

Title	上場会社のガバナンス
Sub Title	La gouvernance des sociétés cotées
Author	Michel Germain(Toriyama, Kyoichi) 鳥山, 恭一
Publisher	慶應義塾大学大学院法務研究科
Publication year	2010
Jtitle	慶應法学 (Keio law journal). No.15/16 (2010. 3) ,p.205- 223
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	2008年度大陸法財団寄付講座「フランス法特別講義」
Genre	Departmental Bulletin Paper
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AA1203413X-20100325-0205

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

上場会社のガヴァナンス

ミシェル・ジェルマン
鳥山 恭一／訳

- I. 権限の組織
- II. 悪いガヴァナンスに対する制裁

世界のすべての国が、いまでは会社のガヴァナンス (gouvernance) に関心をもっている。最近になってフランス語に加わったこの (ガヴァナンスという) 新たな表現について、少し考え始めてみるのが興味深いように思う。たしかに、その言葉はしばしばいわれるようにすでに中世のフランス封建法に存在していた。しかし、合衆国における《governance》という言い方とともにその言葉は特別の意味をもつようになり、その言葉が数年前にフランスに戻ってきたときにその特別の意味がその言葉とともにもたらされたのである。1990年代には、この言葉は新たな文脈において独自の意味をもった。その言葉は奇妙にも、規制緩和 (déréglementation)、制御 (régulation)、柔軟性 (flexibilité)、透明性 (transparence)、責任 (responsabilité) といった新しい用語のすべてと結び付いている。それらの用語のいくつかは、現在の危機において一時的に埋もれてしまうおそれがあるかどうかはわからない。しかし、ガヴァナンスは残ると考えよう。ガヴァナンス、それは技術 (technique) と民主主義 (démocratie) との進歩が可能にしている人間社会 (sociétés humaines) の組織の態様なのであり、それは専門技術者体制 (technocratie) と民主主義 (démocratie) との組み合わせという問題を提起しているためにやや矛盾を抱えている複雑な総体なのである。民主主義に限っていえば、フランスでは最近、参加民主主義

(*démocratie participative*) が語られており、すなわちここでのガヴァナンスという意味では、5年に一度投票するだけでは不十分であり、政治生活 (*vie politique*) により密接に参加することが必要であるといわれているのである。

我々の領域に適用されるそうしたガヴァナンスという考え方は、合衆国において1993年に作成された《Principles of corporate governance》のなかで育まれ発展していったものである。法律家と法学教授からなるアメリカ法律協会 (American Law Institute) は、アメリカの一部の会社の不安定な経営、無能な経営者への途方もない報酬といった逸脱行為の存在が認識されたことに対応しようとしたのである。アメリカ法律協会は、法的な規則 (*règles de droit*) にはせずには勧告にされている諸提案の総体によって対応しようとした。それは700頁以上からなる著作になっている。取締役会を補佐する委員会の存在、独立取締役の存在、会社のトップには一人の社長 (*un président unique*) に代えて社長 (*un président*) と執行役員 (*un directeur général*) とをおくことにするなど、それは一種の教理問答書 (*catéchisme*) のようになっており、それが世界中に広まることになったのである。そうした最小限の義務が広まったのは、理念の力だけによるのではない。世界中で株式を購入していた年金基金がその普及を促したのであり、そうした年金基金の理事者はおそらく法律家あるいは大学人ではあっても企業経営者ではないというように、《Principles of corporate governance》を作成した人々と社会階層がおそらく近かったのである。そのことには留意されるべきであり、というのは、フランスでは会社のガヴァナンスの提案を作成した人々は反対に企業の経営者の出身なのである。

補足をする、ガヴァナンスという新たな用語には二つの意味がある。第一の意味は、《Principles of corporate governance》が意図したようなガヴァナンスであり、上場会社にあてはまるものである。第二の意味では、それは会社一般のガヴァナンスであり、それゆえ非上場会社のガヴァナンスである。我々はこの問題を第一の意味において検討する。そこにおいて、ガヴァナンスはもっとも新しい意味をもつからである。反対に、非上場会社のガヴァナンスという観点には新しいものはなにもない。

上場会社の観点からは事態はどのように提示されるのか？ コーポレート・ガバナンスの教理問答書はすぐに大西洋を渡っており、1993年末には、フランスの証券市場当局 (autorité boursière française) もこの問題に言及している。フランスの経営者団体である MEDEF — 当時は CNPF — は、自ら巧みな選択を行ない、その問題を自らがとり上げて他の者がその問題に関わるのを排除した。そのようにして、1995年に Viénot 報告書 I — ソシエテ・ジェネラルの会長の名によるもの — が、取締役会を一部は独立した構成員によって構成し、担当を定めた委員会 (comité spécialisé) を取締役会に設置するという考え方をとり上げている。この Viénot 報告書 I を補う Viénot 報告書 II が 1999年に公表されている。それはもちろん、《Principles of corporate governance》が望んだように勧告にすぎず法的な義務ではない。そのような健全な経営 (bonne gestion) のための措置は人を惹きつける力を持っているために、それは自発的に市場に広まっていくと考えられていた。そうした感覚は、おそらくはやや幻想であった。しかし、いずれにしてもその後の歴史が人々の注意を喚起することになった。

