

論 説

EUにおけるコーポレート・ガバナンスを めぐる議論

——ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス・
フォーラムの声明を中心として——

正 井 章 箒

はじめに

- I. 序 説
 - II. 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の原則に関する声明
 - III. リスク管理と内部統制に関する声明
 - IV. 資本と支配との比例性に関する声明
 - V. 取締役の報酬に関する声明
 - VI. 国境を越えたコーポレート・ガバナンス・コードに関する声明
- おわりに

はじめに

現在、世界の多くの国において、コーポレート・ガバナンスに関する議論が続けられている。企業（とくに上場会社）の経営者の不祥事が頻発している現状では、企業経営の公正性・健全性の確保を柱とするコーポレート・ガバナンスの重要性は増しこそすれ、減ることはない。コーポレート・ガバナンスの問題を考察するに際して参考となる国は、アメリカ合州国とヨーロッパの国々（とくに、イギリス、ドイツ、フランス）である。ヨーロッパのほとんどの国を束ねているのが、ヨーロッパ連合（the European Union. 以下、EUとする）である。EUは、他の国（とくにアメリカ合州国）の動向を踏まえつつ、27カ国の英知を結集して、EUにとって最

も適切なコーポレート・ガバナンスの仕組みを構築しつつある。その全体像および具体的論点を知るには、ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス・フォーラム (European Corporate Governance Forum) における議論を認識・理解することが適切である。本稿は、これまでに公表されたフォーラムの 5 つの声明 (statements) を紹介・批評することによって、今後の日本における議論にとっての資料を提供することを狙いとす⁽¹⁾。

I. 序 説

(1) ヨーロッパ委員会 (European Commission. 以下、EU 委員会または委員会とする) は、2003年 5 月に公表した行動計画において、構成国におけるコーポレート・ガバナンス・コード (Corporate Governance Code) の調整および収斂を促進することを優先課題とした⁽²⁾。それについて検討する組織として、2004年末に、上述のヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス・フォーラム (以下、フォーラムとする) が—EU 委員会によって—設置された。その構成員 (15人) は、構成国、EU の規制官庁、発行者、投資者、市場参加者および学界の代表によって占められている⁽³⁾。フォーラム

(1) 本稿に関連する筆者 (正井) の研究として、EU については、「ヨーロッパにおけるコーポレート・ガバナンス」早稲田法学78巻1号 (2002) 1-33頁、「EU のコーポレート・ガバナンス」早稲田法学81巻4号 (2006) 131-197頁、同「EU における株主の権利指令について」早稲田法学84巻4号 (2009) 19-65頁。また、ドイツについては、『ドイツのコーポレート・ガバナンス』(2003, 成文堂), 「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス」奥島孝康 (監修・著) 『企業の統治と社会的責任』(2007, 金融財政事情研究会) 291-441頁, 「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規準の2007年改定について」比較法学42巻1号 (2008) 233-263頁, など。

(2) 参照, 正井・前掲注 (1) 「EU のコーポレート・ガバナンス」142頁以下。

(3) http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm 参照, 正井・前掲注 (1) 「EU のコーポレート・ガバナンス」150頁以下。2008年7月2日に、既存のメンバーに代えて5人の新しい委員が任命された。現在の構成員の内訳は、大学の教員5人のほか、ヨーロッパの規制官庁 (証券取引監視委員会など) の代表, 監査法人パートナー, 機関投資家の代表, 株主

は、EU委員会が議長を務めつつ、1年に2、3回の会合を持って、構成国のコーポレート・ガバナンスの実態を確認し、そして委員会に高度の政策上の助言をするものとされる⁽⁴⁾。

(2) フォーラムと並行して、2005年4月に、EU委員会によって、20人の独立の専門家から構成される「会社法とコーポレート・ガバナンスに関する助言委員会」を設置することが決定され、同年6月に、第1回の会議が開かれた⁽⁵⁾。助言委員会は、コーポレート・ガバナンスを含むヨーロッパの会社法のさらなる発展に際して、委員会に技術的助言をするものとされる⁽⁶⁾。その任務は、部分的にフォーラムの任務と重なっているが、それは、EU委員会の側からの指示および任務の分配によって解決されることになる。

(3) フォーラムは、2005年1月20日（第1回目会議）から2009年2月17日の会議までの間に、13回の会議を開いた。その間、「株主の議決権の行使に関するEU委員会の指令案」に関する勧告（Recommendation）（2006年7月）⁽⁷⁾と、3つの声明を公表した。それらは、①「『遵守せよ、

団体の代表、投資銀行の経営者、銀行の監査役員などから成る。労働者の代表は入っていない。

(4) 参照、正井・前掲注(1)「EUのコーポレート・ガバナンス」151頁。

(5) 参照、正井・前掲注(1)「EUのコーポレート・ガバナンス」153頁以下。

(6) 助言委員会は、2008年6月30日の第10回目の会議に至るまで、年に2回または3回の会議を開いている。第10回の会議では、もっぱら、同年6月25日にEU委員会が公表した「ヨーロッパ私会社法（European Private Company (SPE) Statute）」案について議論された（2008年7月から2009年3月末までの9カ月間、会議は開かれていない）。会議の簡単な議事録は、http://ec.europa.eu/internal_market/company/advisory/index_en.htmから入手できる。助言グループの構成員の任期は3年（2008年6月まで）であるが、第9回の会議において、指名権者であるEU委員会は、2009年6月まで延長されると述べた。

(7) この勧告は、http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htmから入手できる。また、正井・前掲注(1)「EUにおける株主の権利指令について」および早稲田法学84巻4号に掲載の指令の全訳（正井）参照。

さもなければ説明せよ (comply-or-explain)』の原則」に関するもの (2006年 3 月), ②「リスク管理と内部統制 (risk management and internal control)」に関するもの (2006年 7 月), ③「資本と支配との比例性 (proportionality between capital and control) の問題」に関するもの (作業グループによる文書が添付) (2007年 9 月) である。

さらに, 2009年 3 月24日には, ④取締役の報酬 (executive remuneration) と, ⑤コーポレート・ガバナンス・コードの国境を越えた問題 (cross-border issues of corporate governance codes) とに関する 2 つの声明が公表された⁽⁸⁾。

以下では, 勧告を除く, 上述のテーマに関するフォーラムの声明を紹介し, 簡単に批評することにしよう。

II. 「遵守せよ, さもなければ説明せよ」の原則に関する声明

1. 総 説

EU 構成国は, 会社に対する規制として, 制定法 (statute, legislation) としての会社法を定めている。たとえば, イギリスの会社法 (Companies Act 2006), ドイツの株式法 (Aktiengesetz), フランスの商法典 (Code de commerce) などがそれである。EU 委員会は, そのような制定法のほかに, 上場会社を対象とした自主規制としてのコーポレート・ガバナンス・コード (Corporate Governance Code) の策定を構成国に推奨している。そこで, EU として構成国のコードを統一するか否かが問題となる。この問題などについて合意を形成することを支援する役割がフォーラムに期待されている⁽⁹⁾。そして, コーポレート・ガバナンス・コードが採用するのが, 「遵守せよ, さもなければ説明せよ」という原則である。

(8) これらの声明は, 前注のウェブサイトから入手できる。

(9) 参照, 正井・前掲注 (1) 「EU のコーポレート・ガバナンス」151頁。

2. フォーラムの声明

2.1 序 説

フォーラムは、2006年2月22日に公表した「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の原則に関する声明⁽¹⁰⁾において、次のように述べている。すなわち、この原則は、コーポレート・ガバナンスに対するヨーロッパの取り組みの特徴となっている。構成国内のコーポレート・ガバナンス・コード（code）は、規則（rule）または勧告を定め、それらは、上場会社に強行的に適用されるものではなく、会社が、それに従うか、またはそれらの規定に従わないときは、その理由を公表しなければならない、というものである。フォーラムは、全員一致して、このアプローチを強く支持するとした。その理由として、この方法は、構成国の個々の会社の状況の多様性を考慮するのに最も適当であり、かつEU構成国内の法およびガバナンスの枠組みの間の違いによく適合するからである、という。フォーラムは、それが効果的に実施されるときは、詳細な規制よりも、より良く、かつより効率的な方法である、と考える⁽¹¹⁾。

2.2 条 件

しかしながら、フォーラムは、この方法が効果を発揮するための条件として、次の3点を強調した。すなわち、

- ① 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」を実務へ義務づけること（この義務づけは、会社法、規制当局または証券取引所の上場基準によって行われる）、
- ② 首尾一貫し、かつ焦点を絞った開示によって透明性を高めること、
- ③ 会社の機関が、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」に対する決定

(10) http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf

(11) フォーラムによると、この方法を7年間実施してきた国々の経験は、それが、まさに、より良いコーポレート・ガバナンス実務に向けた収斂の動きに導いているということを示している。

およびそれらの開示の質を、株主への説明責任として履行する方法を導入すること、である。それゆえ、フォーラムによると、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の方法は、適切な規制の枠組み、株主の権利が十分に確保されていること、そして実務に依存している。

2.3 コーポレート・ガバナンス説明書

これまで、多くの構成国において、規制者と監査人の役割に関する異なった方法が提案され、または実施されてきている。フォーラムは、一般的な結論が導かれる前に、それらの方法から教訓が引き出されるべきである、と考えている。しかしながら、フォーラムは、遵守していない理由だけでなく遵守の範囲も説明する「コーポレート・ガバナンス説明書 (statement)」⁽¹²⁾を公表することが、株主による検討および株主との議論のために、会社の機関の責任であると考ええる。それゆえ、フォーラムは—この原則の適用の監督に関する限り—、規制当局の役割を、コーポレート・ガバナンス説明書の存在をチェックすること、および不当であることが明白な記述に対応することに限定するのが妥当であるという見解に傾いている。つまり、規制当局が会社の機関の判断またはその説明書の価値を後から批判すべきではない、とフォーラムは考える。同様に、監査人は、会社の機関の判断を評価すべきではなく、その職務の範囲内で、その説明書に含まれる事実のいくつかの要素を検討することが求められる、とする。

2.4 株主によるコーポレート・ガバナンス説明書の評価

株主がコーポレート・ガバナンス説明書を評価することは、株主総会における議決権行使を決定する一つの要素となる。フォーラムは、株主に議決権行使について助言をするサービス会社が、各会社のコーポレート・ガバナンスの説明書を、「ガイドラインさえ満たしておけばよいとすること (box-ticking)」だけでなく、その真の価値によって考慮するように勧告する。とくに、一つまたは数人の大株主によって支配された会社の場合

(12) コーポレート・ガバナンス説明書については、正井・前掲注(1)「EUのコーポレート・ガバナンス」187頁。

には注意が必要である。その場合には、とくに独立した取締役が、コーポレート・ガバナンス説明書の承認において、明確で、かつ識別できる役割を持つべきことが望ましい、とフォーラムはいう。

2.5 監視手続き

フォーラムは、構成国に、コーポレート・ガバナンス・コードの適用を監視することを可能にする手続きを設けることを強く要請する。そして、その監視手続きは、コードの効果に対する理解を増やし、そして、どのような事項が分かりにくいと思われるのか、どの進展が満足でき、またどの進展が満足できないのかを明らかにするであろう、とフォーラムはいう。

