

## 論 説

# ヨーロッパにおけるコーポレート・ガバナンス —第1回ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス会議での議論—

正 井 章 彦

はじめに

I. 序論

II. 報告の概要

- A. 株主から見たコーポレート・ガバナンス
- B. 会社の意思決定構造
- C. 監視と規律の機構
- D. コーポレート・ガバナンスの取束について

III. 問題点の検討

- A. コーポレート・ガバナンスの定義
- B. 株式所有の構造
- C. 株主価値と利害関係者の利益
- D. 一元制度と二元制度
- E. コーポレート・ガバナンスの多様化と取束

おわりに

はじめに

日本では、ここ数年来、コーポレート・ガバナンス（企業統治）に関する議論が盛んである。<sup>(1)</sup>「コーポレート・ガバナンス（corporate govern-

---

(1) コーポレート・ガバナンスの意義（定義）については、正井章彦「ドイツにおける『コーポレート・ガバナンス原則』」大阪学院大学法学研究26巻2号（2000）19-57頁（20頁以下）（以下、「原則」で引用）、同「資本市場を指向するコーポレー

ance)」という用語は、これまで、アメリカ合州国の会社法などの領域で使われていたものである。<sup>(2)</sup> 現在、多くの国において一とくに経営学、会社法学の領域で一、コーポレート・ガバナンスをめぐって活発な議論が展開<sup>(3)</sup> されている。ヨーロッパにおいても同じ状況にある。<sup>(4)</sup> ヨーロッパの動きを検

---

ト・ガバナンス原則」酒巻俊雄=志村治美(編)『現代企業法の理論と課題(中村一彦先生古稀記念)』(2002、信山社)31-61頁(36頁以下)。また、後述III. A. 参照。

(2) とくに、1992年に公表され、94年に本として刊行されたアメリカ法律協会(ALI: American Law Institute)『コーポレート・ガバナンスの原理: 分析と勧告(Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, vol.1 and 2)』が世界の研究者などに及ぼした影響は大きい。このほかのアメリカのコーポレート・ガバナンスに関する文献については、正井・前掲注(1)「原則」25頁注(4)参照。

(3) 正井・前掲注(1)の2つの論文の中で引用の文献および次の注参照。

(4) ①2000年半ば頃までのヨーロッパ各国(18カ国)およびヨーロッパ全体のコーポレート・ガバナンスの動向については、ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス協会(European Corporate Governance Institute)のウェブサイト([http://www.ecgi.org/codes/menu\\_europe.htm](http://www.ecgi.org/codes/menu_europe.htm))を通じて入手することができる。

②現在、EU(European Union: ヨーロッパ連合)のヨーロッパ委員会(European Commission)(以下、EU委員会という)が、EUとして、共通のコーポレート・ガバナンス基準(code)を導入すべきか否かの問題について、調査・検討をしている。委員会の域内市場総局から、調査の委託を受けた法律事務所 Weil, Gotshal & Manges LLPは、ヨーロッパ証券取引業協会(EASD: European Association of Securities Dealers)とヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス・ネットワーク(ECGN: European Corporate Governance Network)との協議を経て、有益な報告書(Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States)を一きわめて詳しい付録(I-V)とともに、2002年1月に公表している(以下、Comparative Studyで引用)。これは、EU委員会のウェブサイト(<http://www.europa.eu.int/comm>)を通じて入手できる。この付録には、コーポレート・ガバナンスに関する最近の文献、ヨーロッパ各国の報告書およびそのサイトが掲載されているほか、EU構成国の会社法と証券取引法についての概観ならびにEUを構成する15カ国のコーポレート・ガバナンス基準についての解説(付録IV)まで付いている。この結果は、次の③の「専門家委員会」に提出され、同委員会は、2002年夏に最終報告書を提出する予定となっている。

討することは、これからの日本のコーポレート・ガバナンスのあり方を考える上で有益であろう。

そこで、本稿では、ヨーロッパにおけるコーポレート・ガバナンスを研究する手がかりとして、2000年11月16、17日にブリュッセル（ベルギー）で開かれた「コーポレート・ガバナンスに関する第1回ヨーロッパ会議」（以下、コーポレート・ガバナンス会議または会議<sup>(5)</sup>という）を取り上げて、紹介・検討し、日本にとって参考となる点を示すことにしよう。

## I. 序 論

### 1. 会議の目的

会議の主催者（ベルギー経営者協会）は、次のことを計画した。すなわち、

---

③また、EU では、2001年9月に、会社法の調整に関連して、「ヨーロッパにおける会社法に関する現代の規制上の枠組み」について検討するために、EU 委員会の委員ボルケシュタイン（Frits Bolkestein）によって、専門家委員会が設置された。同委員会は、協議文書（A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe : A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts）を公表して、各関係者に照会をしているところである（2002年6月21日にアンケートを締め切る）。そこでも、コーポレート・ガバナンスについて、いくつかの論点を示して質問をしている。この文書も、EU 委員会のサイトから入手することができる。この紹介として、「海外情報」商事法務1629号（2002）56-57頁。

(5) コーポレート・ガバナンス会議の主催者は、ベルギー経営者協会（Belgien Director's Institut）。会議は、EU 委員会によって後援された。以下では、同協会のウェブサイト <http://www.ivb-ida.com>（2001年12月13日現在）から入手した資料（おもに Bernard 教授（Taylor Henly Management College）の報告書：Report on the First European Conference on Corporate Governance）と Christoph Teichmann, Corporate Governance in Europa, ZGR 2001, 645-679）による。

このほか、ドイツでも、2000年9月1、2日に、ホプト（Klaus J.Hopt）教授の60歳の誕生日を記念して、「コーポレート・ガバナンス—ヨーロッパの視野」と題するシンポジウムがマインツで開かれた。ZGR 2/2001に4人（Marcus Lutter, Peter Hommelhoff, Paul Davies, Eddy Wymeersch）の報告が収録。また、Klaus J. Hopt, Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance, ZGR 2000, 779-818参照。

- (1) 毎年、ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス会議を開催する<sup>(6)</sup>こと、
- (2) コーポレート・ガバナンスについての一異なる一国内制度の比較研究を支援すること、
- (3) ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス・フォーラム＝コーポレート・ガバナンスの比較研究に関心のあるネット・ワークを形成すること、である。

## 2. 組織と参加者

全体会議での12名の報告者のほかに、9つの研究会での報告者を含めて30名が報告した。17カ国から、全体で160人が参加した。もっとも、出席者の国別の割合は、ベルギーから40%、オランダから16%、イギリスから15%となっており、他のヨーロッパ諸国からの出席者が少なかった。たとえば、ドイツからは5人とどまり（ベルギーからは67人）、会議でも、ドイツからの報告者はなかった（ベルギーからは9人の報告者）。

出席者の経歴は、法律家28%、金融の専門家27%、政府の立法担当者17%、学界18%、である（2つ以上にまたがって所属する者もいる）。上級の業務執行役員および取締役役員は一ベルギー経営者協会といくつかの専門職の団体および産業団体の構成員を除くと一、わずかであった。

## 3. プログラム

4つの全体会議と3つの研究会（それぞれ3つのオプションがあり、全体として9つの研究会）があった。このうち、全体会議では、次のテーマが取り扱われた。すなわち、

### A. 株主から見たコーポレート・ガバナンス

---

(6) 第2回のヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス会議は、2002年11月27日と28日に開かれることになっている (<http://www.ivb-ida.com/index.asp>—2002年6月22日現在)。「毎年」という計画は、実施が難しかったようである。

- B. コーポレート・ガバナンスと意思決定構造
- C. 経済成長と繁栄を促進するための監督 (monitoring) と規律化 (disciplining) のメカニズム
- D. 多様性 (divergence) は、効率的なヨーロッパの資本市場にとって障害であるのか。収束 (convergence) のための駆動装置 (drivers) は何か。どのような行動が必要か。

## II. 報告の概要

以下では、全体会議での報告のみを紹介する。

### A. 株主から見たコーポレート・ガバナンス

ここでは、次の3人の発表があった。

#### 1. ヴェルベーク (Louis Verbeke : ベルギー経営者協会会長)

ヴェルベークは、ヨーロッパの国々は、異なった文化を持っており、その文化は、コーポレート・ガバナンスに対して異なったアプローチをすることになる、という (後述、III A 参照)。このことは、会社が国際的に活動することを困難なものにし、かつコストがかかるものにする。そこで、コーポレート・ガバナンスの調整に賛成または反対する事情は何か、そしてどのような行動が必要になるのか、が問題となるとする。

