会で議決権の過半数を行使できる取締役達の選任を支配できる者をいう(FSA 上場規則3.13)。

(21) FSA 上場規則第9章に定められている「同章の射程」参照。

入手機会の平等を確保⁽²²⁾し、ひいては「投資家保護を図るものである」ともいわれる。これらは継続遵守義務の中でも特に開示規制に焦点をおいた説明と考えられるが、いずれにせよ、①「規律ある証券市場の確保」と、②「情報入手機会の平等の確保」がキーポイントとなっている。①も②も市場機能を適正に発揮させるために必要な要素であり、投資家保護以前に実現されるべき最大の価値である。次章「IV」では、取締役・取締役会の継続遵守義務に関する諸規則を検討していくが、その根底には「適正な市場機能の確保⁽²³⁾」という目的があるといつてよいように思われる。

IV 取締役・取締役会に関する FSA 上場規則

1 取締役会に生じた変化

取締役が誰であるかを開示することは、例えば会社債権者が取引の安全を確保するために必要である。そこで1985年英国会社法は、会社に対して、取締役の名称・経歴や兼任取締役関係の有無などに関する情報を会社登記所（registered office）に登録し、これを閲覧させ、また取締役の変更があった場合などにはその旨を会社登記官（Registrar of Companies）に通知するよう義務づけている（英会288条・289条）。会社登記官はこの情報を官報で公開する（英会711条）。

これに対して FSA 上場規則は、新取締役の経歴情報はもちろんのこと、例えば取締役の重要な職責に変更があった場合なども含めて、取締役会に生じた変化（Board changes）に関する情報開示を要求している。

まず新取締役の経歴情報の開示である。上場会社は、既に会社の上場届出書や回状等で開示されている場合を除き、新取締役に関する次の情報を

(22) FSA / UKLA, *Continuing Obligations Guide*, Introduction, para 4 (2000).

(23) このような考え方は、現在わが国で有力に主張される「市場法理論」と相通じるものがあるように思われる。この立場から、マーケット適合的な公開株式会社法制の全体像を論じたものとして、上村達男「公開株式会社法の構想について（上・中・下）」商事1559号6頁以下・1560号15頁以下・1563号14頁以下（2000）参照。

会社公告局に通知しなければならない。すなわち、(a)新取締役が過去5年間に就いた他の上場会社取締役職の詳細(今なお兼任している場合はその旨を含む)、(b)同人の犯罪歴・倒産歴(同人が執行取締役であった会社の倒産歴を含む)・各種規制機関から受けた公開譴責や裁判所による取締役資格⁽²⁴⁾剥奪の有無、などの情報である(FSA 上場規則16.4・6.F.2(b)-(g))。また現在英国では、取締役トレーニング制度の構築が進んでおり、将来的にはこのトレーニング歴の開示も何らかの形で要求されるようである。⁽²⁵⁾

次に取締役会に生じた変化に関する情報開示である。会社は、株主総会で取締役が再任される場合を除き、(a)新取締役の選任、(b)取締役の辞任・解任・退任、(c)取締役の重要な職務または執行責任の変更など、取締役会に何らかの変化(any change)が生じた場合には、それを会社公告局に通知しなければならない(FSA 上場規則16.7)。とりわけ新取締役選任の場合には、(a)新取締役に業務執行権があるかないか(exective or non-exective)⁽²⁶⁾、および、(b)その地位に伴う特定の職務または責任の性質、に

(24) 裁判所による取締役資格剥奪とは、裁判所が1986年会社取締役資格剥奪法(Company Directors Disqualification Act 1986)に基づき、取締役としては不適合であると考えられる者の取締役資格を剥奪することをいう。資格剥奪者は、特定の期間内は裁判所の許可なくして取締役になることはできない。資格剥奪者の氏名、住所、出生日、国籍、資格剥奪期間、資格剥奪理由などは、会社庁(Companies House)のホームページ(<http://www.companieshouse.gov.uk/>)で検索することができる。なおこの会社庁の長官(Chief Exective)が、イングランド・ウェールズ地方の会社登記官である。会社庁は現在、各種会社情報の電子登録・開示を進めている。会社庁については、石山卓磨「英国会社庁における情報の公開(上・下)」商事1242号8頁以下・1243号46頁以下(1991)参照。

(25) 河村・前掲注(3)249頁。

(26) 現在、非執行取締役によるモニタリング強化が英国企業統治論の重要な課題となっている。ただ米国と比較すると、業務執行者と取締役とを完全に分離しようとはしておらず、非執行取締役のストラテジー策定ないし関与機能や執行取締役・非執行取締役間の同僚関係を重視しているという特徴が見られる。なおFTSE350社の取締役会の過半数以上が非執行取締役であるという。これらの点につき河村・前掲注(3)251頁以下。また酒巻俊雄「コーポレート・ガバナンスのアメリカ型とイギリス型」税経通信54巻1号23頁以下(1999)、川濱昇「取締役会の監督機能」龍田節先生還暦記念『企業の健全性確保と取締役の責任』14頁以下(1997)参照。

関する情報を会社公告局に通知しなければならない（FSA 上場規則16.8 A）。これにより、取締役の「経歴」情報だけでなく、その取締役が取締役会で果たす「役割」に関する情報も一般に開示されることになる。⁽²⁷⁾

取締役・取締役会は企業統治の中心的存在として会社の指揮・管理機能を担っている。会社経営に関与する意思・能力のない投資家は、取締役（会）による適正な会社運営を期待・信頼して、投資を行うことになる。取締役の経歴・職責情報や取締役会に生じた変化に関する情報は、こうした信頼を基礎づける最も基本的な情報といえる。トレーニング歴の開示も要求されることになれば、非常に充実した開示が実現することになる。

