

フランスにおける コーポレートガバナンス・コードと会社法

石 川 真 衣

1. フランスにおけるソフトローの位置づけとフランス会社法の構造
2. フランスにおけるコーポレートガバナンス・コードの概要と近時の改訂
3. フランスにおけるコーポレートガバナンス・コードと会社法の関係
4. おわりに

1. フランスにおけるソフトローの位置づけと フランス会社法の構造

「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」により取りまとめられた「コーポレートガバナンス・コード原案」（平成27年3月5日公表）が東京証券取引所の有価証券上場規程に取り込まれて平成27年6月より適用されるに至ったこと、及び同年5月より平成26年改正会社法が施行されたことを契機に、わが国におけるコーポレートガバナンスをめぐる議論はさきわめて活発なものとなった。コーポレートガバナンス・コードは、comply or explain 原則（遵守せよ、さもなければ説明せよ）を基礎に、企業組織の変革を促すものであり、わが国を含め活発な資本市場を有する多くの国に存在する。しかし、実際にコーポレートガバナンス・コードが有する意味は、その国の会社法のあり方に応じて変わり、より一般的

に、コーポレートガバナンスの問題として論じられるものは、国によって異なる。そこで特に明らかにすることが必要となるのは、会社法に対するコーポレートガバナンス・コードの位置づけである。本稿では、その検討の前段階として、2016年11月に新たな改訂を経たコーポレートガバナンス・コードを有するフランスを題材に、コーポレートガバナンス・コードと会社法の関係の検討を行うこととする⁽¹⁾。

フランスにおけるソフトローの出現背景には、現代国家の法に対する姿勢の変容があると言われる⁽²⁾。現代国家が転換期にあるとする認識を基礎に、法の形成及び機能について異なるアプローチがとられるべきであるとする考え方が示されるようになり、こうした考え方を背景とする「ポストモダン」期の法は⁽³⁾、ルールの一方的な決定方式を基軸とする従来の法の形成体制に対する一種の距離感を特徴とする。近時では、フランスにおける規制の量的増大が指摘され⁽⁴⁾、ベターレギュレーション（規制の質的向

(1) 本稿は、2017年3月18日に早稲田大学において開催されたシンポジウム「コーポレートガバナンス・コードと会社法制—コードの比較法的検討と会社法への熱意を巡って—」（主催：早稲田大学比較法研究所）における筆者の報告を基に執筆したものである。

(2) 国家と法の関係について、伝統的な法体系は国家を唯一の法の策定主体とし、一種の絶対性を有していたのに対し、近時は、従来型のシステムが崩壊しつつあり、一源的な法体系から、多源的なものへと変わりつつあると説明された（CHEVALLIER (J.), *L'Etat post-moderne*, 4^e éd., Coll. droit et société, LGDJ-Lextenso, 2014, pp. 100 et s.）。また、ソースの多様化のほかに、強制力の観点からいえば、相手方の納得そして協力を得ることで影響を与えることが模索される意味で、介入の方法にも違いが生まれていることが指摘された（CHEVALLIER, p. 145）。

(3) 会社法についてこのような言及を行うものとして、COURET (A.), « Le droit des sociétés, un droit post moderne », *Bull. Joly* 2015, p. 213。

(4) フランスにおける法律 (lois) の数自体は減少傾向にあるが、規則 (règlements) 及び通達 (circulaires) の数は増え続け、規制の量的規模は全体的に増加傾向にあるとされる（CHEVALLIER, *op.cit.* (note 2), p. 109）。金融分野におけるこの問題は、2016年公表の報告書において上げられたが⁵（HCJP, *Rapport du groupe « Mieux légiférer en droit financier »*, 22 juin 2016. 詳細については拙稿「フランスにおける金融規制の質的向上に向けた取り組みについて—

上)の動きがとりわけ顕著である。このような見直しの動きの根底には、法規制が当然に正当性を享受するものではなく、規制の適切な形成プロセスを経て正当性を得るに至るとする見方がある⁽⁵⁾。正当性を裏付ける要素には、規制の影響分析をはじめ様々なものが含まれるが、そのなかでも規制対象となる主体の関与を積極的に求めてルールを形成することが挙げられ、本稿で取り上げるフランスのコーポレートガバナンス・コードはその具体例の一つである。

しかし、ソフトローに関して問題となるのが、法的安全性(*sécurité juridique*)の確保である。2006年のコンセイユ・デタの年次報告書において「法的安全性と法の複雑性」がテーマとされたことが示すように、フランスでは十年以上前からすでに、法規制一般のあり方に関する問題が提起されていた。この報告書において指摘されたのは、共同体法・国際条約の発展、脱中央集権化の現象が法にもたらす影響であるが、さらに独立行政機関への規制権限の付与をはじめとする行政上の構造の変化を受けて法が複雑化していること、及び法律の量的増大により法の予見可能性が損なわれていることについても懸念が示された⁽⁶⁾。ソフトローは法律の制定に必要とされる厳格な立法手続を経ないため、コーポレートガバナンス・コードの改訂がその策定主体により容易になされることが示すように、多様な状況への柔軟そして迅速な対応を可能にする側面はあるものの、どのような改訂がどのような時期になされるかについては不明確な部分が残る。特に、伝統的に制定法を通じた規制手法を重視してきた国においてソフトローにハードローに近い効果を見出す場合には、予見可能性が低いことに対

『金融規制の質的向上のためのワーキンググループ』報告書の概要―証券レビュー57巻10号(2017)79頁。)、以前から指摘はなされていた(BONNEAU (T.), « Mort par overdose », *Dr. soc.*, juin 2005, repère 6; BONNEAU (T.), « Remède ou cancer? », *Rev. dr. banc. et fin.*, mai 2013, repère 3)。

(5) CHEVALLIER, *op.cit.* (note 2), pp. 143 et s., spéc. pp. 153 et s.

(6) Conseil d'Etat, *Rapport public 2006: Sécurité juridique et complexité du droit*, mars 2006.

する批判は回避できないものとなる。

現代フランス会社法の基礎は、1966年7月24日の法律第66-537号にある。同法律の目的は、それまで存在していた商事会社に関する規定を一本化することであり、同法律では内容面においても、第三者保護、株主保護（少数株主保護に向けた措置、会計監査役の役割の拡大）、刑事制裁の厳格化などの大きな改革がなされた⁽⁷⁾。しかし、その一方で、同法律は、株式会社法を全体的に厳格化したため、会社にとって裁量の余地が少ない制度を構築した側面もあった⁽⁸⁾。コーポレートガバナンスに関する問題意識としては、1966年7月24日の法律の制定背景に、形式の問題である法典化への期待とは別個に、株式会社の運営（具体的には株主総会）に株主をより積極的な形で参加させたい立法者側の意図があったことが指摘される⁽⁹⁾。とはいえ、1867年7月24日の法律制定以来、組合契約の理念を基礎に、フランスに存在していたのは、株主そして株主総会に広範な権限を付与する法制度であった。このため、株主権の問題はフランスではコーポレートガバナンスに関する議論の主たる関心の対象とはならず、この点は、後述するAFEP-MEDEFコードが株主、とりわけ少数株主に関する勧告に乏しいことにおいても確認されるところである⁽¹⁰⁾。コーポレートガバナンス議論の中心となったのは、むしろ会社機関の権限分配及び権限の均衡の問題で

(7) MERLE (P.), *Droit commercial. Sociétés commerciales*, 20^e éd., Dalloz, 2016, n° 24, pp. 30-31.

(8) 1994年1月3日の法律第94-1号により創設された略式株式会社（SAS）は、厳格な制度を有する株式会社形態に対する一つの反省の結果として導入されたものと解することができる。

(9) HÉMARDE (J.), TERRÉ (F.) et MABILAT (P.), *Sociétés commerciales*, t.1, Dalloz, 1972, n° 14, p. 13.

(10) MAGNIER (V.) et PACLOT (Y.), « Le gouvernement d'entreprise en France, vingt ans après... », in *Mélanges en l'honneur du Professeur Michel Germain*, LexisNexis-LGDJ-Lextenso, 2015, p. 495. 英国のコーポレートガバナンス・コードは、株主が果たすべき監視について言及している（The UK Corporate Governance Code (April 2016), p. 4）。ところが、フランスのAFEP-MEDEFコードでは、株主に関するこのような言及はない。

あり、コーポレートガバナンス・コードの勧告は、取締役及び取締役会に関する内容を出発点として発展してきた。

会社機関の権限をめぐる問題にコーポレートガバナンス・コードを通じて対応する方法は、特に形式上は公的機関の直接的な関与のない、民間のイニシアティブとしてなされる意味で、立法による規制方法をとってきた伝統的な会社法制の変化を示すものである。このような変化は、コーポレートガバナンス・コードをはじめとするソフトローの位置づけについて議論が大きく展開する一つのきっかけとなった。議論の規模を象徴することとして、「ソフトロー (droit souple)」が2013年のコンセイユ・デタの年次調査の主題とされたことが挙げられよう。この年次調査では、ソフトローとは①可能な限り遵守を促しながら、対象者の行動に変化を与えるまたはこれを方向づけることを目的とすること、②対象者に対する権利または義務を自ら設けないこと、③その内容または策定方法により、法規定 (règles de droit) に類似した形式化レベル及び構造レベルを示すことの三要件をすべて満たすものである、と定義された⁽¹¹⁾。コンセイユ・デタの定義から浮かび上がるのは、法律規定と一定の類似性を有しながらも、義務を生じさせず、一定の方向づけを行うに過ぎない、ソフトローの性格である。ソフトローを通じた規制方法は、透明性の確保を基礎に、各主体に対して形式上は拘束力のない行為規範の遵守を促すことを特徴とし⁽¹²⁾、したがって、遵守状況に関する情報の開示が十分になされることを前提に、その情報に基づく市場の判断がなされることに対する期待と密接に関係する。しかし、コードの実際の拘束力は、comply or explain 原則の運用のされ方に大きく依存する。

2006年6月14日の欧州指令(2006/46/EC)の国内法化である2008年7月

(11) Conseil d'Etat, *Etude annuelle 2013: Le droit souple*, mai 2013, p. 61.