#### 2. ヴァン・フレ (Karel van Hulle : EU 委員会の域内市場総局で、企業会計と会社法を担当)

ヴァン・フレは、「われわれは、EU 構成国の数よりも多くのコーポレート・ガバナンス基準 (code) を持っている」として、EU におけるコーポレート・ガバナンスの違いの存在を強調して、次のようにいう。すなわち、

EU (EC) では、1970年代に、第五指令により、大規模な会社に関して、強制的な労働者の参加システムを含むヨーロッパ・モデルを作ろうと

<sup>(7)</sup>試みた。しかし、第五指令案に、好意を示す国はなかった。そこには、「一つのサイズを全てに合わせる (one-size-fits-all)」考え方は、企業の発展を抑圧するかもしれないという懸念があった。柔軟性に対する需要は顧慮されず、そして、労働者の参加が強調されすぎた。その後、EUは、通貨の交換レートを廃止し、EUの競争力を増加させ、そして資本コストを削減するために、1999年に、共通の通貨(ユーロ)を導入した。<sup>(8)</sup>いまや、EU委員会は、ヨーロッパにおけるコーポレート・ガバナンスを「調和させる」必要があると考える。なぜなら、構成国内の制度の多様性は、投資者に不確実性を与え、そしてある国では、株主の権利を守ることが困難であるからである。それゆえ、コーポレート・ガバナンスの違いにおける問題が、単一の資本市場の成長を遅らせるかもしれない、という懸念がある、と。<sup>(9)</sup>

### 3. ダヴィニオン (Viscount Etienne Davignon : EU (EC) 委員会の元副委員長)<sup>(10)</sup>

ダヴィニオンも、ヴァン・フレと同様、アメリカ合州国と日本では、ただ一つの法律上の会社が存在しているのに対して、EUでは、会社は、構成国のそれぞれの国において、異なった法構造と課税構造に準拠すること<sup>(11)</sup>を要求されている、という。

以上、簡単に紹介したが、ここでは、表題と報告の内容とが必ずしも一

---

(7) 第五指令については、正井章彦『共同決定法と会社法の交錯』(1989、成文堂)第5章参照。

(8) 2002年1月1日から、EUを構成する15カ国のうち、イギリス、デンマーク、スウェーデンを除いた12カ国で、ユーロ紙幣と貨幣が流通を開始した。12の構成国の通貨は、2月28日までに、ユーロ圏各国の通貨の法定通貨としての効力が停止し、その後は、ユーロのみが使用される。

(9) 現在、EUでは、コーポレート・ガバナンス基準 (code) の調和のための作業と現代の会社法上の枠組みについての検討が一進められている(前述注(4)参照)。

(10) ヨーロッパ株式会社法における労働者参加制度に関して、1997年に提出されたダヴィニオン報告書で知られる。同報告書は、www.europa.eu.int などから入手できる。なお、注(11)参照。

致していない。

## B. 会社の意思決定構造

この会議では、次の4人の報告があった。

1. ヴァン・デン・ベルク (Lutgart Van den Berghe : ベルギー取締役協会の研究取締役員 (academic director))

ヴァン・デン・ベルクは、ヨーロッパでは、次の理由から、コーポレート・ガバナンスの改良のために、株主からの圧力が増加している、という。すなわち、

- ①ヨーロッパの株式市場の成長、
- ②大規模な会社における機関株主の力の増大、<sup>(12)</sup>
- ③無記名株式によって引き起こされた困難な問題、

---

(11) 次に、グヴィニオンは、ヨーロッパ株式会社法について言及している。この部分は、詳しく紹介する必要はない。なぜなら、2001年10月に、「ヨーロッパ株式会社法に関する規則」および「労働者の参加に関してヨーロッパ株式会社法を補充するための指令」が採択されたからである。同規則 (Regulation) は、OJ No. L 294, 10. 11. 2001, p.1に、また、同指令 (Directive) は、OJ No. L294, 10. 11. 2001, p.22に、それぞれ登載 (EUのホームページからも入手できる—上田廣美助教授から規則・指令の提供を受けた)。邦語文献として、規則と指令について、上田廣美「ヨーロッパ会社法と従業員の経営参加に関する最新動向 (上)(下)」国際商事法務29巻5号、6号 (2001)、指令について、正井章「ヨーロッパ株式会社における労働者参加規制の新展開」『現代企業法の新展開 (小島康裕教授退官記念 (2001年、信山社) 461-495頁、など。欧文の文献として、Günter Christian Schwarz, Zum Statut der Europäischen Aktiengesellschaft, ZIP2001, 1847-1861; Heribert Hirte, Die Europäische Aktiengesellschaft, NZG2002, 1-10; Marcus Lutter, Europäische Aktiengesellschaft-Rechtsfigur mit Zukunft?, BB2002, 1-7; Françoise Blanquet, Das Statut der Europäischen Aktiengesellschaft (Societas Europaea SE), ZGR2002, 20-65; Meinhard Heinze, Europäischen Aktiengesellschaft, ZGR 2002, 66-95; EWCB 38 (2002), 7-11, 39 (2002), 10-17, など。

(12) 機関投資家の影響力の増大については、たとえば、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)の第I部第4章 (川内克忠)、第II部第3章 (Simon Learmount) 参照。

④株式公開買付け (TOB) に対する障害、

⑤ヨーロッパ全体での従業員の株式所有の増加、がそれである。

2. マース (Cess Maas: オランダの ING グループ<sup>(13)</sup>の取締役員で、主席財務担当役員)

マースは、次のように述べた。すなわち、

(1) 市場のグローバル化、企業の成長と構造変化および株主ベースの国際的広がりのゆえに、コーポレート・ガバナンスについても、国際的な関心が高まっている。機関株主、株式市場の規制および新しい法律は、コーポレート・ガバナンスに経営者がどの程度注目しているか、ということに焦点を合わせている。さらに、マッキンゼイの調査<sup>(14)</sup>から、投資者 (たとえば、ヨーロッパとアメリカ合州国のファンド・マネジャー) は、同じ業績であれば、優れたコーポレート・ガバナンスを持った方の会社の株式に、18%のプレミアムを支払う用意がある、ということが明らかとなっている。

(2) ヨーロッパの会社は、三つの異なったコーポレート・ガバナンスのモデルを用いている。すなわち、

(a) ヨーロッパ大陸の「利害関係者 (stakeholder)」モデルは、二元的ボード (二層制) を持ち、そして社会を指向し、株主価値 (shareholder value) に余り焦点を合わせず、また開示の要求は厳しくない。

(b) アングロ・サクソンの「所有者」モデルは、株主を指向し、株式市

---

(13) ING グループに関する詳細な情報は、同グループのホームページ ([http://www.inggroup.com/ing/contentm.nsf/en\\_about.html](http://www.inggroup.com/ing/contentm.nsf/en_about.html)) から入手することができる。ING は、アムステルダムに本店を置き、65カ国で、銀行、保険および財産管理の業務を展開している。同グループの監査役会の構成員の選任に関する情報のほか、利害関係者に、企業の社会的責任の分野における活動について報告する「社会レポート」なども発行。情報公開に積極的な企業という印象を受ける。

(14) McKinsey & Company, Investor Opinion Survey, Juni 2000. なお、同社の2002年4月から5月の調査 (200を超える機関投資家からの回答) では、機関投資家は、西ヨーロッパと北アメリカの会社には、12%—14%、アジアと南アメリカの会社には20—25%、東ヨーロッパとアフリカの会社には、30%のプレミアを支払う用意がある、とした (Global Investor Opinion Survey: Key Findings, 2002)。

場によって決定され、かつ詳細な開示が要求される。

(c) ビジネス・ネットワーク家族モデルは、大きな執行ボードを持って、家族を指向しており、そして株式の相互持合いを伴った会社のネットワークを持っている。

これらのモデルは、次の4つの原則にもとづいて、取束に向かう傾向がある。すなわち、

①公正 (Fairness) —すべての株主の平等な取り扱い。

②透明性 (Transparency) —開示と投資家向け広報 (IR) の改良によって。

③説明責任 (Accountability) —すべての利害関係者に対して。

④責任 (Responsibility) —たとえば、良き会社市民 (corporate citizenship)。

3. ヴァイメールシュ (Eddy Wymeersch: ベルギーのгент (Ghent) 大学の金融法研究所教授)