その後の歴史とは、まずは 2001年12月の Enron 社の倒産の影響であり、それともなって Arthur Andersen という世界の 5大会計事務所の 1つも消滅したという事件である。Enron 社は風の上の楼閣 (une société bâtie sur du vent) であったことがわかったのであるが、表面的にはコーポレート・ガバナンスの重要原則をすべて見事に守っていた会社である。Enron 社の経営者が透明性または最良のガバナンスの賞杯を受けることになっていたアメリカ人好みの優雅なパーティーが想像された。ショックは合衆国では甚大であった。すぐにその倒産は詐欺的なものであり、経営者は会計監査人と共謀して虚偽の情報を提供し株主を欺いていたことが明らかになった。動揺が大きかったのは、アメリカの従業員の年金は証券市場の健全性に結び付いており、Enron 株の相場崩壊はアメリカを深くそしてアメリカの政治をも懸念させたからである。そのために対応として、2007年7月に Sarbanes Oxley 法律が制定されており、経営者に対する厳格な規定がおかれるとともに、コーポレート・ガヴァ

ナンスにともなう拘束が増加されており、会計監査人ははるかに厳重な監督のもとにおかれている。経営者がもつ倫理を求める欲求を完全に信頼するという考え方が揺らいだのであるといわれている。その時の表現によれば、自主規制という制度の適切さ（*pertinence d'un régime d'autorégulation*）には疑問がもたれたのである。

世論の変化を感じとって、Viénot 報告書 I および II を補う MEDEF の第 3 の報告書である Bouton 報告書が 2002 年秋に公表された。その調子は最初の二つの Viénot 報告書ほどに高らかなものではなく、Bouton 報告書は最初から外部の機関による監督の必要性を認めていた。しかし、会計監査役（*commissaire aux comptes*）をより厳格な監督のもとにおくという問題については、この報告書は権限がないために解決することはできず、Bouton 報告書は不十分なものとどまっていた。フランスの公権力も合衆国におけると同様に会社法について考えざるを得なくなり、ほぼ Sarbanes Oxley 法律にならって会計監査役に対する公的な機関による監督が定められている。それが、2003 年 8 月 1 日の金融の安全性（*sécurité financière*）の法律の目的であった。

しかし、Enron 事件のショックは大きかったために、フランスのそうした対応は孤立したものにはとどまらなかった。実際、欧州連合のレベルでは、欧州委員会が会社法の問題をとり上げている。欧州委員会は会社法にはもはや関心をもっていないように思われていただけに、そうした欧州委員会の動きはかなり注目されるものであった。欧州共同体が創設された当初には、会社法に関して初期の重要な指令（*directive*）が制定された時期があった。その後は、欧州共同体の拡大とともに、欧州委員会は会社法の領域を見過ごすようになっていった。欧州委員会は、再び会社法の問題に関して 2002 年以降に動き出したのである。欧州委員会が会社法に関心をもったのは、Enron 事件の再発を避けるためであったのではあるが、それにとどまるわけではなかった。欧州委員会はまた、アメリカ法に対抗できる重みをもった法制度を提示することができるようになるために会社法に関心をもったのである。

欧州委員会は、幾分は矛盾する二つの方向に動いている。すなわち、欧州委

員会は自発的な倫理にもとづくコーポレート・ガバナンスという考え方を広めようとしており、同時に、国内の立法者がすべての者に適用される強行法規を定めることを促しているのである。欧州委員会が、そうした二つの傾向をどのようにして両立させようとしているのかをつぎにみておこう。すなわち、欧州委員会はより具体的には金融の領域で多数の指令 (directive) を定めており、その一部は透明性 (transparence)、法定監査 (contrôle légal)、市場の濫用 (abus de marché) といった我々にも関係する問題に関わっている。そして、欧州委員会はそれらの強行的な法文に加えて、独立取締役 (administrateur indépendant) に関してまたは会社指揮者 (dirigeant 経営者) の報酬 (rémunération) に関して勧告 (recommandation) を定めているのである。

ではより明確に、この分野において存在するフランスの法文を検討することにしよう。上場会社のガバナンスを扱うには、まずは権限の組織をとり上げて、つぎに会社指揮者の責任をとり上げるのがよいように思われる。権限はそれがその行使の結果に結び付けられて、はじめてそのもつすべての意味が明らかになるからである。