(12) PIETRANCOSTA (A.) et POULLE (J.-B.), « Le principe « appliquer ou expliquer » », in LE DOLLEY (E.) (dir.), *Les concepts émergents en droit des affaires*, LGDJ-Lextenso, 2010, n° 6, pp. 378-379. 情報開示にバノプティコン的な機能があるとする見方である (詳細は, n°s 21 et s., pp. 384-385)。

3 日の法律第2008-649号の制定により商法典に導入された *comply or explain* 原則は、規制市場上場会社がコーポレートガバナンス・コードに自発的に準拠する場合には、適用しなかった勧告及びその理由を、会社がコードに準拠しない場合には、法律上の要請の補完として採用された規定 (*règles*) 及びコードに準拠しないとした理由を、業務執行報告書に添付されるコーポレートガバナンスに関する報告書または業務執行報告書のなかに特別に設けられた節にそれぞれ記載することを要求する (商法典 L.225-37-4 条, L.225-68 条)。*comply or explain* は、英国のアプローチに倣いフランスに導入されたものであるが、英国と異なる部分もあり、英国においてはコーポレートガバナンス・コードへの準拠が上場規則により義務づけられることに対して⁽¹³⁾、フランスにおいてはコードに準拠しない選択肢が条文上残されている⁽¹⁴⁾。わが国においてはコーポレートガバナンス・コード原案の策定を受けて有価証券上場規程が一部改正され、コードは別添として同規程に取り込まれたが、英国やわが国と異なり、フランスにおいては取引所の上場規程を通じてではなく、あくまで企業代表団体が策定したコードに各企業が自発的に準拠する形がとられている。手続面からいえば、上場規程の改正作業を経ずに、企業代表団体がその公表しているコーポレートガバナンス・コードを改訂することで足りるため、より容易に事後的な変化に対応できる利点があるが、他方で、前述したコンセイユ・デタの問題意識からいえば、明確な法的枠組みのないものに事実上拘束力を与えることにもなりかねないことに対する懸念が生じる。議会を通じた民主的な手続を経ていないルールに経済的そして社会的にも重要な役割を果たす公開会社を従わせるためには、きわめて強力な正当化の根拠が必要となり、策定ないし改訂時のパブリック・コメントの実施は、ルールの正当

(13) 英国においては、1998年に統合規範 (Combined Code) が公表され、統合規範は、ロンドン証券取引所の上場規則に取り込まれ、上場会社は、各会計年度の年次報告書上で遵守状況を開示することが義務付けられた (江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスの目的と手法」早法92巻1号 (2016) 102頁)。

(14) PIETRANCOSTA et POULLE, *op.cit.* (note 12), n° 14, p. 383.

性の担保としては必ずしも十分ではないと考えられるからである。

2. フランスにおけるコーポレートガバナンス・コードの概要と近時の改訂

フランスにおいては、コーポレートガバナンス・コードは一種類に限られるものではなく、comply or explain を定める商法典の規定も特定のコードへの準拠を求めている。このため、会社はそれぞれの需要に応じて準拠するコード（または準拠しないこと）を選択できる。現在、フランスにおいて上場会社を対象とするものとしてはAFEP-MEDEFコードとMiddleNextコードの二つのコーポレートガバナンス・コードが存在する。以下では、この二つのコードの特徴を示し、近時の改訂について述べる。

1) AFEP-MEDEFコードの概要と近時の改訂

最初に策定されたAFEP-MEDEFコードは、「規制市場にその証券が上場されている会社（société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé）」を対象とし⁽¹⁵⁾、そのなかでも大規模上場会社により参照されるコードとして、重要な位置づけを得ている。AFEP-MEDEFコードの策定主体は、フランス私企業協会（Association Française des Entreprises Privées (AFEP)）及びフランス企業連盟（Mouvement des entreprises de France (MEDEF)）、元・フランス経営者全国評議会（Conseil National du Patronat Français (CNPF)）であり、民間の主体が政府の直接的な関与を受けずにコードを策定し、改訂してきたことがAFEP-MEDEFコードの特徴である⁽¹⁶⁾。他のEU主要国と比較しても、企業を代表する団体により

(15) ただし、それ以外の会社についての適用可能性が否定されているわけではなく、他の会社についてはそのそれぞれの特色に勧告のすべてまたは一部分を対応させたうえで適用することが望ましいとされている（序文第6段落）。

(16) この点は、例えばドイツのコーポレートガバナンス・コードの作成主体が2001年に設置されたドイツ・コーポレート・ガバナンス規準政府委員会

コードが策定されることは珍しい⁽¹⁷⁾。

フランス会社法上広範な権限を付与される社長（Président-Directeur Général）の権限のあり方及び独立取締役（administrateurs indépendants）の必要性といった点を中心とする、上場会社における取締役会のあり方をめぐる議論を背景に⁽¹⁸⁾、1995年7月に公表されたのが、第一次ヴィエノ報告書（Rapport Viénot I）である。「上場会社の取締役会（Le conseil d'administration des sociétés cotées）」⁽¹⁹⁾と題された同報告書においては、フランスでは英米と異なり、取締役会の任務は株主価値の最大化ではなく会社の利益（intérêt social）の実現にあることが明記された⁽²⁰⁾。この点は理念的な違いであり別途詳しい検討を要するが⁽²¹⁾、全体的に報告書の重点は、取締役会の構成及びその機能のあり方に置かれ、特に独立取締役の選任が推奨されることが明らかにされた。1999年7月の第二次ヴィエノ報告書（Rapport Viénot II）は、第一次ヴィエノ報告書を補完するものであり、会社指揮者の報酬の公表及び社長（PDG）の機能を取締役会会長と執行役員（directeur général）に分離することを提唱し、この提案は2001年5月15日の法律第2001-420号により実現した。その後、エンロン事件をはじめとする企業の

（Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex）であり、コードの作成の枠組みの提供に政府の関与があることが指摘される（ただし、委員会自体は独立性を有するものであり、その構成員は投資者、学者、労働組合及び発行会社の代表者により構成される）。ドイツのコーポレートガバナンス・コードについて、早川勝「ソフトローによるドイツの上場会社規制」同法64巻5号（2012）1頁、船津浩司「ドイツのコーポレートガバナンス・コード」同法68巻1号（2016）399頁。

- (17) AMF, *Étude comparée: les codes de gouvernement d'entreprise dans 10 pays européens*, 30 mars 2016, p. 11.
- (18) MERLE, *op.cit.* (note 7), n° 293, p. 294.
- (19) Rapport Viénot I, *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, juin 1995.
- (20) Rapport Viénot I, *op.cit.* (note 19), p. 8.
- (21) 会社の利益（intérêt social）概念において表現されているのは、短期的利益ではなく、より長期的な視点に基づいた、法人としての会社のみならずあらゆる利害関係者の利益の追求であると説明される（MAGNIER et PACLOT, *op.cit.* (note 10), p. 500）。

会計不祥事を受けて作成された2002年のブートン報告書（Rapport Bouton）により、監査委員会（comité d'audit）の役割が強調され、独立取締役の定義が明確化された。

第一次・第二次ヴィエノ報告書及びブートン報告書の一つにまとめたのが、2003年に作成された「上場会社のコーポレートガバナンス—コーポレートガバナンス原則（Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées. Principes de gouvernement d'entreprise）」と題される文書である。この文書については、2007年1月及び2008年10月に上場会社における役員報酬に関する内容の見直しがなされ、また2008年12月には「上場会社のコーポレートガバナンス・コード」への改称がなされたことにより、「コード」形式が採用されるに至った。

AFEP-MEDEF コードは、改訂が頻繁になされることを特徴とし、2008年12月以降、2010年、2013年、2015年そして2016年の4回の改訂を経ている。2010年には、取締役会及び監査役会における男女比に関する勧告が追加されたものの、内容としては部分的な補完に過ぎず⁽²²⁾、初めてなされた大幅な改訂は2013年6月改訂である。以下では、2013年6月改訂、2015年11月改訂、2016年11月改訂の概要について順に述べる。

（１） 2013年6月改訂の概要

2013年6月改訂はsay on payの創設をはじめ、様々な点について抜本的な見直しを行ったが、そのなかでも重要な点として取り上げられるのは、comply or explain 原則の強化（explainの際により詳細な説明を要求）及びコーポレートガバナンス上級委員会（Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise（HCGE）、以下上級委員会という）の創設である⁽²³⁾。

(22) 2010年4月に挿入されたのは、取締役会及び監査役会における女性比率向上のための勧告であり、具体的には取締役会及び監査役会の女性比率を3年以内に少なくとも20%、6年以内に40%に引き上げるとする目標が掲げられた（旧\$6.3）。

(23) 2013年6月改訂の詳細については、拙稿「〈研究ノート〉フランスにおけるコーポレートガバナンス・コードの見直しについての覚書」早法91巻1号

comply or explain 原則は、EU 指令の国内法化により2008年に商法典の規定に取り込まれたが、同原則の遵守状況の評価主体及び遵守がなされていない場合の制裁が問題となっていた⁽²⁴⁾。特に、取締役の独立性及び報酬に関する会社による説明があまりに簡潔であること、さらには説明がなされていないことが指摘されており⁽²⁵⁾、また、コーポレートガバナンス及び会社指揮者の報酬に関する AMF の2012年次報告書においても、会社による説明が定型化していることを受け、各会社の状況に応じたより詳細な説明がなされることが AMF から促されていた⁽²⁶⁾。このような状況を踏まえて、2013年6月改訂により comply or explain 原則に関する勧告が見直され、コードの勧告に従わない場合に詳細な説明を行う必要があることをより強調する表現に書き換えられた (§25.1, 現 §27.1)。具体的には、勧告が適用されない場合になすべき説明は、「わかりやすく (compéhensible), 適切 (pertinente) 且つ詳細 (circonstanciée)」でなければならない、(確固たる論拠に)「裏打ちされ (étayée) 且つ会社の個別の状況に適合したものである必要があり、(勧告を一筆者注)適用しないことを正当化する理由を説得的に示さなければならない」とされ、特定の勧告を適用しない場合には、その代替として採用された措置を示し、当該勧告の目的の遵守のためになされた行為を説明することが要求された。

comply or explain 原則の強化は、上級委員会の設置にも関係する。上級委員会は、独立性を有する7名の構成員から成り⁽²⁷⁾、AFEP-MEDEF コ

(2015) 1 頁を参照されたい。

(24) GERMAIN (M.), MAGNIER (V.) et NOURY (M.-A.), « La gouvernance des sociétés cotées », *JCP E* 2013. 1638, n° 20.