ヴァイメールシュは、ベルギーのコーポレート・ガバナンスについて、次のように説明した。すなわち、

(1) ベルギーでは、一元制度 (取締役会制度) だけが法律で認められている。この構造は、中小の企業には適しているが、大企業には問題がある、と指摘されてきた。大企業では、取締役会は、その業務執行の任務を、執行委員会 (directiecomité) に委任するのが通例となっている。しかし、このことは法律では定められていない。現状を反映させるために、法律の改正が必要である<sup>(15)</sup>。すなわち、実際には、取締役会は、二元制度として機能している。取締役会は、執行委員会を監督し、かつ会社の戦略および法的問題に対処する。もっとも、大規模な会社では、取締役会は、完全

---

(15) 法律上の注意義務および責任の規制は、法律上の機関、つまり取締役会にだけ適用される。執行委員会の業務執行の誤りによる責任を取締役会の構成員がとらされることになる。そこで、ベルギーのコーポレート・ガバナンス政府委員会は、2000年3月に、二元制度を法律上のものとすることを提案している (Teichmann, aaO (Fn.5) 664f. による)。

には執行委員会をコントロールしていない。また取締役会は、直接に情報を入手する権利を持っていない。ほとんどの取締役会の構成員は一株主総会によって選任されるが一、支配株主の代表である。会社グループ（コンツェルン）は、多くの層を形成しており、コンツェルン子会社は、個別的に、証券取引所に上場されている。現在、ベルギーの子会社を支配しているフランスの親企業は、それらのベルギーの子会社が外国に持っている会社からフランスへ、資産を移すことができる。また、ベルギーの子会社の多くがフランスの親企業によって支配される傾向にあるので、ベルギーにとっての主要な問題は、国内の会社の意思決定の中心を、どのように維持していくかということにある。

(2) 1967年に、ベルギー政府は、コンツェルン持ち株会社を監督しようとした（たとえば、会計監査人の承認、年度決算書の検査によって）。しかし、これは効果がなかった。親会社は、資産を隠すために連結決算書を公表したにすぎなかった。その後、1990年に、コンツェルン内での操作を阻止するための法律が成立した。この法律は、コンツェルン内での取引が開示され、かつそれが公正であることを確保するために、コンツェルンの計算が、取締役会の委員会と独立の専門家とによって監査されるべきことを要求している<sup>(16)</sup>。また、2001年には、親会社の行動が、「著しく不公正で」あるときは、すべての取締役員が責任を負う、とする改正が行われる予定である。

これらのことからの一つの帰結は、ペトロフィナ（Petrofina）の事例にみられるように、外国の所有者が、ベルギーの少数派株主から株式を買い上げて、会社を非上場会社にしてしまうことである。

4. マリニ（Phillip Marini：フランスの上院議員。マリニ報告で知られる）<sup>(17)</sup>

---

(16) 詳しくは、Eddy Wymeersch, *Holding Companies in Belgium*, in Klaus J. Hopt/Eddy Wymeersch (ed.), *Comparative Corporate Governance 1997*, 67-118. また、François Vincke, *The Corporate Governance Debate in Belgium*, in Hopt/Wymeersch (ed.), *aaO.*, 119-149 参照。

マリニは、フランス・モデルについて、次のように論じた。<sup>(18)</sup>すなわち、

(1) フランスの伝統は、取締役会会長（PDG：Président-Directeur général）に広い権限を与えていることにある。<sup>(19)</sup>この状況は、1930年代のスキヤングルの結果、1人の責任のある人物を置く必要があると考えられたことによる。フランスでは、次の二つのボード構造を持っている（1996年の商社会法改正によって、(b)が新たに定められ、会社は、どちらかを選択することができることになった）。

(a) 一元的ボード（一層制）

ここでは、1人の取締役会会長が同時に最高経営責任者としての機能を果たすことが法的に認められている。この取締役会会長は、取締役会によりその構成員の中から選任される。取締役会の構成員は、理由をもって、または理由なしに、いつでも解任されうる。取締役会会長は、いつでも取締役会によって解任され<sup>(20)</sup>うる。

(b) 二元的ボード（二層制）

これは、取締役会会長および執行役チームと取締役会との間の権限と責任の分離を必然的に伴うものである。この制度のもとでは、取締役の地位は、株主によってのみ解任されうる。フランスでは、伝統的に一層制が採

---

(17) 1996年1月に一首相の委託を受けて一、提出。これについて、山田純子＝梅本剛正「フランスにおける会社法改正の動向」商事法務1568号（2001）66-73（67-69頁）参照。また、鳥山恭一「フランス会社法とコーポレート・ガバナンス論」『比較会社法研究（奥島孝康教授還暦記念・第一巻）』（1999、成文堂）479-502頁参照。

(18) フランス会社法の最近の動向については、鳥山恭一「コーポレート・ガバナンスとフランス会社法（上）（下）」監査役459号（2002）13-22頁、460号（2002）69-95頁に詳しい。

(19) 取締役会の会長は、同時に業務全般の指揮者を兼ねるものとされている（鳥山・前掲注(18)監査役459号14頁による）。

(20) 実態は、会長兼最高経営責任者が、取締役候補者を決めて、株主総会に提案し、総会は、自動的に、それを承認するだけである。したがって、会長兼最高経営責任者に対する取締役会の監視機能が低下してしまっている（吉森賢『日米欧の企業経営』（2001、放送大学教育振興会）230-233頁）。

用されてきた。株式会社の 2% が二元制度を採用するにすぎない<sup>(21)</sup>。そこで、二層制の導入は失敗であったとの評価もあるが、上場会社の上位 (規模によるランク付け) 4 分の 1 は二元制度を選択している<sup>(22)</sup>。

(2) ところで、フランスにおけるコーポレート・ガバナンスのレベルは一権限が 1 人の執行エリート (取締役会会長兼最高経営責任者) の手にあることから一低いといわれている。しかし、フランスの実務は変化している。とくに、ボード (取締役会) は、監査と報酬の問題を処理する特別の委員会を設置し始めている。もっとも、非業務執行取締役という構想は、うまく確立してはならず、それらの取締役が独立して考え、かつ行動するかどうかを論じることは困難である。しかしながら、大規模な会社におけるボードの 3 分の 2 は、それらの非業務執行取締役の役割と責任について、好ましい情報を提供する<sup>(23)</sup>。

2000年10月31日に、一元的ボードにおける 1 つの新しい選択肢を定めるために、上院に法案が提出された。それによると、取締役会は、取締役会会長と最高経営責任者 (CEO) の二つの役割の分離を望むときは、それについて決議することができる、とする<sup>(24)</sup>。

## C. 監視と規律の機構

### 1. ペーターズ (Jaap Peters) <sup>(25)</sup> (Aegon の前取締役会会長で、オランダ・コ

---

(21) 鳥山・前掲注(18)監査役459号15頁によると、2001年5月1日現在で、二層制を採用している会社は、全体の3.75%である。

(22) Teichmann, aaO (Fn.5), 664による。より詳しい分析として、吉森・前掲注(20)238頁以下。

(23) 吉森・前掲注(20)230頁以下、249頁以下参照。

(24) 同法案は、2001年5月に成立した。それにより、「会社の業務全般の指揮は、取締役会会長または取締役会が選任する執行役員である別の自然人が、その責任において行う」とする規定が新設された。これによって、一層制においても、会社の業務執行を取締役会会長とは別の人物 (取締役会の構成員であることは必要でない) に委ねる方式を選択することができることになった (鳥山・前掲注(18)監査役459号18頁以下による)。

(25) Aegon N.V. は、オランダのハーグに本店を置き、生命保険業を営む。世界で

コーポレート・ガバナンス委員会の委員長）は、オランダのコーポレート・ガバナンスについて次のように述べた。すなわち、

(1) コーポレート・ガバナンスに関するペータース委員会は、オランダの会社のために、コーポレート・ガバナンスにおける最良の行動についての自発的基準 (code) を定めようとしている。オランダの会社は、法律による規制よりも、自主規制を用いることを望んでいる。なぜなら、種類や規模が異なる広い範囲の会社を満足させることを望むからである。われわれが直面している課題は、そのような勧告を、どのようにして監視し、そしてコントロールするかであり、その答えは、制裁を課す権限を持った機関<sup>(26)</sup>—たとえば、ロンドン証券取引所<sup>(27)</sup>—によって可能であるかもしれない。