2.6 複数上場の問題

ある会社が構成国の一つにおいて設立され、その株式が複数の構成国において上場された場合、その会社に複数のコーポレート・ガバナンス・コードがその会社に適用されるのか否かという問題が生じる。フォーラムは、その場合には、複数のコードの適用は避けられるべきであり、一つのコードが適用されるという（これについては、後述VI. 参照）。

2.7 フォーラムの要請

フォーラムは、まだコーポレート・ガバナンス・コードを採択していない構成国に、その採択を強く要請する。フォーラムは、EU 構成国における「遵守せよ、さもなければ説明せよ」という原則が実施されているか否かの監視を続け、そして、構成国内で、コードとその適用の監視に責任を負う担当機関とのつながり（links）を構築するつもりである、とする。

3. 批評

(1) 上述のフォーラムの声明は、まず、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の原則を実施している構成国において、その効用が認められることを確認し、次に、同原則が、より実効性を発揮するための条件を提示している。さらに、より具体的に、第4指令および第7指令に導入された「コーポレート・ガバナンス説明書」の役割を評価し、それは株主が議決権を

行使する際に有益な資料を提供するとする。そして、コードの適用を監視する手続きを設けることを提案している（しかし、どのような監視手続きであるべきかについては述べていない）。最後に、コーポレート・ガバナンス・コードを採択していない構成国に採択するように、強く要請している。

(2) コーポレート・ガバナンス・コードは、もっぱら上場会社を勧告の対象としている。コードが採用する「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の原則は、イギリスにおいて導入された。すなわち、1990年代の三つの委員会（キャドベリー、グリーンブリー、ハンベル）の報告書にもとづいて定められた統合コード（Combinde Code）が、ロンドン証券取引所の上場規則（Listing Rules, LR）として採用されたのである⁽¹³⁾。フォーラムもいうように、コードは法的拘束力を持っていない。つまり、コードは、自主規制として、いわゆるソフトローに含まれると説明される。これに対し、デーヴィス（Davies, Paul）（ロンドン大学教授）は、イギリスのコードについて、上場規則は、金融サービス市場法（Financial Services and Markets Act 2000）で定められた制定法上の機関（しかし独立した非政府組織 non-governmental body）である FSA（Financial Services Authority）⁽¹⁴⁾によって作られたものであり、金融サービス市場法は、上場会社が上場規則を遵守しなかった場合、その会社、取締役に対する処罰を定めてい

(13) この三つの報告書の邦訳として、八田進二＝橋本 尚（共訳）『英国のコーポレート・ガバナンス』（2000、白桃書房）。個々の論点についての考察として、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、商事法務研究会）（統合コードの翻訳も含む）。また、川島いづみ「イギリスにおけるコーポレート・ガバナンス」前掲注（1）奥島（監修・著）『企業の統治と社会的責任』363-389頁、など。なお、Combined Code は、「統合規範」と邦訳されることが多いが、法規範（Rechtsnorm）と区別するために、本稿では「統合コード」とする（川島・上掲論文も同じ）。

(14) FSA のウェブサイト <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/index.shtml> から有益な資料を入手できる。

る。したがって、コードの遵守または遵守しないこと説明するという原則は、処罰に支えられた「完全に正攻法な法制」である。それゆえ、統合コードを支えるルールである「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の原則は、確固たる自主規制の一例ではない、という。ただし、統合コードをどの程度遵守するかという会社の情報開示に対するリアクションが株主の手にあるという意味では自主規制の一部であるといえる、とする⁽¹⁵⁾。これは、注目すべき重要な指摘である。

(3) ドイツでは、2001年9月に、連邦法務大臣によって、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規準委員会(Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex)が設置されて、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規準(DCGK)が定められた⁽¹⁶⁾。そして、株式法161条(2002年の株式法改正によって新設)は、上場会社の取締役および監査役会は、毎年、電子連邦公報の公式篇において、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規準の勧告(Soll規定)を遵守したか(するか)、またはどの勧告を遵守しなかったか(しないか)を説明する、と規定した⁽¹⁷⁾。すなわち、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規準委員会は政府委員会である。そして、同委員会が定めたドイツ・コーポレート・ガバナンス規準は制定法に根拠を置いており、その内容が取締役員および監査役員の注意義務に取り入れられることにより、なんらかの強制力を有すると解することができる。つまり、規

(15) 2005年11月4日の日欧シンポジウム「ヨーロッパと日本」(早稲田大学21世紀COE「企業法制と法創造」総合研究所とロンドン大学ユニバーシティ・カレッジの共催)における発言(企業と法創造3巻4号(2007)127-131頁)。

(16) 同規準は、<http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex/index.html>から入手できる(最近の改定は、2008年6月6日に実施)。

(17) 詳しくは、正井章彦『ドイツのコーポレート・ガバナンス』(2003、成文堂)290頁以下、359頁、同「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規準の2007年改定について」比較法学42巻1号(2008)233-263頁。規準の遵守状況について、田淵進=Ralf Bebenroth「ドイツのコーポレート・ガバナンス・コードとその準拠表明」大阪経大論集56巻5号(2006)5-17頁、本田良巳「ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの概要」大阪経大論集59巻4号(2008)21-31頁、など参照。

準が、まったく法的拘束力を有しないとはいえないであろう⁽¹⁸⁾。

(4) このように、イギリスおよびドイツのコーポレート・ガバナンス・コードともに、上場会社に対し一定の拘束力を有する。しかし、フォーラムもいうように、一般的に、コードは法的拘束力を持たないものと考えられている。経営者はコードの規定を遵守しなくてよく、ただ説明すれば足りる。ここで、「遵守」の意味が問題となる。デーヴィスによると、上場会社が、コードによって勧告されていることに従わなくても、その理由を適切に説明すれば、コードを「遵守」したことになる⁽¹⁹⁾。

(5) 日本においても、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム⁽²⁰⁾、日本取締役協会⁽²¹⁾、日本経済団体連合会⁽²²⁾が、それぞれコーポレ

(18) この問題については、正井・前掲注(1)「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス」奥島(監修・著)『企業の統治と社会的責任』406頁以下で論じている。連邦通常裁判所(BGH)は、2009年2月16日に、DCGKの「遵守の説明(Entsprechenserklärung)」について初めて判断を下した。同判決は、遵守の説明が、先に、DCGKの勧告に従っていない旨説明したことと異なる場合には、それを直ちに報告しなければならないとし、それがなされない場合、または遵守の説明が、重要でないとはいえない点において会社の実際の実務と合致していない場合には法律に違反したことになり、その違反によりなされた取締役員と監査役員の責任解除(Entlastung)の株主総会決議は取り消される、とする(II ZR185/07, Rn. 19)(DB2009, 500-507, などに収録)。簡単な批評として、Thorsten Kuthe, FAZ. NET, 7. 4. 2009.

(19) 日欧シンポジウムでの発言(前掲注(15)130頁)。

(20) 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムが、2006年12月15日に公表した「新コーポレート・ガバナンス原則」は、<http://www.jcggf.org/jp/publishment/pdf/CGPrinciple20061215.pdf>

(21) 2005年8月1日に、日本取締役協会(コーポレート・ガバナンス委員会)によって公表された「取締役会・監査役会併設会社のガバナンス・ベストプラクティス・コード」は、http://www.jacd.jp/report/050801_01report.pdf

(22) 日本経済団体連合会は、2006年6月20日に、「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度のあり方について」を公表し(<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2006/040.html>)、その後、2009年4月14日に、「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして(主要論点の中間整理)」を発表した(<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2009/038.pdf>)。そこでの主張は、会社を拘束するあらゆる規制に反対し、会社の自主性に委ねるべきであるという基本的発想から出発している。同連合会に加入している会社による多

ート・ガバナンス原則および同原則に対する見解を公表している。それらは民間の団体のものであり、上述のイギリスおよびドイツのコーポレート・ガバナンス・コードと異なり、法律上の根拠を持っていない。したがって、上場会社に対する拘束力を有しない⁽²³⁾。このほか、東京証券取引所も、2004年3月16日付けで、「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を公表している⁽²⁴⁾。これは、1999年に採択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）⁽²⁵⁾に準拠したものである。同原則は、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の原則を採用してはいない。すなわち、会社が、コーポレート・ガバナンス原則を遵守したと説明したが、その説明が虚偽であった場合には上場廃止などの措置を講じるといった制裁を課すことにより、その原則に拘束力を持たせようと思えばできたはずである。しかし、同原則は、「上場会社の自発的な取組みと株主・投資者といった市場関係者の評価とが一体となって進められていくべきであ」という考えに立って、「そのために必要な、共通する認識の基盤を提供することを目的として策定され」たにすぎない（括弧内は「原則」の表現）。その結果、それは、実際上も上場会社に対する拘束力はない⁽²⁶⁾。

くの不幸事を、どのように考えているのであろうか。

- (23) 国内外の主なコードを概説した後、法ルールとの比較をするものとして、落合誠一「コーポレート・ガバナンス・コードのエンフォースメント」西村あさひ法律事務所（編）『グローバリゼーションの中の日本法（西村利郎先生追悼論文集）』（2008，商事法務）1-22頁。
- (24) <http://www.tse.or.jp/rules/cg/principles/index.html> 最近の実態について、「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2009」（<http://www.tse.or.jp/rules/cg/white-paper/index.html> から入手できる）
- (25) 参照，小林量「OECDのコーポレートガバナンス原則」月刊監査役431号（2000）4-24頁。同原則は2004年に改定された。正文（英語とフランス語）のものほか、日本語を含む13の言語に翻訳されている。それらは、http://www.oecd.org/document/49/0,3343,en_2649_34813_31530865_1_1_1_37439,00.html から入手できる。また、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム（編）＝OECD東京センター（協力）『OECDコーポレート・ガバナンス』（2006，明石書店）参照。

III. リスク管理と内部統制に関する声明

1. 総 説

(1) 2000年以降も、世界各国で企業不祥事が頻発している。EU 構成国においても、たとえば、イタリアのパルマラート (Parmalat)、ドイツのジーメンス (Siemens)、フランスのソシエテ・ジェネラル (Société Générale) といった会社の不祥事が報じられている⁽²⁷⁾。とくに上場会社の経営者の違法・不当行為は、その会社の倒産に至らなくても、株主、労働者のみならず、社会全体に対しても大きな被害を及ぼすことになる。そこで、内部統制 (Internal Control) およびリスク管理が重要となる。

(2) ところで、内部統制の定義・内容については見解が分かれる。アメリカ合州国の COSO レポート⁽²⁸⁾ は、①業務の有効性および効率性の維

(26) 証券取引所のルールと実務との関わりについて、パネルディスカッション (東京大学公共政策大学院シンポジウム)「金融商品取引法と会社法の交錯」商事法務1849号 (2008) 4-17頁 (14頁以下)における中村聡発言が参考となる。

(27) ①パルマラートは、イタリア最大の食品会社で、詐欺的経営・不正な経理処理をしていたことが発覚して、2003年12月に破綻した (2005年10月に再上場)。2008年12月18日、ミラノ刑事裁判所は、パルマラートの創設者で、元取締役代表に対し、相場操縦、計算書類虚偽記載の幫助および監査妨害の罪で、10年の懲役刑を言い渡した (Repubblica, 19. 12. 2008, p. 12)。②ドイツ最大の総合電機メーカーであるジーメンスは、巨額の裏金 (1999年から2006年までの間に約13億ユーロ) を作り、それを外国政府高官などに贈与していたことが2007年後半に発覚し、取締役役員が訴追されている (Handelsblatt. com, 2. 7. 2008)。③ソシエテ・ジェネラルは、フランスの大手金融機関で、2008年初めに、行員による株価指数先物の不正な取引により、49億ユーロの損失を出したことを公表した (Le Monde. fr, 28. 6. 2008)。