(25) GERMAIN, MAGNIER et NOURY, *op.cit.* (note 24), n° 19.

(26) AMF, *Rapport annuel 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants*, 11 oct. 2012, p. 6.

(27) 7名のうち、4名は「国際規模のグループにおいて執行権限を有するまたは過去に有していた者」から選任され、3名は「投資家を代表する適任者且つ／または法的ないし倫理的事項に関する能力を有する適任者」から選任されることとなっている (§25.2)。なお、上級委員会の委員長は、執行権限を有するま

ードに準拠することを選択した企業によるコードの遵守状況について監視する機能を与えられている組織である。上級委員会の設置は、もともとコードの遵守状況に関する監視権限はコード策定を担った AFEP 及び MEDEF に帰属するとされていたものの（2013年改訂前コード §22）、その手法が不明確であったことへの対応として理解される。上級委員会によるコードの実効性確保は、二つの方法によりなされる。一つは、コードに準拠する会社側から勧告の解釈について問い合わせがあった場合に回答する制度の創設である。さらに、勧告の解釈の説明は、上級委員会がコードとは別に公表する「AFEP-MEDEF コード適用ガイド（Guide d'application du code AFEP-MEDEF）」により補足される。この適用ガイドは、コードの勧告に何かを追加するものではなく、あくまで遵守する側に勧告内容に関する理解を深めてもらう目的をもって作成されるものである。もう一つは、会社が勧告を適用せず且つ十分な説明も行っていない場合に、上級委員会が当該会社の取締役会（または監査役会）の審議を開始させる措置を自ら発動することである。この二つの方法は、コードへの準拠及び各勧告の適用について、会社の主体的な行動が期待されていることを示すものである。また、上級委員会は、実務慣行（国際慣行を含む）、AMF の勧告または AMF の見解の方向性、投資家の要請のそれぞれの展開を反映させるためにコード改訂を提案することができる（§25.2, 現 §27.2）。

上級委員会は、その活動内容を明らかにするために、年次活動報告書を公表するとされている（§25.2, 現 §27.2）。最初の年次活動報告書は2014年10月に公表され、3つ目の年次活動報告書が2016年10月に公表されたが、いずれも100頁近くに及ぶ極めて詳細な内容のものである。2016年次活動報告書によれば、上級委員会会合は2014年9月から2015年8月にかけて10回開催され、特定の案件については専門家を会合に招聘するなどの措置がとられた⁽²⁸⁾。

⁽²⁸⁾ たは過去に有していた者のなかから選ばれる。初代委員長はエアバス・グループの取締役会会長ランク氏である。

(2) 2015年11月改訂の概要

2013年の改訂においては役員報酬に関する say on pay についての勧告が追加されたことが特に注目されたが、2015年11月改訂は、この株主総会の勧告的決議の対象事項を拡張したものである。同改訂により、直近の二会計年度の会社資産の2分の1以上の譲渡が一または複数の取引を通じてなされる場合には、これを株主総会の勧告的決議の対象とすることが要求されることとなった (§5.3, 現 §5.4)。2015年11月改訂以前には、「会社の目的の変更がある場合でなくとも、取引がグループの資産または事業の重要な割合 (part prépondérante) に対するものである場合には取締役会は株主総会にこれを上程しなければならない」とする勧告 (2015年改訂前 §5.2) がすでに置かれていたが、2015年11月改訂により、株主総会の勧告的決議が必要とされることが明確な形で定められたことになる。改訂の背景には、重要な資産の譲渡が組織再編の手法として確立しつつあったにもかかわらず、制定法上、譲渡は会社の業務執行機関の判断権限事項であるため⁽²⁹⁾、直接的な規制を及ぼす方法がなかった事情がある。

たしかに、AMF 一般規則236-6条において、商法典 L.233-3 条の意味で会社を支配する自然人または法人に対して資産のすべてまたは主要な部分を別の会社に譲渡または出資する場合に AMF にこれを通知することが義

(28) HCGE, *Rapport d'activité*, oct. 2016, p. 8.

(29) 決定権限は、取締役会がある株式会社（一層制の会社）においては、商法典 L.225-56 条に基づき執行役員（担当執行役員）にあり、執行役会がある株式会社（二層制の会社）においては、L.225-64 条に基づき執行役会にある。2016年の第二次サパン法の制定までは、二層制の会社においては、「本来的不動産の譲渡 (cession d'immeubles par nature)、持分の全部または一部の譲渡」には監査役会の承認が必要であった（改正前 L.225-68 条）。第二次サパン法は、一層制の会社においてはこのような制約がないことに照らし (Projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, 30 mars 2016, Article 46. <http://www.assemblee-nationale.fr/14/projets/pl3623.asp> [2017年9月27日閲覧])、二層制の会社における監査役会の承認に関する規定部分を削除し、代わりに定款の定めにより監査役会の承認事項とすることを認める内容の規定を置いた。

務付けられ、AMF は会社の資本証券または議決権の保有者の権利及び利益への影響に照らして、退出のための公開買付 (*offre publique de retrait*) が必要とされるかを判断することが定められているが、商法典上の会社支配の要件が満たされていない場合には AMF 一般規則の適用はなく、公開買付の発動を問題とすることができない状況があった。実際、2014年の Vivendi 社による SFR 社の売却及び Alstom 社のエネルギー部門の売却の各事例では、支配要件 (支配株主の存在) が充足されなかったため、公開買付が義務付けられることはなかった⁽³⁰⁾。株主保護が問題となりうるこうした状況を受けて、AMF は上場会社における重要な財産の譲渡に関する検討グループを2014年5月に設置し、同グループによる報告書が翌年5月に公表された。同報告書において提案されたのは、会社資産の主要な部分 (*principal des actifs*) の譲渡に先立ち、当該譲渡を株主総会の勧告的決議の対象とすることをコーポレートガバナンス・コードの勧告として記載することであった⁽³¹⁾。この提案では株主総会決議の結果に拘束力は与えられていないが、株主総会が否定意見を示した場合には取締役会は当該譲渡の実施についての判断を改めて求められることとされ、これに加えて、契約条項の挿入により決議結果に事実上の拘束力を与えることが可能であるとされている⁽³²⁾。その後、報告書の提案を受けて、AMF は、直近の二会計年度の平均会社総資産の50%以上を一または複数の取引を通じて譲渡する場合には当該譲渡を株主総会 (通常総会) の勧告的決議の対象とすることを勧告した⁽³³⁾。2015年11月改訂はこうした動向の結果であり、AMF

(30) GAUDEMET (A.), « La cession du principal actif d'une société cotée », in *Mélanges en l'honneur du Professeur Michel Germain*, LexisNexis-LGDJ-Lextenso, 2015, pp. 343 et s.

(31) AMF, *Rapport sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs par des sociétés cotées*, 30 avr. 2015, pp. 16 et s.

(32) AMF, *Rapport sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs*, *op.cit.* (note 31), p. 17.

(33) Position-recommandation AMF — Les cessions et les acquisitions d'actifs — DOC n° 2015-05, 15 juin 2015, p. 3.

からコード改訂の催促を受けて実現したものである。

(3) 2016年11月改訂の概要

2015年11月改訂から1年も経たないうちに、新たな改訂がなされた。まず注目されるのが、改訂手法の変化である。2016年以前の改訂においても利害関係者の意見が聴取されていたが、手続は非公開であった。これに対し、2016年11月改訂の際には、初めてパブリック・コメント（募集期間：2016年5月24日～7月8日）が実施された⁽³⁴⁾。

2016年11月改訂は、2013年6月改訂に次ぐ規模のものである。改訂は、報酬、取締役会の役割、独立取締役、企業の社会的責任と多岐に及ぶが、形式上の見直しもなされ、既存の規制との重複部分が削除された⁽³⁵⁾。重複部分の削除は、本稿の冒頭でも言及した、規制の質的向上の動きと整合的であることが指摘される。

内容面については、2016年改訂により、報酬に関する勧告が全体的に厳格化されたことがまず指摘される。第一に、2013年改訂の際に創設された say on pay に関する勧告が見直され、株主総会決議の結果には相変わらず拘束力がないものの、その実施が強制的 (impératif) なものとなった。改訂後は、①執行役員または執行役員会長、②取締役会会長または監査役会会長、③担当執行役員または他の執行役会の構成員の報酬についてそれぞれ通常総会の決議がなされ、否決された場合には取締役会または監査役会により前会計年度分の報酬または将来の報酬に関する方針に対して行う変更が決定され、次の株主総会開催時に報告がなされることが必要となった (§26.2)。このような形での say on pay の見直しは、欧州指令の方向性及び後述する2016年の第二次サバン法制定の動きに関係する。

(34) V. FAGES (B.), *Synthèse des réponses à la consultation publique du 24 mai 2016 relative à la révision du code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, 24 nov. 2016.