(2) 資本市場のグローバル化と共に、株式市場について国際的ルールおよび国際的な会計基準が必要である。また、会社が国際的に拡大するとともに、会社は、その内部で、会社自身の国際的な基準を定める必要がある。年金基金のような機関投資家は、それらのコーポレート・ガバナンスと説明責任についての共通の基準を協定すべきであろう。その傾向は、規制が、①規制なしから自主規制へ、②自主規制から公的な法律へ、であ

---

上位10社（時価総額による）に入る。オランダ、アメリカ、カナダ、イギリスを主要な市場とする。従業員は25,000人を超える（同社のホームページによる）。

(26) Secretariat Committee on Corporate Governance, Corporate Governance in the Netherlands—Forty Recommendations (Peters Report), June 1997 については、www.ecgn.org または ECGI のサイト（前掲注(4)①）から入手することができる。

(27) オランダでは、1971年以來、一定の規模を持った資本会社に、監査役会の設置が強制されている（いわゆる構造規制）。監査役会は、業務執行者を選任し、かつ解任する。また、年度決算書は、監査役会によって確定されるが、それは株主総会によって承認されねばならない。さらに、業務執行の一定の計画は、予め監査役会の同意を得なければならない（以上、ドイツ株式法の規制方法と同じ）。オランダの特殊性は、監査役会の構成員の選任にある。そこでは、特別の補充選挙 (Kooptation) 手続きが適用される。つまり、監査役会は、事実上、その新しい構成員を自ら選任する。株主総会、業務執行者および労働者代表は、提案権を持っているが、実際の選任は、監査役会がすることになる (vgl. Teichmann, aaO (Fn. 5), 665)。

る。しかし、規制と法律は、企業経営者が、それらを実施する気質と意思を持っていないときは、うまく働かないであろう。

2. マイヤー (Colin Mayer: オックスフォード大学の Said ビジネス・スクール教授) は、1990年代に、フランクス (Julian Franks) とローゼンバーグ (Luc Rosenberg) と共に、イギリスとアメリカ合州国の会社について調査した結果を報告した。

この調査は、1989年から92年の間、イギリスの会社の業績が貧弱であったことを分析し、そして業績が貧弱なことに責任のある会長、最高経営責任者および取締役が、その地位を失ったか否かを探究しようとした。その調査によると、配当を引き下げた一最も業績の良くない一会社では、取締役会の構成員の交代は、配当を継続し、または増やした会社を比べると、2倍の割合であった。しかしながら、取締役会における非業務執行取締役の割合が高い会社では、その交代の割合は低かった。そのことは、非業務執行取締役は、経営者を支持し、そして取締役会の構成員に責任がない、と考えたことを意味している。しかし、この調査は、キャドベリー基準<sup>(28)</sup> (Cadbury Code) が実施される前のモデルのモデルであり、そして他の研究から、その基準がすぐに効果を発揮したこと、そしてそれは非常勤の会長 (Chairman) と非業務執行取締役の権限と独立性を増大させたということを知っている。

この調査はまた、業績の良くない会社における取締役の交代に、他のメカニズムがどの程度影響を与えたか、について検証した。公開買付け、資本の再編成、株式の大量購入および株式の外部者への集中は、取締役の交代に最も効果があった。これに反して、内部者の株式所有および非業務執行取締役の大きなグループが、在職中の取締役の地位を強固にすることを

---

(28) キャドベリー委員会、グリーンベリー委員会およびハンベル委員会の各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)、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム (編) 前掲注(12) 第IV部がある。

可能にした。

アメリカ合州国における類似の研究は、非業務執行取締役が、アメリカ合州国では、まさに、経営に失敗した会社の取締役を解任するための行動をとるということを明らかにしている。なぜなら、そうしなければ、非業務執行取締役は、それらの信任義務 (fiduciary obligations) を果たさなかったとして裁判所に訴えられることが通例だからである。

3. ストック (Mark Stock : 大手会計事務所 KPMG (イギリス) のパートナーで、経営者保険サービス部門担当) は、外部監査の現状、将来の発展および会社の報告 (reporting) について、次のように述べた。すなわち、

(1) ヨーロッパ大陸では、株式所有の構造が異なっており、このことは、株式公開買付けが、失敗した経営者を解任する方法としては、余り効果がないことを意味している。オーストリア、ベルギー、ドイツおよびイタリアでは、最も多くの議決権を持ったブロック (大株主) が、議決権の40%またはそれを超えて行使している。これに対して、イギリスの株式市場では、上位の株主が10%を超える議決権を持っている会社はまれであり、またアメリカ合州国では、その割合は6%にすぎない<sup>(29)</sup>。したがって、ヨーロッパ大陸では、主要な株主は、通常、業務執行役員を解任することができることになる。しかし、イギリスとアメリカ合州国では、取締役会における交代を迫るには、金融機関がまとまる必要がある。

(2) イギリス、アメリカ合州国およびヨーロッパ大陸におけるコーポレート・ガバナンス・メカニズムの比較から、ストックは、金融制度および法制度の機能の仕方が異なっているが、それらは類似の効果を生み出すかもしれない、と結論する。彼によると、非常に異なった制度を調整する試みは、非生産的であることを証明するように思われる。したがって、EU委員会は、調整するのではなく、異なる金融制度および法制度の間の競争を促進すべきである。しかし、共通の監査と情報の開示基準を強制すべき

---

(29) Bernard, aaO (Fn.5) ではなく、Teichmann, aaO (Fn.5), 651による (この値などは、Marco Becht と Colin Meyer の報告において示されたとする)。

である、と主張する。

#### **D. コーポレート・ガバナンスの収束について**

この会議での報告者は、ゴールドシュミット (Leo Goldschmidt: ヨーロッパ証券業協会 EASD とイースダック EASDAQ の取締役員) とヴァン・デン・ベルクであった。

1. ゴールドシュミットは、次のように述べた。

##### (1) 共通の国際的基準

資本市場が効率的に動くためには、株主、ファンド・マネジャーおよび投資アナリストが、会社の業績 (performance) に関する情報を持つ必要がある。そして、その情報は、透明性のあるもの、つまり、公開されて、信頼することができ、かつ理解が容易であり、しかも一共通の形式と計算基準に従って作られた—「比較できる」ものでなければならない。共通の報告基準を発展させることは、最近の会社のグローバル化とともに、証券市場と資本市場との統合によって、より緊急のものとなっている。1998年の東南アジア、日本およびロシアにおける金融危機は、世界の国際的銀行および投資者に、より透明な報告システムの必要性 (とくに新興市場において) ならびにすべての証券取引所が国際会計基準を承認することの必要性を確信させた。

##### (2) 非金融上の情報

会社の計算のカバーする範囲は、余りにも限定されている。それは過去のものであって、将来を展望するものではない。また、それは会社の有形資産について報告するだけで、ブランド、ノウハウおよび「知的資本 (intellectual capital)」によって作り出された価値について報告するものではない。

##### (3) 将来を展望した情報

投資者はまた、経営の将来計画および予測について、もっと知りたいと願っている。イギリス政府は、会社の報告に関する制定法上の新しい基準

を設けることを考えている。その基準は、会社の将来計画および予測に関する説明書を含めることができるかもしれない。それには、会社の目標、重要な関係、コーポレート・ガバナンスに関する措置、流通過程に対するリスク、環境政策と行動および会社の名声が含まれる。

#### (4) 利害関係者報告 (stakeholder reporting)

会社は、利害関係者との持続できる強い関係によって価値を創造し、そして株主、従業員、顧客、供給者および公衆との関係の状態について報告することを求められている、ということが承認されるようになっている。

#### (5) 独立の監査

外部の監査人の役割は、会社が、新しい報告制度を発展させるとともに増大しつつあり、そして無形財産、環境保護および利害関係者報告に関する会社の行動を独立して検証する必要があるようである。

2. ヴァン・デン・ベルクの報告は、次の三つの部分に分けられる。すなわち、(1) コーポレート・ガバナンスの収束に賛成または反対する力、(2)コーポレート・ガバナンスの収束についての選択肢、(3)必要な行動、である。