2 取締役業務担当契約

取締役・会社間の業務担当契約についても特別の規則がある。FSA 上場規則でいう取締役業務担当契約（directors' service contract）とは、取締役・発行会社間の業務担当契約で、1年以上の告知期間もしくは契約期間を定めているもの、または、1年分の給与その他手当と同等額以上の終任補償（compensation on termination）⁽²⁸⁾を事前に定めているものをいう。

取締役業務担当契約を検討する場合には2つの点に留意すべきといわれる。第1は、取締役が被用者（employee）を兼務する場合には、同人の取締役としての地位・権利と、被用者としての権利とは完全に区別されるのであって、前者は主に会社の付属定款により、後者は主に取締役業務担当契約により定められるということである。第2は、第1の帰結として、業務担当契約を締結しない取締役も存在するということであり、具体的には、非執行取締役（non-executive directors）がこれに該当する。非執行取締役は非常勤であり、その職務の対価として取締役実費（directors' fees）⁽²⁹⁾のみを受けるのが一般であるといわれる。要するに取締役業務担当契約は、

(27) 両情報の通知を1つの通知で行うこともできる（FSA 上場規則16.5 (a)）。

(28) FSA 上場規則「定義」参照。

(29) 以上につき、Robert Wareham and David Smailes, *Tolley's Company Law Handbook*, para 19.55 (6th ed. 1999).

取締役一般の任用契約ではなく、取締役のうち日々の経営に携わる執行取締役の業務担当契約であるということができよう。

まず取締役業務担当契約の期間制限について述べる。1985年英国会社法によると、会社は、株主総会の承認決議がある場合を除き、会社からの告知では終了できないまたは特定の状況下でのみ終了できるという内容で5年を超える取締役業務担当契約を締結できない(英会319条)。同条はもともと、取締役が多額の補償金を盾に取って解任を逃れようとする悪弊を是正するために設けられた⁽³⁰⁾。すなわち、終任補償の内容が事前に定められていない場合には、告知期間または契約期間が早期解約時の補償金算定基準となるため、長期の契約は必然的に多額の補償金を必要とする事態を招く。そのため例えば、会社が業績不振を理由に取締役を解任ないしその業務担当契約を解約しようとしても、多額の補償金を理由に断念せざるをえない事態が生じていた。そこで会社法はこの問題を5年という期間制限で解決しようとしたのであるが、いかにも長すぎる。仮に解約できたとしても、補償金の名で「失敗に対する報酬」が支払われる可能性は否定できない。そこで統合コードでは、取締役会は取締役業務担当契約の告知期間または契約期間を1年以下にすることを目標とすべきとしており(統合コードB1.7)、1999年の調査では、FTSE100社の61%が1～2年の告知期間、31%が2～3年の告知期間、残りが1年未満の告知期間を設けているといわれる⁽³¹⁾。

次に終任補償についてである。告知期間や契約期間が短くなれば、事前に終任補償条件を定める傾向が強まるため、いかにして終任補償の適正化を図るかが問題となる。1985年英国会社法によれば、会社は、原則として株主への開示とその承認を受けなければ、地位喪失に対する補償(com-

(30) J. H. Farrar and B. M. Hannigan, *Farrar's Company Law*, p 343 (4th ed. 1998); Geoffrey Morse et al., *Charlesworth & Morse Company Law*, p 254 (6th ed. 1999).

(31) Peter Holland et al., *A Practitioner's Guide to the Role of Directors and Their Duties and Responsibilities*, p 157 (2000).

pensation for loss of office) を取締役提供できないとする（英会312条）。これに対して統合コードは、取締役業務担当契約の早期解約時に生じる補償責任がいかなるものか、とりわけ補償責任を事前に明定することの利点に関して、独立取締役からなる報酬委員会で検討を行うべきとする（統合コード B1.9・B2.2）。利害関係のない専門家（業績評価等に関しては株主よりも取締役の方が専門知識・経験があるといえる）によるチェックを入れることで、終任補償の適正化を図ろうとするものといえる。

また1985年英国会社法によれば、会社は、原則として取締役業務担当契約の写しを会社登記所または株主名簿保管地または本店に保持し、これを株主の閲覧に供しなければならないとする（英会318条）。これに対してFSA 上場規則は、取締役業務担当契約の写しを会社登記所および年次株主総会において、いかなる者（any person）の閲覧にも供しなければならないとする（FSA 上場規則16.9）。つまり同規則は、株主だけでなく、投資家やジャーナリストの閲覧も可能としているのである。これは取締役業務担当契約の公衆縦覧を認めるものであり、極めて特徴的な規制といえる。

問題は、取締役業務担当契約のいかなる情報が開示されるのかである。この点まずFSA 上場規則では、(a)当事会社（employing company）の名称、(b)契約日・解約不能期間・告知期間の詳細、(c)給与その他の手当を含む取締役報酬（director's remuneration）の全明細（full particulars）、(d)手数料・利益参加に関する取り決め、(e)早期解約時に支払われる補償金、(f)早期解約時に生じうる会社債務を投資家（investors）が見積もるのに必要なその他取り決めの詳細、が挙げられている（FSA 上場規則16.11）。これらは、会社から取締役に支払われる金銭の詳細を明らかにするためのものといえる。もちろん同規則は、取締役業務担当契約に記載すべき最低限の情報を示したにすぎず、その他の情報の記載を制限するものではない。通常は、次の情報が含まれるという。①当事者（名前と住所）、②期間（契約期間または告知期間の詳細等）、③職務の詳細（業務執行者が担当する職務の

(32) *Ibid.*, p 159.

