

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

石川 真衣

1. はじめに
2. フランスにおけるコーポレートガバナンスと2013年版コードの位置づけ
3. comply or explain ルールとコーポレートガバナンス上級委員会
4. 会社指揮者の報酬規制とフランス版 say on pay
5. 2013年版コードにおけるその他の変更点
 - 1) 報酬・手当に関する規制の厳格化
 - 2) 職務数の制限
 - 3) 従業員の地位の強化
6. 2013年版コードの評価と今後の課題

1. はじめに

わが国では「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」による「コーポレートガバナンス・コード原案」が平成27年3月5日に公表され、東京証券取引所の上場規程等が改正された後（他の取引所も同様に対応した）、同年6月1日より適用が開始されたことを受け、そのあり方及び内容に関する議論が盛んである。わが国におけるこうした動きは諸外国において先行しているコーポレートガバナンス・コードの策定・運用に倣ったものと解される。こうしたコーポレートガバナンス・コードの特徴の一つとして挙げられるのは、ソフトローであるために策定後に生じた状況に応じてより容易に見直しが可能なことである。わが国では適用開始から時間が経っておらず、未だ本格的な運用段階に至っていないが、原案において「本コード（原案）が定期的に見直しの検討に付されることを期待する」（序文16項）旨が明記されたことが示すように、将来見直し作業がなされることが予想される。その時期及び方法は特に明らかにされていない。

いが、今後のコード見直しに向けて参考になるのが、わが国に先立ち2008年に上場会社コーポレートガバナンス・コード（通称 AFEP-MEDEF コード）を導入し、2013年に大幅な見直しを行ったフランスの例である。

「コード」の形式はとられなかったが、フランスにおいてコーポレートガバナンスに関する原則は「上場会社の取締役会」と題された1995年7月のヴィエノ報告書（通称第一次ヴィエノ報告書）において既に一定範囲で明らかにされていた。コーポレートガバナンスをめぐる問題はその後1996年7月のマリーニ報告書、1999年7月の第二次ヴィエノ報告書、そして2002年9月のブートン報告書において相次いで取り上げられ、2003年に一つの集大成として AFEP（フランス私企業協会）と MEDEF（フランス企業連盟）の二つの民間経済団体による「上場会社の企業ガバナンス（Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées）」が公表されるに至った。その内容は1995年、1999年、2002年に公表された前述の各報告書を統合したものであり、現在のコーポレートガバナンス・コードの基礎となるが、この時点でも「コード」の形がとられたわけではなかった。これが実現するのは2007年1月に続き会社指揮者の報酬に関する見直しがなされた2008年からであり、同年12月に初めて「上場会社コーポレートガバナンス・コード」と題された「コード」の形でコーポレートガバナンス原則が公表された。こうしたコードの策定は2008年7月3日の法律第2008-649号により商法典において企業が任意にコーポレートガバナンス・コードに準拠できる旨の規定が置かれたことを受けた結果であり、comply or explain（遵守せよ、さもなければ説明せよ）ルールが法文で定められたことを受け、2009年1月7日時点で時価総額上位（CAC40、SBF120）⁽¹⁾の会社の94%がコードの採用を明らかにするに至っていた。その後、2010年4月に各委員会における男女比率に関する規定がコードに盛り込まれたが内容の限定的な補完にとどまり、同コードの内容に関する大幅な見直しがなされたのは2013年6月が初めてとなる。2013年6月16日に公表されたコード（以下、2013年版コード⁽²⁾という）における変更点は基本的には既存内容の補完と理解でき

(1) AMF, Rapport sur les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées et sur la mise en œuvre des recommandations AFEP/MEDEF, 9 juill. 2009, p. 7. 同コードはわが国のように東京証券取引所の上場規程等の一部改正を伴うものではなく、あくまで企業団体が策定したものに各企業が自発的に準拠する方式が採られていることを指摘しておく必要がある。ただし、comply or explain ルールは商法典において明らかにされている（この点については後述する）。近時の遵守状況については、「Dossier: Le nouveau code AFEP-MEDEF de juin 2013», *Actes pratiques et Ingénierie sociétaire*, mars-avr. 2014, pp. 10-11 が詳しい。

(2) 邦訳として、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（第1回）参考資料4-1「フランス・コーポレートガバナンス・コード（仮訳）」<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryoku/20140807/10.pdf> [2015年6月21日閲覧]。

る面もあり、全く変更が加えられていない部分があることも指摘され、必ずしも内容の全面的な見直しと称される程のものではない。その一方で、いくつかの重要な見直し（コーポレートガバナンス上級委員会（Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise）の新設、say on pay 制度の導入等）がなされたことは注目に値する。