(1)について、ヴァン・デン・ベルクは次のように分析する。すなわち、

収束に賛成する力として、①競争のグローバル化とグローバルな会社の成立、②金融市場のグローバル化、③株主運動の活発化と多国籍の機関株主の影響力、④株主価値に焦点が合わされることの増加、⑤インターネットの影響力、を挙げ、そして、より具体的に、次の論拠を指摘する。つまり、①株式所有が国際化していること、②国際的な会社は、国際的コーポレート・ガバナンスを要求すること、③資本市場のグローバル化は、投資の前提として、開示とガバナンスに関する国際的基準に会社を従わせようとする、④機関投資家が、イギリスとアメリカ合州国の型にもとづくコーポレート・ガバナンスを推し進めていること、⑤コーポレート・ガバナンスにおける最良の行動 (best practices) を遵守する会社が高い株価を獲得していること、⑥アメリカ合州国の株主価値の考えが、経営の支配的

哲学となっていること、である。

これに対して、ヨーロッパ大陸は、イギリスとアメリカ合州国の株主モデルに反対して、「利害関係者」モデルに賛成している、として、次の論拠を挙げる。すなわち、①コーポレート・ガバナンスに対する国内法上の異なったアプローチの競争が認められるべきであること。このことは、革新と多様性を促進するであろう。②法的小および金融上の制度が、異なる国に本拠を置く会社の競争上の優位を害することなしに「調整され (harmonised)」うる限度で、取束には限界が存在すること。

(2) コーポレート・ガバナンスの取束に対処する考え方に、次の三つの学説がある、という。

(a) イギリス・アメリカ合州国モデルに取束するという立場

この見解の理由づけは、次のようなものである。すなわち、(ア)公開企業のコーポレート・ガバナンスのアメリカ版が、異なったコーポレート・ガバナンス制度の間の競争から現れるであろう。(イ)ヨーロッパ大陸の大株主のシステム (block shareholder system) は、大規模な会社が資金調達のために、ロンドンやニューヨークの証券取引所に上場するように、アメリカ合州国のシステムに向かって、次第に動いて行くであろう。

(b) 混成モデルに向かって取束すると考える立場

その理由として、次のようにいう。すなわち、(ア)グローバルな競争は、一つにまとまることを強制するであろう。(イ)しかし、イギリス・アメリカ合州国のシステムとヨーロッパ大陸の制度は、それぞれ長所を持っている。それゆえ、コーポレート・ガバナンスにおける最良の行動の統合モデル (combined model) が成立するであろう。

(c) 多様なモデルが成立するとする立場

この見解は、次のようにいう。すなわち、(ア)コーポレート・ガバナンスのモデルは、法律上、金融上そして社会上のシステムである。(イ)それゆえ、国内の異なったシステムは、「最良の行動」を採用するように促される。しかし、それらは、「すべてに合った一つのサイズ」という考察方法

を強制されるべきではない。(v)異なったタイプの会社が、異なったコーポレート・ガバナンス・システムを要求する考え方に向かっているのかもしれない。たとえば、(i)家族が支配する会社（同族会社）モデル、(ii)シリコンバレー・モデル、(iii)機関投資家資本化（capitalisation）モデル、(iv)支配的大株主を持った所有の集中化モデル、がそれである。

(3) どのような行動が必要かについて、ヴァン・デン・ベルクは、次のように要約している。すなわち、

①会計基準について、アメリカ合州国は、US-GAAP を用いている。これに対して、EU は、国際会計基準<sup>(30)</sup>（IAS）を選択している。

②アメリカ合州国は、証券取引委員会（SEC）のような力のある執行機関を持っている。しかし、ヨーロッパは、最良の行動を強制するための総合的システムを持っていない。

③EU 委員会は、EU の会社が、低いコストで資金を調達することができるように、競争的ヨーロッパ資本市場を推進する任務を負っている。

④より多くの透明性と説明責任を促進すること（たとえば、少数派株士の権利を保護すること）は、ヨーロッパの政府と会社の関心事である。

⑤EU 委員会によって促進されるべき最小限の要求として、ヴァン・デン・ベルクは、次のことを指摘する。すなわち、第一に、取締役の説明責任と注意義務の基本原則の確立、第二に、会社の計算における開示と透明性の最小限のレベルを規定すること、第三に、株主および他の利害関係者に対する一会社の一正直さ（integrity）と倫理行動の最低限の基準の確立、である。

---

(30) 2002年6月6日、EU の理事会は、国際会計基準に関する規則を採択した。それによって、上場会社は、2005年から、国際会計基準にしたがった連結決算書を作成しなければならない。引き続いて、EU 委員会は、会計指令の変更を提案した (<http://www.europa.eu.int>…および DB 2002, 1231による)。

### III. 問題点の検討

以下では、いくつかの論点について、日本の現状と比較しつつ論じることにしてしよう。

#### A. コーポレート・ガバナンスの定義

(1) コーポレート・ガバナンスとは何かについて、報告では、直接には論じられていない。<sup>(31)</sup> いくつかの報告書を紹介すると、次のようになる。

##### (a) OECD (経済協力開発機構) のコーポレート・ガバナンス原則

「コーポレート・ガバナンスは、……会社の経営者 (management)、取締役会 (board)、株主およびその他の利害関係者の間の一連の関係を含む。コーポレート・ガバナンスはまた、会社の目的が設定され、かつそれらの目的の達成および行動の監視の手段が決定される構造<sup>(32)</sup>を定める。」

##### (b) キャドベリー報告 (イギリス)

「コーポレート・ガバナンスは、会社が指揮され、かつコントロールされるシステムである (Corporate Governance is the system by which companies are directed and controlled)。」

(c) ネルビィ報告および勧告 (Nørby Repot & Recommendations) (デンマーク)

「コーポレート・ガバナンスは、会社がそれに従って経営される目標で

---

(31) Comparative Study, aaO (Fn.4), 28f. による。より詳しくは、Comparative Study, ANNEX V (by Holly J.Gregory) 参照。

(32) OECD Principles of Corporate Governance, May 1999. [www.oecd.org/daf/governance/principles.htm](http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm) 詳しい検討として、Peter Hommelhoff, Die OECD-Principles on Corporate Governance-ihre Chancen und Risiken aus dem Blickwinkel der deutschen corporate governance-Bewegung, ZGR 2001, 238-267. 邦訳として、奥島孝康 (監修)・酒井雷太 (訳者代表) 『OECD のコーポレート・ガバナンス原則』(2001、金融財政事情研究会)、検討として、小林量 「OECD のコーポレート・ガバナンス」 監査役431号 (2000) 4-24頁。

あり、そして会社の経営機関、所有者ならびに会社の措置および運営によって直接に影響を受ける他の当事者の間の相互作用を規制する主要な原理および枠組みである。」<sup>(33)</sup>

(d) プレダ報告 (Preda Report) (イタリア)

「コーポレート・ガバナンスは、会社がそれにしたがって経営され、かつコントロールされる一連のルールという意味において、規範、伝統および各々の経済システムおよび法システムによって発展された行動パターン<sup>(34)</sup>の結果である。」

(e) ペーターズ報告 (オランダ)

「コーポレート・ガバナンスの観念は、会社と関係した者の行為の基準を意味するものと理解されてきた。……それは、健全な経営と適切な監視、そしてすべての利害関係者の影響力の満足のいく均衡をもたらしている任務と責任および権限の分離に関する一連のルールを構成している。」<sup>(35)</sup>

(f) 証券市場委員会の勧告 (ポルトガル)

「コーポレート・ガバナンスは、上場会社の行動とコントロールにおいて使用されたルールと手続きのシステムを述べるために用いられる。」<sup>(36)</sup>

(2) これらのうち、OECDの定義が一国際機関によるものであることから、重要であり、かつ影響力を持っているように思われる。また、キャドベリー報告の定義が、単純・明快であり、しばしば引用される。

日本では、コーポレート・ガバナンスを、企業の健全性を確保し、かつ効率性を高めることである、と理解する見解が有力である。しかし、企業

(33) The Nørby Commission, Recommendations for Good Corporate Governance in Denmark, December 2001. [www.corporategovernance.dk](http://www.corporategovernance.dk)

(34) Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate (Committee for Corporate Governance of Listed Companies), Report & Code of Conduct (Preda Report), October 1999. [www.borsaitalia.it](http://www.borsaitalia.it)

(35) 前注(26)参照。

(36) Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Securities Market Commission), Recommendation on Corporate Governance, November 1999. [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