名称や義務、その者の責任者等)、④開始(業務執行者の当事会社における職歴、業務契約の効力発生日等)、⑤報酬(給与その他手数料や賞与の詳細、社用車やクレジットカード提供の有無等)、⑥就業時間および就業地(通常就業時間や就業地、海外転勤の有無等)、⑦休日および病気(有給休暇や有給疾病欠勤の詳細等)、⑧終任および停職(停職処分や職務変更の有無等)、⑨不服申立および制裁手続(業務執行者向けの社内不服申立手続や当事会社内における制裁手続の詳細等)、⑩年金その他手当(会社年金スキームへの参加やその他保険の有無等)、⑪業務執行者の行為に対する制約(社外業務に従事することの可否、契約終了後における顧客引抜引禁止期間や競業禁止義務の有無等)、⑫取締役職(給与以外に受け取る取締役実費(director's fee)の有無、取締役職と被用者職との関係、資格株の有無等)、⑬発明およびデザイン(業務執行者が開発した発明品等に対する特許権や知的財産権の帰属先等)、である⁽³³⁾。

そもそも取締役業務担当契約の閲覧を広く第三者にも認める理由はどこにあるか。まず上記FSA上場規則16.11から分かるように、会社から取締役に支払われる金銭の詳細を示すことで、「投資家」が負担すべきリスク(その金銭分だけ会社資産が減少するという意味でのリスク)を事前に明らかにするためといえる。一種の投資判断材料の提供である。考えてみれば、取締役は投資家から資金を集め、各自役割をもってそれを管理・運用する立場にある以上、各取締役が会社資産からいかなる利益を得るのか明らかにしておくことは極めて当然なことといえる⁽³⁴⁾。また各取締役毎にいかなる職務に対していかなる対価を受け取るのか明らかにしておくことで、取締役各自の責任を曖昧にさせないという機能も重要である。そもそも取締役業務契約の閲覧を含むほとんどの開示要件の背後には、公衆の審査(public scrutiny)を経させることで不正行為を抑止するという思想が

(33) Robert Wareham and David Smailes, *supra* note 29, para 19.69.

(34) もっとも英国でも、業務担当契約が株主らの議論にさらされることについては、取締役側に根強い反感があるという。Paul L. Davies, *Gower's Principles of Modern Company Law*, p 631 (6th ed. 1997).

⁽³⁵⁾あり、とりわけジャーナリストによる閲覧はかかる目的でなされるものと考えられる。

なお現在英国では、1985年英国会社法318条の射程を広げ、非執行取締役の指名文書（letters of appointment）なども閲覧の対象とすべきという⁽³⁶⁾提案があり、今後の展開が注目される。

3 取締役の報酬

取締役業務担当契約の中でも報酬開示はなされるが、上記の閲覧規制は間接開示である。また報酬の「全明細」を開示することが要求されているが、より具体的な開示項目は定められていない。実際に取締役業務担当⁽³⁷⁾契約のモデルを見てみると、例えば報酬方針に関する説明などはなく、徹底的な開示がなされているというにはまだ不十分である。これを補うべくFSA 上場規則は、取締役報酬につき具体的な開示項目を定め、直接開示型の規制を設けている。

まずは取締役報酬の決定方法である。1985年英国会社法の模範付属定款Aは株主総会の通常決議を以て報酬を決定する旨を定めるが、執行取締役の業務提供に対する報酬決定権限は一般に取締役会に委譲されるといわれている（英会模範付属定款A82条・84条⁽³⁸⁾参照）。取締役報酬額を適正なものとするには専門知識が必要になろうし、また会社経営に関与する意思・能力のない株主（総会）に報酬決定責任を負わせることで、逆に株主総会

(35) See, J. H. Farrar and B. M. Hannigan, *supra* note 30, p 463.

(36) The Law Commission and The Scottish Law Commission, *Company Directors: Regulating Conflicts of Interests and Formulating a Statement of Duties*, para 9.11 (1999). 例えば、英国取締役協会も、少なくとも指名条件（conditions of appointment）に関しては、非執行取締役もまた執行取締役と同レベルの開示に服すべきとし、法律委員会の提案に賛成する。非執行取締役に関する開示規制は、今のところ、統合コードに基づく開示規制が中心である。

(37) Peter Loose, Michael Griffiths and David Impey, *The Company Director Powers, Duties and Liabilities*, p 439 (8th ed. 2000).

(38) J. H. Farrar and B. M. Hannigan, *supra* note 30, pp 338-339.

の権威が悪用されるおそれ(「内容はどうかあれ株主総会が認めたのだから文句をいうな」⁽³⁹⁾的に利用されるおそれ)も皆無とはいえないであろう。しかしだからといって、取締役会に報酬決定権限を委ねるのでは利益相反のおそれが生じ妥当でない。そこで統合コードは、取締役会に独立取締役のみからなる報酬委員会を設置するよう要求し、同委員会が執行取締役報酬の枠組みや各執行取締役毎の報酬パッケージ(年金受給権や補償金額等も含む)を決定すべきであるとする(統合コードB2.1・2.2)。なお非執行取締役の報酬は取締役会または株主(付属定款に定めがある場合)が決定すべきとされている(統合コードB2.4)⁽⁴⁰⁾。

次に取締役報酬の直接開示である。まず1985年英国会社法は、取締役報酬総額、ストックオプションの行使により得られる利益総額、年金や補償金の総額などにつき年次計算書類に注記するよう求めるだけで、個別開示を原則としていない(英会232条・附則6)。これに対して統合コードは、会社の報酬政策と各取締役毎の報酬の詳細を株主に毎年報告すべきとしており(統合コードB3・B3.1)、さらにFSA上場規則は、年次報告書・計算書類に下記の情報を記載した株主向けの報酬報告書を含めなければならないとする。すなわち、(i)執行取締役報酬に関する方針の説明、(ii)各取締役の報酬パッケージ総額とその構成要素(給与、実費、賞与、手当、終任補償など)の各金額、(iii)各取締役のストックオプション、(iv)その他長期インセンティブスキームの詳細、(v)年金的要素のある(pensionable)報酬の説明と正当化理由、(vi)取締役業務担当契約の詳細、(vii)選任・再任予定の取締役の業務担当契約の解約不能期間、(viii)授業員持株制度