I. 権限の組織

上場会社における権限を述べるにあたって、コーポレート・ガバナンスの機構のそれぞれの部品を検討することもできるであろう。それは権限を述べるにあたって我々がとる方針ではない。我々は古典的な法規範 (normes juridiques classiques) とソフト・ロー (droit mou, soft law) との間でなされる先ほどの区別に従うことにしたい。

1 古典的な法規範

2001年以降になって一定数の法文が、会社のガバナンスに関して規定を定めるに至っている。すべてをあげることはできないにしても、職務の分離 (dissociation des fonctions) の問題、報酬 (rémunération) の問題、および会計

監査役（commissaire aux comptes）による監査（contrôle）の問題という三つの問題はとり上げよう。

a) 職務の分離

やや不可解なこの標題を理解するには、1966年の法律（商事会社に関する1966年7月24日の法律第66-537号）以来伝統的に存在している株式会社の指揮の形態を思い起こすことが必要である。1966年に法律は、取締役会がある会社（société à conseil d'administration）と執行役会がある会社（société à directoire）という二つの株式会社の指揮の形態を定めて、株式会社はいずれかの指揮の形態を選択するものとした。取締役会がある会社が古典的な形態であり、取締役会（conseil d'administration）は会長（président）によって主宰されることになる。執行役会がある会社はドイツのモデルにならってつくられたものであり、そこでは最大5人の構成員からなる執行役会（directoire）が監査役会（conseil de surveillance）の監督のもとにおかれている。執行役会がある会社というそのモデルは、すべての権限を一人の手中に集中させるものではないのでより均衡がとれているように思われたのであるが、そのモデルが採用されることは長い間あまりなかった。しかし、1990年から2000年にかけて、このモデルは上場会社において比較的利用されるようになった。そのモデルを採用すると、より合理的でより監督を受けているモデルを投資者に用意しているという印象を会社指揮者もったからである。しかし、コーポレート・ガバナンスに熱心なジャーナリストによるランク付けでは、このモデルはまったく気に入られていなかった。《Principles of corporate governance》において望ましいとされたような会長（執行権がない議長）と企業トップ（chief executive officer）とを区別する新たなモデルを提案することが必要であった。それがなされたのは、当時の金融大臣であり現在のIMF専務理事であるStrauss Kahn氏が望んだ2001年5月15日の法律においてである。取締役会がある株式会社はその後は、会社の指揮の職務すべてを自らにもつ1人の社長（président directeur général）によって指揮されてもよいが、取締役会の会長（président）

と執行役員 (directeur général) という 2 人の者によって指揮されることも可能になった。このわずかな変更によって、かなり深く会社の指揮の均衡は変わることになる。取締役会が他に職務をもっていない自律した会長によって主宰されている場合には、取締役会が同時に会社の執行権限をもつ者によって主宰されている場合よりも執行役員に対して明らかにより大きな対抗力を取締役会はもつのである。

株式会社が執行役会と監査役会とによって指揮される場合があることもまた思い起こすと、株式会社はいまでは指揮の形態を三つの可能な形態のなかから選択することになっている。現在、上場会社の間でそれらのすべての形態をみることができる。取締役会の会長 (président) と執行役員 (directeur général) とを区別するという新たなモデルは、従来ของบริษัท指揮者が引退して若手に地位を譲る場合にかなりよく使われている。会長 (président) と執行役員 (directeur général) との職務をほとんどの場合に兼ねていた従来ของบริษัท指揮者は取締役会の会長 (président) になり、若手が執行役員 (directeur général) になるのである。《Principles of corporate governance》において職務の分離がそのようにして利用されることが予想されていたとは私は思わないが、そのようにして職務の分離はフランスに根付きつつある。

b) 会社指揮者の報酬

報酬の問題は長い間フランスではタブーであり、きわめて長い間その情報を出すことも報酬の方法を規制することも問題にされなかった。

その点における改正がいかなるものであったのかをみる前に、会社指揮者の報酬について一瞥しておこう。ただし、報酬源は多様であるために、そうした概観はそれほどは容易ではない。しかし、いくらか単純化するために会長 (président) または執行役員 (directeur général) の報酬だけをとり上げたい。

第一の報酬源は、取締役会が会社指揮者に対して付与する個別の報酬である (商法典 L. 225-47 条、L. 225-53 条)。その額はもっぱら取締役会だけによって決定される (それとは別に、取締役の資格において会社から受領する報酬の総額が株

主総会において決定される〔商法典L. 225-45条〕。そうした規則は適用に問題はないように思われる。破毀院はしかし数回にわたる判決によって、一つの個別の点を明確にしなげればならなかった。内密にしたいという欲求があるために、しばしば取締役会自体も報酬額を知ることがなく、その金額は会長（président）の信頼を得ていた1人または2人の取締役によって決められていたのである。そのために破毀院は、会社指揮者の報酬額を決定しなければならないのは全体としての取締役会であると判示しなげればならなかったのである。

