

ドイツにおける コーポレート・ガバナンス

——クラウス・J・ホプト教授の所説を手掛かりに——

田 中 裕 明

1. は じ め に

本稿は、K. J. Hopt, E. Wymeersch “Capital Markets and Company Law” (Oxford University Press, 2003) 所収の、K. J. Hopt, “Corporate Governance in Germany” pp. 289-326. を手掛かりに、クラウス・J・ホプト教授の説かれるコーポレート・ガバナンス論を紹介し、若干の考察を試みるものである。

ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスについては、すでに正井章⁽¹⁾教授による御研究があり、本稿は「屋上屋を架す愚」を犯すことになるかもしれないが、私自身の確認作業として、正井教授の御研究も参考

(1) 正井章¹⁾『ドイツのコーポレート・ガバナンス』(2003年)。なお、ドイツでは2002年2月26日に、Deutsche Corporate Governance Kodex が策定され、本稿のテーマの検討材料とすべきものであるが、クラウス・J・ホプト教授の論文執筆時期との関係で、同 Kodex についての詳細な言及はない。同 Kodex の概要については、正井前掲書290頁以下を参照されたい。同 Kodex についての検討・分析も必要である。さしあたり、同 Kodex を軸とする企業指揮論との関連で参考となる文献として、vgl. Thies Petersen, *Unternehmensführung und Unternehmenskontrolle in Aktiengesellschaften*, Frankfurt am Main, 2006.

にして、ドイツ・コーポレート・ガバナンス論を検討してみたいと思ったのが、本稿のライトモチーフである。

2. ドイツの状況

コーポレート・ガバナンス論なるものが登場するようになったのは、アメリカで1980年代の頃であると思われるが、いわゆる「企業の社会的責任論」もこのテーマに含まれるとすれば、さらに1960年代にまで遡ることになるであろう。その時代その時代のコーポレート・ガバナンス論⁽²⁾があるといえよう。

アメリカでの1980年代の議論は、ハーバード出身の著名なエコノミストたちにより深化していった。その議論は、一方では、金融市場の発展と経済との相互関係の実証と、他方においては、投資家保護の程度とコーポレート・ガバナンスとの相互関係をめぐって展開していった。⁽³⁾

アメリカにおけるコーポレート・ガバナンス論の展開とは異なり、ドイツでは資本市場それ自体が2000年代はじめ頃まで国際的規模からみて発展途上の状態であったため、議論そのものが未発達であった。⁽⁴⁾

(2) 19世紀、R.v. イェーリングの唱えた「法人否認説」などもそのひとつであるといえる。「法人否認説」は法人本質論の範疇で扱われるが、同説は法人企業による不祥事にいかに対処すべきかという議論の中から登場したものである。例えば、新山雄三教授が「企業をめぐる『非行』諸現象と法の役割—株式会社法の現状と課題—総論」法律時報64巻7号（1992年）8頁で、R.v. イェーリングの „Der Zweck im Recht“ を紹介、引用されておられる箇所からも、そのような指摘が窺われる。広い意味で、R.v. イェーリングなりのコーポレート・ガバナンス論といえる。

(3) K.J. Hopt, Corporate Governance in Germany, in; K.J. Hopt, E. Wymeersch (eds.) Capital Markets and Company Law (2003), 289-290.

(4) もっとも、1998年、コーポレート・ガバナンスの改善に向けて、「企業領域のコントロールおよび透明性のための1998年4月27日法」が制定された。1965年株式法から同法制定までの法の展開も興味深いところであるが、さしあたり vgl. J. v. Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, Tübingen, 2008, S. 218 ff.