(28) COSO は、1992年にトレッドウェイ委員会組織委員会 (the Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission, COSO) が公表した内部統制の枠組みをいう。現在、事実上の世界標準に近い存在となっている。邦訳として、トレッドウェイ委員会組織委員会 (鳥羽至英=八田進二=高田敏文 (共訳)『内部統制の統合的枠組み (理論篇)』(1996, 白桃書房), トレッ

持、②財務報告の信頼性の確保、③関連法規の遵守の3つを目的として構築されたプロセスである、とする⁽²⁹⁾。これに対して、証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）は、②に関係するものに限定している⁽³⁰⁾。

(3) フォーラムは、2006年7月、同年6月1日の会議での議論にしたがって、リスク管理と内部統制に関する声明を採択した⁽³¹⁾。次に、その声明を見ていくことにしよう（以下はフォーラムの見解である）。

2. フォーラムの声明

(1) 2005年以降、フォーラムは、リスク管理と内部統制の要件に関する最近の発展に注意を払ってきた。フォーラムは、EUにおける最近の提案が、開示と透明性を高めるために役立つであろうこと、そしてまた会社の取締役会にリスク管理と内部統制の問題を定期的に調査することを要請するであろう、と考える。

(2) 法定監査に関する新しい指令⁽³²⁾の前文は、次のようにいう。すな

ドウェイ委員会組織委員会（鳥羽至英＝八田進二＝高田敏文（共訳）『内部統制の統合的枠組み（ツール篇）』（1996、白桃書房）。また、米国公認会計士協会・トレッドウェイ委員会（鳥羽至英＝八田進二（共訳）『不正な財務報告—結論と勧告』（1991、白桃書房）参照。

(29) 参照、柿崎 環『内部統制の法的研究』（2005、日本評論社）。吉川吉衛『企業リスクマネジメント』（2007、中央経済社）35頁以下、146頁以下。

(30) <http://www.sec.gov/news/press/2003-66.htm>; <http://www.sarbanes-oxley.com/search.php?q=Internal+Control+Provisions> また、柿崎・前掲注(29) 10-189頁、370-376頁、吉川・前掲注(29) 63-64頁参照。

(31) 声明の全文は、2006年の年次報告書の付録3として添付されている。

(32) Council Directive 2006/43/EC of 17 May 2006 on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts, amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC and repealing Council Directive 84/253/EEC, OJ L 157 of 9 June 2006, p. 87. 本指令は、財務情報の信頼性の改善および金融スキャンダルに対する保護の強化のために、年度決算書および連結決算書の監査を調整する多くのルールを導入する。また、法定監査人の任務を明確にし、監査の質を外部から保証するための要件、公的監視、国際会計基準の適用、法

わち、「…効果的な内部統制は、財務上、活動上および法令順守上のリスクを最小限にすることに役立つ、そして財務報告書の質を高める」と。したがって、指令は、上場会社または他の適格な公益企業の監査委員会（またはそれに代わる機関）に、会社の内部統制—適用できるときは内部監査—およびリスク管理システムの効果を監視することを要請している。

(3) 年度決算書および連結決算書に関する新しい指令⁽³³⁾は、上場会社に、年度コーポレート・ガバナンス説明書を公表することを求めている。その報告書には、財務報告書の作成過程に係るリスク管理システムと内部統制についての主要な特徴の記述が含まれる。

(4) 多くの構成国における最近の提案は、上場会社に、リスク管理と内部統制を実施すること、そして株主に適切な開示によって報告することを要請し、かつ勧める。これらの提案は、その要件および関連した開示義務の範囲に対する多様なアプローチを包含している。フォーラムは、次のことが注目されるべきである、という。すなわち、取り扱われるべきリスクが広ければ広いほど、要請される開示は広くなり、さらにガバナンスに責任を負う経営者が直面するコスト、困難および課題もそれだけ大きくな

定監査人の任務および監査人の独立性に適用される原則を定める。参照、正井・前掲注(1)「EUのコーポレート・ガバナンス」188頁以下。

- (33) Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings, OJ L 224 of 16 August 2006, p. 1. 本指令は、EU全体で、財務情報および年次報告書の比較可能性を高めようとするものであり、よりよい質の具体的な情報を包含すること、および統一的内容によって、これらの書類に対する一般大衆の信頼を高めようとしている。また、指令は、「関係当事者の取引」、「オフバランス〈簿外〉取引」の概念を明確化し、すべての会社に、コーポレート・ガバナンス説明書を、年次報告書の明確に認識される部(section)において作成することを要求する。参照、正井・前掲注(1)「EUのコーポレート・ガバナンス」183頁以下。

る、ということが。

(5) リスク管理と内部統制は多くの国で発展してきた。とくに、アメリカ合州国では、2002年のサーベンス・オクスレイ法⁽³⁴⁾ (Sarbanes-Oxley Act) 404条⁽³⁵⁾ が、取締役と役員 (management) および監査人に重要な義務を課している。この義務は、財務報告書に対する内部統制の効果に関する公表された結論および特定された重要なすべての弱点の開示を含むものである。証券取引委員会 (SEC)⁽³⁶⁾ および公開会社会計監督委員会 (Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)⁽³⁷⁾ は、同法の要件を実

(34) 正式には「Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 (公開会社会計改革および投資者保護法)」。法案を連名で提出したポール・サーベンス (Paul Sarbanes) 上院議員、マイケル・G・オクスレイ (Michael G. Oxley) 下院議員の名にちなんで、「サーベンス・オクスレイ法」と呼ばれる。「企業改革法」と訳されることも多い。

(35) 404条については、石田眞得 (編著) 『サーベンス・オクスレイ法概説』 (2006, 商事法務) 163頁以下 (生沼寿彦) 参照。最近の状況については、<http://www.sec.gov/spotlight/soxcomp.htm>

(36) アメリカ合州国の証券市場は、1929年10月の大暴落によって崩壊し、それによって、無数の投資者が財産を失った。また、それまで証券市場に投資していた銀行も損失をこうむり、さらに預金の引き出しによって多くの銀行が倒産した。株価の大暴落は大恐慌を引き起こした。そこで、議会は、証券取引に対する監視の強化によって、市場に対する一般大衆の信頼を回復させるために、1933年の証券法 (Securities Act) および1934年の証券取引所法 (Securities Exchange Act) を制定した。証券取引委員会 (SEC) は、この2つの法律を執行する連邦の独立行政委員会として設置された。大統領ルーズベルト (Franklin Delano Roosevelt) は、SECの初代委員長として、ケネディ (Joseph P. Kennedy) (後の大統領 John F. Kennedy の父) を任命した。SECの任務は、投資者を保護すること、公正で、秩序がとれた、そして効率的な市場を維持すること、そして資本の調達を促進することである (SECのウェブサイト (<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>) の説明による)。

しかし、2008年後半から深刻になった金融危機によって、とくにブッシュ (George W. Bush) 政権下のSECは、その監督機能を果たしていなかったことが明らかになった。ポール・サミュエルソン (Paul A. Samuelson) 教授は、ブッシュ大統領は、SECの「委員長に、能力が低く、利益相反の危険がある人物をわざと採用して…市場への監督と規制を緩くした…」と批判する (朝日新聞2008年10月25日3面による)。

施する規則、基準および指針を発し、そしてそれらの実施の経験に関する協議をした。財務報告書へのより大きな信頼といった重要なメリットがはっきりと認められる一方、費用の発生および監査人の実施要項と比較して、役員に対して定められた実施要項について生じる問題についての大きな懸念も表明された。それゆえ、SEC および PCAOB は、表明された懸念に対応しつつ、そのメリットを維持する方法を考え続けている。

(6) フォーラムは次のことを認識している。すなわち、リスク管理と内部統制の一般的な目的は、事業の成功に伴うリスクを管理することであり、それを減少させることではないということ、具体的には、財務報告書の質を高めることであるということ、を。したがって、これらの目的を促進する措置は、それが、法律であれ、規則またはコーポレート・ガバナンス・コードであれ、バランスのとれたものであり、かつ委員会によって採択された「より良い規制 (Better Regulation)」⁽³⁸⁾の原則を反映すべきであ

(37) (1) 2001年12月から翌年にかけて、アメリカ合州国において、エンロン (Enron)、ワールドコム (WorldCom) などの不正な会計処理が明るみに出た。その結果、大規模公開株式会社ならびに証券市場に対する信頼が大きく揺らいだ。そこで、連邦政府と議会は、2002年7月末、連邦法としてのサーベンス・オクスレイ法を制定した。同法により、公開会社を監査する会計事務所の業務の質を監視する機関として、公開会社会計監督委員会 (PCAOB) が設置された。PCAOB は政府機関ではなく、非営利の機関である (District of Columbia Nonprofit Corporation Act による)。公開会社の監査報告書を作成する会計事務所は、PCAOB への登録が義務づけられる。PCAOB を構成する常勤の5人のメンバーは SEC により任命 (任期は5年) され、この5人のメンバーのうち2人は公認会計士であることが要求される。PCAOB は、とくに、監査の質の管理・監査人の倫理・独立性・監査報告書の作成などに関する基準の設定をする権限および登録会計事務所などに対して検査・調査・懲戒処分をする権限などが与えられている。PCAOB の運営費用は、上場会社に課せられる賦課金による。邦語文献として、石田 (編著)・前掲注 (35) 257頁以下 (上田真二)。金融庁の簡潔な解説として、http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kounin/siryou/20060623/03.pdf

(2) SEC は、2007年5月に、財務報告に対する内部統制に関する役員の報告書に関する規則を変更した (同年8月27日から発効)。

(38) 参照、2005年10月25日の委員会のコミュニケーション＝「共同体のリスク

る、という。フォーラムは、具体的に次のように考えている。すなわち、会社に付加的要件を課すことによって得られる利益と、会社に生じるコストおよびその他の負担との間の適切なバランスをとるべきこと、を。それゆえ、フォーラムは、会社の取締役会が内部統制システムの効果を監視する責任があることを確認する一方、上述のように、EUレベルで、内部統制の効果を確証する取締役会の法的な義務を導入する必要はない、と考えている。

(7) フォーラムは、構成国が、上述の新しい二つの指令に付随した要件を国内法において実施するときに、これらの点を考慮するように求める。

(8) リスク管理と内部統制に関する提案の多くは最近のものであるので、EUレベルで、さらに法的またはその他の措置を考える前に、経験から導き出されるべき教訓の慎重な検討が行われるべきである。構成国、アメリカ合州国およびその他の国でのリスク管理と内部統制に対するさまざまなアプローチから教訓が得られるので、重要な原則および最良の慣行は、とくにバランスの取れた方法で、上述の目的を最もよく達成するアプローチが確定されるべきである。そのうち、その原則および最良の慣行は、リスク管理と内部統制および優れた市場慣行の展開に関する要件のEU内での収斂を促進するかもしれない。そのような原則と最良の慣行は、EUと他の国の所轄官庁（competent authorities）との間のリスク管理と内部統制の措置の等価性に関する今後のすべての議論の基礎として承認