の効率性は、企業の健全性（公正性）を確保する法的枠組みの中で、各々の経営者が自主的に考えるべきことである。上述の報告・勧告においても、「企業の効率性」などという表現はどこにも見られない。もちろん、より重要なのは、コーポレート・ガバナンスの定義そのものよりも、それを実施するための具体的方策（法律で具体的に規定するのか、それとも一拘束力のない基準（code）に委ねるのか、さらには、基準も不要として会社の自主性に任せるのか）ならびにその具体的な内容（どのような法律または基準の規定にするのか）である。しかし、コーポレート・ガバナンスの定義は、コーポレート・ガバナンスの具体的な内容を考える際の基本的視点として重要である。

コーポレート・ガバナンスについて論じる場合、内部的コーポレート・ガバナンスと外部的コーポレート・ガバナンスとに分けて考えるのが適切であろう。前者は、会社の内部組織のあり方（とくに、権限を行使する者に対するコントロールの仕方）が問題となり、後者は、資本市場からのコントロールのあり方（たとえば、株式公開買付けに関する規制の仕方）が問題となる。<sup>(38)</sup>

## B. 株式所有の構造

(1) 報告者の多く（とくにストック）は、上場会社の株式を誰が、どの程度所有しているか（所有の構造）につき、ヨーロッパ大陸の国とイギリス、アメリカ合州国とが異なる点に注目している。表1が示すように、オ

(37) これについては、正井・前掲注(1)「原則」25頁注(3)参照。この問題について論じる最近の論文として、川村正幸「改正商法によるコーポレート・ガバナンス改革」企業会計54巻3号(2002)18-24頁。

(38) 正井・前掲注(1)「資本市場を指向するコーポレート・ガバナンス原則」36-39頁参照。

(39) これについては、吉森・前掲注(20)90頁以下に、アメリカ合州国、イギリス、ドイツおよびフランスにおける上場会社の株式所有構造について詳しく検討されている。このほか、吉森教授の一連の研究である、『西欧企業の発想と行動』(1979、ダイヤモンド社)、『西ドイツ企業の発想と行動』(1982、ダイヤモンド社)、『ヨー

表1 株式所有の集中度

国	国内の上場 会社の数 (2000年)	過半数を支配する株 主が存在しない会社 の割合	少なくとも25%を所 有する株主が存在し ない会社の割合
オーストリア	97	32.0	14.0
ベルギー	161	34.3	6.4
デンマーク	225	n.a.	n.a.
フィンランド	154	n.a.	n.a.
フランス	808	n.a.	n.a.
ドイツ	744	35.8	17.5
ギリシア	309	n.a.	n.a.
アイルランド	76	n.a.	n.a.
イタリア	291	43.9	34.2
ルクセンブルク	54	n.a.	n.a.
オランダ	234	60.6	19.6
ポルトガル	109	n.a.	n.a.
スペイン	1,019	67.4	32.9
スウェーデン	292	73.7	35.8
イギリス	1,926	97.6	84.1

出典：Comparative Study, aaO (Fn.4), 31 (Table K).

原典：Fabrizo Barca/Becht Marco (eds.), The Control of Corporate Europe, Oxford 2001; Stiplon Nestor, Corporate Governance Trends and Developments in the OECD Area: Where Do We Go From Here?, International Financial Law Review (2001).

n.a. は、上記の原典から情報が得られなかったもの。

オーストリア、ベルギー、ドイツおよびイタリアでは、上場会社の所有権（議決権のある株式と考えてよいであろう）の50%またはそれを超える割合を保有する大株主（個人、家族、事業会社、銀行）が存在する。これに対し、イギリスでは、そのような支配的大株主は、きわめてまれであり、いわゆ

---

ロッパの精神と経営』（1983、東洋経済新報社）、『フランス企業の発想と行動』（1984、ダイヤモンド社）、『EC企業の発想と行動』（1993、日本経済新聞社）、なども大いに参考となる。

る分散所有となっている。大株主が存在している会社に対しては、当然のことながら、敵対的企業買収は困難であり、これに対し、分散所有の会社に対しては、それは比較的容易である。

もっとも、1990年代以降、分散所有となっている上場会社においても、機関投資家（金融機関、年金基金、生命保険会社）の力が大きくなってきた。市場全体における機関投資家の持株比率は、たとえば、アメリカ合衆国では、1980年には、24%であったが、1994年には、ほとんど50%となった<sup>(40)</sup>。機関投資家の多くは、経営者に対し、積極的に事業政策についての説明を求め、さらには一定のコーポレート・ガバナンス基準（code）の遵守を迫ることが増えている。それによって、機関投資家は、「株主価値」の向上を期待しているのである。

経営者（取締役など）は、株式が、大株主によって所有されている場合には、その大株主の、また機関投資家によって所有されている場合は、その機関投資家の意見をそれぞれ受け容れることになるであろう。持株数（議決権数）は少ないが、人数では多数を占める個人株主の意見は受け容れられないことがない。個人株主は、通例、少数派株主である。そこで、すべての国で、少数派株主の保護が問題となる。つまり、資本多数決（1株1議決権）の原則を維持しつつ、少数派株主を、どの程度保護すべきか、またどのように保護すべきか、ということである。<sup>(41)</sup>

(2) 日本の所有者別の持株比率をみると、個人株主の持株比率は、1950<sup>(42)</sup>

(40) Teichmann, aaO (Fn. 5), 652による。ヨーロッパにおける会社法の発展に対する機関投資家の影響について、Wymeersch, *Gesellschaftsrecht im Wandel: Ursachen und Entwicklungslinien*, ZGR 2001, 294-324 (317f.); イギリスにおける影響について、Paul L. Davies, *Institutional Investors as Corporate Monitors in the UK*, in Hopt/Wymeersch (ed.), aaO (Fn.16), 47-66; スウェーデンについては、Rolf Skog, *Corporate Governance und Rolle des Gesetzgebers—Betrachtungen aus schwedischer Perspektive*, Festschrift für Marcus Lutter, 2000, 1551-1560 (1553).

(41) これについて、Comparative Study, aaO (Fn.4), 39-41.

(42) 東京証券取引所「証券市場に関する調査報告」（2002年6月20日更新）のホー

年3月末には69%を占めたが、その後、株式の持ち合いが盛んになるにつれて、低下の一途をたどることになった。株式持ち合いの主な理由は、資本の自由化による会社の乗っ取りを阻止するためであった。そして、株式持ち合いにより、いわゆる企業集団が形成された。個人の持株比率は、1970年には38%、1980年に28%となり、2001年にいたる10数年来、ほぼ20%となっている。これに対して、金融機関と事業会社を合わせた持株の比率は、1970年3月末が55.5%、1980年—64.4%、1990年73.1%、2001年61.2%となっている。日本の株式所有は分散所有ではなくドイツなどと同様一、銀行、生命保険会社および事業会社などの大株主が支配する構造となっている。そして少数派株主として多数の個人株主が存在している。のべ人数では、2001年3月末で、約3,352万人となった（1人が3銘柄を所有しているとすると、約1,117万人）。資本主義経済体制を支えるためには、個人株主を増やすことが不可欠である。そこで、個人株主＝少数派株主の保護について、現行商法の規定で十分か否かについて議論を深める必要がある。しかしながら、2001年における3度の改正、2002年5月の改正では、「規制の緩和」が中心であり、緩和による弊害についての十分な検討が行われたとはいえないし、ましてや、少数派株主の保護の視点はまったく欠落している。とくに、2001年12月には「企業統治の改正」という名が付けられた商法改正法が成立したが、その狙いは、役員（取締役、監査役）の会社に対する責任を軽減すること<sup>(43)</sup>にあり、コーポレート・ガバナンスの名に値しないものであった。

### C. 株主価値と利害関係者の利益

#### (1) 分散所有が通常であるイギリスおよびアメリカ合州国と支配株主が

ムページ (<http://www.tse.or.jp/data/examination/distribute.html>) による。

(43) 2001年12月5日に成立（同年12月12日公布。2002年5月1日施行）。同改正は、経済界（経済団体連合会一当時）が自由民主党に働きかけて、理論的検討よりも政治的折衝を経て、いわゆる議員立法として成立したものである（日本経済新聞2002年1月8日2面は、成立に至るまでの動きを生々しく伝える）。多くの文献がある。