(35) 既存の規制との重複を避けるために、2016年の立法を受けて取締役会等における女性比率に関する規定が削除され、また監査委員会 (comité d'audit) に関する勧告も欧州レベルの規制との重複を避けるために見直された。

さらに、2016年改訂では、報酬の透明性の改善に向けた見直しもなされた。執行権を有しない指揮者である会社受任者（*dirigeants mandataires sociaux non exécutifs*）⁽³⁶⁾ に対する変動報酬、ストックオプションまたはパフォーマンスシェアの付与が望ましくなく、それでもなおこれを行う場合には、取締役会はその付与の妥当性を証明しなければならないことが明らかにされた（§24.2）。また、執行権を有する指揮者である会社受任者（*dirigeants mandataires sociaux exécutifs*）⁽³⁷⁾ の変動報酬については、改訂以前は年次変動報酬（*rémunérations variables annuelles*）及び多年次変動報酬（*rémunérations variables pluriannuelles*）は一つの勧告にまとめられていたのに対し（改訂前 §23.2.3）、改訂後はそれぞれについて勧告が置かれることとなった。

より細かい部分に関する変更としては、第一に年次変動報酬の基準に関する勧告において、質的基準（*critères qualitatifs*）と定量的基準（*critères quantifiables*）の区別が新たになされ、定量的基準に比重が置かれるべきことが勧告されたことが挙げられる（§24.3.2）。さらに、市場価格を唯一の定量的基準とすることは認められず、市場価格は同等の他の要素またはインデックスと比較して相対的に評価されることとされている（同上）。第二に、多年次変動報酬は、長期報酬（*rémunérations de long terme*）と称される新項目に含められ、ストックオプション及びパフォーマンスシェアと並ぶこととなった（§24.3.3）。改訂以前は、例外的な場合を除き、変動報酬は指揮者である会社受任者にのみその付与が限定されてはならないとされていたが（改訂前 §23.2.3）、多年次変動報酬計画は執行権を有する指揮

(36) 執行権を有しない指揮者である会社受任者とは、取締役会会長（*président dissocié du conseil d'administration*、取締役会会長と執行役員の職務が分離されている場合）及び監査役会会長である。

(37) 執行権を有する指揮者である会社受任者とは、社長（PDG）、執行役員、担当執行役員、執行役会会長及び執行役会の構成員、株式合資会社の業務執行者である。なお、指揮者でない会社受任者（*mandataires sociaux non dirigeants*）に該当するのは、取締役（*administrateurs*）及び監査役会の構成員である。

者である会社受任者にのみその対象が限定されるものでなく、企業のすべてまたは一部の従業員がこれを享受することができるとする表現に改められた (§24.3.3)。

また、執行権を有する指揮者である会社受任者への特別報酬 (*rémunérations exceptionnelles*) に関する新たな項目が設けられ、特別報酬の付与の理由づけ、及び当該付与に至った事情の説明が必要とされることが明らかにされた (§24.3.4)。このほか、改訂以前は就任手当 (*indemnité de prise de fonctions*) に関する勧告は支給対象を会社グループ外部から来た者に限定し、その金額の公表を要求するに過ぎなかったが、改訂により手当の付与に関する説明義務が追加された (§24.4)。退任手当に関しても、新たな項目が設けられた。まず、退任手当の上限が固定報酬及び変動報酬の二年分を超えることができないとされ、この上限には労働契約の破棄 (*rupture*) に伴う補償金 (*indemnités*) が含まれることが明らかにされた (§24.5)。次に、長期報酬の算定のためのパフォーマンス条件が予定する期間満了前の退任の場合、長期報酬の全額または一部の維持及びその支払いは取締役会の判断権限に属するが、取締役会に対しては説明義務が課されることが明記された (同上)。そして、この説明義務に加えて、指揮者である会社受任者が退任する場合には、その者が得たすべての財産的利益の開示が要求されることとなった (§24.5.2)。

報酬をめぐる勧告については、説明義務を中心とした厳格化があった一方で、緩和された部分も存在する。改訂以前は、退任手当の支給を判断するためのパフォーマンス条件については、強制的 (*contraint*) 且つ支配または戦略 (*stratégie*) の変更に関係する退任の場合に限り、手当の支給を認める内容であることが要求されていたが (改訂前 §23.2.5)、改訂後は強制的な退任であることのみが求められるに過ぎない (§24.5.1)。これにより、退任手当の支給対象範囲が広がったものと解される。

報酬に関する勧告が改訂を経る度に詳細な内容となることは、AMF の態度と密接に関係する。AMF の年次報告書において、報酬に関する勧告

は重要な位置を占めており、報酬問題へのAMFの関心の高さが窺える。実際、AMFは、2016年次報告書において、同年11月改訂の適用前にすでに今後の改訂の方向性を示している。例えば、年次変動報酬については、市場価格が唯一の定量的基準とされてはならないとする内容の改訂がなされたものの、市場価格に与えられる比重に関する制限が設けられていないこと、そして多年次変動報酬に関する勧告が改訂により長期報酬の項目に移されたものの、年次変動報酬に適用される勧告、とりわけパフォーマンス条件及び年次変動報酬の上限に関する部分が多年次変動報酬に適用されるかが不明確であることについて、AMFにより批判がなされた⁽³⁸⁾。さらに、退任手当に関して、変動報酬の付与の条件がより詳細な形で明記されるべきであり、また退任手当の内容の開示に関する新たな勧告 (§24.5.2) において、多年次報酬における株式引受オプション (option de souscription d'actions) 及び株式の無償割当の計画における変動幅の開示が求められていないことも指摘されている⁽³⁹⁾。このように、コードの将来の改訂内容に関する立場を示すことに加えて、AMFは、報酬をめぐる問題について発行者に対する勧告も行っており、例えば say on pay の実施について株主が十分な情報を得て判断できるように、株主総会決議にかけられる報酬の内容の説明について会社側が書面を参照させる場合には、当該参照書面の情報を明確に示すことを勧告した⁽⁴⁰⁾。

2016年11月改訂においては、報酬以外の問題も扱われている。重要な点の一つとして、指揮者である会社受任者 (dirigeants mandataires sociaux) 概念の整理がなされたことが挙げられる。改訂により、指揮者である会社受任者は、執行権を有する者 (exécutifs) とこれを有しない者 (non exécutifs) の二つに明確に区別されることとなった。この区別がなされた背景には、

(38) AMF, *Rapport annuel 2016 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants*, 17 nov. 2016, p. 10.

(39) AMF, *Rapport 2016, op.cit.* (note 38), p. 11.

(40) AMF, *Rapport 2016, op.cit.* (note 38), p. 60.

独立性要件について、AMF 及び上級委員会が独立性と変動報酬の付与は相容れない関係にあるとする立場を示したことがある⁽⁴¹⁾。このような立場を受け、改訂により独立性の要件は厳格化され、執行権を有しない指揮者である会社受任者は、金銭もしくは証券による変動報酬または会社もしくはグループのパフォーマンスに関連した報酬を受けている場合には独立性が否定されることが明らかにされた (§8.6)。また、独立性の基準についての変更もあわせてなされた。改訂前のコードにおいては独立性の基準として、会社またはグループとの関係が「重要 (significatif)」であることが挙げられていたが、「重要」性の評価について、開示の際に質的基準及び定量的基準の二つが示されなければならないことが新たに書き足された (§8.5.3)。これに加えて、独立性の基準として挙げられている「12年以上取締役でないこと」について、改訂前は独立取締役の資格の喪失は「その途中で12年の期限が到来する任期の満了時に生じる」とされていたため、独立取締役が任期12年目に入る前に再任された場合、12年の期間を超えて独立性が認められうる状況があったことを受け、こうした再任による延長可能性を排除するために、任期の12年目をもって独立性が否定されるとする表現に書き換えられた (§8.5.6)。

独立性に関する要件が厳格化された一方で、指揮者である会社受任者と会社との関係を強化する形で、株式の保有要件に関する勧告の見直しがなされたことも指摘される。2016年11月改訂前は、取締役会会長（及び監査役会会長）、執行役員、担当執行役員、執行役会の構成員及び株式合資会社の業務執行者は、任期の終了まで、記名式で、取締役会または監査役会により定められた「相当数 (nombre significatif)」の株式を保有しなければならないとされていた（改訂前 §23.2.1）。改訂により、指揮者である会社受任者の株式保有要件に関する項目が新たに設けられ、「相当数」の文言が「最低数 (nombre minimum)」に書き換えられた (§22)。表現の微妙な変更であるが、取締役会（または監査役会）による数字の提示が求められることにより、明確性の面において改善があったと捉えることができる。

最後に、注目されるべきなのは、企業の社会的責任（Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE)）に関する言及が初めてなされたことである。一つは取締役会が受領する情報に関する言及であり、取締役会の構成員は会社の社会的責任及び環境責任の問題に関する情報を受領することが明記された (§3.1)。もう一つは投資者に提供される情報に関する言及であり、取締役会は会社にとって重要となる非財務分野の問題及び長期的計画について株主及び投資家に情報が伝達されることを監視することが明らかにされた (§4.2)。いずれも情報の充実に関するものであり、今後も企業の社会的責任及び環境責任に関する言及は増えると予想される。

2) MiddleNext コードの概要と2016年9月改訂

2009年12月に公表された MiddleNext コードは、支配株主または主要株主 (actionnaire de référence)⁽⁴²⁾が存在する中小規模の上場会社を対象に中規模上場会社を代表する企業団体である MiddleNext により策定され、2009年の策定時点では15個、2016年9月改訂以降は19個の勧告から成るものである⁽⁴³⁾。AFEP-MEDEF コードはCAC40 及びSBF120 に分類される大規模会社を主に念頭に置いた内容を有するため、フランスの会社の大半を占める中小企業及び中堅企業 (ETI) に対する同コードの適用の妥当性については疑問が呈されていた。Middle Next コードはこうした状況を受けて策定されたものである。しかし、準拠するコードの選択は企業側に委ねられることから、MiddleNext コードが対象とする規模の会社であっても、

(41) AMF, *Rapport annuel 2015 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants*, 9 nov. 2015, pp. 68 et s.; HCGE, *Rapport d'activité*, oct. 2015, p. 16.

(42) MiddleNext コードにおいて念頭に置かれているのは資本の33%以上を保有する者である。

(43) このように大規模会社には分類されない上場会社を対象とするコードを有する例としては、英国において、中小規模の上場会社向けに2013年に民間団体である The Quoted Companies Alliance により策定された Corporate Governance Code for Small and Mid-Size Quoted Companies がある。

AFEP-MEDEF コードへの準拠を選択している場合は少なくない。2015年にユーロネクスト・パリ市場のコンパートメント A・B・C の上場会社のうち、MiddleNext コードに準拠する会社は195社であった⁽⁴⁴⁾。ユーロネクスト・パリ市場の上場会社数が概ね500社前後で推移していることに照らすと⁽⁴⁵⁾、上場会社の30%前後が MiddleNext コードに準拠していることになる。

MiddleNext コードにおいては、コーポレートガバナンスの問題が株主、取締役及び会社指揮者がそれぞれ付与されている権限の連関を通じて解決されるとする見方を基礎とする三部構成が採られている。第一部に当たる「最高権限 (pouvoir souverain)」では、株主 (株主総会) に対して取締役会が配慮すべき点が「注意点 (points de vigilance)」項目として Q&A 方式で示されているが、「勧告 (recommandations)」の項目は置かれていない。これに対し、第二部「監視権限 (pouvoir de surveillance)」及び第三部「執行権限 (pouvoir exécutif)」においては、「注意点」に続いて「勧告」が示されている。勧告の内容は、独立取締役、委員会の設置、受任期間、報酬などに関するものであり AFEP-MEDEF コードのものと重なるが、AFEP-MEDEF コードと比べて全体的に勧告の数が少ないこと、とりわけ報酬に関する勧告 (第10勧告、第13勧告) が極めて簡潔であることが顕著な違いとして挙げられる。違いの理由は、各会社固有の事情に基づき、ガバナンスをめぐる問題への柔軟な対応を認めることが望ましいとされていることにあると考えられる⁽⁴⁶⁾。このように、各会社の自主的選択に委ねられ