ン・プログラムの実施：規制環境の簡素化のための一つの戦略」（COM (2005) 535 final）。「より良い規制」原則とは、すでに成立している法規定（会社法の規制を含む）に関して、それらが簡素化されるべきか否かが検証されるべきである、とする考えをいう。イギリスの「ビジネス・企業および規制改革省（BEER）」が、精力的にこの原則をEUにおいても推進しようとしている。同省は、「より良い規制」として、透明性、説明できること、比例性、一貫性、対象限定性（行動が必要な場合にのみ規制すること）を挙げている。詳しくは、<http://www.berr.gov.uk/whatwedo/bre/>

されるべきである。

(9) 結論として、フォーラムは、追加的措置の必要性は、今のところ存在しないように思われるとしつつ、現行の措置が、EU 内の内部統制が最良の慣行に合致することを確保するのに十分であるか否かを調査するつもりである、という。

3. 批 評

(1) アメリカ合州国およびヨーロッパにおける企業不祥事の頻発により、EU においても内部統制の重要性が再確認された⁽³⁹⁾。フォーラムも、アメリカ合州国の制度を詳しく検討しつつ、EU にふさわしい制度を構築しようとしている。フォーラムは、リスク管理と内部統制の一般的目的として、事業 (business) 活動に伴うリスクを管理すること、および財務報告書の質を高めることを考えている。そして、これらの目的を促進する措置はバランスの取れたものであり、かつ比例的であるべきである、とする。また、フォーラムは、EU レヴェルで、アメリカ合州国のサーベンス・オクスレイ法404条によって定められたような、内部統制システムの効果を保証する取締役会の法的義務を定める必要はない、ということを強調している。

(2) さらに、フォーラムは、構成国において実施されている多くの措置の起点は、最近のものであり、そしてすべての側面は、なおこれらの措置の費用と便益の経験を蓄積する過程にあるという。それゆえ、フォーラムは、この経験から導き出された教訓の注意深い検証が、EU として行動する前に実施されるべきである、と考えている。

(3) フォーラムは、EU では、すでに会社法第 8 指令および第 4 指令・第 7 指令において、内部統制の充実・実質化がはかられていることを指摘する。そして、アメリカの企業改革法によって、財務報告書の適正化

(39) 内部統制に関して多くの文献がある。たとえば、柿崎・前掲注 (29)、吉川・前掲注 (29)。

などに要する会社のコストが増えたことを勧告して、フォーラムは、規制とコストとのバランスをとるべきことを強調している。ここでは、EUの規制の簡素化を推進しようとする一新自由主義的な発想にもとづく—EU委員会の見解が部分的に反映されているように思われる。

(4) 日本では、2つの法律によって、内部統制に関する規制が定められた。すなわち、①2006年6月に成立した金融商品取引法によると、上場会社は、事業年度ごとに、その会社が属している企業集団およびその会社に係る財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するために必要なものとして内閣府令で定められた体制について、内閣府令で定めるところにより評価した報告書（内部統制報告書）を有価証券報告書と併せて、内閣総理大臣に提出しなければならない（24条の4の4。なお、194条の7参照）。そして、上場会社は、その報告書の写しを、上場している金融商品取引所へ提出しなければならない（同法24条の4の4第5項、6条1号）。さらに、内部統制報告書は、会社と特別の利害関係のない公認会計士または監査法人による監査証明を受けなければならない（同法193条の2第2項）。この監査証明の基準および手続きの詳細は内閣府令（内部統制府令）で定められる。内部統制報告書もしくはその添付書類に、重要な事項について、虚偽の記載のあるものを提出した者、その写しを提出しない者には、刑罰が科される（同法197条の2第6号、200条。法人の場合には5億円以下の罰金—207条1項2号）。さらに、取締役などは、内部統制報告書における重要な事実について虚偽の記載があり、それを知らずに株式などを取得した者に対し、それによって生じた損害を賠償する義務を負う（同法24条の4の6）⁽⁴⁰⁾。

次に、②2005年会社法は、「大会社」（2条6号）の取締役・取締役会の義務として、内部統制システムの整備を決定することを定めた（348条4

(40) 参照、川村正幸（編）『金融商品取引法』（2008、中央経済社）123-130頁（芳賀良）、河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本』（2008、商事法務）82-86頁、118-121頁。

項 3 項 4 号, 362 条 5 項 4 項 6 号)。大会社でなくても, 委員会設置会社の場合, 取締役会は, 内部統制について決定しなければならない (416 条 2 項 1 項 1 号ホ)⁽⁴¹⁾。しかし, これら 2 つの法律の施行後も, 上場会社を含む企業の不祥事が続発している。株主が, 上場会社の取締役に對して民事責任を追及することは一とくに内部統制報告書の虚偽記載と被った損害との間の因果関係の存在の立証が事実上不可能であるゆえに一, きわめて困難である (取締役の会社に対する責任を追及する場合には, 内部統制の整備の不十分さを主張することができる)。したがって, 上述の法律の規定に違反した取締役・法人に対して刑事制裁を科す執行体制の整備が急務である。

IV. 資本と支配との比例性に関する声明

1. 総 説

資本 (capital) と支配 (control) との比例性 (proportionality) は, 一般に, 「一株一議決権 (one share one vote)」の原則を貫徹すべきか否かの問題として議論されている⁽⁴²⁾。具体的には, 複数議決権, 上限付き議決権, 議決権のない優先株といったメカニズムに関するだけでなく, 株主間契約, 株式の相互保有, 会社ピラミッドにも関係する⁽⁴³⁾。EU 委員会は,

(41) 簡単であるが, 正井章彦「法務省令 (会社法施行規則) の問題点と評価」森淳二郎=上村達男 (編)『会社法における主要論点の評価』(2006, 中央経済社) 45-86 頁 (68-71 頁。引用の文献参照)。

(42) 詳しい考察として, 加藤貴仁『株主間の議決権配分』(2007, 商事法務)。

(43) 参照, Press Releases, 4. 6. 2007, IP/07/751. なお, 会社ピラミッドというのは, 持株会社を頂点とする支配の連鎖を典型例としたグループ構造をいう。ピラミッド構造は, 結果として, 企業グループの最上位に位置する持株会社を支配する株主が, 比較的少額の出資により, 各段階における従属会社の少数派株主を犠牲にして, 企業グループ全体を支配することを可能ならしめる。詳しくは, 三浦哲男「欧州企業にみる企業グループの統治と少数株主の保護」富大経済論集 52 卷 2 号 (2006) 65-85 頁。

2007年6月に、EUの上場会社における資本と支配との間の比例性に関する外部の調査報告書（external study）を公表した⁽⁴⁴⁾。同報告書は、結論として、比例性原則からの逸脱と、上場会社の経済的な実績（performance）またはそのガバナンスとの間の因果関係についての確証は存在しない、とする。しかしながら、報告書は、投資者が、それらのメカニズムを否定的に捉えていること、そして、もっと多くの透明性が、投資の決定をするのに役立つであろうという何らかの証拠がある、としている。以下では、このテーマに関するフォーラムの声明⁽⁴⁵⁾を紹介することにしよう。

2. フォーラムの声明

(1) フォーラムは、上述の「EUにおける比例性に関する報告書」および2007年6月の「比例性」に関するフォーラムの作業部会の文書⁽⁴⁶⁾を再検討した。それに際し、フォーラムは、EU委員会として、勧告（Recommendation）を採択するのが適当か否かを決定したい、というマックリーヴィ（McCreevy, Charlie）（域内市場およびサービス担当委員）の意図を念頭に置いたという。

(2) 「比例性」は、一般に、2002年の会社法上級専門家グループによっ

(44) Report on the proportionality principle in the European Union, 8. 5. 2007 (http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf). (全148頁)。この調査は、Institutional Shareholder Services Europe (ISS Europe), European Corporate Governance Institute (ECGI) および Shearman & Sterling LLP (弁護士事務所) によって実施された。EU 構成国16カ国とアメリカ合州国, オーストラリア, 日本の規制の枠組および464の上場会社について調査している。本報告書の簡潔な紹介・解説として、岩谷賢伸「一株一議決権原則は貫徹されるべきか」資本市場クォーターリー2007年夏号96-105頁。また、岩谷賢伸＝神山哲也「欧州無議決権優先株の現状とわが国への示唆」資本市場クォーターリー2007年春号142-158頁参照。

(45) http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/statement_proportionality_en.pdf

(46) European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality (http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/workinggroup_proportionality_en.pdf) (全32頁)。

て用いられた表現といわれる⁽⁴⁷⁾。それによると、「最終的な経済的リスクと支配との間の比例性は、会社の利益または清算における残余財産に参加する無制限の権利を有する株式資本およびそのような株式資本だけが、負担するリスクに比例して、通常、支配権を持つべきであるということの意味する。会社の残余の利益および財産に対する権利の保有者は、それらの決定の最終的効果がそれらによって負担されるように、会社の事項 (affairs of the company) について決定するためにもっとも適切に与えられている」とする。

(3) フォーラムは、上述の報告書およびフォーラムの作業グループの文書に現れているように、構成国における比例性の適用の理解および EU の政策目的に関する非比例性 (non-proportionality)⁽⁴⁸⁾ の効果についての最新の情報に鑑みると、EU における全上場会社が、そのような比例性を完全に遵守する必要があるという意味において、EU 全体に比例性のルールを強制する基盤はない、という。

しかしながら、非比例性の制度は、取締役会の固定化 (board entrenchment)、支配株主による私的利益の奪取、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」というアプローチにもとづくコーポレート・ガバナンス・コードの無力化に関して、まさに懸念を惹き起こしている、とフォーラムはいう。そして、フォーラムは、次のことを委員会に勧告する。

(a) 透明性の向上

フォーラムは、EU 委員会が、非比例性のメカニズムの適用の透明性を改善するであろう措置を短期間に提案することに賛成する、という。すな

(47) Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm より入手できる)。

(48) 「非比例性」という表現は、出資による経済的リスクと会社に対する支配とが比例しないこと、より具体的には、一株一議決権の原則に反する制度・仕組みという意味で用いられている。

わち、開示〈ディスクロージャー〉の要件の改善は、より良い判断と評価をすることで市場を活性化させるであろう、とし、それは、より多くの有害なメカニズムを排除することになり、適用されるメカニズムおよびその効果の理解を促進するであろう、とする。フォーラムによると、強化された開示制度は、次の要素を含むべきである。すなわち、

① 公開買付け指令10条による開示義務⁽⁴⁹⁾ および透明性指令の下での開示義務⁽⁵⁰⁾に加えて、会社は、非比例的議決権および支配メカニズムを用いる場合には、それに関するより詳細な透明性を提供することが求められるべきである。そのような開示義務は、とくに、適用されるメカニズムの目的と効果、そしてその目的を達成するために用いられるメカニズムの適切性と比例性の論理的な説明を定める義務を含むべきである。

② 議決権を行使する資格が、一定の基準値、例えば、非比例的メカニズムにより、株主総会で投票することができる総議決権の10%を超える株主および取締役会の地位を強行的に指名する権利のような特別の支配権を保有する株主は、それらの株式保有の規模と性質を洞察することができる資料、ならびにそれらがその保有に伴う力の行使に関して持っている政策を示す義務を負うものとされるべきである。このことは、株主として、公的な目的を推進するために非比例的メカニズムを用いる公法人、中間的法