存在する場合が多いヨーロッパ大陸の国では、株式会社が何を目標として経営されるべきかについて、意見が異なっている。アメリカでは、一般に、「株主価値」の上昇（市場における会社の価値を引き上げること）を、経営の指針とすべきである、とされる<sup>(44)</sup>。これは、アメリカ合州国では、取締役は、株主（＝本人 Principal）の代理人（Agent）と考えられていることが一つの理由であろう。日本では、取締役は会社の受任者である（商法 254 条 3 項）。アメリカと同じように考えることはできない。しかし、日本でも、会社の営利法人性（商法 52 条）を根拠に、取締役は株主利益の最大化を目指して行動すべきである、と考える立場が有力である<sup>(45)</sup>。これに対して、前述のマース（Maas）も指摘するように、ヨーロッパ大陸の国では、「利害関係者の利益」を指針とすべきであるとする考え方（以下、利害関係者理論という）が有力である<sup>(46)</sup>。たとえば、ドイツの判例・支配的学説は、役員<sup>(47)</sup>の行動基準として、「企業の利益」概念を用いる。それには、株主の利益だけでなく、労働者、債権者などの利益も含まれるとする。利害関係

---

たとえば、川村・前掲注(36)、近藤光男「取締役の責任軽減と株主代表訴訟」企業会計 54 卷 3 号 25-32 頁、片木晴彦「監査役<sup>(44)</sup>の権限強化」企業会計 54 卷 3 号 33-38 頁。各論文で引用の文献参照。鋭い批判として、上村達男「取締役の責任免除と『賠償ノ責ニ任ズベキ額』」金融法務事情 1635 号 (2002) 1 頁。また、座談会「企業統治に関する商法改正法の実務への影響」商事法務 1617 号 (2002) 8-34 頁（神田秀樹＝久保利英明＝宮廻美明）が詳しい。なお、2000 年前半までの改正の流れ－それは 2002 年改正に至るまで続いている－を、的確に分析し、今後の会社法のあり方を提言する優れた論考として、岩原紳作「会社法改正の回顧と展望」商事法務 1569 号 (2000) 4-16 頁。

(44) Der Spiegel, 30/2002, 75（「株主価値」の提唱者 Alfred Pappaport へのインタビュー）；正井・前掲注(1)「原則」261 頁および 267 頁注(17)；吉森・前掲注(20) 45 頁以下参照。なお、イギリスの大手機関投資家ハーミーズの社長は、「株主を大切にするためには労働者の意欲を高める必要がある。少なくとも英国にはシェアホルダーとステークホルダーを一律に対立させる考え方はない」という（日経金融新聞 2001 年 8 月 8 日 9 面による）。

(45) 落合誠一「企業の目的」『現代の法 7・企業と法』（2001、岩波書店）3-32 頁、江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』（2001、有斐閣）14 頁、16 頁注(2)。

(46) 吉森・前掲注(20) 56 頁以下に詳しい。

(47) 詳しくは、正井章彦『西ドイツ企業法の基本問題』（1989、成文堂）第 4 章。

者理論の弱点は、本来、誰が利害関係者であるのかを明確に定義することができないということにある。また、経営者は、下手な経営をして、会社に損失を生じさせたとしても、「利害関係者の利益」を援用することにより、その責任を回避することができることとなる。<sup>(48)</sup> それに対して、「株主価値」の理論は、業務指揮者に明確な基準を与え、それにしたがって、経営の優先順位を定めることができる、という長所を持っている。しかし、それでは、大規模な株式会社の実態を捉えていない。最近の経済学者の研究は、「利害関係者」概念に、よりはっきりした輪郭を与えようとしている。それによると、事業の成果に、個別的にはっきりとした貢献をした人だけが、利害関係者である。具体的には、労働者、供給者、顧客などが挙げられている。<sup>(49)</sup>

(2) ところで、株主価値＝株主の利益と解した場合、それと利害関係者の利益とが、どの程度異なるのであろうか。ヨーロッパの多くのコーポレート・ガバナンス基準は、はっきりと、企業の成功、株主の利益、労働者の安全と幸福および他の利害関係者の利益が密接に関連しており、かつ相互に依存している<sup>(50)</sup>ということを認めている。

少なくとも、株式が公開された株式会社は、もはや純粹に私的な存在としてのみ理解することはできない。会社の盛衰は、株主、労働者、取引先、顧客、ひいては地域、国に対して一程度の違いはあるが一影響を与える。しかし、そこから、それらの利益が同等に考慮されることにはならない。経営者には、一定の裁量権が与えられている。経営者は、利害関係者理論を基礎としつつ一裁量権を行使しながら一、経営すべきである。<sup>(51)</sup>

---

また、正井章彦「ドイツの取締役役員および監査役員の民事責任」姫路法学31・32合併号(2001)52頁参照。

(48) Teichmann, aaO (Fn.5), 648.

(49) Teichmann, aaO (Fn.5), 649参照。

(50) Comparative Study, aaO (Fn.4), 4, 33-37.

(51) ほぼ同旨、川村・前掲注(37)22頁以下。反対、落合誠一「会社法大改正のあり方」企業会計54巻2号(2002)18-28頁(21頁)。

#### D. 一元制度（一層制）と二元制度（二層制）

(1) 上述の報告にあるように、株式会社の機関の構造に関し、一元制度（取締役会制度）は、イギリスおよびアメリカにおいて採用されているだけでなく、ヨーロッパ大陸の国々においても主流になっている。二元制度（業務執行機関と監督機関の分離）は、ドイツ、オーストリア、デンマーク、オランダで採用されているにとどまる（表2参照）。もっとも、両者は明確に異なるように見えるが、実際にはその差はほとんどなくなっている。なぜなら、一元制度を採用している国においても、会社は、取締役会の内部に業務執行を担当する機関（たとえば、ベルギーの執行委員会）を設けていることが多い。もっとも、業務執行を担当する役員と監督を担当する役員との兼任は、法律によって禁止されていない（表2参照）。また、二元制度を採用している国（たとえば、ドイツ）においても、定款または監督機関（監査役会）は、一定の業務執行事項について、業務規程によって、自らの同意を要すると定めることができる、と法律で規定している<sup>(52)</sup>。つまり、監督機関が業務執行機関（取締役）に介入することが認められ、その場合には、双方の機関の境界線はあいまいとなっている<sup>(53)</sup>。日本では、2002年5月の商法改正によって、いわゆるアメリカ型の取締役会制度を導入することが、選択肢として一定の条件の下に一認められることになった<sup>(54)</sup>。

(2) アメリカ合州国では、2001年12月に、コーポレート・ガバナンスが

(52) ドイツ株式法111条4項2文以下。詳しくは、Uwe Hüffer, Aktiengesetz, 5. Aufl., §111Rn. 16-22 mit Nachw. 2002年5月のTransPuG（後注(60)参照）により、同条4項2文は、「定めることができる」から「定めなければならない」と変更された。なお、ドイツとイギリスのコーポレート・ガバナンスの比較として、Paul Davies, Struktur der Unternehmensführung in Großbritannien und Deutschland: Konvergenz oder fortbestehende Divergenz, ZGR 2001, 268-293.

(53) Comparative Study, aaO (Fn.4), 43も同旨。

(54) 三つの委員会（監査、報酬、指名）の設置とそれぞれの委員会の構成員（3人以上）の過半数が社外取締役であることが要件となっている（商法特例法21条の5、21条の8第4項）。

表2 規制上の枠組みの下での優勢なボードと指揮の構造

構成国	ボードの構造	監督機関における労働者の役割	経営と監督の分離
オーストリア	二層制	あり	あり
ベルギー	一層制*	なし	要求されない
デンマーク	二層制	あり	あり
フィンランド	一層制*	定款で定めることができる	あり
フランス	一層制*	定款で定めることができる(助言的)	要求されない
ドイツ	二層制	あり	あり
ギリシア	一層制*	なし	要求されない
アイルランド	一層制	なし	要求されない
イタリア	一層制**	なし	要求されない
ルクセンブルク	一層制	あり	要求されない
オランダ	二層制	助言的	あり
ポルトガル	一層制**	なし	要求されない
スペイン	一層制	なし	要求されない
スウェーデン	一層制	あり	あり
イギリス	一層制	なし	要求されない

\* 二層制も採用できる。 \*\* 監視機関も要求。

出典：Comparative Study, aaO (Fn4), 44 (Table Q).