(39) ただし、現在英国では、取締役報酬に対する株主関与の在り方が議論されており、株主総会で報酬を決議できる手続を設けるべきとの主張もある。この点につき、大久保拓也「イギリス法における取締役の報酬規制」法学研究年報29号217頁以下(2000)参照。

(40) 執行取締役報酬の在り方と非執行取締役報酬の在り方には差異がある。とりわけ独立取締役は、その独立性を維持するために、ストック・オプションなどの業績連動型報酬制度に参加すべきでないという意見も強い。この点につき、河村・前掲注(3)252-253頁。

その他長期インセンティブスキームに基づくオプションまたは報奨金に関する方針の説明、(ix)確定給付型年金スキーム (defined benefit schemes)、(x)資金購入スキーム (money purchase schemes) (確定拠出型年金スキームのこと)、に関する情報である (FSA 上場規則12.43A(c))。これらの情報のうち (ii)-(iv)・(ix)・(x) は特に監査報告の対象になっている (FSA 上場規則12.43A)。

英国における取締役報酬規制の改革は、もともと高額報酬を問題視することから始まり、現在、少なくとも上場会社については、取締役の役職・業績に見合った報酬であること、報酬決定プロセスに透明性があること、各取締役毎に報酬の詳細を開示することといった原則が確立している。わが国のような取締役全体の報酬総額が明らかになればよいといった発想はもはやみられない⁽⁴¹⁾。取締役業務担当契約の所でも論じたが、取締役は各自役割をもって会社資産の管理・運用にあたる以上、取締役毎にその対価の詳細を明らかにするのは本来当然のことと考えられる。近時、英国で議論されているのは、詳細にすぎる報酬開示をいかにして分かりやすくするか、あるいは報酬内容の本質的特徴をいかにして明らかにするか、という⁽⁴²⁾次の段階の問題である。

4 取締役の証券に関する利害関係

取締役は、証券価格に影響を与える内部情報を入手する機会が多く、インサイダー取引などの不正取引に手を染めやすい。これを防ぐには、第1

(41) 例えば、経済団体連合会「わが国公開会社におけるコーポレート・ガバナンスに関する論点整理 (中間報告)」第3章4節 (2000) は、お手盛り防止および個人のプライバシーの観点から役員報酬の個別開示に反対する。通商産業省産業構造審議会総合部会新成長政策小委員会企業法制分科会報告書「21世紀の企業経営のための会社法制の整備」56頁 (2000) は、報酬額が一定額を上回る者あるいは報酬額上位者 (3名程度) の個別開示であれば検討に値するという。また、退職慰労金にいたっては、支給基準さえ示せばよく、総額開示すら要求されていない (大会社の株主総会の招集通知に添付すべき参考書類に関する規則第3条6項)。

(42) 大久保・前掲注 (39)・213頁以下参照。

に、取締役の自社証券保有状況を開示すること（公衆審査を通じて不正行為を抑制すること）、第2に、取締役による自社証券取引自体を禁止あるいは制限することが考えられる。本稿では、「4. 取締役の証券に関する利害関係」で第1の点を、「5. 取締役による自社証券取引」で第2の点を扱う。なおインサイダー取引の問題は、一般に、会社法というより証券取引法の範疇に入るものとも思われる。しかし英国は伝統的にこの問題を会社法の中で扱ってきており、1985年英国会社法も下記のような開示規制を残している。そもそも公開会社は、自社証券の市場につき特に強い規律維持責任を負っており、発行体として適切な開示をし、自社から不公正取引を出さないという特別な義務を負っているものとも考えられる。したがって、取締役のインサイダー取引に対しては、公開会社法の観点からの規制も当然に必要といえる。

1985年英国会社法は、取締役（影の取締役を含む）に自社、その子会社（subsidiary）、その持株会社（holding company）またはその持株会社の子会社の株式および社債に関して有する利害関係（同証券の保有状況や取引状況など）を会社に通知するよう義務づけており（英会324条）、⁽⁴⁵⁾会社はかかる情報を記した特別の登録簿を保持しなければならない（英会325条）。取締役はその配偶者や子供が有する利害関係をも会社に開示しなければならない（英会328条）。そして1985年英国会社法が上場会社に関する規定を置

(43) J. H. Farrar and B. M. Hannigan, *supra* note 30, p 464.

(44) Brenda Hannigan, *Insider Dealing*, p 14 (2nd ed. 1994).

(45) 持株会社（holding company）とは、他の会社の議決権の過半数を保有・支配する、または、他の会社の取締役会の過半数を選解任する権利を有する会社をいい、この他の会社のことを子会社（subsidiary）という（英会736条）。他方、親企業（parent undertaking）とは、他の企業の議決権の過半数を保有・支配する、または、他の企業の取締役会の過半数を選解任する権利を有する、または、定款規定や支配契約を通じて他の企業にかなりの影響力を行使する権利を有する企業をいい、この他の企業のことを子企業（subsidiary undertaking）という（英会258条）。親会社（parent company）とは、会社形態の親企業をいう（同条）。親企業・子企業概念は、主に計算書類作成時に利用される概念といえる。本稿では、これらの定義に従い、持株会社・子会社・親企業・子企業という用語を使用している。

くのは珍しいのであるが、上場会社は英会324条または328条に基づき会社に通知された情報を取引所に通知しなければならず、取引所はかかる情報を公表できるとされている（英会329条）。

FSA 上場規則によると、会社は、1985年英国会社法324条・328条に基づき会社に開示されたまたは同法325条3・4項に従い会社の登録簿に登録された証券に関する利害関係情報を、(i) 会社に開示された日、(ii) 利害関係を生じさせる（または失わせる）取引の効力発生日、(iii) 関係する証券の価格・数・種類、(iv) 当該取引の性質、(v) 当該取引における取締役の利害関係の性質および程度、などの情報と共に、会社公告局に通知しなければならない（FSA 上場規則16.13 (a)）。配偶者や子供以外の取締役の関係者（取締役を受益者とする信託の受託者・パートナー・取締役が20%以上の株式を保有する会社など）の利害関係情報や（FSA 上場規則16.13 (b)）、これら FSA 上場規則16.13 (a)・(b) では通知されなかったストックオプションに関する利害関係情報（FSA 上場規則16.13 (c)）も通知する必要があるため、1985年英国会社法よりも詳細な情報開示がなされることになる。通知時期の点でも、1985年英国会社法が情報受領後翌日末までの取引所への通知を義務づけているのに対して（英会329条）、FSA 上場規則は情報受領後遅滞なき通知を義務づけており（FSA 上場規則16.14）、後者の方が厳しい規制となっている。