第二の報酬源は、労働契約から生ずる報酬である。会社指揮者が会社と労働契約を締結するというそうした可能性は、労働契約との兼務（cumul du contrat de travail）という名で知られているフランス会社法における古典的な法問題である。会社指揮者はいうまでもなく、それ自体では従業員ではない。会社指揮者は、その会社指揮者の地位に従業員の地位を付け加えているのである。そのような兼務の状況が生まれるのは、不安定な地位にある会社指揮者がより保護されている従業員の地位を利用しようとするためである。法律と判例法理は、そのような兼務の状況から生ずる問題に取り組んできた。要約していうと、労働契約は従業員が雇用者に対して従属しているという要素（élément de subordination）をともなっていないとなければならない。会社指揮者が同時に従業員である場合には、そうした従属の要素は消滅しているように思われる。すなわち、労働契約の存在はその場合には不可能であるように思われる。どのようにしたらよいのか？ まず、もちろん誰も気にしないのであれば労働契約との兼務は可能であろう。しかし、状況をまったく非難される余地がないものにしようとするときのために、判例法理によって言い逃れ（subterfuge）に近いものが見い出されている。すなわち、会社指揮者が会社指揮者である間は労働契約は停止しており、労働契約は会社指揮者の職務が終了するときにあればそのときに復活するとされているのである。

第三の報酬源は、任務終了後の報酬（rémunération post-mandat）であり、比喩的に「黄金の落下傘（parachute doré, golden parachute）」といわれているものである。その種の報酬は、法律には定められていなかったのであるが、実務

では次第にそうした黄金の落下傘を定めることが考えられるようになった。そのような黄金の落下傘を定めるにあたり最初に障害になったことは、支払われるべき金額は、会社がその会社指揮者を解任することの妨げになるような金額であってはならないという点である。もっとも、上場会社ではその問題は実際にはほとんど生じなかったということもたしかであり、上場会社はその会社指揮者を黄金で覆い尽くすことまではしないにしても、懸念なしに非常に高額を支払いをすることができたのである。第二に障害になったことは、法律による規制がなかったために、それについての法制度をよく定めなければならなかったという点である。いかなる法制度がそれには認められたのか？ 判例法理は、会社指揮者と会社との間に締結される取引の制度という個別の制度を適用した。その制度は、わが国の法律が利益衝突の問題をフランス流 (la façon française) に解決してきたものである。会社指揮者と会社とが締結する契約に関しては、取締役会の同意、会計監査役の報告書、総会の同意というかなり形式的な手続きを経ることが必要にされている。そのような複雑な手続きのなかでは株主の同意を得ることも必要であり、その結果として黄金の落下傘の正確な金額が株主に伝えられることになり、すなわち上場会社の株主を通して市場全体に伝えられることになる。

最後の報酬源は、自社の株式を有利に取得する可能性であり、それは会社指揮者の報酬全体のなかでも大きな額を占めることもあり得るものである。そうした可能性はまず、よく知られている stock option の形で認められていた。しかし、stock option は市場の相場が上昇する場合にだけ利益をもたらすものである。相場が下落している時期には stock option は利益をもたらさず、権利者は option を行使することがない。そのために、2004 年に株式を無償で付与する (octroi d'actions gratuites) というもう一つの可能性が認められている。それは、いずれにしても会社指揮者に対する一種の贈り物 (cadeau) であり、市場の相場がどのようなものであれつねに必ず利益をもたらすものである。

報酬に関する規制の展開は、報酬額を開示し、さらに報酬額について一定の基準を定めるという二つの方向で進められた。報酬額の開示はコーポレート・

ガヴァナンスにおいて必ず要請されるものである。報酬は結局は株主によって支払われるのであり、それゆえに株主が会社指揮者の報酬額を知ることは当然のことである。会社指揮者は Adam Smith が 18 世紀に言ったように、株主の財産管理者（régisseurs）であるにすぎず、いわば株主の家臣（domestiques 召使）にすぎないのである。そのような考えから 2001 年 5 月 15 日の法律は、すべての株式会社に対して会社指揮者の報酬のすべてを（個別に）開示することを義務づけた。しかし、非上場会社の会社指揮者による抵抗（révolte）—— ショービジネスのスターかフットボール選手がその収入を公表するような場合にだけを我々も収入を知らせよう —— を前にして、2003 年 8 月 1 日の法律により、会社指揮者の報酬額の（個別の）開示は上場会社の会社指揮者だけに限定されている。