なお、2013年版コードは2009年以降、フランス国内における唯一のコーポレートガバナンス・コードではなくなった。コーポレートガバナンス・コードの遵守が任意的であることを明文で確認している商法典 L. 225-37条及び L. 225-68条において「企業の代表組織により策定されたコーポレートガバナンス・コードの一つ（傍点筆者）」とされているように、大規模上場会社を念頭に置いた2013年版コードとは別個に、2009年に公表された中小規模上場会社向けのコーポレートガバナンス・コードである MiddleNext コードが存在する⁽³⁾。企業団体により策定された MiddleNext コードは、規制市場上場会社のうち時価総額が10億ユーロ以下の会社、非規制市場である Alternext 上場会社及び非上場会社を対象とし、その内容は各企業、その規模及びその資本構造に応じてガバナンスのあり方が異なる⁽⁴⁾とする考えに基づくものである。

2. フランスにおけるコーポレートガバナンスと 2013年版コードの位置づけ

フランス会社法上、株主総会は歴史的に広範な権限を付与されてきたこともあり、コーポレートガバナンスは株主権の強化というよりむしろ株主・市場⁽⁵⁾の上場会社に対する信頼を確保することを念頭に置いたものとして説明されてきた。こうした状況において重要な役割を果たすとされたのが取締役会である。伝統的に取締役会（取締役）は会社の利益（intérêt social）のために権限を行使すべきであるとされ、2013年版コードにおいてもこの点は特に確認されている（§1.1、§5.1、§6.1）。取締役会（取締役）の責務が2013年版コードにおいて強調されている理由は、株式会社における業務執行機構のうちフランスにおいて最も一般的なのが「取締役会がある会社（société à conseil d'administration）」であることにある。

(3) MiddleNext コードの見直しも現在なされており、2015年内に公表予定である。このほか、コード形式ではないが、現在二度目の改訂作業が進行中の OECD コーポレートガバナンス原則がある。

(4) GOMEZ (P.-Y.), *Référentiel pour une gouvernance raisonnable*, mars 2009, http://www.middlenext.com/lienhtml/Referentiel_gouvernance.pdf [2015年6月21日閲覧]。

(5) RIPERT (G.) et ROBLOT (R.), par GERMAIN (M.) et MAGNIER (V.), *Traité de droit commercial. Les sociétés commerciales*, t. 2, 21^eéd., LGDJ, 2014, n° 2771, p. 896。

1966年7月24日の法律以降、業務執行機構としては取締役会がある会社のほかに監査役会 (conseil de surveillance) が執行役員 (directoire) の構成員を選任する二層制 (ドイツ型) の「執行役員がある会社 (société à directoire)」も存在するが、取締役会会長に業務執行権限が付与されるいわゆる一層制の会社が圧倒的多数を占めている⁽⁶⁾。実際、フランスのコーポレートガバナンスに関する議論の出発点となった1995年の第一次ヴィエノ報告書が対象としたのも取締役会の正常な機能の確保であり、フランスにおけるコーポレートガバナンス理論は会社の利益の受託者 (dépositaire) または保証人 (garant) とされる取締役会 (監査役会) を中心に展開されてきた。こうした背景が示唆するように、2013年の見直し以前に発表された各報告書及びコードは主に企業側の積極的な行動によるものであった。

2013年6月に公表された2013年版コードは確かに従来通り「企業自らのイニシアティブ」によるものとされているが、2013年の見直しでは規制当局に限らず個人株主・機関投資家の代表及び議決権行使助言機関の諮問が実施されたことが序言において明記された。2013年版コード以前まではコードの内容は経営者団体の意見の集大成であり、少人数のワーキング・グループにより短期間で作成されたことから、企業、投資家、規制当局、イングランド銀行等の代表者を集めて策定されたイギリスのコーポレートガバナンス・コード及び大学教授、弁護士、裁判官等が集められ作成されたアメリカ法律協会の「コーポレートガバナンスの原理」の策定方法と対比させる見解も見られた⁽⁷⁾。

そもそもフランスにおいてコーポレートガバナンス・コードはどのように捉えられているのか。既に述べたように、コーポレートガバナンス・コードには法的拘束力はなく、遵守は原則として任意であり、制裁も存在しない。こうした状況において、重要となるのはその国におけるソフトローの位置づけである。コーポ

(6) RIPERT et ROBLLOT, *op.cit.* (note 5), n° 2177, p. 450. その後、2001年5月15日の法律により、取締役会がある会社を選択する場合にはさらに会社指揮の職務をPDG (社長) 一名に集中させる場合及び取締役会会長と執行役員との二名で分担する場合の二つの選択肢のうちいずれかを選択できることとなった。コーポレートガバナンス一般に関する議論は、鳥山恭一「フランス会社法とコーポレート・ガバナンス論—exception française?—」奥島孝康先生還暦記念第一巻『比較会社法研究』(成文堂、1999) 481頁以下、同「コーポレート・ガバナンスとフランス会社法 (上) (下)」監査459号13頁、460号69頁 (以上、2002)、ピサラ・フィリップ (小梁吉章訳) 「フランスにおけるコーポレート・ガバナンス (上) (下)」際商32巻5号594頁、6号715頁 (以上、2004)、ジェルマン・ミシェル (鳥山恭一訳) 「上場会社のガバナンス」慶應法学15・16号 (2010) 205頁参照。

(7) MAGNIER (V.), « Le UK Corporate Governance code », *JCP E* 2013. 1642, n° 6; COHEN (D.), « Le gouvernement d'entreprise, une nécessité en droit français? », in *Mélanges Malaurie*, Defrénois, 2005, n° 17, p. 164.