5 取締役による自社証券取引

英国におけるインサイダー取引規制（刑事規制）は、1980年英国会社法、1985年会社証券（インサイダー取引）法を経て、現在、1993年刑事司法法（Criminal Justice Act 1993）第5章「インサイダー取引」に定められている⁽⁴⁶⁾。1993年刑事司法法は、インサイダー取引の悪性の捉え方や内部

(46) 今後は2000年金融サービス・市場法第8章「市場阻害行為（Market Abuse）」の規制（民事制裁を重視）も受けることになる。河村・前掲注（5）・907頁以下参照（法案段階のものであるが、基本は変わっていない）。

者・内部情報の範囲等につき、アメリカ法と比較しても十分に参考になる規制を設けている。上場規則もまたインサイダー取引規制(非刑事規制)に取り組んできており、下記の模範コード(Model Code)が1977年に導入されている。模範コードは、基本的に上場会社の取締役による自社証券取引のみを対象とするため、1993年刑事司法法よりも射程は狭いが、その他の面では同法よりも厳しい部分があるといわれる。⁽⁴⁹⁾

FSA 上場規則によれば、会社は、(a)その取締役、および、(b)その役職ゆえにその会社の未公表価格感応情報を保有する可能性のある従業員またはその会社の子企業(subsidiary undertaking)もしくは親企業(parent undertaking)の取締役もしくは従業員に、同規則に補録される模範コード(Model Code)と同程度に厳格な取引コード(code of dealing)を遵守するよう義務づけ、また、遵守を確実なものとするためにあらゆる適切かつ合理的な措置を講じなければならない(FSA 上場規則16.18)。もとより会社は、取締役や従業員による自社証券取引につき模範コードより厳格な制約を課すこともできる(FSA 上場規則16.19)。

未公表価格感応情報とは、(i)証券一般または発行会社一般に関する情報ではない、特定の証券または特定の発行会社に関する情報であり、(ii)明定または明確な、(iii)1993年刑事司法法第58条に定義される未公開の、(iv)仮に公開すれば証券の価格または価値にかなりの影響をもたらすおそれのある情報をいう。とりわけ、FSA 上場規則第10章「取引」または第11章「関係者との取引」に基づき会社公告局への通知を義務づけられた未公表取引情報や、FSA 上場規則9.1・9.2(一般的開示義務)、同規則9.10(a)(資本構成の変更)、同規則9.11・9.12(株式大量保有通知)、同規則15.3・15.9・15.13・15.15(会社による自社証券購入)、同規則16.13・16.

(47) この点については、黒沼悦郎「内部者取引規制の立法論的課題」竹内昭夫先生追悼『商事法の展望』317頁以下(1998)参照。

(48) Brenda Hannigan, *supra* note 44, p 14.

(49) Peter Holland et al., *supra* note 31, pp 188-89.

15（取締役の利害関係通知）に関する未公表情報については、これらが価格感応情報に該当するかどうかを考慮すべきとされている（模範コード1（f））。

模範コードで禁止される取締役の自社証券取引は次のとおりである。①取締役は短期取引目的で自社証券取引をしてはならない。取締役は、その関係者（配偶者・子供・取締役を受益者とする信託の受託者・パートナー・取締役が株式の20%以上を保有する会社など）が自社証券の短期取引をしないように合理的な措置を講じなければならない（模範コード2）。②取締役は、取引停止期間（closed period）に自社証券取引をしてはならない。取引停止期間とは、原則として会社年次業績の仮公告および半期報告書の公表に先立つ2ヶ月間または4半期業績の公告に先立つ1ヶ月間をいうが、これらの期間に比べて当該会計年度または期間の終了時から業績公告・報告書公表時までの期間の方が短い場合には、後者が取引停止期間となる（模範コード3）。③取締役は、自社証券に関する未公表価格感応情報を有する場合には、またそうでなくとも模範コード7に基づく取引許可（clearance to deal）を受けていない場合には、いかなる時であれ自社証券取引をしてはならない（模範コード4）。④（③の後半に関連して）取締役は、事前に取締役会議長（または担当取締役）に相談し許可を得なければ、自社証券取引をしてはならない。取締役会議長（または担当取締役）が自社証券取引をするには、事前に取締役会（または他の担当取締役）に相談し許可を受けなければならない（模範コード6）。⑤（④に関連して）取締役は、取引禁止期間（prohibited period）に自社証券取引の許可を受けることはできない。取引禁止期間とは、（a）先に述べた）取引停止期間、（b）自社証券に関する未公表価格感応情報を構成する事項が存在し（当該取締役の知・不知を問わず）かつその事項の公告が必要になると合理的に考えられるようになった時以降に当該取引が（許されるならば）行われるであろう期間、または、（c）当該取引は同コードに違反すると取引許可責任者が信じるに足る合理的理由を有する期間、である（模範コード7）。

その他にも細かな規定はあるが、結局、取締役は未公表価格感応情報を有する限り自社証券取引を禁止される；かかる情報を実際に有していなくとも短期取引や取引停止期間内取引などの自社証券取引は禁止される；いかなる場合であれ（取引禁止期間外であっても）取締役議長等の承認を受けなければ自社証券取引を禁止される、というのが模範コードの要点である。そしてこれは取締役が遵守すべき最低限のコードであり、会社はこれと同等以上の取引コードを設けて、その遵守につとめなければ上場規則違反となる。わが国にもインサイダー取引に関する社内管理規程が存在するが、⁽⁵⁰⁾英国では模範コード以上の取引コードを会社に強制している点が特徴的である。なお仮に取締役による自社証券取引が許可される場合であっても、「4. 取締役の証券に関する利害関係」で述べたとおり、当該取引内容は会社公告局を通じて開示されることになる。