もう一つの方向は、報酬額についての基準を定めるという方向である。公権力はその方向に進むことはそれほどはできていない。報酬額に上限を定めようとする考えはすべての者によって退けられているからである。しかし、完全に経営を誤った会社指揮者に黄金の落下傘を与えたという事例は世論を大きく動かしており、そのために公権力はそうした事情も考慮できるような法規則を定めようとした。そのようにして定められたのが 2007 年 8 月 21 日の法律であり、そこでは黄金の落下傘は、会社があらかじめ定めた業績の基準（critères de performance）にもとづいて付与されなければならない、黄金の落下傘が付与されるその時点において取締役会の審査を受けなければならないと規定されている。

それらとは別の発展の方向として、株主が自ら会社指揮者の全体の報酬額を定めるという方向があるであろう。しかし、そうした解決方法は現在のところは現実的ではない。欧州委員会はかなり困惑しながらそうした方向に進もうとしてはいるが、会社指揮者からの反対に本当に立ち向かおうとしているわけではない。

c) 会計監査役の規制

想い起こすとわかるように、Enron 事件では Arthur Andersen は Enron 社

に対するまったく公平な監査人ではなかったものであり、Enron 社の倒産によって Arthur Andersen も消滅したのである。そのために、監査人 (contrôleur) をさらに十分に監督し、すなわち (フランスでは) 会計監査役 (commissaire aux comptes) をさらに十分に監督するという考えが生まれてきた。Enron 事件の後に、欧州の第 8 指令は会計監査役の職業に認められていた一定の自主性 (autonomie) — 好んでいわれてきた self regulation すなわち自主規制 (autorégulation) — を終わらせている。そして、フランスの 2003 年 8 月 1 日の法律は、会計監査役職高等評議会 (Haut Conseil du commissariat aux comptes) を設置している。それは会計監査役の職業に対する監視を行ない、会計監査役の独立性を確認することを任務とする独立した公的機関 (autorité publique indépendante) である。その任務を遂行するために、この高等評議会は、会計監査役の監査業務の枠組みをきわめて詳細に定める職業活動規範 (normes d'exercice professionnel) の作成において主要な役割を果たすものとされている。最後に、この高等評議会は会計監査役に対する懲戒処分の方針についての上訴機関になっている。

2003 年 8 月 1 日の法律は、そのようにして会計監査役の職業を公的に組織することに加えて、会計監査役に対して自らが所属する会計事務所の組織網 (réseau) との関係において可能なかぎりの独立性を確保しようとした。たしかに、すべての会計監査役が会計事務所の組織網に所属しているわけではないが、上場会社においては、国際的な巨大な組織網の存在がよくみられるのである。とりわけ、4 大会計事務所 (KPMG, Ernst et Young, Pricewaterhouse, Deloitte) は大変に有力であるために、そうした会計事務所の組織網に所属する会計監査役の独立性を奪ってしまうおそれがある。自らが所属している会計事務所の組織網が、同時に税務コンサルタント、弁護士、経営コンサルタント、情報処理、マーケティングのコンサルタントであるときに、どのようにしてその会計監査役は、完全に公平に判断することができるのであろうか？ 実施されている新たな規制は、会計事務所の組織網の他の構成員がそのような税務コンサルタント、弁護士、経営コンサルタントなどのように会計監査業務の中核ではない業務を行なっている場合には、その会計事務所の組織網に所属する構成員が会

計監査を行なうことを禁止しようとするものである。

2 ガヴァナンス・コードの適用

すでにみたように、Viénot 報告書 I および II と Bouton 報告書は一体としてガヴァナンス・コードといわれるものになっており、それを適用することが上場会社には勧められていた。最初はそれは倫理的なものと考えられており、倫理が市場を熱心にさせることによってそのような勧告は自発的に普及していくと考えられていた。残念ながらそのようにはまったくならなかったのであり、そのような任意の勧告の適用を促すための手段を見つけることが必要になったのではあるが、それはいわば不可能な任務（mission impossible）であった。解決策は、2006年6月14日の欧州指令において見い出された。その指令は、《comply or explain》という独自の規則によってコーポレート・ガヴァナンス・コードに言及することを義務づけたのである。その独自の制度によればすなわち、そうした勧告は適用されなければならず、適用しないときには会社はなぜそれが適用されないのかを説明しなければならないのである。

この欧州指令は、2008年7月3日の法律によってフランス法に国内法化されている。今後は、すべての上場会社が提出しなければならない参考書類（document de référence）において、ガヴァナンス・コードの適用かまたはそれを適用しない理由が記載されなければならない。しかし、フランスの法律は欧州指令の考え方に完全に忠実であるというわけではなく、いかなるガヴァナンス・コードに従うことも認めており、Viénot 報告書および Bouton 報告書からなるもののほかにもガヴァナンス・コードは存在しているのである。おそらく、それはなくてもよかった混乱をさらに増やすものである。一部では、企業経営者が定める勧告ではなく、たとえば株主のような他の利害関係者による提案も含まれたガヴァナンス・コードが存在することが望ましいとされている。しかし、たしかにいまのところはガヴァナンス・コードの数は限られており、主たるコードは Viénot 報告書および Bouton 報告書によるものである。