(49) Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids, OJ L 142 , 30. 4. 2004, p. 12. 公開買付け指令の検討として、野田輝久「株式公開買付規制の方向性」神戸学院法学35巻1号(2005) 1-62頁、北村雅史「EUにおける公開買付規制」商事法務1732号(2005) 4-12頁。また、上田廣美「EU公開買付指令運用状況とその問題点」亜細亜法学 43巻2号(2009) 145-182頁、など参照。

(50) 参照、Commission Directive 2007/14/EC of 8 March 2007 laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, OJ L 69, 9. 3. 2007, p. 27. 2004年12月に採択された本指令の解説として、大崎貞和「上場企業の情報開示に関する EC 指令の採択」資本市場クォーターリー2005年冬号1-8頁。

人または私法人にも関係する。開示において、非比例的メカニズムによって追求される目的がどのようなものか、そしてそれらが他の株主の利益の観点において、どのようにして正当化されうるのかということが説明されるべきである。

ここでのフォーラムの主張については、国有・公有企業の民営化に際し、国や地方公共団体などが一民営化後の会社において一保有する「特別の権利 (special right)」(いわゆる黄金株など)の問題を想起すれば理解しやすい⁽⁵¹⁾。

③ 会社と株主は、非比例的メカニズムの実際の利用に関するより多くの透明性をもたらすように義務づけられるべきである。たとえば、国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards) にしたがって、年次報告書において、会社と関係当事者 (経営者など) との間の取引を開示する現行の義務に加えて、適時開示 (ad-hoc disclosure) が、そのようなメカニズムから利益を得ている株主を含む関係当事者との取引に関して課されるべきである。一定の重要な株主総会決議の場合における株主による投票の結果に関する効果についても開示が義務づけられるべきである。

④ 貸株、差金決済取引 (contract for difference, CFD)⁽⁵²⁾ およびコール

(51) 参照、正井章彦「フォルクスワーゲン法をめぐる諸問題」早稲田法学84巻1号 (2008) 1-79頁 (29頁以下, 50頁以下), 奥平旋「黄金株と民営化企業のガバナンス」早稲田法学会誌59巻2号 (2009) 29-73頁, 小塚荘一郎「公益を理由とした株主の権利の制約」上智法学論集52巻1・2号 (2008) 9-44頁。

(52) 一般に、差金決済取引 (CFD) とは、買付け代金 (または売却する株式) を提供することなしに取引し、利益が出たときは差益を受取り、損失が出たときは差損を支払うことによって決済される取引をいう。ロンドン取引所においては、投資者は、2009年6月1日から、CFDの保有高が発行済み株式の3%に達したときは、その旨を開示しなければならない (FT. com, March 4 2009 (Jennifer Hughes), <http://www.ft.com/cms/s/0/cf28113e-0849-11de-8a33-0000779fd2ac.html> による)。日本においては、現物株について一過当な投機的取引の抑制などを理由として、法令 (金融商品取引法161条の2, 内閣府令) で禁止されている。株価指数先物取引 (同法2条21項2号) では差金決済となる。参照、河本=大武・前掲注 (40) 327頁以下, 350頁以下。

（プット）・オプションといった、議決権を経済的所有権から分離するメカニズムの利用に関して特別の開示義務が導入されるべきである。それは、一般的に、いつでも決議に関する投票に勧誘されるか、または特別に、会社への公開買付けの告知といった一定の会社の出来事（corporate events）が発生する場合に導入されるべきである。

⑤ 発行済み株式資本の一定の割合（たとえば、1%または3%）を超える株主の保有は、その株式保有から生じる経済上のリスクを、どの程度、かつどのような手段で減らしたのかを開示する義務を負うとされるべきである。

（b） 情報収集と追跡調査

① 会社と株主による開示およびそのような開示の構築に加えて、委員会は、毎年、構成国に、その管轄内の非比例的なメカニズムの適用に関する比較可能な情報を委員会に提供するように求めようと思えばできる。構成国にとってのそのような義務は、公開買付けに関する情報（公開買付け指令20条で定められた実施と結果）を委員会に提供する構成国の義務にもとづいて進められるべきである。構成国は、一般的に、それらの会社法または証券法が、どの程度まで、非比例的メカニズムの利用によって惹き起こされた懸案事項（concerns）に向けられている対抗措置を含んでいるかを説明すること、その効果に関する判断をすること、そして現行の措置が十分に効果を発揮していないときは、構成国がどのような措置を考えているかを示すことも問われるべきである。構成国は、特別に、株主としての公益団体、準公益団体または民間団体によって、公的な目的を推進するために、どのようなメカニズムが適用されたのかも質問されるべきである。

② 構成国は、明白な取締役会の固定化—それは、フォーラムの意見ではコーポレート・ガバナンスの見地から受け入れることができない—を作り出す力を提供する、どのような非比例的メカニズムが適用されるのかを問われるべきである。取締役会は、株主に説明することができなければならぬし、かつ株主は、会社法メカニズムによって取締役会の構成を決

定することができなければならないであろう。構成国が、非比例的メカニズムの利用によって作り出されうる明白な取締役会の固定化を見つけた場合には、その力を失わせるために、構成国が—もしあるとすれば—、どのような措置を講じようとしているのかが問われるべきである。

(c) EUの議決権行使の仕組みの発展および信頼できる投資者

議決権を経済的損失の可能性 (economic exposure) から分離することに用いられる市場メカニズムによって惹き起こされる懸念は、EUにおける議決権行使の仕組みの発展がきわめて不十分であり、それは、会社がその株主を確認することができないということ、そして株主はその議決権を効率的に—とくに国境を越えて—行使することができないという結果となって現れている。その結果、会社と株主は、わずか2、3の株式保有者による重要な議決権行使によって損害を被りやすいことになる。フォーラムが、委員会の株主権の行使に関する指令案についての勧告(前述I.(3)参照)において指摘したように、この点で、証券仲介者の役割がきわめて重要である。この役割は、株主権指令(2007年採択)⁽⁵³⁾において部分的に取り扱われているにすぎず、したがって、緊急の問題として、さらに対処していく必要がある。投資者の役割もまた重要である。機関投資家は、受益者および市場参加者が、一般に、機関投資家の行動を監視することができるように、その議決権行使の政策および実際を開示する義務を負うとされるべきである。

3. 批評

(1) 資本と支配の比例性の問題は、主として、一株一議決権の原則を堅持すべきか、その原則をどこまで緩和すべきか(することができるか)、という問題である。構成国の規制の枠組および実態ともに、かなりの隔たりがある⁽⁵⁴⁾。たとえば、フランス商法典L225-123条1項は、定款または

(53) 株主権指令における規制について、正井・前掲注(1)「EUの株主権指令について」は、ドイツと日本の法規制との比較において論じる。

特別の株主総会で、2年以上株式を保有している株主に、他の株主に与えられる議決権の2倍の議決権を与えることを認めている⁽⁵⁵⁾。これに対して、ドイツにおいては、上限付き議決権株式の発行は上場会社について禁止され、また、複数議決権株式の発行も原則として禁止されている（株式法施行法5条）⁽⁵⁶⁾。

(2) このような実態に鑑みて、フォーラムは、初めに、EUにおいて、一律に一株一議決権を強制する基盤が存在しない、と明言する。それを出発点として、非比例性から生じる弊害にどのように取り組むべきかを論じている。そして、開示によって、その弊害に対処すべきであると主張する。その実効性が確保されるかが問題となる。構成国における規制の違いが大きいことに照らすと、フォーラムの見解が最大公約数的なものといえよう。この問題は、EC条約が定める資本移動の自由（56条）にも関係し、そこからいわゆる黄金株の条約適合性が問題となり、それに関するヨーロッパ裁判所の判決が注目される⁽⁵⁷⁾。

(3) 日本の2005年会社法は、「公開会社」（2条5号）（上場会社を含む）について、一株一議決権を原則としつつ（308条1項）、その例外を定める（同項、同条2項など）。複数議決権株式、議決権に上限の付いた株式の発行は認められない。これに対し、「公開会社でない株式会社」については、定款で、株主ごとに異なる取り扱いをする旨定めることができる（109条

(54) 詳細は、Report on the Proportionality Principle in the European Union, op. cit., Fn. 44, pp. 14-96.

(55) 1966年会社法175条と同じ（同条の邦訳・解説として、早稲田大学フランス商法研究会（編）『フランス会社法（増補版）』（1980、国際商事法研究所）149頁）。また、スウェーデン株式会社法4章5条は、「どのような株式であっても、他の株式の議決権の10倍を超えて議決権を行使することはできない」（1株10議決権まで認められる）とする。

(56) 詳しくは、加藤・前掲注（42）327頁以下。

(57) 参照、正井・前掲注（51）29頁以下、50頁以下、同「EUにおける資本移動の自由とその制限」福田耕治（編）『EUとグローバル・ガバナンス』（2009、早稲田大学出版会）35-64頁、小塚・前掲注（51）。

2項)。したがって、特定の株主に、他の株主よりも多くの議決権の付いた株式を発行することもできる。また、会社法108条は、「公開会社」にも、拒否権付き株式（いわゆる黄金株）など多様な種類株式の発行を認める⁽⁵⁸⁾。そして、特定の種類株式だけに譲渡制限を付けることができる（108条1項4号）。たとえば、拒否権の付いた種類株式が、会社の経営者・株主などにとって好ましくない株主に渡ることを阻止するために、その株式の譲渡を制限することができる（いわゆる敵対的買収に対する防衛策としての利用）。しかしながら、このような種類株式を発行した会社の上場は認められるべきではない。このほか、取得条項付株式は、一定の条件を満たせば、会社が強制的に自社の株式を取得できるもので、定款を変更し、株主総会の特別決議によって導入することができる。その後、経営陣による公開買付け（MBO）に、この取得条項付き種類株式が利用され、会社を締め出された株主との間で、買取り価格をめぐる争いを惹き起こしている⁽⁵⁹⁾。それゆえ、そのような株式の発行に際しては、経営者（取締役、執行役）による詳細な情報の開示、とくに、その発行が、株主平等の原則（109条1項）に反するものではないこと、そして既存の株主（とくに少数派株主）の利益を侵害するものではないことの詳細な理由が示されなければならない。さらに、立法論として、少数派株主の保護のために、法令により、いわゆる支配権プレミアムを考慮して、買取り価格についての一定の

(58) 詳しくは、江頭憲治郎『株式会社法（第2版）』（2008、有斐閣）113-161頁、江頭憲治郎＝門口正人（編集代表）『会社法大系2』（2008、青林書院）73-94頁（豊田祐子）、など。

(59) たとえば、レックス・ホールディングスの事例について、太田 洋「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討」商事法務1848号（2008）4-14頁、など参照。また、笠原武朗「少数株主の締め出し」前掲注（41）森＝上村（編）『会社法における主要論点の評価』113-135頁は、株式買取り請求の手続きが厳格すぎることで、裁判費用は申立人の負担となること（非訟26条）、などの問題点を指摘する。そもそも、裁判所は、「公正な価格」の決定に必要な情報も、能力も有していない（稲葉威雄「会社法の論点解明（10）」民事法情報255号（2007）39-41頁）。

基準を設定することが必要である⁽⁶⁰⁾。

V. 取締役の報酬に関する声明

1. 総 説

(1) EU 委員会は、「取締役の報酬の適切なシステムの促進に関する勧告」(2004年7月)と「非業務執行取締役または監査役員の役割の強化に関する勧告」(同)が、どの程度、構成国において実施されているかを調査した(後述2.(3)参照)。2007年7月、その結果が一2つの報告書にまとめられて一公表された⁽⁶¹⁾。そのうち、報酬に関する報告書は次のように述べている。すなわち、「報酬は、業務執行取締役にとって、利益相反が起るおそれのある領域の一つである。役員への過度の報酬は、多くの会社の詐欺事件・不祥事においても、しばしば重要な役割を演じてきた。委員会は、この問題に関して高度の開示基準を定め、そして報酬に関する議論に、株主がより強く関与することを勧告している。構成国において、取締役の報酬は広く開示されているが、その確定に株主を全面的に関与させることについて、構成国は、相変わらず気乗り薄である」と。また、マックリービィも、構成国に対し、報酬の基準を定める際に、株主をより強く関

(60) 株主平等の原則の観点から、種類株式に対する理論的批判として、稲葉・前掲注(59)26頁以下。なお、上場との関連で、株式会社東京証券取引所=種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」(2008年1月16日公表)参照。

(61) Commission Staff Working Document, Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors' remuneration, SEC (2007) 1022; Commission Staff Working Document, Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, SEC (2007) 1021.