レートガバナンス・コードの位置づけはソフトロー概念自体の位置づけと大きく関わっているのである。しかしながら、フランスにおけるソフトローの位置づけは明確といえるほどのものではない。そもそもいわゆるソフトロー概念がフランス固有のものではなく、またソフトローが前提としているアメリカ的経済モデルが欧州各国に適用されうるかにつき疑問が呈された経緯があるように、⁽⁸⁾ ソフトローの意味はその国の法文化のあり方に依りて異なる。

特に問題となるのは、ソフトローとハードローの関係である。興味深いことに、コードが見直された2013年のコンセイユ・デタの年次調査のテーマとして選ばれたのは「ソフトロー (droit souple)」であった。調査の目的は近年影響力を拡大しているソフトローのフランスにおける位置づけを明らかにすることにあり、そのなかで特に私法分野のソフトロー (droit souple privé) において影響力を有する例として挙げられたのがコーポレートガバナンス・コードであった。年次調査によると、ソフトローは義務 (obligations) を直接に伴わない法 (droit) として捉えられ、ソフトローには規範性 (normativité) に強弱があり、AFEP-MEDEF コードは comply or explain ルールを伴うことから純粋なソフトローと比較してより規範性の度合いが高い、ソフトローとハードローの境目に位置づけられる中間的なものであるとされた。⁽⁹⁾ コンセイユ・デタが強調したのはハードローに比べて変化に柔軟に対応できるソフトローの特徴であるが、私的団体によりソフトローが策定されている場合、公権力はその正当性・法的安全の確保のための役割を果たす必要があることが指摘され、⁽¹⁰⁾ 一定の枠組みの中で発展すべきものとして捉えられていると考えられる。さらに、1991年のコンセイユ・デタの年次調査のテーマが「法的安全 (la sécurité juridique)」であったように、伝統的にフランス法において重要とされてきたのはハードローであったことも指摘しておかなければならない。こうした観点から、コンセイユ・デタがソフトローを取り上げた理由は実際にはソフトロー形式による規制を肯定することを主眼としたものではなく、その有用性を一定の範囲で見出しながらも、そこに潜在する法的安全性・規範の正当性に対する危険性を排除するためであるとも考えられる。規範の

(8) GERMAIN (M.), MAGNIER (V.), NOURY (M.-A.), « La gouvernance des sociétés cotées », *JCPE* 2013. 1638, n° 15.

(9) Conseil d'État, *Étude annuelle 2013: Le droit souple*, La Documentation française, 2013, p. 56 et s., spéc. pp. 69-71. この点をさらに強調し、ソフトローの法的性質 (juridicité) を認め、「規範の実効性 (effectivité de la norme)」が認められることが法的性質の付与の条件であり、コーポレートガバナンス・コードはこの条件を満たしているとして評価する論者も見られる (PACLOT (Y.), « La juridicité du code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Rev. soc.* 2011, p. 395).

(10) Rapport 2013, *op. cit.* (note 9), p. 178 et s., pp. 190-191.

正当性との関係でいえば、コーポレートガバナンス・コードの策定が公開され、企業代表団体のみならず従業員、投資家の代表者に加えて公権力もそのプロセスに参加することを法律に規定することが提言されたように（提言21）、策定に関しては広義の利害関係者の関与が必要であるとする認識が示されている。

コンセイユ・デタがソフトローと定義したのは、次の三つの条件を全て満たすものである。

- ①対象者の行動に変化を与えるまたは方向づけることを目的とし、可能な範囲で加入を促すこと
- ②対象者に対して権利または義務を自ら設けないこと
- ③その内容及び作成方法により法の規則に類似させるような形式及び構成の度合いを示すこと

上記の条件は国会の審議を経た結果である法律とそうでないものの間の区別を明確にすることが意図されていることを示すものである。コンセイユ・デタはソフトローが国会での審議の回避手段となってはならないことを強調していることから、原則としてソフトロー以外の方法で規制を行うのが本来は望ましいと考えているとも推測でき、この点はずもともとフランス政府が企業統治に関する法律の制定を通じた会社指揮者の報酬規制を予定していたが実現に至らず、代わりに厳格な自主規制が2013年版コードを通じて求められることとなった経緯とも関係する⁽¹²⁾。しかし、そうした背景がありながらも2013年版コード上の商法典への言及はやや増えたものの限定的であることに変わりなく、コードとハードローの関係性には不明瞭な部分が残されるとして、立法者とソフトローの起案者が互いの規範内容を意識する必要性が指摘されたように、フランスにおけるソフトローとハードローとの明確な関係性の構築は今後の課題となると思われる。こうした問題は2013年2月に国民議会に提出された「大企業の透明性とガバナンスに関する報告書」⁽¹⁴⁾においても扱われ、特に法律と各コーポレートガバナンス・コード間の均衡が図られることの必要性が指摘されたところである。

(11) Rapport 2013, *op. cit.* (note 9), pp. 11-12, p. 117.