(44) IFGE, *Rapport 2016 sur les entreprises faisant référence au code de gouvernance Middenext*, mars 2017, pp. 3 et s. MiddleNext コードに準拠するのは、主に中小企業 (PME) (被用者250人未満且つ年間総売上高が5000万ユーロ未満または貸借対照表上の総資産額が4300万ユーロ未満の会社) (全体の35%)、及び中堅企業 (ETI) (PME を除く、被用者5000人未満且つ年間総売上高が15億ユーロ未満または貸借対照表上の総資産額が20億ユーロ未満の会社) (全体の60%) である。

(45) 2017年8月19日時点で532社に上る。 <https://www.boursedeparis.fr/cours/actions-toutes-places> [2017年8月19日閲覧]

る部分が AFEP-MEDEF コードに比べて大きいことが MiddleNext コードの特徴であり、この点は、例えば取締役会が say on pay を実施することは自由であるとされていること（第13勧告）においても確認される（ただし、後述する第二次サバン法により say on pay は義務づけられることとなった）。また、AFEP-MEDEF コードにはない、「注意点」項目が置かれたことも、準拠する会社の多様性に照らして一律の勧告を設けることが妥当でないとされたためであるが、「注意点」の内容を取締役会（または監査役会）が確認したことの記載が求められることから、「注意点」は「勧告」とは異なり comply or explain の対象とならないものの、一定の影響力を有すると考えることができる。

さらに、改訂のペースに関する違いも指摘される。AFEP-MEDEF コードとは対照的に、2016年9月まで MiddleNext コードは一度も改訂されたことがなく、将来の定期改訂の頻度も4～5年に一度とされている⁽⁴⁷⁾。2016年9月改訂における形式面の変更としては、コードの名称から中小規模の上場企業を対象とする旨の表現が削除され、「MiddleNext コーポレートガバナンス・コード (Code de gouvernement d'entreprise MiddleNext)」に改称されたことが挙げられる。新名称では会社の規模への言及がないことから、ガバナンス構造上 MiddleNext コードの選択を希望するすべての上場会社にとって準拠が可能となったことになる。

2016年9月改訂の内容面の主たる変更としては、大規模上場会社以外の会社において顕在化しやすい問題について勧告の記載を見直したことが重要である。2016年に公表された報告書によれば、調査対象とされた MiddleNext コードに準拠する企業153社中123社（80%）においては資本の33%以上を保有する株主が存在し、この123社中93社において資本の50%を有する支配株主の存在が確認される⁽⁴⁸⁾。加えて、ドイツ型の二層

(46) Code de gouvernement d'entreprise MiddleNext, nouvelle éd. sept. 2016, p. 8.

(47) Code MiddleNext, *op.cit* (note 46), p. 11.

(48) IFGE, *Rapport 2015 sur les entreprises faisant référence au code de gouvernance*

制の株式会社形態が少なく、MiddleNext コードに準拠する会社の75%は取締役会がある一層制を採用していた⁽⁴⁹⁾。このような状況においては、取締役の利益相反行為がとりわけ問題になりやすい。

2016年9月改訂以前にも、利益相反 (conflits d'intérêts) については、取締役会の内規 (règlement intérieur) における取締役の義務として利益相反状況を開示すること、及び利益相反状況がある場合には票決に参加しないことさらには辞任することに関する言及があったが (改訂前第6, 7勧告)、2016年9月改訂により利益相反に一項目 (第2勧告) が充てられた。そのなかで、取締役会は利益相反の開示及び管理を可能とするあらゆる手続を取締役会内に設けることに留意すると定められ、また取締役会は少なくとも年に一度、確認された利益相反事案について検討すべきことが明記された。さらに、利益相反取引 (conventions réglementées) の形態及び金額に応じて、取締役会は独立鑑定 (expertise indépendante) の実施の妥当性につき判断すること、そして一般的に、取締役会は企業の利益に適合する判断を保障するために合理的とされるあらゆる調査を行うことが勧告された。

また、株主との対話に関する勧告が追加され、株主総会以外の場においても大株主 (actionnaires significatifs) と対話することが促され、株主総会に先立ち、会社指揮者が対話を希望する大株主に面会することが新たに求められるようになった (第12勧告)。さらに、企業の存続を確保するという問題意識から、指揮者の後任人事 (succession) に関する勧告が書き加えられ、後任人事に関する問題が取締役会または専門委員会において定期的に検討されることが要求されることとなった (第14勧告)。AFEP-MEDEF コードにおいても後任人事に関する勧告があるが (§16.2.2)、後任人事の計画の定期的な検討を求めるものではない。こうした勧告は、大規模企業以外の企業 (特に、同族会社のケース) に特有の事情を汲み取った

Middlenext, mars 2016, p. 7.

(49) IFGE, *Rapport 2015, op.cit.* (note 48), p. 10.

ものであるといえることができる⁽⁵⁰⁾。

3. フランスにおけるコーポレートガバナンス・コードと会社法の関係

フランスにおけるコーポレートガバナンス・コードと会社法の関係はどのように説明されるのか。ここまで取り上げた AFEP-MEDEF コードと MiddleNext コードに共通するのは、定期的な改訂が前提とされていることである。一般的に、改訂はその時々的事象に合わせた修正を目的とするが、その際にはハードローである会社法との調整がしばしば議論される。この場合に問題となるのは、会社法に対するコーポレートガバナンス・コードの位置づけである。そこで、フランスに存在する二つのコードのうち、準拠会社数の最も多い AFEP-MEDEF コードを題材に、コーポレートガバナンス・コードと会社法の関係について検討を行ったうえで、コーポレートガバナンス・コードの拘束力の問題について述べることにする。

1) ハードローの補完手段から事前規制の形へ

ソフトローに分類されるコーポレートガバナンス・コードは、ハードローとどのような関係にあるのか。コードの勧告を通じて対処される事項で

(50) なお、規制市場上場会社を対象とする AFEP-MEDEF コード及び MiddleNext コードとは別個に、comply or explain の対象とならない任意的なコードとして、47個の勧告から成る、中小企業向けのコード (Code de gouvernance des entreprises moyennes françaises. Recommandations pour une meilleure gouvernance des entreprises moyennes) が ADAE (Association de Dirigeants et Administrateurs d'entreprise) により2014年に公表された。こうした動きは英国、ベルギー及びフィンランドにおいても見受けられる (AMF, *Étude comparée, op.cit.* (note 17), p. 11)。非上場の零細企業 (TPE)、中小企業 (PME) 及び中堅企業 (ETI、大企業と中小企業の間の規模の企業) がフランスの国内総生産 (PIB) の60%、新規雇用の80%、雇用全体の63%を占めていることに照らして (Code ADAE, L'Harmattan, 2014, p. 13)、これらの企業の経済的重要性を理由に、ガバナンス改善の必要性が指摘された。

あっても、規範の形成（事前）または規範の遵守（事後）との関係で問題が生じた場合に、立法による対処の道は閉ざされるものではない⁽⁵¹⁾。さらに、ハードローの適用という選択肢があることを示唆することが、ソフトローの機能の確保につながっているという側面もある⁽⁵²⁾。実際に、上場会社における報酬に関する勧告が2008年10月に公表された際に、2008年末までに上場企業がコードの勧告に従わない状況が確認された場合には、2009年初頭にはそれらの勧告の内容が法案に取り込まれ、立法による強制が検討されることがフランス政府により明らかにされていた⁽⁵³⁾。その結果として上場会社がコードを一斉に採用するに至ったことが示すように⁽⁵⁴⁾、十分な準拠状況が確認されない場合に立法手段による対処可能性が排除されないことは、コードに立法に準じた効果を与えていると見ることができる。この場合、コードの任意性または法的拘束力の欠如は形式的なものに過ぎず、コードは実際にはハードローの補完手段としての性格を有することになる。

さらに、立法プロセスの前段階としてコードに勧告を置くこと、すなわちコードを一種の事前規制の手段として用いることが可能であることも指摘される。このような方法は、将来の規制の方向性を示すだけでなく、準拠する側に対応のための猶予期間を与える。つまり、特定の内容をコードの勧告としてまずは要求し、コードに準拠する会社の大半がその勧告に従ったことを確認したうえで、当該内容の立法化プロセスに移行すること

(51) PIETRANCOSTA et POULLE, *op.cit.* (note 12), n° 38, p. 391. 立法による対処の可能性がダモクレスの剣のような形で常に存在すると考えることができる。

(52) PIETRANCOSTA et POULLE, *op.cit.* (note 12), n° 7, p. 379.

(53) Conseil des ministres du 7 octobre 2008, « La rémunération des dirigeants d'entreprise ». http://archives.gouvernement.fr/fillon_version2/gouvernement/la-remuneration-des-dirigeants-d-entreprise.html [2017年9月29日閲覧]

(54) PACLOT (Y.), « Le gouvernement d'entreprise, pour quoi faire? Quelques réflexions en relisant le Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », in MAGNIER (V.), *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise. Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, LGDJ-Lextenso, 2010, n° 6, p. 281.

で、よりスムーズな流れが生まれると考えるのである。この場合、コードは、立法化プロセスに入るうえでの間接ステップとして機能することになる。

実際に、このような順序での対応、つまりコードで示された勧告の内容が事後的に法律規定となる例は存在する。例えば、AFEP-MEDEF コードに2010年に追加された取締役会（監査役会）における女性比率の最低水準に関する勧告（2016年11月改訂前 §6.4）が、2011年1月27日の法律第2011-103号（Copé-Zimmermann 法）⁽⁵⁵⁾により、商法典の規定となったことが挙げられよう⁽⁵⁶⁾。商法典 L.225-18-1 条、L.225-69-1 条及び L.226-4-1 条により、規制市場上場会社における各性別の取締役の割合は40%を下回ることができないとされ、また次に取締役の選任を行う株主総会終了時において三会計年度連続して500名以上（2020年からは250名以上）⁽⁵⁷⁾の常勤の従業員を雇用し且つ純売上高または貸借対照表上の総資産額（total du bilan）が5000万ユーロ以上である会社に対しても同じ割合が求められる。ただし、40%の割合は、即時に満たされなければならないものではなく、法律が公布された年から3年目の1月1日以降の最初の通常総会開催時に20%、6年目の1月1日以降の最初の通常総会開催時に40%、と段階的な引き上げ方式が採られた。2014年の目標であった20%は達成され⁽⁵⁸⁾、2015年末に取

(55) Loi n° 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle, *JORF* n° 0023 du 28 janvier 2011, p. 1680.