このように取締役による自社証券取引は、1993年刑事司法法や2000年金融サービス・市場法による一般的な不公正取引規制に服するだけでなく、1985年英国会社法やFSA上場規則・模範コードによっても厳しく規制されている。性質・効果の異なる幾重もの規制を課すことで、取締役による不公正な証券取引を防止しようとするものといえる。

6 会社・取締役間の取引

会社・取締役間の取引は、利益相反行為の典型例として古くから規制されてきた。⁽⁵¹⁾現在、1985年英国会社法は、会社の取締役（影の取締役を含む）に対する金銭貸付その他信用供与取引を原則禁止する（英会330条）。自社の取締役だけでなく、その持株会社の取締役や取締役の関係者（配偶者・子供・取締役を受益者とする信託の受託者・パートナー・取締役が株式資本または議決権の20%以上を支配する会社など）に対する金銭貸付も原則禁止さ

(50) 上村達男『インサイダー取引規制の内規事例』別冊商事195号(1997)参照。

(51) 英国会社法上における取締役・会社間の取引については、田村詩子『取締役・会社間の取引』1頁以下(1996)参照。

れる（英会330条・346条）。ただし5000ポンドまでの少額貸付などいくつかの取引は適用除外される（英会332-338条参照）。また同法は、会社・取締役（影の取締役を含む）間の10万ポンド超または会社純資産の10%超（ただし2000ポンド超）の大規模財産取引（substantial property transaction）につき、株主総会の事前承認を原則必要としている（英会320条）。自社の取締役だけでなく、その持株会社の取締役や取締役の関係者（上記と同じ）との大規模財産取引についても同様である（なお会社・持株会社取締役間の取引については持株会社株主総会の承認も必要 / 英会320条）。さらに、いかなる取引であれ会社と契約上の利害関係を有する取締役は、その利害の性質を取締役会で明らかにしなければならない（英会317条）。このように1985年英国会社法は詳細な利益相反取引規制を設けているが、金銭貸付規制も大規模財産取引規制も、例えば会社・子会社取締役間の取引には適用されず、一定の限界があることは否めないであろう。⁽⁵²⁾

FSA 上場規則は、取締役を含む会社関係者による地位の不正利用を防止すべく、会社・関係者間の取引を規制している。同規則にいう会社の関係者（related party）とは、(i)会社またはその子企業もしくは親企業もしくは親企業の系列子企業（fellow subsidiary）たる会社の「大株主」（10%以上の議決権を支配できる者。取引前12月内にその地位にあった者を含む）、(ii)その会社または子企業もしくは親企業もしくは親企業の系列子企業たる会社の「取締役または影の取締役」（取引前12月内にその地位にあった者を含む）、(iii)これら取締役・大株主らの「緊密関係者（associate）」（配偶者・子供・関係者が受益者となる信託の受託者・関係者が株主総会で30%以上の議決権を支配する会社・関係者が取締役会で議決権の過半数を有する取締役達を選解任できる会社など）をいう（FSA 上場規則11.1 (b)-(e)）。1985年英国会社法と異なり、会社・子会社取締役間の取引や会社・大株主間の取引も規制対象に含まれることになる。

会社・関係者間の取引には、会社の子企業・関係者間の取引、会社・関

(52) See, J. H. Farrar and B. M. Hannigan, *supra* note 30, p 402.

係者による共同投資契約、会社に重要な影響力 (significant influence) を有する者と会社との取引なども含まれるが、通常業務における経常収益を伴う取引 (transaction of a revenue nature) は除外されている (FSA 上場規則11.1 (a))。また、通常の商業ベースによる信用供与 (金銭貸付や債務保証を含む) や小規模取引なども除外される (FSA 上場規則11.7 (e)・(i))。ここでいう小規模取引とは、①資産比率 \langle 取引対象総資産 \div 上場会社総資産 $\%$ \rangle 、②利益比率 \langle 取引対象資産に帰属する利益 \div 上場会社の利益 $\%$ \rangle 、③売上高比率 \langle 取引対象資産に帰属する売上高 \div 上場会社の売上高 $\%$ \rangle 、④価格比率 \langle 取引対価 \div 上場会社普通株式の時価総額 $\%$ \rangle 、⑤総資本比率 \langle 被取得会社または事業の総資本 \div 上場会社の総資本 $\%$ \rangle / ただし同比率は会社または事業を取得する場合にのみ適用される \rangle に照らし、どの比率も0.25%以下である取引をいう (FSA 上場規則11.7 (i)・10.5)。またこれらの資産比率・利益比率・売上高比率・価格比率・総資本比率に照らし、どれか1つの比率が0.25%超であるため適用除外にはならないが、どの比率も5%未満である会社・関係者間取引 (仮に「0.25%超5%未満取引」と略称する) については、通常の規制要件よりも要件が緩和されている (FSA 上場規則11.8・10.5)。

まず通常の規制要件についてであるが、会社は、関係者と取引をする場合には、(a)取引の詳細・関係者の氏名・関係者が有する利害の詳細などを会社公告局を通じて公告し、(b)取引に関する詳細な情報 (UKLA の承認を受けた独立アドバイザーから当該取引が株主との関係では公正かつ合理的なものであるというアドバイスを受けた旨を含む) を記した回状を株主に送付し、(c)株主の事前承認 (関係者の議決権行使は禁止) を受けなければならない (FSA 上場規則11.4・11.10・10.31)。これに対して、0.25%超5%未満取引の場合には要件が緩和され、会社は、株主の事前承認こそ受けなくともよいが、(i)UKLA に取引の詳細を通知し、(ii)UKLA の承認を受けた独立アドバイザーから当該取引が株主との関係では公正かつ合理的なものであるという証明書を受けてこれを UKLA に提出し、(iii)取引の詳細を次