(12) 他方で、法律とは異なる方法で規制がなされることを肯定的に評価した論者も見受けられる（PACLOT (Y.), « Gouvernance d'entreprise: la révision du code AFEP-MEDEF préférée à la loi », *Bull. Joly* 2013, p. 558）。

(13) GERMAIN et al., *op. cit.* (note 8), n° 17.

(14) Ass. Nat., Rapport d'information N° 737 sur la transparence et la gouvernance des grandes entreprises, 20 fév. 2013. 特に興味深い点として挙げられるのは、法律でコーポレートガバナンス・コードへの準拠を義務付けることが提案されたことである。

3. comply or explain ルールとコーポレートガバナンス上級委員会

2013年版コードは既存のコードの延長線上に位置づけられるが、その見直しの過程において初めて取り上げられた問題及び従前の説明がより詳細になった部分など、注目すべき点が多い。

最初に取り上げるべきなのは2013年版コードにおける comply or explain ルール⁽¹⁵⁾である。同ルールはEUの2006年6月14日第2006/46/CE号指令を受け、2008年7月3日の法律第2008-649号により商法典L. 225-37条及びL. 225-68条において明文で定められている。comply or explain ルールについて従来から問題とされていたのは同ルール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であった⁽¹⁶⁾。特に取締役の独立性及び報酬の問題に関する説明が簡潔であること、さらには説明がなされていないことが指摘され⁽¹⁷⁾、またAMFは2012年のコーポレートガバナンスに関する年次報告書において説明が定型化していること(standardisation)を指摘し、各会社の状況に応じたより詳細な説明がなされることを促すに至っていた⁽¹⁸⁾。こうした状況・指摘を受け、2013年版コードにおいてはcomply or explain ルールに関する文言が見直され、コードの推奨内容に従わない場合に詳細な説明を行わなければならない旨をより強調する内容の文言が書き加えられた。具体的には、勧告を適用しない場合に行われる説明は「わかりやすく、適切かつ詳細でなければならぬ」なく、「説明は具体的で、当該会社に特有の状況に適応していなければならず、(…)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、説明の重要性が強調されている (§25.1)。

さらに、comply or explain ルールの延長として新たに設けられたのはコードの適用を監視する委員会であるコーポレートガバナンス上級委員会(Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise、以下、上級委員会という)である。こうした委員会の新設はそれまで監視任務がAFEP及びMEDEFに帰属するとされていたものの(旧コード§22)、その方法が曖昧であった状況に対する改善と考えられる。独立性の高さが強調され、本格的な監視メカニズムの発動として注目されるこの委員会は7名で構成され、4名は「国際規模のグループにおいて執行権限

(15) V. not. DONZEL-TABOUCCOU (C.), « Le principe « appliquer ou expliquer » en France », *Rev. soc.* 2015, p. 347.

(16) GERMAIN et al., *op. cit.* (note 8), n° 20.

(17) GERMAIN et al., *op. cit.* (note 8), n° 19.

(18) AMF, Rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants sociaux, 2012, p. 6.

(fonctions exécutives) を有するまたは過去に有していた者」から選任され、残る 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者」から選任される。これらの者の任期は 3 年であり、再任は一回可能である。現在の構成員の顔ぶれを見てみると、委員長はエアバス・グループ社の取締役会会長 Ranque 氏、その他の者は私企業・法曹界・学界等の出身者である。このように、2013年10月 8 日に正式に発足した上級委員会の特徴は AMF とは完全に独立した地位を有していることにある。

2013年版コードにおいて上級委員会は年次活動報告書を公表することが定められたことを受け (§25.2)、最初の年次活動報告書は2014年10月に公表された。⁽¹⁹⁾ 同報告書は100頁余りに及ぶものであり、上級委員会の活動報告(第一部)そして2013年版コードの実施状況(第二部)に関する詳細な説明がなされているが、その一つの特徴は、2012年以降 name and shame 方式と呼ばれるコード不遵守企業名の公表措置をとる AMF の年次報告書とは異なり、CAC40及び SBF120の調査対象会社の遵守状況について遵守割合が表記されるにとどまり、具体的な企業名が挙げられていないことである。さらに、年次報告書公表二か月後の2014年12月に上級委員会は2014年 1月に公表していたコードの適用ガイド (Guide d'application du Code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de juin 2013) の改訂版を発表した。こうした適用ガイドの改訂版が上級委員会設置後そして活動に関する年次報告後に発表されたことは、既存の説明が必ずしも十分でないことが認識されたこと、及び委員会により示される判断について予測可能性が足りなかったことに対する是正措置とも捉えられる。実際、同適用ガイドにおいて明らかにされているのはあくまで2013年版コードの解釈方法であり、新たな要件等が付加されたわけではない。

(19) HCGE, Rapport annuel d'activité du Haut Comité du Gouvernement d'entreprise, 21 oct. 2014.