与させるように呼びかけた⁽⁶²⁾。

(2) 取締役の報酬の規制のあり方については、2008年後半から現在に至る金融危機・経済危機において、より大きく、かつ緊急の問題として登場している。それは、会社の業績が落ち込んだために、多くの労働者を解雇しながら—さらには国からの資金で会社を救済してもらいながら—、取締役には巨額の報酬が支払われているという実態がある。これは、アメリカ合州国の投資銀行、保険会社などにおいて顕著であるが⁽⁶³⁾、ヨーロッパの会社においても一程度の差こそあれ—現実となり、世論の憤激を惹き起こしている⁽⁶⁴⁾。そこで、たとえば、ドイツでは、連立政権を担っているキリスト教民主同盟 (CDU) と社会民主党 (SPD) が、2009年3月10日、取締役の報酬規制案を提出した。そこでは、報酬額が確定された後、会社の状態が著しく悪くなった場合、監査役会が取締役の報酬を減額することができるとする株式法87条2項を活用すること、そして報酬額の決定に際して、監査役会の注意義務の程度を引き上げることが考えられている⁽⁶⁵⁾。EU委員会も、役員報酬の規制について、利害関係者と協議するた

(62) Press Releases, 19 July 2007, IP/07/1147.

(63) たとえば、4回にわたり計1700億ドルに達する税金の投入によって救済された世界最大の保険会社 AIG は、2008年分のボーナスとして、幹部約400人に、計約2億2000万ドル (2008年12月に5500万ドル、2009年3月10日に1億6500万ドル) 支払った (The New York Times, March 16, 2009 (Kate Phillips))。3月の支払いにおいて、1人は最高額の650万ドル、また6人は各400万ドルを超える額の支払を受けた (The Wall Street Journal, March 24, 2009)。また、朝日新聞2009年1月9日3面 (織田一=金井和之=斎藤徳彦)、など参照。

(64) たとえば、ドイツのドレスナー銀行 (Dresdner Bank) (保険会社 Allianz の完全子会社) は、2008年事業年度に63億ユーロの損失を出し、2008年8月末、コメルツ銀行 (Commerzbank) に98億ユーロで買収されることになった (買収完了は2009年1月12日)。買収によって任期途中で退任することになったドレスナーの9人の取締役は、総額5800万ユーロ (2400万ユーロの補償金 (Abfindung) と3400万ユーロの賞与) を得た (Manager-Magazin. de, 27. 3. 2009, など)。また、朝日新聞2009年4月11日10面 (イギリス、フランスなどの例を紹介) 参照。

(65) Formulierungshilfe für die Fraktionen der CDU/CSU und SPD, Gesetz zur

めに、2009年3月23日に、ブリュッセルで大規模な公聴会を開催した⁽⁶⁶⁾。フォーラムもまた、翌3月24日、取締役員および業務執行者の報酬に関する声明を出した⁽⁶⁷⁾。フォーラムは、構成国が、声明に述べられた原則をコーポレート・ガバナンス・コードに取り入れるように望み、そして、EU委員会が、その原則に対応した勧告をするように主張している。さらに、声明は、上場会社が、その報酬決定過程のルールおよび個々の取締役の報酬額を開示することを確保するための適切な手段が定められた指令を採択するように提案している。以下、この声明を紹介する。

2. フォーラムの声明

(1) 現在の金融危機によって、取締役の報酬の問題が議論の中心となった。変動報酬の仕組みによって作り出されたインセンティブ—それは、金融機関によって過度のリスクをもたらすかもしれない—および増える一方の報酬額に関して問題が生じている。

(2) フォーラムは、金融機関の取締役に関する報酬の問題と、一般的なコーポレート・ガバナンスの問題としての報酬の問題とは区別されるべきであると考えている。金融機関による財務〈金融〉上のインセンティブとリスクをとることとの間に関しても、また金融機関の取締役の報酬と従業員の報酬との間に関しても、金融機関は、特別の取り扱いをするに値する特殊な体系上の特徴（systemic characteristics）を持っている。

(3) 執行取締役の報酬は、明らかに会社のガバナンス制度の重要な要

Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG). http://www.bmj.bund.de/enid/4309028fe71224fadf0e1dd2969bb693,0/Corporate_Governance/Offenlegung_von_Managergehaeltern_sl.html から入手できる。その後の経過については、<http://www.bmj.de/managergehaelter>

(66) 参照、http://ec.europa.eu/internal_market/company/directors-remun/index_en.htm

(67) 声明は、http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm から入手できる。

素である。最近20年の間に、変動報酬が導入され、そして通常、その程度が一現金においても、株式においても、そして株式を取得することにおいても一増えるという根本的な変化が生じた。この正当化のために持ち出された主な理由は、変動報酬は、執行取締役の利益と上場会社の株主の利益とを調整することに役立つであろう、ということである。他方、経験が次のことを示している。すなわち、変動報酬の仕組みが、ますます複雑になり、場合によっては、過度の報酬および相場操縦 (market manipulation) をもたらした、ということ。このことは、取締役の報酬の適切な開示および取締役の報酬を決定する過程における株主と非業務執行取締役の役割〔のあり方〕の問題を惹き起こした。2004年に、EU 委員会は、取締役の報酬の開示および株主と非業務執行取締役の役割に関する勧告を出した⁽⁶⁸⁾。しかし、その勧告の影響力はきわめて小さいものであった⁽⁶⁹⁾。

(4) フォーラムは、取締役の報酬というテーマをさらに前進させる必要があると考える。そうすることで、次の三つの問題について異なる規制処理をする正当な理由となる。つまり、①取締役の報酬方針などの開示、②取締役の報酬の決定過程、③取締役の報酬の内容、である。

(5) ①上場会社の報酬方針および取締役（業務執行取締役および非業務執行取締役）の個別報酬の開示ならびにそのすべての実質的な変動の開示は、EUにおける全上場会社に強制されるものとすべきである。報酬方針、その構造の開示および個々の取締役への報酬支払の開示とともに、株主にとって、取締役の報酬を適切にコントロールし、そしてその仕組みから生じるリスクを正しく評価するために必要である。その開示は、株主が、取締役の報酬の構成要素を十分に理解することができるほど充実した詳細を含み、かつ先に与えられた賞与の達成に向けた進展も含むべきであ

(68) この2つの勧告の紹介として、正井・前掲注(1)「EUのコーポレート・ガバナンス」157頁以下、166頁以下。

(69) 前掲注(61) Commission Staff Working Document, SEC (2007) 1022 of 13. 7. 2007. 勧告を国内法化したのは、オランダのみであった (Handelsblatt.com, 21. 4. 2009 (Ruth Berschens))。

る。さらに、開示は、年金取得の資格およびその増加および他の現物による利益に関する細目を含むべきである。そのような開示なしには、取締役の報酬に対する株主のコントロールは幻想となる。

フォーラムは、すべての構成国がこのような開示を上場会社に強制すべきであると考えている。すなわち、現在、構成国の約60%が報酬方針の開示を義務づけているにすぎず、そして取締役報酬の個別開示を義務づけている構成国は、約3分の2にすぎない⁽⁷⁰⁾。フォーラムは、そのような開示の義務付けが、EUの指令に含まれることを勧告する。

(6) ②執行取締役の報酬設定の適切な過程として、執行取締役が、どんな形であれ執行取締役の報酬の設定に関与しないことが要求される。その代わりに、それは、非業務執行取締役および株主に委ねられるべきである。株主が、個々の取締役の報酬を決定しない場合には、その支払は、報酬方針の枠組みの中で、非業務執行取締役によって決定されるべきである。執行取締役の報酬決定に参加した非業務執行取締役は、会社およびその業務執行取締役から独立しているべきである。株主は、助言的資格または拘束力のある資格を問わず、報酬方針およびその実質的変更に関して投票することができるべきである。株主が、個々の取締役の報酬を決定しない場合、株式または株式を取得する権利を取締役に与える計画または株価の動きにもとづいて報酬を与える計画は、株主によって承認されるべきである。

(7) 取締役の報酬について助言する報酬コンサルタントは、会社、その執行取締役およびその他の上級経営者から独立していなければならない、かつ非業務執行取締役に助言するだけとすべきであり、かつそれによって指名されるべきである。

(8) 構成国は、そのような過程のルールを、上場会社に適用が義務づけられるコーポレート・ガバナンス・コード（つまり、「遵守せよ、さもな

(70) 参照、前掲注(69) Commission Staff Working Document.

ければ説明せよ」)に含める義務を負うものとすべきである。このような報酬設定過程のルールを、国内のコーポレート・ガバナンス・コードまたは制定法に含める構成国の義務は、EUの指令において定められるべきである。

(9) ③取締役の報酬の内容は、EUのレベルで、強制的な方法で規制されるべきではないであろう。会社の取締役のどのような報酬構造およびレベルが、固有の事情に照らして適切であるかは、会社および株主が決定することである。そして、構成国における慣行および伝統が尊重されるべきである。それにもかかわらず、過去および最近の経験にもとづいて、一般に、最良の慣行が、次のことを確保するために発達していることが明らかである。すなわち、報酬方針が会社の短期の利益よりも、中期および長期の利益を促進すること、会社のリスクに関する奨励給の効果に適切な考慮が払われるべきであること、過度の報酬が排除されること、そして相場操縦の範囲をできるだけ少なくすること、である。

(10) フォーラムは、そのような最良の慣行の重要な要素として、次のことが含まれると考えている。すなわち、

① 変動報酬(典型的に短期の要素と長期の要素の双方を持っている)のレベルは、全報酬額に比べて適度な(reasonable)額であるべきである。一般に、変動報酬の要素が大きくなればなるほど、受益者〔報酬を受ける取締役〕の個人的利益への集中が強くなり、会社とその株主の長期的利益が損われるおそれが出てくる。会社は、株主による承認を前提とした報酬方針内で、変動報酬に関する明確な方針を発展させるべきである。その方針は、変動報酬のすべての要素に関する最大限度を設定すべきである。

② 変動報酬は、会社の実際の成長および会社およびその株主のための実際の富の創造を表す要因(factors)と結びつけられるべきである。変動報酬のために考慮されるべき要因は、非業務執行取締役によって、独立して再検証されるべきである。変動報酬が短期的な成果へ集中することを減らすために、会社は、年間賞与の主要な部分を、たとえば、2年から4年