取締役会を補佐する委員会（comités）の設置あるいは独立取締役（administrateur

indépendant) の概念を定めているのはそれらの報告書である。報酬委員会 (comité de rémunération)、指名委員会 (comité de nomination)、監査委員会 (comité d'audit) という純粋に諮問のための組織の設置には多くの問題はみられない。それに対して、独立取締役をどのように定義するのかはより大きな問題である。それぞれの国の文化が、独立取締役の定義には影響を与えている。Viénot 報告書および Bouton 報告書はつぎのように述べている。まず、一般的な定義として、「取締役が独立しているのは、取締役がその会社、その会社グループまたはその経営者 (direction) との間で、自らが自由に判断することを妨げるようななんらかの関係をまったくもっていない場合である」とされている。つぎに、より明確に独立取締役にあたらない場合として、独立取締役は、その会社の顧客、納入業者、または銀行であってはならず、あるいは 12 年を超えてその会社の取締役であった者ではない……とされている。しかし、そうした考え方はしばしばフランスでは批判されている。というのは、会社の業務の中核とはなんらの形でも関係はもっていないけれども有能ではあるという人物を見出すことができるとは思われないからである。

Viénot 報告書および Bouton 報告書は、報酬の問題には触れていないのであるが、MEDEF は最近になって 2008 年 10 月に勧告を提案しており、それをこの《comply or explain》の原則の対象にしている。その勧告はきわめて徹底した (radical) ものであり、会社指揮者の側からのひそかな反対にあっているのではあるが、正確になにが起きているのかはよくは知られていない。きわめて徹底したそのような勧告はもちろん、現在生じている重大な経済危機を理由にしているのである。しかし、そうした勧告は経済危機との関係において経済的な意味をもっているのだろうか？ 問題が提起されているのではあるが、それに答えるのは難しい。たしかに、銀行の経営者がきわめて高額の報酬を受けていることはトレーダー (traders) に高額の報酬 (primes) が与えられていることによって部分的には正当化されている。しかし、次第にそれらのトレーダーの能力はそのような過大な報酬が支払われるに値するようなものではなく、トレーダーに過大な報酬を支払うことはトレーダーの批判的な感覚を鈍ら

せるために危険でさえあると認識されるようになった。そのように認識されるようになったことから、銀行経営者の報酬も高額にすぎると考えられるようになっており、そうした疑念がおそらく、ほかの会社指揮者が受領している高額な報酬の正当性に対しても差し向けられているのである。世論によるそうした認識がどのようなものであるにせよ、MEDEF の勧告はつぎにみるように厳格なものである。

すなわち、MEDEF の勧告によれば、黄金の落下傘は支払うに値する額のものでなければならず、会社指揮者の2年分の報酬を超えてはならないとされている。

そのような黄金の落下傘それ自体に関わる勧告だけではなく、MEDEF はフランスの慣習を大きく変えることを提案しており、すなわち状況を明確にするためであるとして、会社指揮者が労働契約を締結することはすべて止めるように提案しているのである。従業員の地位と会社指揮者の地位はそれぞれ別のものであろう。もはや両者が混在すべきではないのであろう。

最後に、stock option に関しても勧告はやはり相当に革命的である。というのも、stock option が会社指揮者に与えられる場合には、従業員を資本に結び付ける政策（politique d'association des salariés au capital）もなんらかの形で定められなければならないとされているからである。

そうした MEDEF の勧告は、いずれも新たな問題を提起するものである。そのような倫理的な勧告を、これからどのようにして適用していくのか？ 直ちに適用すべきなのか、それとも新たな会社指揮者に対してだけ適用すべきなのか？ 議論の余地はある。しかし、結局はそうした議論はあまり重要ではなく、Sarkozy 氏はそうした勧告が適用されないときには、同じ内容を強行規定によって定める法律が2009年の初頭には制定されることになるかと述べているのである。

II. 悪いガバナンスに対する制裁

すでにみたように、会社のガバナンスには二つの側面がある。すなわち、古典的な会社法によって強制されるような側面と倫理的なコードにおいて示されるような側面である。前者の側面においては制裁は完全に存在するはずであるが、後者の側面ではそういったことははるかに少ないと考えられるであろう。そのことの検討をつぎに試みることにする。まず、制裁があまりありそうにもない領域であるガバナンス・コードにもとづく倫理的なガバナンスの領域をとり上げたい。