(20) 2014年次報告書を見てみると、2013年版コードの要求に従っていない会社の名前及び遵守していない点が具体的に挙げられ、間接的な制裁のような措置がとられていると見ることができる(例えば、原子力会社 Areva 社とパイプ製造会社 Vallourec 社は取締役会会長を「独立」としているが、会社の個々の状況に適合・基礎づけられた正当化事由が示されていないとされている (AMF, Rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 2014, p. 10))。その他多数の会社名が挙げられている。我が国における2014年次報告書の紹介として、上田亮子「英国・フランス・ドイツにおけるコーポレートガバナンス・コードの実施状況に関する調査研究」(2014年11月25日) 46頁以下 <http://www.jpix.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/JIRIS.pdf> [2015年 6月21日閲覧]。

4. 会社指揮者の報酬規制とフランス版 say on pay

上級委員会の新設は重要な点の一つであるが、むしろ2013年版コードの最大の焦点は会社指揮者の報酬の制限にあると見ることができる。伝統的にフランス社会において報酬は秘密事項とされてきたが、1999年に公表された第二次ヴィエノ報告書において上場会社の年次報告書での会社指揮者の報酬及びストック・オプションの内容の開示に関する言及がなされて以降、会社指揮者の報酬の開示が積極的に求められるようになり、2001年5月15日の法律第2001-420号により新設された商法典L. 225-102-1条により会社受任者（mandataire social）の報酬総額等の報告が法律で義務づけられることとなった。その後、2003年8月1日の法律第2003-721号により一部の開示対象が上場会社の会社受任者に限定されることとなったが、上場会社における報酬規制の厳格化の流れはその後も変わらず、2005年7月26日の法律第2005-842号により年次報告書において会社受任者の報酬及びこれらの者に付与された利益（avantages）の詳細な内容とその算定方法の開示等が要求されるようになり、その後2007年8月21日の法律第2007-1223号により会計監査役がその情報の正確性及び誠実性を証明することが義務づけられ、さらにいわゆる「金の落下傘（ゴールデンパラシュート）」の付与に関する手続が厳格化された（予め定められた業績基準に基づく付与、取締役会による審査の必要性）。

報酬開示とともに問題となり、メディアにも近年大きく取り上げられるようになったのが報酬の水準である。しかし、公的企業において報酬に一定の制限が加えられるとしても、私企業において報酬に対する制限を加える法律上の根拠は存在しない。実際には、社会党政権の下で法律による報酬の規制を課す試みが2012年⁽²³⁾になされたが最終的に実現に至らず、私企業における会社指揮者の報酬規制の

(21) ジェルマン・前掲注（6）211頁。COZIAN (M.), VIANDIER (A.), DEBOISSY (F.), *Droit des sociétés*, 27^eéd., LexisNexis, 2014, n° 565, p. 313.

(22) 2012年7月26日のデクレ第2012-915号により公企業の指揮者の報酬については大臣承認を受ける必要があるだけでなく、45万ユーロの報酬金額上限が定められることとなり、2012年10月25日のアレテにより公企業の子会社にも適用が及ぶこととなった。

(23) 2012年6月13日の閣僚会議の際に法案作成が明らかにされたが、注目すべきであったのは、公企業だけでなく私企業に対しても規制が課されることが前提とされていた点である（<http://www.elysee.fr/assets/CR/CRCDM20120613.pdf> [2015年6月21日閲覧]）。ただし、既に銀行業界においては2013年7月26日の法律第2013-672号第23条により say on pay がいち早く導入されている（旧通貨金融法典L. 511-41-1B条、現L. 511-73条）。

(24) 法律制定の試みが放棄されることに対する批判的見解として、VIANDIER (A.), « L'aviso consultatif de l'assemblée des actionnaires sur la rémunération des dirigeants sociaux », *JCP*

役割は2013年版コードに委ねられることとなった。

商法典 L. 225-45 条により取締役が分け合う出席手当 (jetons de présence) の総額について株主総会決議が求められているが、取締役会会長、執行役員 (directeur général) または担当執行役員 (directeurs généraux délégués) に与えられる報酬の決定権限は商法典 L. 225-47 条及び L. 225-53 条に基づき取締役会の専属的決定事項とされてきた (執行役員がある会社については同法典 L. 225-63条及び L. 225-81 条)。こうした事項につき株主総会に発言権を与えるのが2013年版コードの意図であり、イギリス、オーストラリア、ドイツそしてアメリカにおいて相次いで導入された say on pay 制度が初めてフランスに導入されたことになる。ただし、フランスにおける say on pay は会社の受任者である指揮者の報酬に対するものであることに注意しなければならないだけでなく、年次株主総会における単なる諮問型の投票 (consultation) に過ぎず、その結果に拘束力はない。株主総会は単に肯定または否定意見を明らかにするにとどまり、さらにその判断は報酬額の決定後の株主総会においてなされる事後的なものであることが指摘される。こうした状況において、株主総会の意見は実効性を有するものと言えるのか。株主総会が否定意見を明らかにした場合、実際には取締役会はこの問題を次の取締役会会合において取り上げ、また株主総会における諮問投票の結果を公表することが2013年版コードにおいて予定されているが (24.3)、こうした対応は法律上の義務ではない。今後は、後述する EU 指令の見直しの動向との関係で、法制化の動きが見られると考えられる。