(56) EU レベルでも同じ動きがやや遅れてあり、欧州委員会は2012年11月に上場会社における非業務執行取締役における各性別の割合のいずれか低い方の下限を40%に定める指令案を公表した。なお、立法化を受けて、2016年11月改訂の際にコードの勧告の該当部分は削除された。

(57) 人数に関する要件「500名以上」は、2014年8月4日の法律第2014-873号により2020年以降は「250名以上」に変更された（同法律第67条Ⅲ）。

(58) Haut conseil de l'égalité entre les femmes et les hommes, *Vers un égal accès des femmes et des hommes aux responsabilités professionnelles: la part des femmes dans les conseils d'administration et de surveillance. Rapport intermédiaire d'évaluation de la mise en œuvre des lois du 27 janvier 2011 et du 12 mars 2012*, 10 févr. 2016,

取締役会及び監査役会における女性比率が35.2%に達していることが示すように、順調な伸びが見受けられる⁽⁵⁹⁾。しかし、こうした進展がある一方で、法律規定が定める部分以外、特に指揮者である会社受任者（取締役会会長、執行役員、担当執行役員）に関しては、AMF が2016年次報告書において指摘したように、男女比率の均衡はほとんど実現していない⁽⁶⁰⁾。クオータ制には社会政策的な性格があり、会社法の目的とは本質的に異なる部分があるため一概に言えないが、コードには有効な事前規制としての性格は認められるものの、規制対象以外の部分についての変革を促す力までは見出されないように思われる。

次に、報酬の問題が例として取り上げられる。既に述べたように、フランスのコーポレートガバナンスにおける役員報酬の問題は極めて重要であり、報酬規制については立法による対応もなされてきた。2007年8月21日の法律により報酬の公表の範囲が拡大され、2013年の AFEP-MEDEF コードの改訂時にも say on pay の導入が注目され、2016年11月改訂では say on pay の実施が義務づけられた。その後、2016年12月9日の法律第2016-1691号（第二次サパン法）により、規制市場上場会社の取締役会会長、執行役員及び担当執行役員に支払われる報酬に関する議案が少なくとも毎年株主総会決議の対象となることが規定されたことから（L.225-37-2 条（二層制の会社については L.225-82-2 条）、L.225-100 条）、改訂からほどなくして立法がなされたことになる。

短期間に改訂と立法による対応が相次いだことの理由は、2013年6月改訂後の事情にある。2013年改訂により導入された say on pay においては株主総会決議の結果に拘束力は付与されていなかったが、実際には株主総会が否定意見を示した場合にはその結果が取締役会により考慮されることが

p. 7.

(59) 40%水準は、2016年末には AFEP-MEDEF コードに準拠する企業により満たされる見込みが上級委員会により示されている（HCGE, *Rapport 2016, op.cit.* (note 28), p. 11)。

(60) AMF, *Rapport 2016, op.cit.* (note 38), p. 4.

期待されていた⁽⁶¹⁾。特に、2016年4月にルノー社の社長カルロス・ゴーン氏の2015年度分の報酬について54.08%⁽⁶²⁾、同年7月にアルストム社の社長パトリック・クロン氏の2015年度分の報酬について62.08%⁽⁶³⁾の反対票がそれぞれ投じられたことは、CAC40の企業においても say on pay が株主による意見表明の場として活用される余地があることを示した。しかし、両社の取締役会のいずれも株主総会の否定意見に当然には従わない姿勢を示し、ルノー社は初期の段階では報酬額を変更することを拒否し、アルストム社は報酬がすでに支払われていることを理由に株主総会において示された意見を反映させなかったため⁽⁶⁴⁾、勧告的決議の実効性が確認されなかった。その結果として、極めて近接した時期にコード改訂と立法が相次ぐに至ったのである。

第二次サパン法により導入された say on pay は、AFEP-MEDEF コードの say on pay とどのように異なるのか。AFEP-MEDEF コードにおいては、取締役会により決定された報酬の付与についての株主総会による事後

(61) COUPET (C.), « Loi Sapin II: consécration légale du say on pay », *Dr. soc.* févr. 2017, comm. 23.

(62) Groupe Renault, Résultat des votes de résolutions, Assemblée générale mixte 29 avr. 2016. <https://group.renault.com/wp-content/uploads/2016/06/resultat-des-votes-ag-29.04.16-1.pdf> [2017年8月26日閲覧]

(63) Alstom, Assemblée générale mixte du 5 juill. 2016, Résultats du vote des résolutions et compte-rendu de l'Assemblée générale. <http://www.alstom.com/Global/Group/Resources/Documents/Investors%20document/AGM/AGM05072016/AG%2005072016%20-%20R%3a9sultats%20votes%20-%20CR-%20FR.pdf?epslanguage=fr-FR> [2017年8月26日閲覧]

(64) COUPET, *op.cit.* (note 61). ルノー社のケースにおいては、当初は報酬委員会及び取締役会がゴーン氏に付与する報酬額を維持することを明らかにしたが、上級委員会が取締役会があまりに早く株主の意見に反して報酬額を維持することを決定したとする見解を示したことを受け、報酬委員会は社長の次年度の報酬について、変動報酬の割合を固定報酬の150%から120%に引き下げ、付与の条件も厳格化することを明らかにした (Renault, Communiqué de presse, Conseil d'administration du 27 juillet 2016, <https://www.euronext.com/fr/content/renewalt-communique-de-presse-conseil-dadministration-du-27-juillet-2016> [2017年8月26日閲覧])。

的な投票 (vote ex-post) が要求され、その結果には拘束力がなかった。第二次サパン法により義務づけられているのは、取締役会会長、執行役員及び担当執行役員 (二層性の会社においては執行役会構成員または単独執行役員及び監査役会構成員) に対する報酬の付与以前になされる、報酬の方針 (算定・配分・付与の基準) に対する事前の投票 (vote ex-ante)、及び前述の者に対する報酬の支払いの承認を得るためになされる、報酬の内容に対する事後の投票の二つである。いずれも毎年度なされることが予定されるものである。報酬の方針について総会の承認がない場合には、以前に総会の承認を得た方針が適用されることになり、承認を得た方針がない場合には、前会計年度の報酬または前会計年度に報酬が付与されていない場合にはそれまでの会社の慣行に従い報酬を定めることとされた (L.225-37-2 条, L.225-82-2 条)。また、報酬の支払いについて総会の承認がない場合は、「変動または特別報酬の要素の支払いは、通常総会による報酬の承認を条件とする」と定められているため、文言通りに解釈すれば、承認がない場合には変動報酬及び特別報酬の支払いはなされない。このように、AFEP-MEDEF コードの勧告とは異なり、第二次サパン法は株主総会決議の結果に拘束力を与えていること及び報酬に対する決議について報酬の方針に対するものと実際の支払いに対するものの二つに分けていることを特徴とする。しかし、第二次サパン法制定以降も、条文において言及されていない固定報酬については総会の承認なしに付与できると読むことができるため、あらゆる報酬の付与が株主総会の承認を条件とするわけではない⁽⁶⁵⁾。また、フランスではイギリスで見受けられるような報酬の返還条項 (claw-back clause) に関する規定は置かれていないため、株主総会の承認がないことにより報酬の返還が求められるわけでもなく⁽⁶⁶⁾、今後はこれらの点が明らかにされる可能性がある。

(65) COUPET, *op.cit.* (note 61).

(66) JurisClasseur Sociétés Fasc. K-165: Sociétés anonymes-Directoire-Commentaire, n° 106, par J.-J. CAUSSAIN.

ところで、コードの内容が事後的に立法化されることは、会社法制の見直しのあるべき方向に逆らうとする批判がなされうる。会社側からすれば、相次ぐ立法化は規制の量的増大につながる。この点を指摘するのが AFEP、MEDEF 及び ANSA による2015年10月公表の報告書であり、ソフトウェアからハードウェアへの規律の移行があることにより会社の負担が増大する懸念が示され、会社による柔軟な対応可能性が損なわれていることが指摘された⁽⁶⁷⁾。

2) 会社機関の権限分配に対する是正手段

もう一つ、コーポレートガバナンス・コードにより図られているのは、会社機関における権限分配に対する是正である。フランス会社法の一つの特徴は、歴史的に株主総会に優越的な地位を付与してきたことにあり、これは株式会社も組合契約にその基礎を置くものとして理解されたことから導かれるが⁽⁶⁸⁾、株主総会の優越的地位を基礎としたモデルからの離脱は近代会社法制の構築過程で生じた一つの大きな課題であった。この課題は、会社機関の権限分配に関する議論の形で具現化し、会社機関にはそれぞれ専属権限があることが示されるに至った⁽⁶⁹⁾。

1966年にドイツ型の二層制（執行役会と監査役会がある株式会社）の会社モデルが導入されてからも、フランスで好まれたのは一層制の取締役会がある株式会社形態であった。この会社形態においては、取締役は株主総会により選任され（商法典 L.225-18 条）、特に「社長（PDG）」職において取締役会会長と執行役員の二つの職務を兼務させることができるように、特

(67) AFEP-MEDEF-ANSA, *Modernisation et simplification du droit des sociétés*, oct. 2015, pp. 3-4.