期年次報告書に記載することを UKLA に確約しなければならない（FSA 上場規則11.8）。

このように FSA 上場規則は、会社・取締役間取引は当然として、会社と利益相反関係に立つ可能性のある者との取引を広く規制対象としている。規制内容も、開示、独立アドバイザーによる公正性の証明、株主の承認（一定規模の取引のみ）などかなり重いと見える。利益相反に対して厳しい態度で望む英法の基本的発想をそこに見ることができよう。

7 その他（大規模取引および新株発行）

ここでは大規模取引規制と新株発行規制とを概要しておく。これらは株主総会の決議を要するか否かに関わる限りで、取締役・取締役会の権限に関する規制とみることもできる⁽⁵³⁾。

まず大規模取引規制である。FSA 上場規則は、会社の取引（資産の取得や処分など）につき規模別の規制を設けている。対象となる取引には、その会社の子企業による取引も含まれるが、通常業務における経常収益を伴う取引（transaction of a revenue nature）などは除外される（FSA 上場規則 10.1 (a)・(c)）。取引は、既述の資産比率・利益比率・売上高比率・価格比率・総資本比率に照らし、次の4つに分類される（FSA 上場規則10.5）。

①すべての比率が5%未満である取引（クラス3取引）、②ある比率は5%以上であるがどの比率も25%未満である取引（クラス2取引）、③ある比率が25%以上である取引（クラス1取引）、④上場会社による事業・非上場会社・資産の取得で、ある比率が100%以上であるもの、またはその事業に基本的変更をもたらすもの、またはその上場会社の取締役会もしくは議決

(53) FSA 上場規則が定めるその他の公開会社規制としては、会社による自社証券購入規制（FSA 上場規則9.38・第15章）なども興味深い。原則として、取締役が模範コードに基づき自社証券取引を禁止されている間は、会社もまた自社証券取引を行うことはできない（FSA 上場規則9.38・15.1）。英国を含む各国の自己株式取得制度については、小林量「主要先進国の自己株式取得規制」商事1285号34頁以下（1992）参照。

権支配力に変更をもたらすもの(逆企業買収)、である(FSA上場規則10.4)。

クラス3取引の規制は、取引対価に上場予定証券の発行を含む資産等の取得取引とそれ以外の取引とで異なる。前者の場合には、会社は、資産等の取得条件合意後遅滞なく、発行予定証券の額・取引の明細・対価額が取得純資産額(高い方)などの情報を、会社公告局に通知しなければならない(FSA上場規則10.29)。これに対して後者の場合には、会社が取引の詳細を公表する(release)場合にのみ、取引の明細・対価額が取得または処分純資産額(高い方)・資産等の処分による会社への影響などの情報を、会社公告局に通知しなければならない(FSA上場規則10.30)。クラス2取引については、会社は取引条件合意後遅滞なく、取引の明細・取引対象純資産を利用して行う業務内容・対価額・取引対象純資産額・取引対象純資産に帰属する利益・取引の会社への影響・取締役候補の業務担当契約の詳細などの情報を、会社公告局に通知しなければならない(FSA上場規則10.31)。クラス1取引については、会社はクラス2取引の場合と同様の情報を会社公告局に通知することに加え、より詳細な情報を記した回状を株主に送付し、株主総会の事前承認を受けなければならない(FSA上場規則10.37-10.38)。逆企業買収については、公告と株主総会の事前承認(クラス1取引と同様)に加え、上場の一時停止という特別措置がとられることになる(FSA上場規則10.39)。日本法と比較して、取引規模を客観的基準で分類し段階的な規制を設けている点や、承認決議要件だけでなく開示要件を重視している点が特徴といえ、例えば取締役会決議事項を定めた商260条2項の在り方を考える際に参考となろう。

次に新株発行規制についてである。FSA上場規則は株主に新株引受権を与えており、上場会社についても株主割当発行を原則としている。ただ

(54) 王子田誠「イギリス法における発行市場規制」民商112巻3号94頁以下(1995)、中村俊夫「株主割当発行の特異性と機関投資家」ロンドン資本市場研究会編『機関投資家と証券市場』56-59頁(1997)。

し株主が特段の許可を与える場合はこのかぎりでない（FSA上場規則9.18）。上場会社についても新株引受権原則が維持されるのは、持分割合の維持を望む機関投資家からの圧力があったためといわれている。⁽⁵⁴⁾ FSA上場規則はまた、親子会社間における新株発行につき規制している。つまり、他の会社の子企業である上場会社が、その親企業から（同上場会社に対する持分割合を維持するために）同上場会社による株主割当以外での新株発行に参加する旨の通知を受けた場合には、その提案は同上場会社の株主総会で承認（その持株会社による議決権行使は禁止される）されなければならないとする（FSA上場規則9.21）。これは上場子会社の独立性を確保するための規制といえる。また上場会社は、その主要子企業（major subsidiary undertaking / グループの株式資本および準備金または利益の総額の25%以上を占める子企業）の新株発行により同子企業に対する持分割合をかなり減少させる場合には、同上場会社の株主の同意を受けなければならない（FSA上場規則9.22）。もっとも主要子企業自体が上場しており、上記FSA上場規則9.18に従うべき場合には、このFSA上場規則9.22は適用されない。そして上場主要子企業が株主割当発行をする場合に、その上場親会社が新株引受権を行使しないのであれば、この上場親会社の株主にその引受権を提供しなければならない（FSA上場規則9.23）。いずれの規制も、上場親会社株主の持分割合の実質的希釈化を防ぐためのものといえる。