しかし、報酬に関しては、取締役会 (執行役員) の専属的決定事項とされてきたことから、株主総会の投票結果に拘束力がない状況においても既に株主総会に多大な権限が与えられたことに対する懸念もありうる。この点については、株主総会が会社の利益 (intérêt social) の受託者でないことを強調し、取締役会及び監査役会 (conseil de surveillance) が会社の利益を保証する立場にあることを強調した見解が示された。⁽²⁵⁾ 狭義の利害関係者 (株主) の利益のみならず会社全体の繁栄を目指すという捉え方を前提とする会社の利益の実現が会社指揮者の行為目的 (ミッション) と解されていることが今回の見直しにおいて改めて意識されたとみることができ、株式会社における伝統的な会社機関の権限の分立のあり方が尊重される形がとられたと考えられる。

E 2013. 1416, n° 4.

(25) 取締役会がある会社では取締役会会長、執行役員、担当執行役員、執行役員がある会社では執行役員会長及び執行役会の構成員、株式合資会社では業務執行者 (gérant) を指す概念である (2013年版コード 1 頁注 1 参照)。

(26) PACLOT, *op. cit.* (note 12), p. 557.

5. 2013年版コードにおけるその他の変更点

comply or explain ルールの強化、上級委員会の設置及び say on pay 制度の導入が2013年版コードにおける見直しの中心であるが、これに限らず取締役の研修、取締役の倫理（取締役の株式保有数の目安等）、各種委員会に関する部分など多くの点について変更がなされた。細かい点が多いため、特に重要なものを取り上げておくこととする。

1) 報酬・手当に関する規制の厳格化

既に述べたように、2013年版コードの主眼は会社指揮者の報酬規制の強化にあったが、従来のコードが対象としていたのは短期（一年）の変動報酬のみであった。こうした状況の改善のため、会社の受任者である指揮者の多年次変動報酬（*rémunérations variables pluriannuelles*）も規制対象として取り込まれ、様々な形態の変動報酬を併存させることができるものの、特に包括性及び比例性の原則（*principes d'exhaustivité et de mesure*）を遵守する必要があること、正当な場合を除き変動報酬の対象を会社の受任者である指揮者のみに限定できないこと、業績基準の評価のために想定された期間の終了前に会社の受任者である指揮者が退職する場合、取締役会が正当化できる例外的な状況がある場合を除き、報酬の変動部分の支払いを認めてはならないことが新たに明記された（§23.2.3）。

次に、ストック・オプション及びパフォーマンスシェアに関する勧告が見直され、株主総会決議の対象となるストック・オプション及びパフォーマンスシェアの付与計画においては会社の受任者である指揮者に対する付与の副次的上限（*sous-plafond d'attribution*）が設けられること、及びストック・オプション及びパフォーマンスシェアを付与される会社の受任者である指揮者は自らのリスクをヘッジするいかなる取引にも参加しないことを特定の形式に従い約束しなければならないこと（*engagement formel*）が新たに明らかにされた（§23.2.4）。

新規性を有するのがいわゆる *golden hello*（新任手当）に関する勧告である。従来のコードにおいてはこうした手当に関する言及はなく、退職金のみに関して勧告が存在するにとどまっていたが、見直し後、新任手当はグループ外の会社出身者である新任の会社の受任者である指揮者に対してのみ認められること及び手当の額の公表が求められることとなった（§23.2.5）。この点は各会社受任者に与えられる報酬及び利益に関する報告を求める商法典 L. 225-102-1 条の規定と比べて厳格であることが指摘される。加えて、退職金に対する規制回避手段として用いられる危険性がある競業禁止手当（*indemnités de non-concurrence*）に関する部分が見直され、2013年版コードでは競業禁止契約の締結を報酬委員会の考察の

対象とすること、競業禁止契約の締結、禁止要件の期間、手当の金額は取締役会により承認されなければならない、その決定は公表されること、そして取締役の退職時に契約の適用を放棄する権限を取締役に与える条項を定めておかなければならないとされるに至った (§23.2.5)。さらに、競業禁止手当の上限は報酬(固定及び変動)の2年分を超えることができないこと、及び退職金の支払がなされる場合には退職金と競業禁止手当の合計は前述の報酬の2年分を超えることができないことが明らかにされている (§23.2.5)。年金に関する勧告の文言にも新たに数値条件が加えられ、確定受給型の年金の受給資格が2年以上とされること及び潜在的な補完年金(retraites supplémentaires)の受給権の増加に上限が設けられ、受給者の報酬の5%とされることが明らかになったほか、補完年金の上限は基準所得の45%とされることとなった (§23.2.6)。