1 倫理的なガバナンスによる制裁

倫理的なガバナンスについて制裁をいうことはやや逆説である。しかし、いまのところ我々は確かな答えをもち合わせていないとはいえ、問題は提起されるべき価値がある。答えを想定することだけはできる。実際には、制裁はいくつかの段階に分かれて存在するように思われる。

会社はこれまでみてきたようにガバナンス・コードに言及はしなければならないのであり、二つの場合が考えられる。一つは、会社があるコードに従うとはいったが、実際にはそのコードを遵守しなかった場合であり、もう一つは、会社はコードには従わないといった際に十分な説明がなされなかった場合である。いずれの場合でも、証券市場当局 (autorité boursière) が会社に圧力をかけ、あるいは (たとえば株式の発行を認めないなどにより) 上場会社の日常活動を阻害するというような対応をすることはできるとは考えられる。

そのような全くの倫理的な枠組みから離れてみると、きわめて古典的な法が無効 (nullité) と責任 (responsabilité) という二つの道筋 (pistes) を用意できるように私には思われる。無効 (nullité) の道筋はつぎのように考えられる。たとえば、取締役会を補佐する委員会または独立取締役に関する明文の定めといったガバナンス・コードに関わる制度を定款に定めることを会社が決定していたとする。その場合には、そうした定款の定めに従わない決定は無効になると

考えられるかもしれない。残念なことに、わが国の会社法はきわめて明確で厳格な無効の規則を定めている。法律の強行法規に違反している決定だけが無効になるとされているのである。うえてみた場合には、決定が法律の規定に違反しているわけではないので、無効を援用することはできないであろう。

責任（responsabilité）の方向はまずはより奇妙なものに見えるかもしれない。すなわち、責任の枠組みというきわめて法的な枠組みのなかで、会社指揮者の倫理上の懈怠（faute d'éthique）をいかに判断させるのであろうか？ しかし、おそらくわが国の責任法の特殊性のために進むことができる方向があるであろう。実際、わが国の民事責任法は、懈怠（faute）、損害（préjudice）、懈怠と損害との間の因果関係（lien de causalité）という古典的な三つの要素にもとづいて機能している。私が責任を負うのは、私が犯した懈怠がなんらかの損害を生じさせたためなのである。ところで、その懈怠はフランス法では独自に定義されており、懈怠（faute）とは「善良な家父（un bon père de famille）」がなさないであろう行動であるとされている。そうした表現はローマ法に遡るものであるが、そうしたやや古びた呼び方からは、ある状況において——英雄的な倫理（morale héroïque）ではなく——通常の倫理（morale ordinaire）がとるように求めている中庸な態度（attitude moyenne）が標準にされているということがよくわかるであろう。そして、コーポレート・ガバナンス・コードは、いわば企業活動の倫理（morale des affaires）を反映したものであり、善良な会社指揮者（bon dirigeant）がとるべき中庸な態度（attitude moyenne）を反映したものである。それゆえに、裁判官はそうしたコードが善良な会社指揮者の行動を示しており、それに対する違反を制裁することは当然にできるとまさに判断できるであろう。以上はもちろん考え方の道筋にすぎないのであるが、それによれば倫理上のコード（code d'éthique）に対する違反を裁判官が制裁するというやや逆説的な結果に至るのである。しかし、そうした結果はまったく非現実的なものであるわけではなく、すでに、専門家の職業倫理規範（code de déontologie）に関して破毀院によるそうした理由づけをみることができる。最後に、そうした考え方の簡単な事例をあげておこう。ある会社指揮者が、

MEDEF の勧告が定める 2 年分の報酬を大きく超える黄金の落下傘を受領したとしよう。裁判官は、そうした会社指揮者の行動は「善良な会社指揮者 (bon dirigeant)」であればとらないであろう懈怠 (faute) にあたると判断するであろうか？ おそらくそう判断するであろう。

2 法的なガバナンスの規則による制裁

主な問題は、悪い行動をした会社指揮者をどのように制裁するかである。

利用できる第一の制裁の装置は、法律に違反した会社の決定は無効であるとする装置である。最も簡単である黄金の落下傘の事例をここでもまたとり上げると、すでにみたように、2007 年の法律は黄金の落下傘を付与する場合について特別の規則を定めている。それらの規則が遵守されない場合には、その黄金の落下傘は無効になるであろう。もちろん、その無効はその請求について正当な利益をもつ原告によって裁判所に対し請求されなければならない。少数派株主は当然にそうした訴権を裁判所に対して行使できるであろう。