V おわりに

英国会社法は、広範な定款自治を認める非常に柔軟な会社法であると同時に、英国通産省による会社調査制度や裁判所による少数株主救済制度など極めて強力な公的監督制度を有する会社法である。しかし、公開会社とりわけ現に多数の投資家を有する上場会社を念頭においた場合、弾力性という同法の特徴は欠点にもなる。取締役会の設置すら定款自治とする同

法の在り方はいかにも柔らかすぎるように思われる。その不備を公的監督で補うといっても限界がある。公的監督は常態のものではないからである。

そこで発展してきたのが、上場規則(現FSA上場規則)を通じた公開会社規制である。本稿で検討してきたとおり、会社法よりも厳格な規制がそこにはある。上場会社は自社証券市場の規律維持に特に重い責任を負うという観点からは、模範コードも公開会社規制の1つということができる。統合コードもまたFSA上場規則(企業統治状況の開示規則)を通じてその強制力を確保している。近時、UKLAの委譲や2000年金融サービス・市場法の成立など、上場規則を巡る法環境が激変したが、いずれもFSA上場規則の強制力を高める方向での改革といえる。要するに、英国の上場規則は、実質的な公開会社法としての機能を果たしているのであって、おそらく今後も、こうした仕組みは基本的に維持されていくものと思われる。

もちろん英国の仕組みが日本に適合的か否かはまた別の問題である。とりわけ任意法規+開示型の企業統治規制の導入には疑問を抱かざるをえない。⁽⁵⁵⁾そもそも健全な企業統治が開示の質を支えているのであって、その土台たる企業統治を開示に委ねることは自己矛盾とも思われるからである。仮にそれも含めて市場に委ねるということであれば、よほど市場参加者ないし市場の質が高くなければならない。例えば、会社に自らを厳しく律する精神があること、投資家に高い投資判断能力があること、株式相互保有による市場の歪曲がないこと、などの条件が満たされる必要がある。しかし、現在の日本がこうした条件を満たしているとは到底思われぬ。むしろかなりレベルが低いのではないだろうか。そうだとすると、まずは特定の行為ないしシステムを強制する強行法規中心の企業統治を実現すべ

(55) 通産省企業法制分科会・前掲注(41)・53頁以下では、会社の内部機関・システムの「開示」の充実を謳っている。具体的には「社外取締役の導入状況」、「役員人事プロセス透明化のための取組状況」、「内部統制・内部監査システムの整備状況」などの「開示」規制を設けるべきとする。典型的な開示型の企業統治規制といえる。

きであり、開示型の企業統治規制はこうした強行法規型の行為規制に付け加わる形で、いわば他の企業よりも一歩進んだ企業統治を目指すためのものとして設けられるのが望ましいと考える。具体的にどこで強行法規と任意法規あるいは行為規制と開示規制の線引きをするかは難問であり、今後の検討に委ねたい。また強行法規型の行為規制を中心に考えるにしても、これを会社法と上場規則のいずれで定めるかという問題がある。これは上場規則の強制力をどこまで高められるかにまずはかかっている。上場規則違反時の制裁手段の多様化・強化や監視体制の充実が図られるのであれば、上場規則に規制を委ねることも考えられる。会社法に比べ、その市場に適合的かつ迅速な規則の改廃が可能だからである。問題はわが国の証券取引所等がどこまで自発的かつ積極的に企業統治に関与していけるのかである。この点、英国の企業統治論議においては、LSEが積極的な役割を果たしていたことを指摘しておきたい。

本稿では取締役・取締役会に関するFSA上場規則を検討してきたが、そのほとんどに共通することは、利益相反状況に厳しく対処し、各取締役の利害関係を徹底的に開示するということである。一見、極めて単純な原則であるが、例えば日英の取締役報酬開示を比較すれば明らかなように、今の日本にはかかる原則すら不在である。考えてみれば、取締役会の機能不全も、指揮と管理あるいは経営執行と監督の「未」分離という非原則的な状況が生みだしたものともいえる。日本の企業統治問題の底流に原則の不在・不徹底があるのだとすれば、問題の根は相当に深い。

もとより本稿で検討したのはFSA上場規則の一部であり、しかもその概要である。具体的な示唆を行うにはなお研究が必要である。とりわけ個々の現行規制を詳細に検討するだけでなく、その背後にある原則・思想を正確に把握するには、歴史的考察を踏まえた研究を行わなければならない。経済状況や市場の変化に応じてどのように英国上場規則が発展していったのか、それも会社法や証券市場関連法規の発展とどのように関係していたのか、今後の課題としたい。

[追記] 本稿脱稿後、FSAから「諮問文書81：上場規則改正案（Consultation Paper 81：Proposed changes to the Listing Rules）（2001年1月）が公表され、現在、同案に対する意見照会が行われている。最も重要なのは、戦略投資会社（strategic investment companies／他会社等の少数持分（minority stakes）を保有することを主たる事業目的とし、かつ、被投資会社等の経営に対して支配力または重大な影響力を行使しようとする投資会社）の証券上場を容易にするために、新たに第27節「戦略投資会社」を設けようとしていることである。本稿との関係では、大規模取引・関係者取引・自己株式購入・模範コードに関する規制につき、若干の改正案が提示されている。しかし、同案は、これらの規制の射程をより一層明確にしようとするものであり、規制の基本的枠組みを変更するものではない。

また、2000年12月22日、1985年会社法（電子情報伝達）2000年令（Companies Act 1985（Electronic Communications）Order 2000）が施行され、これにより会社は、株主が同意すれば、年次報告書や計算書類などの文書を電子情報でこの株主に伝達すること、または、これらの文書をウェブサイトに掲載し、その旨をこの株主に通知すること、ができるようになった。これを受けて上場規則でも、一定の文書につき上場証券保有者に対する電子的な情報伝達を認めるための改正が行われ、同改正規則が2001年2月5日に施行された。

さらに、二校校正中に、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編『コーポレート・ガバナンス—英国の企業改革—』（2001）に接した。