2) 職務数の制限

会社の受任者である指揮者及び取締役の兼職数について新たな規定が設けられ、「その職務に必要な時間を割かせ注意を払わせるため」、兼任できる職務の数を制限する方向で見直しが行われた。もともと商法典 L. 225-21 条(執行役会がある会社については L. 225-77 条)において自然人(personne physique)はフランスに本店を有する株式会社において5つ以上の取締役職(監査役会の構成員の職)を兼務することができないとされ(外国会社における職務は規制対象となっておらず、またグループ会社においても例外がある)、また同法典 L. 225-94-1 条においてフランスに本店を有する株式会社の執行役員、執行役会の構成員(membre du directoire)、単独執行役員(directeur général unique)、取締役または監査役員の構成員の職務について5つ以上兼務することができないとされていた。2013年の見直し前のコードにおいても兼職数に関する制限は既に置かれていたが、2013年版コードによりその対象が拡大され、取締役はその指揮権限の有無にかかわらず、外国会社を含め、グループ外の他の上場会社において4つ以上の取締役職に就くことができないとされ、さらに会社の受任者である指揮者の職務数に関する条件も厳格化され、一部例外を除き、外国会社を含むグループ外の他の上場会社において2つ以上の取締役職に就いてはならないとされることとなった (§19)。

3) 従業員の地位の強化

2013年版コードにおいて特に強化されたのが従業員の地位である。⁽²⁹⁾ 新項目として「従業員の代表」が追加されただけでなく (§7)、従業員代表取締役の研修に

(27) *Ibid.*

(28) SIMON (J.), « Le concept de gouvernance », *Gaz. Pal.* 24-28 août 2014, p. 2693 et p. 2699.

(29) 既に2013年6月14日の法律第2013-504号の第9条により一定の従業員数に関する条件を満たす会社における従業員代表取締役(監査役)の最低数に関する規定が設けられている。

関する文言も付加された（§13）。また、報酬に対する従業員の発言権確保の観点から、報酬委員会に従業員代表取締役（administrateur salarié）が加わることが推奨されている（§18.1）。

6. 2013年版コードの評価と今後の課題

もともと2013年版コード以前に say on pay をフランスにおいていち早く自発的に導入した大手広告代理店 Publicis 社において、2013年5月に株主総会が監査役会会長及び執行役員会長の報酬メカニズムにつき意見表明を行い、99.4%と78.8%でそれぞれにつき賛成したこと、そして2013年版コード導入後初めて say on pay 制度を2013年11月に適用したCAC40に属する大手酒製造配給会社 Pernod Ricard 社において取締役会会長、取締役会副会長兼執行役員及び担当執行役員の報酬についてほぼ100%に近い割合で株主総会の賛成が得られたことが示唆する⁽³⁰⁾ように、反対意見が表明されることは稀であり、実際に2013年版コードにより導入された say on pay 制度開始後も報酬に対する特段の影響はないとする見方も可能である。その理由は諮問型の投票に過ぎないことにあると考えられる。実効性確保の観点から、欧州委員会は既に2012年12月12日付の行動計画（アクションプラン）において報酬政策及び報酬に関する報告書について株主総会決議を義務づけることに言及し、実際に2014年4月9日にEU指令第2007/36/CE号の見直しを内容とした指令案を公表し、EUレベルでの新たな say on pay 制度の導入を提案した。具体的には、毎年度の報酬に対する諮問型の投票に加えて、報酬政策を少なくとも三年に一度株主総会決議の対象とすること、その際に付与可能な報酬総額の上限を明らかにし、また原則としてその会社の従業員（フルタイム）の報酬の平均と取締役の報酬の平均の比率を開示することを要求すること等が提案され、2015年5月7日に法務委員会において13対10の賛成多数で指

(30) Publicis 社において対象となったのは会社指揮者二名のみの報酬についてであり、またその賛成は実際の報酬金額を対象としたものではなく、あくまでその内容についての賛成である（<http://www.publicisgroupe.com/media/display/id/6600.pdf>）。Pernod Ricard 社の株主総会の内容は同社ホームページから参照できる（[http://pernod-ricard.com/files/fichiers/Finance/Documents/PDF/Assemblees_Generales/Compte_rendu_de_l'Assemblee_Generale_2013_\(3\).pdf](http://pernod-ricard.com/files/fichiers/Finance/Documents/PDF/Assemblees_Generales/Compte_rendu_de_l'Assemblee_Generale_2013_(3).pdf)）。〔2015年6月21日閲覧〕

(31) ただし、会社指揮者は自発的に報酬の引き下げに応じるほか、退任する場合もあるとして実質的には拘束力のある say on pay と同様の効果があるとする実務家の見解もある（BUHART (J.) et LAFONT (N.), « Say on pay à la française -Quelles leçons tirer du droit comparé? », *JCPG* 2013, doct. 91)。

(32) Proposition de directive du Parlement européen et du conseil modifiant la directive