(68) 拙稿「フランスにおける株式会社の発生と展開（3）——会社本質論への手がかりとして——」早稲田大学大学院法研論集151号（2014）25頁以下参照。

(69) 重要判例として挙げられるのは、1946年6月4日判決（破毀院民事部）（Cass. civ., 4 juin 1946, *JCP* 1947.II.3518, note BASTIAN; S. 1947.1.153, note BARBRY）である。

定の人物に広範な権限を付与する選択肢がある⁽⁷⁰⁾。このように一部の者に権限が集中しうる形態においては、利害関係を有しない独立取締役に期待される役割はとりわけ大きいものとなる。しかし、制定法には、兼任制限を除けば、独立取締役に関する規定はなく⁽⁷¹⁾、コードの勧告を通じて、取締役の独立性の詳細が明らかにされている。

AFEP-MEDEF コードを見ると、独立取締役に関する特別の項目が置かれ、同項目内に 7 つの勧告が置かれている。独立取締役は、次のように定義される。

「取締役は、会社、そのグループまたはその指揮部門 (direction) と、いかなる性質のものであれ、自らの自由な判断に影響を及ぼすような関係を何ら有しない場合に、独立である。」 (§8.2)

そのうえで、コードは、取締役会において独立取締役が占める割合を定め、所有が分散し支配株主のいない会社においては構成員数の半数、商法典 L.233-3 条の意味での支配株主がいる会社においては 3 分の 1 以上とする水準を設け、従業員株主を代表する取締役及び従業員代表取締役をこの割合に含めてはならないことを明らかにした (§8.3)。ここでも報酬の問題が念頭に置かれていることは、報酬委員会の構成員の過半数が独立取締役でなければならないこと、及び委員長が独立性の要件を満たす者であることが推奨されることが示すとおりである (§17.1)。

独立取締役の定義について、AMF はとりわけ高い関心を示し、AFEP-MEDEF コードの勧告よりさらに詳しい定義づけがなされることを求め、

(70) MERLE, *op.cit.* (note 7), n° 470, p. 524. 欧州における取締役会会長と執行役員の職の兼任可能性の状況は各国毎に異なる。ドイツ、オランダ及びスウェーデンにおいては取締役会会長と執行役員の職を分離することが義務付けられている (AMF, *Étude comparée, op.cit.* (note 17), p. 28)。ベルギー、ルクセンブルク、英国においては義務ではないものの、comply or explain の対象であり、分離を推奨する内容の勧告がある (*Ibid.*)。フランスのほか、イタリア、スペインにおいては取締役会会長と執行役員を兼務することは禁止されていない。

(71) KEREBEL (F.), « Le « membre indépendant », apanage de la gouvernance d'entreprise », *Dr. soc.* avr. 2016, alerte 19.

会社またはそのグループとの独立性を評価するにあたり採用される質的基準及び定量的基準を詳細に明記することを勧告し、その質的基準の要素を自ら挙げる形で（在任期間、再任等、関係性の重要度または「濃密度」（経済的依存等）、関係のあり方）その見解を年次報告書において明らかにした⁽⁷²⁾。さらに、AMF は、独立取締役に関する勧告を遵守せず、且つ十分な説明も行っていない会社を年次報告書上で名指ししたうえで不遵守部分を明らかにする name and shame 方式を通じて、遵守を積極的に求めている。このような動きは、ハードローにより定められる会社機関の権限分配に関する問題について、新たな立法ではなく、より柔軟に、勧告を通じた対応の模索を示すものである⁽⁷³⁾。実際、独立取締役に関する勧告の遵守は強制的な性格を有さず、上級委員会も独立取締役が占める割合に関する勧告を遵守しない場合には、それでもなお取締役会の正常な機能が保障されることを示すことを求めるにすぎず⁽⁷⁴⁾、また AMF も不遵守の説明の内容が妥当であると判断する場合には会社名を挙げていない⁽⁷⁵⁾。このため、会社側には柔軟な対応の余地が残されていると見ることができ、独立性の有無については個別に判断が必要となる事情とあわせて⁽⁷⁶⁾、ここに立法化が選択されない理由があると思われる。

もう一つ、会社機関の権限分配の是正の例として、AFEP-MEDEF コードの2015年11月改訂において取り上げた、会社資産の譲渡に関する問題が挙げられる。2015年11月改訂以前にも、この問題には、立法による対応が検討された経緯があった。2014年6月24日に元老院議員マリーニ氏より元老院に提出された法案において提案されたのは、主要資産の譲受会社に対

(72) AMF, *Rapport 2016, op.cit.* (note 38), p. 34.

(73) なお、立法に独立性の要件を定める可能性はまったく否定されるものではなく、実際、スペイン及びベルギーでは独立性の要件は法律において規定されている (AMF, *Étude comparée, op.cit.* (note 17), p. 5)。

(74) HCGE, *Guide d'application du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de novembre 2016*, déc. 2016, p. 5.

(75) AMF, *Rapport 2016, op.cit.* (note 38), p. 32.

(76) AMF, *Rapport 2016, op.cit.* (note 38), p. 34.

する譲渡会社の株式についての公開買付の義務付けであった⁽⁷⁷⁾。会社の主要資産の譲渡は、原則として業務執行機関の自由な判断に委ねられ、制定法は明文の規定をもってこれを制限していないため、限られた場面－定款上の譲渡制限（承認を必要とする旨等）が定められている場合（ただし、この場合でも譲渡は第三者に対抗できない）、及び譲渡が会社の目的を侵害する場合⁽⁷⁸⁾－にのみ否定されるに過ぎなかった⁽⁷⁹⁾。しかし、法案は失効（caduque）となり⁽⁸⁰⁾、ソフトローによる対応（AMFによる勧告に続くコード改訂）がなされる結果となった。その対応のなかで、主要資産の譲渡が株主総会の勧告的決議の対象になるとされたものの、2016年11月改訂を経ても決議結果に拘束力がなく、否定意見が示された場合に取締役会が譲渡手続に関する事後対応について公表を求められるに過ぎないこと（§5.4）は、商法典 L.225-56 条に照らして、資産譲渡の判断権限が執行役員に帰属するため（取締役会の承認を得ることは法律上の義務ではない）⁽⁸¹⁾、株主総会に諮問レベル以上の影響力を与えることになり、法律上の会社機関の権限分配を侵害すると判断されたことによるとされる⁽⁸²⁾。こうした権限分

(77) Proposition de loi tendant à rendre obligatoire le dépôt d'une offre publique d'achat en cas d'acquisition de l'essentiel de l'activité d'une entreprise, présentée par M. Philippe Marini, 24 juin 2014. <https://www.senat.fr/leg/pp13-648.pdf> [2017年9月30日閲覧]

(78) 破毀院判例の立場である。詳細は、RIPERT (G.) et ROBLLOT (R.), par GERMAIN (M.) et MAGNIER (V.), *Traité de droit des affaires. Les sociétés commerciales*, t.2, LGDJ-Lextenso, 2014, n° 1560, p. 56。

(79) GAUDEMET (A.), « La cession du principal actif d'une société cotée: à propos de la proposition de loi du sénateur Marini », *Bull. Joly* 2014, p. 491.

(80) Les étapes de la discussion. <http://www.senat.fr/dossier-legislatif/pp13-648.html> [2017年9月30日閲覧]

(81) この点につき、LE CANNU (P.) et DONDERO (B.), « Cession d'un actif social important par une société cotée: quel est l'organe compétent? », *RTDF* 2009, N° 3, p. 79; KASPARIAN (P.), « Prise de décision stratégique « émergente » et risque d'omnipotence du directeur général », *Bull. Joly* 2015, pp. 55 et s.

(82) VABRES (R.), « Cession de l'actif principal d'une société cotée », *Dr. soc.* févr. 2016, comm. 34.

配への配慮は、会社機関の権限の不可侵性を示すとともに、立法により対処されるべき問題とそうでない問題に関する意識を浮き彫りにするものでもある。実際、取締役会に関する法律規定は一般的な内容の規定にとどまることに照らし、ある見解は、立法者の主たる関心は株主保護の問題にあるため、この種の問題は立法により対処されるが、取締役会の構成及び組織のあり方については、法律が定める枠組み内で各会社が柔軟に対応する余地を残す形がとられると説明した⁽⁸³⁾。これは、ハードローとソフトローの棲み分けを示し、強行法規にあらゆる問題を委ねることが望ましくないとする意識に基づくものである。ただし、この場合、ソフトローの拘束力の程度に問題が大きく依存することが指摘されよう。

3) コーポレートガバナンス・コード適用の事実上の強制手段

ソフトローは、規制主体に対してどの程度の圧力を及ぼすのか。第一に、勧告に従わない選択肢が残されているとはいっても、勧告に従わないことについての説明が会社側に要求されることに照らせば（L.225-37 条、L.225-68 条）、商法典上の *comply or explain* 原則により一定の圧力が会社にかけているということができ、さらに、AFEP-MEDEF コードの 2013 年 6 月改訂において不遵守時の説明要件が厳格化されたことにより⁽⁸⁴⁾、この圧力はさらに高められる結果となっている。*comply or explain* 原則の運用において想定されているのは、投資者側から企業に対してかかる圧力であり、遵守が満足になされていない場合、投資資金の引き揚げといった市場からの制裁を通じて、遵守状況が間接的に生み出されていることになる⁽⁸⁵⁾。

(83) MAGNIER et PACLOT, *op.cit.* (note 10), p. 497.

(84) 拙稿・前掲注 (23) 43 頁。

(85) 英米の機関投資家は、コーポレートガバナンス・コードを遵守しない企業を評価しないといわれる (COZIAN (M.), VIANDIER (A.) et DEBOISSY (F.), *Droit des sociétés*, 29^e éd., 2016, n° 717, p. 318)。となれば、関心を引くのが、フランスの上場企業において外国の機関投資家がどの程度の株主割合を占めているのかで

第二に重要となるのが、監視主体による、より直接的な圧力の存在である。規制当局である AMF は、通貨金融法典 L.621-18-3 条に基づき作成する年次報告書のなかで、コーポレートガバナンス・コードの適用状況について言及する。この年次報告書において、AMF はコードの勧告を遵守せず、且つ十分な説明を行っていない会社名を挙げる name and shame 方式を採用していることが示すとおり、行政制裁の可能性を明らかにしたうえでコード遵守の「任意的性格」が認められる。さらに、AMF による監視に加えて、民間主体であり、2013年改訂時に創設された前述の上級委員会による年次報告書も公表されるため、市場規制当局及びコードの策定母体から二重の監視がなされるシステムが存在することになる。

AMF 及び上級委員会による監視はどのようなものか。そもそも、監視の対象及び監視方法には違いがあり、AMF と上級委員会による監視機能は完全に重なるものではないことが指摘される。まず監視対象について述べると、すべての上場会社が対象となるわけではない。2016年度を見てみると、AMF の年次報告書の対象とされたのはユーロネクストのコンパートメント A に属する62社であり⁽⁸⁶⁾、上級委員会が報告書の対象としたのは、SBF120に属する120社から外国企業及び AFEP-MEDEF コードに準拠しない会社を除いた105社である⁽⁸⁷⁾。対象が完全には重ならないことに加えて、ユーロネクスト・パリに上場している会社の数が500社程度であることに照らしても、上場会社の大半は AMF と上級委員会のいずれの報告書の対象にもなっていないことになる⁽⁸⁸⁾。この場合、基本的に直接的

ある。フランス銀行 (Banque de France) により2016年秋に公表された報告によれば、2015年12月末時点で、CAC40の企業の39%において外国資本が資本の2分の1以上を保有している (GUETTE-KHITER (C.), « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2015 », *Bulletin de la Banque de France*, N° 207, sept.-oct. 2016, pp. 5 et s.)。

(86) AMF, *Rapport 2016*, *op.cit.* (note 38), p. 7.