多くの法的な問題があるためにより詳細にとり上げたいと思っている装置が、民事責任 (responsabilité civile) という装置である。フランスの法的伝統のもとでは、民事責任は会社指揮者に対してはよく使われてきたわけではないということをすではじめに指摘しておかなければならない。会社指揮者の民事責任が問題にされるほとんどの場合は、会社が倒産した際に会社指揮者の責任を追及するために特別に定められた訴権によっているのであり、会社に財産がある場合には、会社指揮者の民事責任が問題にされるということは稀なことなのである。立法者はそのことを 1966 年によく認識していた。立法者はそのために、なんらかの方法で制約 (garde-fous) は定めなければならないと考えて、会社指揮者の刑事責任に関する規定を多く定めたのである。しかし、時代は変化しており、非刑罰化 (dépénalisation) の動きのためにいまでは一定数の刑罰規定が廃止されている。

まず、主要な点からみると、第三者に対する責任と株主に対する責任とが区別されるべきである。

第三者に対する責任に関しては、破毀院の判例法理はきわめて創意に富むものであった。充分な手続きを経たアメリカの経営者は免責するというアメリカの判例法理である《business judgement rule》に相当するものを、破毀院はフランスにおいて見い出そうとしたのである。しかし、フランスの裁判官が進んだ方向は異なるものである。フランスの裁判官は、判例法理において「(取締役の職務から)分離し得る懈怠 (faute séparable)」という概念をつくり出した。そうした判例法理はフランスの会社法の法文には反しており、そこでもまたフランスの裁判官の創造力が示されている。「分離し得る懈怠」とはとくに重大な懈怠であり、そのために会社はなんらの責任も負うことはなく、会社指揮者だけが責任を負わされるというものである。そのような判例法理の基礎にあるのは、会社指揮者がつねに第三者からの損害賠償の請求に悩まされるという事態は避けなければならないという考えである。そのような状況では会社指揮者に「分離し得る懈怠」が認められないかぎり法人だけが第三者に対して責任を負うことが当然なのであり、上場会社においてほとんどの場合に生じているのはそうした状況なのである。

株主 (actionnaire) に対する責任に関しては、ほとんどの国においてそうであるように、責任追及における会社訴権 (action en responsabilité sociale) と個別訴権 (action en responsabilité individuelle) との区別が法律により必要にされている。前者の会社訴権は、会社の財産に生じた損害を補填させるものである (商法典 L. 225-251 条)。そうした会社訴権は、会社の名において訴えを提起する株主にも認められており、損害賠償は会社に対して支払われることになる。後者の個別訴権は、会社指揮者の懈怠 (faute) により直接に損害を受けた社員 (associé) にだけ認められている (商法典 L. 225-252 条)。社員はその場合には自分だけに対する損害賠償を請求できるのである。そうした区別は、上場会社に関して生じている本当の問題を理解するために役に立つものである。問題になるのは、会社指揮者の職務懈怠にあたる行動 (conduite fautive) によって会社が重大な損害を被っており、その損害のために証券市場の相場が影響を受けて下落したという場合である。株主は、自らが有する株式についての株価下落と

いう損害の賠償を求めて訴えを提起できるのであろうか。それはまさに、株主がその賠償を請求することができる個別の損害なので、まずはそれは可能であると考えられるかもしれない。しかし考えてみると、その損害は会社が損害を被ったということの帰結 (corollaire) でしかない。そのように解することが、破毀院の判例法理の方向であり、この判例法理は論理的であるように思われる。それでもそうした判例法理は、その種の状況において株主にとって有用な訴権の行使を阻止してしまうことになるので問題がないわけではない。しかし、おそらくそこにもまた、相場が下落した場合に損害賠償の請求に絶えず悩まされるという事態から会社指揮者を保護しようとする破毀院の判例法理における政策があるのであろう。

民事責任に関するフランス法がそのような状況であったときに、年次計算書類に関する 2006 年 6 月 14 日の欧州指令によって、アメリカの Sarbanes Oxley 法律にならった新たな規定が定められた。フランスの法律はそのために通貨金融法典 L. 451-1-2 条という新たな規定を設けて、そこで会社は計算書類に関して責任を引き受ける自然人が誰であるかを開示するものと規定している。そうした自然人は、ほぼ当然に会社指揮者になるであろう。そうした規定は、わが国における考えの進め方を変えるのであろうか？ 誰もその質問によく答えることはできない。財務情報 (目論見書 prospectus) に関して同様の規定が 2004 年 12 月 15 日の透明性に関する欧州指令にもとづいて証券市場当局の一般規則 (RGAMF, art. 212-14) に定められており、そこにも同じ当惑 (perplexité) がある。

* 本稿は、2008 年度大陸法財団寄付講座「フランス法特別講座」(全体テーマ「法と経済」) の第 3 テーマ「会社法と経済」の第 2 日目として、2008 年 12 月 1 日(月)16 時 30 分から慶應義塾大学三田キャンパス南館 10 階 D2101 教室でおこなわれた Michel Germain 教授 (Paris 第 2 大学) による講義の原稿を訳出したものである。