令案は採択された。⁽³³⁾ AMF も会社指揮者の報酬に関する問題を2014年次報告書において詳細に取り上げているが、その際に前述の欧州委員会による提案に言及し、2013年版コードでは株主総会による諮問型の投票が予定されている一方で MiddleNext コードにはこうした制度が設けられていないことを指摘した上で、今後は EU 指令を通じて法律に基づいた say on pay 制度が導入される見通しを明らかにしている。⁽³⁴⁾ この点は、2013年版コードのうち少なくとも say on pay に関する部分は法律が制定されるまでの過渡的なものとして位置づけられることを明らかにするものであり、報酬規制が本来法律によりなされるべきであるとする考え方を基礎づけるとも考えられる。実際、コードが法律でないことから諮問型の投票結果を司法の場で争うことにつき困難が生じる点を指摘する見解もあり、法律による対応が促されているとみられる。

また、2013年版コードが上場会社を対象としながらも会社の規模に応じた区分けを行っていないことに関して、会社規模に応じてガバナンスのあり方を考えること、さらに支配株主の有無に応じた区別を行うことが提唱され、また共通の規則に従うこと (one size fits all) は各企業の特性 (規模、会社形態、企業文化、株主構造等) を考慮していないとする批判もなされた。⁽³⁵⁾ MiddleNext コードが2009年に導入されたことで大規模会社と中小会社の実質的な区分がなされたとも考えられるが、企業イメージの観点から実際の規模にかかわらず大規模会社が参照する2013年版コードを採用する会社が多いことも事実である。⁽³⁶⁾

2013年版コードについて AMF は今後も頻繁に見直しをなされることを求め、また2013年版コード自体も上級委員会に「国際的なものを含む実務の発展、AMF による勧告または AMF により示された道筋 (piste de réflexion)、さらには投資家からの要請に照らして、コードの見直しを提案する」任務を付与している。⁽³⁷⁾ しかし、予測可能性の観点から度重なる改訂に反対する意見も見受けられ、⁽³⁸⁾ 実体に合わせた柔軟なソフトローそれともより厳格且つ民主的な手法を通じて制

2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise, 9 avr. 2014.

(33) V. « Rémunération des dirigeants: adoption d'un projet de directive », *D.* 2015. 1097. ただし、報酬総額の上限の開示に関する部分は削除された。

(34) AMF, Rapport 2014, *op. cit.* (note 20), pp. 33-34.

(35) VIANDIER, *op. cit.* (note 24), n° 30 et s.

(36) GERMAIN et al., *op. cit.* (note 8), n° 3; WEBER (C.), « Le concept de gouvernance. Le point de vue du chef d'entreprise », *Gaz. Pal.* 24-28 août 2014, p. 2701.

(37) GERMAIN et al., *op. cit.* (note 8), n° 3.

(38) SIMON, *op. cit.* (note 28), p. 2693.

定される法律（ハードロー）のいずれがよいのか、そしてそのバランスはどうあるべきかについて判断が分かれるところであり、今後も注視すべき点となる。

なお、問題となると思われるのが AMF の権限である。コーポレートガバナンスに関する問題について AMF はその前身の COB 時代から関心を示し続け、⁽³⁹⁾ AMF の任務を定める通貨金融法典 L. 621 条は投資の保護、投資家に対する情報提供及び金融商品市場の正常な機能の監視を挙げるにとどまっているが、同法典 L. 621-18-3 条によりコーポレートガバナンスの履行状況に関する年次報告書の作成が義務付けられるとともに「AMF が有用と判断するあらゆる勧告を是認することができる」と定められているように、AMF には広範な権限が実質的に認められている。実際、年次報告書においてはコードの遵守状況に限らず、今後の運用の方向性に関する言及もなされ、AMF は将来のコーポレートガバナンスのあり方に関する要望を具体的に明らかにしている。上級委員会の新設により、コード運用を監視監督する組織が現れたこととなるが、AMF の役割との関係についてはやや不明確なところが残り、⁽⁴⁰⁾ 両者の機能を明らかにするのがフランスの課題の一つとなつとも思われる。

いずれにしても、2013年版コードの運用開始から二年目という節目を迎えることもあり、コードの見直しの内容に対する評価はこれから本格的になされるものと考えられる。ハードローへの移行過程において生じるソフトローという捉え方、ステュワードシップ・コードなきコーポレートガバナンス・コードの運用、ステークホルダー論とも関係する会社の利益概念への言及など、フランスの2013年版コードは我が国の将来のコード運用に照らしても多くの面で示唆を与えるものであるため、今後もその動きを注視していきたい。

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

(39) ROUSSEL (F.), « Le régulateur boursier face aux exigences du gouvernement d'entreprise », *Bull. COB* nov. 2002, p. 12.

(40) この点に関して、2013年版コードによれば上級委員会がコードの内容・解釈に関して取締役会から質問を受けること、十分な説明なしにコードの勧告の一つに従っていないことが明らかになった場合に自ら取締役会に問題を審議させるための手続を開始できることとされているが (§25.2)、こうした説明が不十分であるとして上級委員会の地位を明確にする必要性が指摘された (MUKA TSHIBENDE (L.-D.), « Nouvelle révision du Code Afep-Medef du gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Dr. soc. déc.* 2013, étude 24)。