(87) HCGE, *Rapport 2016*, *op.cit.* (note 28), p. 20.

(88) 2014年12月31日時点でユーロネクスト・パリ市場に上場するフランス企業の数は490社であった (AMF, *Rapport 2015*, *op. cit.* (note 41), p. 122)。ただし、

な監視の対象とならないことを前提に行動する会社が現れる可能性がある。これを予見したのか、2016年のAMFの年次報告書においては、サンプルとしてCAC40を構成するフランス法に準拠する企業35社及び2014年末までCAC40に属していた2社に加えて、時価総額ベースで見たSBF120の下位25社を採用している⁽⁸⁹⁾。労力・コストの面から、すべての企業を監視することが困難な事情があると思われるが、時価総額ベースでみると「中間層」にあたり且つAFEP-MEDEFコードに準拠する上場企業が監視対象から常に外れる状況は将来の課題として残るとと思われる。

これに対して、MiddleNextコードの場合、上級委員会に相当する組織は設置されていないが、年次報告書はコードに準拠するすべての会社を対象としている（ただし、2016年公表の報告書を見ると、統計または情報が不足するものは排除されているため、全体の80%がサンプルの対象とされている⁽⁹⁰⁾）。また、年次報告書を作成するのは、コードの策定母体ではなく調査機関（IFGE）であるため、直接的な監視があるとはいえない。

第三に、勧告自体が有する強制力の問題がある。AFEP-MEDEFコードでは、勧告に強弱の違いはなく、MiddleNextコードでは、前述のとおり「注意点（points de vigilance）」と称される項目が「勧告」の前に置かれて

まったく監視がなされていないわけでもなく、注目すべき点についてはサンプルとされていない会社もAMFの報告書の対象となる場合がある（AMF, *Rapport 2016, op.cit.* (note 38), p. 7）。また、AMFは中小規模の上場会社のコーポレートガバナンス及び指揮者の報酬に関する報告書を2010年、2011年及び2013年に公表している。こうした報告書は通貨金融法典L.621-18-3条を根拠規定とし、年次報告書の「補足」として公表されているが、定期的に作成されるものではない。

(89) AMF, *Rapport 2016, op.cit.* (note 38), p. 4. 2015年までの2年間は、SBF120の企業でサンプルとしてとられていたのが時価総額ベースで見て上位の企業であった（2015年：上位24社、2014年：上位24社）。2016年次報告書における説明では、AMFの調査対象とされていない会社の実務を分析するため、とされているが、これまでの経緯からいえば、一部の企業に監視が集中する状況に対する見直しがなされたとも考えることができる。

(90) IFGE, *Rapport 2015, op.cit.* (note 48), p. 3.

いるものの、その内容は参考として提示されているにすぎない。このような状況において、コーポレートガバナンス・コードの規定に強弱をつけることで⁽⁹¹⁾、コードの実効性、特にコードの規範的性質を明確化することが望ましいとする見解が示された⁽⁹²⁾。

コーポレートガバナンス・コードの勧告の適用に対する圧力が強まることは、会社側が事実上従わざるを得ない状況を生み出すことになり、ソフトローの内容の妥当性がなおさら重要となる。したがって、その内容に対するコントロールの手段の確保が必要とされるが、この点につき、近時注目すべき動きがあった。コンセイユ・デタは、2016年3月21日の判決において、規制当局が示す意見 (avis)、勧告 (recommandations)、警告 (mises en garde)、立場 (prises de position) について、「著しい影響 (特に経済的な影響) またはその対象となる者の行動に対して明白な形で影響を及ぼすことを目的とするとき」には、越権訴訟 (recours pour excès de pouvoir)⁽⁹³⁾の対象となることを明らかにした⁽⁹⁴⁾。規制当局が発するソフトローが対象

(91) ルクセンブルクでは、規定は①原則 (principes) ②勧告 (recommandations) ③行動指針 (lignes de conduite) に分類され、①を取引所に上場している会社が従うべきもの (comply)、②は遵守しない場合にはその理由を説明すべきもの (comply or explain)、③は望まれるべき方向性を示すもの (best practice) とされている。ドイツのコードにおいても、規定は勧告 (Empfehlung) と提案 (Anregung) に分けられ、前者については comply or explain のメカニズムが働くが、後者についてはこれが働かない (船津・前掲注 (16) 407頁以下)。

(92) MAGNIER et PACLOT, *op.cit.* (note 10), p. 501.

(93) 越権訴訟とは、違法性を理由として、行政機関または公役務の任務の枠内で活動を行う私的機関が行う一方的行為を対象とする裁判上の申立てであり、その行為を取消すことを目的とするものである (中村紘一ほか監訳『フランス法律用語辞典』(三省堂、第3版、2012) 357頁)。

(94) CE, 21 mars 2016, n° 368082, 368083, 368084, JurisData n° 2016-004898; CE, 21 mars 2016, n° 390023, JurisData n° 2016-004897。ただし、それ以前にソフトローが越権訴訟の対象とならなかったわけではなく、「一般的且つ強制的な規定としての性格が認められる場合または規制当局が事後的に不遵守に対する制裁を課しうる個別の規定 (prescriptions) を示す場合」には越権訴訟を提起できたが、2016年3月21日判決により、要件がより詳細な形で明らかにされたことになる。

であるため、コーポレートガバナンス・コードの勧告が直接問題となるわけではないが、近時の AFEP-MEDEF コードの改訂内容が AMF の勧告の内容を少なからず汲み取っていること（例えば、2015年11月改訂）に照らすと、コーポレートガバナンス・コードの勧告の策定プロセスの上流で、越権訴訟を通じたコントロールが及ぼされうることの意味する。また、AFEP-MEDEF コードに準拠する上場会社に対しては AMF による勧告（統合勧告第2012-02号）⁽⁹⁵⁾が直接示されることから、越権訴訟を通じたコントロールの可能性がここにも見出される。コントロールのあり方はコンセイユ・デタの判断を通じて今後明確にされていくが、ソフトローの強制力が高まると、内容の妥当性確保の重要性もそれに比例して高まることが示唆されていると思われる。

4. おわりに

本稿の検討から明らかになったのは、フランスにおけるコーポレートガバナンス・コードがまずは立法化プロセスの前段階としての側面を有し、上場会社に対する一種の警告機能を果たし、会社側の足並みを立法手続の前に揃えるための有効な方策として理解されることである。つまり、コードは会社法と一体として捉えられるのであり、この点は、コーポレートガバナンス・コードの勧告内容が常に既存の法制度との関係で議論され、ハードローとソフトローのどちらを通じて問題に対処すべきかが検討されていることが示すとおりである。それと同時に、コーポレートガバナンス・コードには制定法上の会社機関の権限分配に是正を加えるという、立法化プロセスにおける役割とは別の機能があることも指摘される。その際には、フランス株式会社法における会社機関の専属的権限の枠組みを逸脱す

(95) Recommandation AMF n° 2012-02: Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants de sociétés se référant au code AFEP-MEDEF — Présentation consolidée des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF.

ることなく、会社内の権限分配の均衡を図ることが模索されているのであり、EU 指令の国内法化といったまったく異なる方面からの影響を受けることもあるが、say on pay の結果の拘束力の有無をめぐる議論等は、まずはこうした国内法上の問題意識を中心に展開されている。こうした点も、コーポレートガバナンス・コードと会社法の密接な関係を示すものである。

また、フランスにおけるコーポレートガバナンス・コードは、形式上は企業の代表団体が自主的に策定したものであるが、最も多くの企業が準拠している AFEP-MEDEF コードに関しては、AMF の影響力は極めて大きく、勧告等の文書を通じてコード改訂の方向性をしばしば示すことが明らかになった。こうした状況における comply or explain の厳格な運用は、立法手続を経ていないにもかかわらず、ソフトローにハードローに準じた効果が与えられることを意味する。このような場面では、ソフトローに対するコントロール手段が確保されることが特に重要になり、その関係では、規制当局が発するソフトロー文書に対する越権訴訟の要件が2016年に明確化され、それ以降実際にこの要件に基づき判断がなされていることは⁽⁹⁶⁾、注目すべき点であると思われる。

本稿では、フランスにおけるコーポレートガバナンス・コードと会社法の関係について検討を行ったが、冒頭において述べたように、コーポレートガバナンス・コードが有する意味は、その国の会社法制の状況に応じて大きく異なる。実際に、わが国のコーポレートガバナンス・コードの策定は「『日本再興戦略』改訂2014」のコーポレートガバナンス強化のための施策の一環としてなされたように、そもそも策定背景からすでに、表立った政府主導の動きのないフランスと大きく異なる。本稿では、フランスのコーポレートガバナンス・コードの例が示した、ソフトローの立法化プロセスの前段階としての利用、そして会社機関の権限分配の調整機能は、ソ

(96) CE, 13 juill. 2016, n° 388150, JurisData n° 2016-013783.

フトローの効果を過大評価せずに、ソフトローの利用方法及び射程を明確化し、ときにはこれらを限定することが意識されていることを示し、ソフトローが会社法制の発展プロセスのサイクルのなかで捉えられていることを明らかにした。こうした捉え方は、株主との対話の促進など、株主との関係にかなり重点を置く内容であるわが国のコーポレートガバナンス・コードのあり方に対して、会社法との密接な連動性を有するコードのあり方を提示する点において、示唆を与えられとされる。

【本研究は、科研費（課題番号：15K16960）の助成を受けたものである。】