の期間を超えて会社による好調な業績が続くことを条件として出されるように、先延ばしすることを考えるべきである。

③ ストック・オプション（前もって決定された行使価格で株式を取得する権利）は、相場操縦のリスクを高めることになり、そして株価を上昇させる賭博（gaming）に利用されるおそれがある。これらのリスクは、オプションの行使権（vesting）が先に延ばされ、そして業績の状態に従う場合には軽減されうるであろう。成果を伴わないストック・オプションは、報酬方針から除外されるべきである。

④ 長期の奨励報酬制度の下で執行取締役役に認められた株式は、業績が条件を満たした期間後にのみ与えられるべきである。少なくとも非業務執行取締役による決定としてのそれらの株式の一定数（たとえば、年間報酬全体の価値の2倍）が、業務執行取締役の雇用の終了まで一株式授与（share grant）の結果として、納税することができるように売却される必要がある株式の一部は例外として一取締役によって保有されるべきである。

⑤ 適用することができる雇用法および会社法の下で、可能な範囲内で、会社は、非業務執行取締役の裁量により、後に、不正行為（wrongdoing）または違法行為（malpractice）による重要な虚偽の表示があったことが発見されたという結果にもとづいて、業務執行取締役に支払われ、または授与された報酬要素に結びついて実行されたものを取り戻す権利を留保しておくべきである（クローバック clawback⁽⁷¹⁾）。

⑥ 執行取締役への退職金は、年間報酬額の2年分に制限されるべきであり、業績不振のために退任する場合には、支払われるべきではないであろう。長い退任予告期間（long notice period）その他の方法によって2年分の制限が回避されるべきではないであろう。

⑦ 年金の受給資格は完全に開示されるべきであり、退任する取締役の

(71) clawback は、回収・取り戻しの意。前掲注(63)朝日新聞2009年1月9日3面、日本経済新聞2009年4月8日（夕刊）5面（十字路）参照。

ために任意に増額することは避けられるべきである。どんな現物給付も、報酬パッケージ〈全体〉の一部とされるべきであり、かつ完全に開示されるべきである。

⑧ 執行取締役の報酬を、仲間集団 (peer group) における会社の取締役の報酬を基準として定めることは、そのようなグループの平均または上位 4 分の 1 での報酬を取締役に与えることを狙いとしている実務と結びついて、すべての会社の取締役の報酬に対して、自動的に上昇させる圧力 (ラチェット効果 ratchet effect)⁽⁷²⁾ を作り出し、そしてそれは、これらの会社の潜在的な業績 (underlying performance) または取締役個人の業績と何の関係もない。非業務執行取締役は、会社全体の一貫性のある公正な報酬方針を確保するために、執行取締役の報酬を仲間とともに外部に対して定めるだけでなく、会社内部の他の従業員の報酬とともに内部的に定めるべきである。

⑨ 非業務執行取締役は、執行取締役が受け取る報酬全体が、会社の業績およびそれらの個人的業績に関連して公正であり、かつ法外なものでないということを確認するために、方式 (formulae)、目的 (targets) および基準 (benchmarks) にもとづいて計算された現在の報酬を変更する裁量権を持つべきであり、かつそれを行使するべきである。定められた報酬の仕組みの運用の修正は、どんなものであれ完全に開示されるべきである。

(11) これらの実施 (practices) は、上場会社が適用を義務づけられているコーポレート・ガバナンス・コード (つまり、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」) に含まれるべきである。フォーラムは、構成国に対する EU 委員会の勧告が、そのような最良の慣行 (best practices)⁽⁷³⁾ の進展を支援

(72) 「ラチェット効果」は、通常、個人 (自然人) が、可処分所得が減少しても、貯蓄を取り崩すなどで一定の消費水準を維持する行動をとることについて用いられる。

(73) イギリスの「ビジネス・企業および規制改革省 (BERR)」による最良の慣

すること、そして構成国が国内のレベルで、専門家との協議を開催し、どのように最良の慣行が構成国のコーポレート・ガバナンス・コードに含まれるかを監視することを勧める。

3. 批評

(1) 業務執行取締役の報酬規制のあり方についてのフォーラムの声明は、2004年の委員会の勧告とその後の実態調査を踏まえ、さらに現在の金融危機・経済危機において生じている実態を直視して出されたものである。声明は、役員報酬をめぐる個々の問題点を明らかにし、そして、報酬方針などの開示、決定過程、報酬内容に分けて具体的な提案をしている。とくに、報酬方針が、会社の短期的利益よりも、中期・長期の利益を促進するようなものであるべきことを強調する。そして、ストック・オプションの危険性を指摘し、報酬の決定過程における非業務執行取締役の役割を重視している。また、その過程において株主が関与する必要性を主張している。報酬内容に関し、とくに変動報酬（利益連動型）報酬に対する規制について詳細に論じている。それらは妥当なものと評価されよう。

(2) 報酬を決定する過程のルールは、コーポレート・ガバナンス・コードまたは制定法で定められるべきである、とフォーラムはいう。しかし、報酬方針の開示および報酬内容は、制定法ではなく、コーポレート・ガバナンス・コードにおいて定められるべきであるとする。つまり、EUの指令において定めるのであれば、国内法化され、法的拘束力を持つことになる。しかし、コードであれば、会社・経営者を拘束しない（コードにおける提案に反しても、それを説明すれば足りる）。この点が声明の問題点であろう⁽⁷⁴⁾。

行の説明として、<http://www.businesslink.gov.uk/bdotg/action/detail?type=RESOURCES&itemId=1074450434>

(74) EU 委員会は、フォーラムの声明および公聴会での審議の結果を受けて、上場会社の取締役が任期途中で退任する場合に受け取る補償金の上限を、一般

(3) 日本では、取締役の「報酬等」(会社法361条1項参照)については、定款または株主総会の決議において決定される(同361条)。そして、取締役が、報酬等に関する議案を株主総会に提出する場合、「株主総会参考書類」(同301条1項参照)に、報酬額の算定の基準など、施行規則82条で定められた一定の事項を記載しなければならない。また、公開会社の取締役などの報酬は事業報告—計算書類と共に株主へ提供される(同437条)の記載事項とされる(施行規則119条2号, 121条4号)。そこでは、3つの方法が示されている。すなわち、①取締役、会計参与、監査役または執行役ごとの報酬等の総額を記載する方法(施行規則121条4号イ)、②役員全部の報酬等を個別に記載する方法(同条4号ロ)、③役員の一部だけ、報酬等の額を個別に記載し、残りの役員については、①のように役職ごとに総額を記載する方法(同条4号ハ)である⁽⁷⁵⁾。この規定の仕方は、取締役などの報酬額の個別開示を強制することなく、会社が個別開示をするのであれば、それでもかまわないとするにすぎない。実際に、日本においても、外国人株主の増加なども背景に、役員報酬の個別開示を求める声が大きくなっている⁽⁷⁶⁾。しかし、経営者の抵抗が強く、上場会社のほとんど

に、年取の2年分とし、そして株式オプションは、付与されて3年経過後に行使用することができる、という案を示している。マックリーヴィは、それを指令ではなく、勧告によって実施するつもりであるという。それに対し、それでは2004年の勧告の二の舞になる、と批判されている(Handelsblatt. com, 21. 4. 2009による)。その批判にもかかわらず、委員会は、2009年4月29日、2004年の勧告を補充する勧告と—その二つの勧告を補充する—金融サーヴィス部門における報酬政策に関する勧告とを公表した(http://ec.europa.eu/internal_market/company/news/index_en.htmより入手できる)。

(75) 委員会設置会社では、報酬委員会が、取締役と執行役の「個人別の報酬等の内容に係る方針」を定め(会社法409条1項)、それにしたがって、個人別の報酬等の内容が決定される(同404条3項, 409条2項)。しかし、事業報告に記載するのは「方針」に関する事項で足りると解されている。したがって、株主が知ることができるのは「方針」だけである。参照、小松岳志=澁谷 亮「事業報告の内容に関する規律の全体像」商事法務1863号(2009)10-25頁(14頁以下)。

(76) ソニー株式会社に対し、株主団体である株主オンブズマンは、株主提案とし

が報酬の総額を開示するにとどまる⁽⁷⁷⁾。

VI. 国境を越えたコーポレート・ガバナンス・コードに関する声明

1. 総 説

2009年3月24日、フォーラムは、「国境を越えたコーポレート・ガバナンス・コードに関する声明」を発表した。「遵守せよ、さもなければ説明せよ」という原則にもとづくコーポレート・ガバナンス・コードは、もっぱら上場会社を対象としている。そこで、たとえば、コーポレート・ガバナンス・コードが証券取引所によって定められている場合に、会社がEU域内で複数の証券取引所に上場しているとき、どのコードの適用を受けるのが問題となる。その解決案を提示したのがこの声明である。

2. フォーラムの声明

(1) フォーラムは、2006年2月22日の「遵守せよ、さもなければ説明せよ」に関する声明において、会社が、ある構成国において設立され、その株式が一つまたは二つ以上の他の構成国において上場されている場合のコーポレート・ガバナンス・コードの適用について、フォーラムとして関心を持っていることを表明した。このことは、時には、コーポレート・ガバナンス・コードが、二つの裁判管轄権において二重に適用されることを

て、「報酬委員会が決定した取締役が受ける個人別の報酬の内容については、報酬額上位5名の取締役の個人別の額を毎事業年度の株主総会招集通知の事業報告に記載して開示する」という条文を定款に新設するように求めてきた（参照、<http://www.kabuombu.sakura.ne.jp/2009/20090415.html>）。

(77) 参照、朝日新聞2007年6月16日夕刊1面。もっとも、欧米では、個別開示が報酬額を抑制するよりも、かえって増加させる結果になった（日本経済新聞2008年12月11日14面参照）。だからといって、日本でも個別開示によって同様の結果になるとはいえないであろう。

もたらずかもしれないし、他方では、特定の上場会社に適用されるコーポレート・ガバナンス・コードがないという結果をもたらすかもしれない。

(2) このような結果をもたらしている重要な要因は、コードならびにコードに従うか、または従わないときに説明する義務にとって、法的基础が異なることにある。たとえば、①オランダおよびドイツの場合のように、この義務が会社法にもとづいている場合がある。そこでは、特定の構成国において設立された会社に、その国のコードに従うことを要求し、その会社の株式がどこの国で上場されているかに関わらないとしている。②他のケースでは、イギリスおよびスウェーデンのように、この義務は証券取引所の上場規則において定められている。そこでは、会社が、その構成国における証券取引所を第一次の上場 (primary listing)⁽⁷⁸⁾ とする場合、その会社がどこで設立されたかに関係なしに、その国の取引所のコードに従うことを要求している。最後に、③フランスのように、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」という義務に関係した特定のコードを持っていない構成国や、または上場会社に、そのような義務を課していない構成国もある。

(3) 結果として、たとえば、オランダまたはドイツにおいて設立された会社が、スウェーデンまたはイギリス⁽⁷⁹⁾ に第一次の上場をしている場

(78) ロンドン証券取引所では、会社に、第一次の上場と第二次の上場 (secondary listing) の選択を提供している。第一次の上場については、会社 (発行者) に対し、上場規則が定める要件をすべて満たすこと、かつヨーロッパにおいて開示することが要求される。もっとも、会社が初めて上場する場合または唯一の上場には必ずしも要求されない。第一次の上場では、会社が、イギリスのゴールド基準 (gold standard) (EU の指令と同等で、かつ金融サーヴィス行動計画の一部として実施されるもの) を満たすことが期待されている。すでに、本国の管轄において上場されている会社は、本国での上場を取り止めることなしに、イギリスにおける第一次の上場を選択することができる。そこでは、普通株 (ordinary shares) のみを上場することができる。<http://www.londonstockexchange.com/en-gb/products/companyservices/ourmarkets/mainmarket/aboutmainmarket/Listing+criteria/Listing+equity.htm> による。