以下、ドイツ会社法（株式法）上の特徴を掲げ、併せてそれに対しての指摘・批判を示して検討材料とする。

企業の経営管理機構の在り方として、ドイツでは取締役と監査役会とに分離して、企業の指揮に対する監視システムとしている（いわゆる二層式あるいは二元的監視体制）。この点、アメリカ会社法では取締役と役員（officer）とを分離し、取締役会の権限を強化しており、会社のすべての権能を取締役会の監督のもとに置いている（模範事業会社法8.01条b項）。さらに、大規模公開会社にあつては監査委員会（audit committee）の設置が義務づけられている（米国法律協会「会社の管理プロジェクト」3.03条）。いずれにせよ、監視システムとしては一元的な構成となっている。二元的構成と一元的構成のいずれが優れるかについては、ドイツのような二元的構成では監査の独立性に疑問が残るとされるが、単純な比較はできないであろう。⁽⁵⁾

次にコーポレート・ガバナンスに関連して、ドイツ企業会計法は株主の保護よりも債権者の保護を優先しているが、これは国際会計基準（IAS）には合致せず、ましてやアメリカで一般に承認されている会計原則（U.S. GAAP）にも及ばない、と批判されている。もっとも、ドイツ商法315a条によれば、資本市場を向いている一定の企業は、IASに従って貸借対照表を作成しなければならなくなっている。

さらにドイツ的な特徴として、企業への銀行の関わりがある。ドイツのユニバーサル・バンクはアメリカの投資銀行とはまったく異なる。ドイツでは銀行の産業界への参加や、他企業の監査役員への銀行代表も実務上、一般的に認められている。⁽⁶⁾しかし、このような銀行の関わり方に

(5) 正井前掲書14頁では、ドイツ法上、労働者の共同決定の導入を前提とすれば、二元制度の方が摩擦が少ないとされる。

(6) ドイツのユニバーサル・バンク・システムと銀行代表監査役員については、布井千博「西ドイツにおける銀行代表監査役員—誠実義務と役員兼任に関する一考察—」東海法学第2巻（1988年）77頁，102頁以下参照。

対しては、非生産的であり有害ですらあると批判される。これは、アメリカ的な「株主価値」の向上を目指す立場からの批判である。

その他、コンツェルン規制、労働者の共同決定といった制度がドイツ法上の特徴であるが、これらはドイツの会社制度をかえって複雑にさせてしまっており、とりわけ共同決定制度は前時代の旧弊であるとも指摘される。⁽⁷⁾

コーポレート・ガバナンスの検討に際して掲げたドイツ会社法上の特徴に対して、上述のような指摘・批判があるが、はたしてその指摘・批判は妥当であるか。この問いかけに対する回答は、コーポレート・ガバナンスの本質に関わる重要なテーマでもある。引き続き、クラウス・J・ホプト教授の記述を手掛かりにこれらの点を検証していく。

3. コーポレート・ガバナンスをめぐる会社組織上の6つの要素

クラウス・J・ホプト教授は国際的なコーポレート・ガバナンス論の比較から、以下のような会社組織上の6つの要素を掲げる。すなわち、

- (1) 役員会（取締役会および監査役会）
- (2) 労働者の共同決定および労働市場
- (3) 金融仲介機関
- (4) 証券取引所および資本市場
- (5) 会社支配のための市場、すなわち株式公開買付け
- (6) 情報開示および監査

以上である。

これらの要素は、各国のコーポレート・ガバナンス体制によって、その組み合わせや程度に差異が認められる。とりわけ、労働者の共同決定

(7) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 290. なお、クリストフ・H・サイプト／齋藤真紀（訳）「ドイツのコーポレート・ガバナンスおよび共同決定—弁護士、監査役員、研究者としての視点から—」商事法務1936号（2011年）、34頁以下参照。

は、法制度としては（オランダ会社法に類似の制度があるようであるが）ドイツの共同決定法を知るのみである。

（１）役員会

コーポレート・ガバナンス制度の中核をなすものは、会社の経営・管理組織（management and control body）である。ドイツでは制度上、株主は会社の常務（day-to-day management）を取締役に委託し、業務の監視を監査役に委ねていた。100年以上も、このように業務を分離し二つの機関に委ねてきたのであり、いずれの会社法の改正に際しても、かかる制度を疑問視することはなかったのである。⁽⁸⁾