優れていると評価されていたエンロン（Enron）社が破綻し、その後、同社の不正な会計処理など、多くの違法行為が明らかとなっている。<sup>(55)</sup> エンロンだけでなく、その他の会社においても、役員（とくに取締役会会長を兼任している最高経営責任者）の会社資金の流用、不明朗な取引、不当に高額

(55) エンロン社は、2001年12月2日に、連邦破産法11条（日本の会社更生法に当たる）の適用を申請した。同社の取締役会は、17名で構成され、そのうち15名が外部取締役（そのうち学者3名）であった。エンロン事件については、きわめて多くの報道がある。たとえば、Business Week, May 6, 2002, 45-50, 52, 54-55. 同事件に対する、EU委員会の域内市場担当委員ボルケシュタインが、2002年4月に提出し

の報酬の受領といった問題が次々と発覚している<sup>(56)</sup>。最高経営責任者などに対する不信だけでなく、社外取締役、会計監査を担当する監査法人およびアナリストに対する信用も大きく揺らいでいる。アメリカ合州国における一連の事件は、市場万能主義を支える土台がかなり腐っていることを示した。また、一元制度を採用し、社外取締役が過半数を占める取締役会が、業務執行を担当する役員を選任・解任する制度になっているとしても、経営者の違法行為が効果的に阻止されうるものでもないことを証明している。

アメリカにおける一とくに取締役会会長を兼ねる最高経営責任者による一不祥事の多発に鑑みると、日本において、2002年の商法改正により、選抜肢として認められることになった取締役会・執行役制度（委員会等設置会社に関する特例）における最大の問題点は、監督を担当する取締役と業務執行を担当する執行役との兼任を禁止しなかったことである、といえよう。

## E. コーポレート・ガバナンスの多様化と収束

ヴァン・フレの指摘するように、EU では、ヨーロッパにおけるコーポレート・ガバナンスの違いが、単一の資本市場の形成を遅らせるかもしれ

---

た第 1 回目の分析として、[http://www.europa.eu.int/com/internal\\_market/de/company/company/index.htm](http://www.europa.eu.int/com/internal_market/de/company/company/index.htm)。エンロン事件に鑑みて、EU 委員会は、「専門家委員会」（前注(4)②③参照）に、非業務執行取締役と監督機関の役割、経営者の報酬、財務情報の作成に対する経営者の責任を含むコーポレート・ガバナンス問題を追加的に検討するよう委託した。日本でも多くの報道・分析がある。たとえば、日本経済新聞2002年1月21日17面、4月1日17面、山口猛「アメリカ便り①②③④⑤」取締役の法務94号、95号、96号、97号、98号（2002）、中田直茂「エンロン破産と企業統治・ディスクロージャーをめぐる議論（上）（下）」商事法務1629号、1630号（2002）、など参照。その後、2002年6月25日、ワールドコム（World-Com）の粉飾決算（粉飾した利益の総額は、当初、38億5200万ドルと発表されたが、その後の報道では76億8000万ドル）が明らかになった（日本経済新聞2002年6月28日夕刊1、3面、同27日3面、朝日新聞2002年8月29日夕刊12面など）。

(56) 日本経済新聞2002年6月17日17面。

表3 コーポレート・ガバナンスの典型的モデルの描写

市場指向的	銀行指向的
外部者支配的	内部者支配的
株主に焦点	利害関係者に焦点
アングロ・サクソン	ラインラント

出典：Comparative Study, aaO (Fn.4), 32 (Table M).

ないという懸念があるようである。しかし、コーポレート・ガバナンスの内容は、各国の法制度、株式所有の実態、政治状況、ひいては文化を反映している(前述のヴェルベークの報告(II A 1)および表3<sup>(57)</sup>参照)。また同じ国においても、公開会社と非公開会社とで異なって当然である。ヨーロッパにおける多様なコーポレート・ガバナンスの存在が、かえって競争上の利点となることも考えられる<sup>(58)</sup>。しかし、他方では、マースのいうように、経営者に要求される責任、株主の公正・平等な取り扱い、経営の透明性の確保、説明責任の履行などは、上場会社に共通する事柄である。また、機関投資家の力の増大(資本市場からの圧力)、OECDなどの国際機関による提案や、人権・環境などを含む企業倫理(社会的責任)に対する世論の高まりなどによって、公開会社のコーポレート・ガバナンスにつき、最大公約数としての基準が形成されつつあるといえよう。

## おわりに

以上、第一回ヨーロッパ・コーポレート・ガバナンス会議での報告の概要をバーナードおよびタイヒマンに拠りつつ一紹介し、最後に、いくつ

(57) これについては、吉森・前掲注(20)に詳しい。また、Comparative Study, aaO (Fn.4), 29参照。

(58) 会議では、次のような標語が主張された。すなわち、「ヨーロッパは余りにも異なっているので、ヨーロッパ人は、決して同時に悪くはならないということがヨーロッパの競争上の利点である」と (Teichmann, aaO (Fn.5), 679)。

かの問題点について検討した。報告のうちには、簡単な紹介にとどめたものもある。各報告から、EUの構成国のうち、フランス、ベルギー、オランダの法制度の問題点などが分かり、また、何が議論の対象となっているのかが判明する。<sup>(59)</sup>日本にも大いに参考となる指摘がある(とくに、ヴァン・デン・ベルクの指摘—II D2(3)④⑤)。しかし、ドイツのコーポレート・ガバナンス(制度、議論)については検討されていない。<sup>(60)</sup>とくに、コーポレート・ガバナンスにおける労働者の役割について論じられなかったことは残念である。<sup>(61)</sup>イギリスのコーポレート・ガバナンスについても、部分的な問題についてアメリカ合州国と一括して言及されているにすぎない。<sup>(62)</sup>2002年に開催される第二回の会議の充実が期待される。なお、EUでは現在、会社法の規制の枠組みおよびコーポレート・ガバナンス基準に関する検討作業が進められている。<sup>(63)</sup>したがって、会議では、その作業と関連した

(59) スペインの会社法についても報告があった。(Jose M.Griddo—Vigo 大学教授が報告)(Teichmann, aaO (Fn.5), 667f. による)。

(60) 1994年から2000年前半にかけての会社法などの改正・立法について、小柿徳武「ドイツにおける会社法等の改正動向」商事法務1568号58-65頁。その後、2001年7月に公表されたコーポレート・ガバナンス政府委員会報告書が重要である。Theodor Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001. この報告書の勧告の要旨の邦訳として、早川勝「業務の執行・監督・株式法の現代化」ワールドワイドビジネスレビュー(同志社大学)(2002)124-146頁。全体の紹介として、「海外情報」商事法務1602号104-105頁、1603号60-61頁。また、池田良一「ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの現状と問題点」監査役453号14-25頁、正井・前掲注(1)「資本市場を指向するコーポレート・ガバナンス原則」参照。現在、コーポレート・ガバナンス政府委員会の報告書の勧告の一部を実施するために、透明化法・開示法政府草案(Regierungsentwurf eines Transparenz- und Publizitätsgesetzes (TransPuG))が審議されている(5月17日に成立)。条文は、連邦法務省のサイト(<http://www.bmj.bundes.de>)から入手することができる。また、2002年2月26日に、「ドイツ・コーポレート・ガバナンス基準(Deutsche Corporate Governance Kodex)」が確定した(上記の連邦法務省のサイトから入手できる)。これらの紹介・検討は別稿にゆずる。

(61) これについては、Comparative Study, aaO (Fn.4), 3, 75が簡潔に論じている。

(62) イギリスに関する邦語文献として、前掲注(12)のほか、伊藤靖文「イギリスにおける会社法改正の動向」商事法務1568号50-57頁。

(63) 前注(4)参照。

報告が行われるものと推測される。

日本の立法者は、ヨーロッパおよび国際機関の議論・動向に注意を払い、より良いコーポレート・ガバナンスの枠組みを法定しなければならない。また、経営者は、世界の動向を踏まえて、自発的に自らの「最良行動」基準を定めて実施すべきであろう。

(2002年7月5日)

〔追記〕

脱稿後の——本稿のテーマに関連する——文献として、エレーヌ・プロワ（鳥山恭一＝井上克洋・訳）「ヨーロッパにおけるコーポレート・ガバナンス」監査役461号（2002）50—61頁（1997年の論稿の邦訳）。

なお、本稿は、早稲田大学特定課題研究助成費（課題番号2001A-806）による成果の一つである。