合、オランダまたはドイツのコーポレート・ガバナンス・コード（株式が、「組織された市場（Regulated Market）」⁽⁸⁰⁾に上場されているオランダまたはドイツで設立された会社に適用される）ならびにスウェーデンまたはイギリスのコードに服する。他方、スウェーデンまたはイギリスにおいて設立された会社が、オランダまたはドイツに第一次の上場をしている場合、スウェーデンまたはイギリスのコードにも、オランダまたはドイツのコードにも服さない。

(4) EUの会社法第4指令および第7指令を改正する指令⁽⁸¹⁾は、第4指令に新しい46a条を導入した⁽⁸²⁾。同条は、組織された市場で株式を取引することが認められた会社に、その年次報告書において、コーポレート・ガバナンス説明書を含めることを要求している。この報告書において、とくに、会社が服するか、または適用を決定したコーポレート・ガバナンス・コードに言及すること、そして会社が、そのコードの規定に従わないときは、その理由を記載すべきものとされる⁽⁸³⁾。そこでは、会社がコー

(79) 原文には、「イギリス」はないが、次の文章との対比から筆者（正井）が挿入。

(80) 2004年の金融商品市場指令4条1項14号によると、「組織された市場とは、市場運営者によって営まれ、かつ（または）管理された多角的システム（multilateral system）であり、そのシステムは、金融商品の売買への多数の第三者の関心を、システム内で、かつ非裁量的ルールにしたがって、金融商品に関する契約をもたらす方法で結びつけ、または結びつけたものを促進するものであり、そしてその金融商品は、ルールにしたがって、かつ（または）市場システムの下で取引することを認可され、ならびに認可を得たものであり、規則的に、かつ第三章の規定に従って機能するものである」。

(81) Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings, OJ L 224, 16. 8. 2006, p. 1.

(82) 連結決算書に関する第7指令36条2項f号は、第4指令46a条を引用。参照、正井・前掲注（1）「EUのコーポレート・ガバナンス」187頁。

ドに従わない範囲内で、コードのどの部分に従わないのかを説明し、そしてその理由を説明すべきものとされる。会社が、コードのすべての規定を適用しないと決定する場合、会社は、その理由を説明しなければならない。

(5) 第4指令46a条は、構成国に、上場会社が適用しなければならない一つのコードを指示する義務を課すものではない。また、同条は、国境を越えた(多数の)上場から結果として生じるかもしれない二つの管轄からコードを二重に適用することの可能性または適用されるコードがないということを取り扱うものではない。フォーラムは、このようなことは望ましくないと考える。フォーラムは、EUにおいて設立された会社であって、その株式が組織された市場で取引されることを認められたものは、少なくとも一つのコードの適用を受け、かつ実質的に二つ以上のコードを適用する必要はない、と考えている。そうするために、フォーラムは、次の新しい二つのルールの導入を勧める。すなわち、

① EUにおいて設立された会社であって、その株式が組織された市場で取引されているものに、登記上の本店が置かれている構成国か、またはその株式が第一次の上場されている構成国か、のどちらかにおいて適用されているコーポレート・ガバナンス・コード(つまり、遵守せよ、さもなければ説明せよ)を適用する要件。

会社が設立された所と、その株式が、組織された市場で取引されている所とが、同一国内にある場合には何の問題も生じない。それらが同一国内ではない場合、会社は、その2つのコードのどちらを適用するかを選択すべきものとする。

② 構成国は、その国において登記されたか、またはその国の組織され

(83) フォーラムの声明は、このように説明する。しかし、条文では、「…コーポレート・ガバナンス・コードを遵守したか否か、どの程度遵守したかに関する説明…」を含むものとされるだけで、遵守しない理由まで記載することは要求していない(ドイツのコーポレート・ガバナンス規準も同じであるが、実際には、その理由も記載している会社が多い)。

た市場において株式を取引することが認められたかのどちらかの会社で、しかし、他の構成国のコーポレート・ガバナンス・コードが適用されている会社（その構成国において登記されているか、またはその株式が、その構成国において取引されているかのどちらかであるゆえに）に対しては、その会社の現在の実務（actual corporate practices）が、どの点において、その構成国のコーポレート・ガバナンス・コードにおいて定められた実務から著しく離れているかを説明するように要求できるにすぎないものとされる。

（6）この②のルールは、すでにイギリスの上場規則（LR 9.8.7）において適用されている⁽⁸⁴⁾。すなわち、LR 9.8.7は、「外国の会社〔つまり、イギリスにおいて設立されてはいない会社〕で、〔イギリスにおいて〕第一次の上場をしているものは、その年次報告書および計算書において、次のことを開示しなければならない。すなわち、（1）設立国のコーポレート・ガバナンス制度を遵守しているかどうか、（2）その現在のコーポレート・ガバナンスの実務が、統合コードにおいて定められたものと著しく異なる点、（3）略」とする。

同様に、ニューヨーク証券取引所は、外国の私企業である発行者（foreign private issuers）⁽⁸⁵⁾に、コーポレート・ガバナンスに関する上場基準

(84) <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/9/8から入手できる>。
LA9.8.7は、2005年7月1日に改正。FSAは、2008年12月に、上場規則の改正に関する協議文書を公表し、その中で、本条項の改正案を提案している（CP08/21: Consultation on amendments to the Listing Rules and feedback on DP08/1（http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Policy/CP/2008/08_21.shtmlより入手できる）。それによると、ロンドン市場の国際性に鑑みて、同市場に第一次の上場している外国の会社に、イギリスの上場規則に取り入れられた統合コードのアプローチが、他の管轄におけるコーポレート・ガバナンスにも有効であるとする。そして、イギリスのコードとの比較を外国の会社に要求することによって、そして統合コードのどの領域が外国の会社の実務と一致しているかを記述させることによって、投資者が、外国の会社のガバナンスをより容易に評価することができるように、開示内容を改正することを提案している。

(85) 1934年証券取引所法にもとづく SEC Rule 3b-4において定義されている。

の適用を免除するが、それらのコーポレート・ガバナンス実務が、ニューヨーク証券取引所の上場基準に服するアメリカ合州国内の会社によって遵守されたものと著しく異なる点を開示するように求めている (303A(11))⁽⁸⁶⁾。

(7) ①に述べたルールの長所は、国境を越えて株式を上場している会社が、それに特有の事情、会社法の構造、株主の基盤 (base)、ガバナンスの伝統などに照らして、二つの適用可能なコードのうち、適用を望む方を選択する自由を有するという点である。しかし、会社は、設立国のコードか、または組織された市場で、その株式を取引することが認められた構成国のコードかのどちらかを選ばなければならない。

②のルールは、二つの適用可能なコードの二重の適用を避けている。しかし、現在のコーポレート・ガバナンス実務が、適用されないコードにおいて定められたものと著しく異なる点を開示するように求めている。株主は、二つのコードが二重に適用されることなく、完全に情報を知らされることになる。

3. 批評

この声明において、コーポレート・ガバナンス・コードの二重適用を排除するために、フォーラムは、二つの方法を提示している。その提案は妥当なものといえよう。なお、EU 委員会は、これまでの制定法としての規則・指令の必要性を再検討して、できるだけ簡素化しようという考えに立っている。そして、その反面として、委員会は、自主規制としてのコーポレート・ガバナンス・コードを推進しようとしている。その際、問題となる点を取り除いておく必要がある。このフォーラムの声明は、委員会の意図に応えようとしている。

(86) <http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf> から、解説 (commentary) とともに入手できる。

おわりに

(1) コーポレート・ガバナンスに関係する問題として、フォーラムは、コーポレート・ガバナンス・コードが採用する「遵守せよ、さもなければ説明せよ」の原則、リスク管理と内部統制、資本と支配との比例性、取締役の報酬、国境を越えたコード（二重適用の可能性など）というテーマを取り上げている。EUでは、これらのほか、少数派株主の保護、独立した非業務執行取締役の役割、取締役会内部の委員会のあり方といった点について議論されている⁽⁸⁷⁾。

(2) フォーラムは、現在の金融危機・経済危機の状況において明らかになった取締役の法外な報酬・賞与と、それに対する世論の批判を踏まえて、業務執行取締役の報酬について詳しく論じている。また、企業不祥事の頻発に照らして、リスク管理・内部統制の問題にも力点を置いている。これらの根底には、一般大衆〈EU市民〉の企業（とくに上場会社）と市場に対する信頼を回復させようという意図がある。

(3) このほか、フォーラムは、制定法の簡素化という考えに立脚して、その実現のための一つの方策として、コーポレート・ガバナンス・コードによる上場会社に対する規律づけを推進しようとしている。ここで忘れてはならないのは、コードが制定法の存在を前提とし、それを補完する役割を担っているということである。すなわち、上場会社は、コードを遵守しなくても、説明すれば足りるのであるから、その内容は、制定法よりも厳格な内容でなければ意味がない。一般に、制定法の規制が緩和されるという流れの中で、ソフトローとしてのコーポレート・ガバナンス・コードの役割が注目されている。しかし、日本の2005年会社法のように、少数派株

(87) 正井・前掲注(1)の文献のうち、早稲田法学に掲載の論稿のほか、関孝哉「欧州委員会によるコーポレート・ガバナンスの取り組み（上）（下）」監査役545号・546号（2008）参照。

主の権利が十分に確保されていない制度の下で、そして利益を得るためには制定法に違反することもいとわない経営風土の下では、ソフトローとしてのコードを設定しても、その実効性を期待することはできない（前述、II.2.2.2参照）⁽⁸⁸⁾。

(4) EU では、コーポレート・ガバナンスに関する多くの論点について、EU 委員会などの公的機関および民間の研究団体（ECGI⁽⁸⁹⁾ など）において、精力的に実態調査・研究・議論が展開されている。とくに、EU 委員会は、まず、弁護士事務所などに調査を委託し、その調査結果を受けて、構成国の専門家を集めて議論・報告させ、それにもとづいて勧告し、または指令案を作成している。その報告書などが公表され、外部の者もインターネットを通じて、即座に、かつ容易に入手することができる。これに対し、日本におけるコーポレート・ガバナンスに関する議論・研究は、その質・量の両面でEUの後塵を拝している感がある。コーポレート・ガバナンスの領域において、今後、EUの影響力が世界の他の国に強まるであろう。それゆえ、EUにおける議論ならびに規制を紹介・検討し、それとの比較において、日本の規制のあり方を考えていくことが有益である。

(2009年4月11日提出)

(88) 落合・前掲注(23)は、法ルールとガバナンス・コードを適切に組み合わせ、経営者を規律していくことを主張する。

(89) ECGI (European Corporate Governance Institute) は、国際的な非営利の研究団体。学界、立法者および実務家の間における議論と対話を目的としたフォーラム（公開討論の場）を提供している。主に、コーポレート・ガバナンスの問題とそれによる最良の慣行を促進することに焦点を当てている。ECGIのウェブサイト (<http://www.ecgi.org/organisation/overview.htm>) から有益な資料を入手できる。