しかしながら、比較法的見地からすると（とりわけ英米法からみて）、この二層式あるいは二元的監視制度は特異とされる。⁽⁹⁾

（２）労働者の共同決定および労働市場

労働者も労働市場と同様、企業的意思決定および内部統制に影響を与えることがある。ドイツのように、労働者代表が監視機関に一定の地位を占め、議決権を行使している会社の経営にあっては、労働者の経営参加は特殊な意味をもつものと思われる。すなわち依然として、ドイツの共同決定制は、他国の法制がこれに倣おうとしない独特の制度である。英米法圏の国々では、共同決定制の導入を拒否しているが、それは産業界・労働組合だけでなく、経済理論もその採用を拒否している。今日、このような議論がドイツ経済（学）界にも影響を及ぼしており、理論的

(8) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 292. 本文では、取締役会と記しているが、日本の取締役会制度とは異なる。

(9) ドイツにおける二層式あるいは二元的監視制度について、字義論、継受・比較的方法論から分析、検討される論考として、故吉永榮助博士の「二層式機関組織—監視機関の分離と強化の提案とその根拠—」『田中誠二先生米寿記念論文 現代商事法の重要問題』（1984年）129頁以下（とくに137頁以下）が有益である。

な議論の展開を見ている。もっともクラウス・J・ホプト教授によれば、企業実務の世界では、労働者の共同決定見直し（arrangement）の動きもみられるようである。⁽¹⁰⁾

（3）金融仲介機関

ドイツでは、前述のように、銀行の会社への影響—とくにドイツ銀行、ドレストナー・バンク、コメルツバンク、ヴェストドイチェ・ランデスバンク・ギロツェントラーレなどのような大規模銀行による影響—が著しく重要であり、それは米英とは比べものにならないほどである。ドイツでは隣接諸国と比較すると、金融分野での集中の程度はむしろ低かった—ドイツにおける民間銀行の市場占有率はわずか26%にすぎない—のであるが、銀行の影響は紛れもない事実である。

銀行のかかる状況に寄せられる批判は、融資の際に、監査役会に銀行が参加し、議長ポストおよび議席を占有することを条件とすることであり、顧客の株式に係る銀行寄託議決権（depository vote）に対してである。さらには、銀行が投資子会社を通じて行使する影響力の場合も問題である。

アメリカでは、グラス・スティーガル法（the Glass-Steagall Act）のもと、銀行の役割分離制度を断念した。同法は、1933年の銀行法（Banking Act of 1933）の別称で、銀行が非金融事業や危険な投機に関わることを禁止した法律であるが、1999年11月12日廃止された。アメリカでのこのような経緯をみて、ドイツでは主なユニバーサル・バンクが、国際的な金融市場での急激な変化を経験する中、アメリカの投資銀行に後れをとらないよう取り組んでいる。⁽¹¹⁾

(10) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 293.

(11) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 294.

(4) 証券取引所および資本市場

ドイツの証券取引所および資本市場は、アメリカ、イギリスに比べて、長い間発展途上にあったことは明白である。ドイツ証券市場についての議論が盛んになったのは、1990年代の終わりからである。ドイツではおよそ1500万人の株主がいるが、そのような数になるとは、ごく最近まで誰も予想しなかったのである。上場会社および株式会社の数も、相当数上昇している。

1990年代終わりおよび2000年代のはじめに、株価の劇的な暴落のほか様々な想定外の証券市場での出来事を味わってきたにもかかわらず、ドイツでは、新たな市場として証券取引市場区分 (exchange market segments) が首尾よく導入されている。それで、ブックビルディング方式 (book building) やオークションのような株式等証券発行・売却 (issuing and placement) についての国際的な技術が、ドイツにもそのための事業体 (firm) を登場させるようになった。この点、英米法圏では既に M & A における適正性評価手続き (due diligence) のような契約・監査技術が確立していた。

かかる証券市場の活性化が、株主価値 (shareholder value) を巡る議論をドイツでも盛んにさせているといえる。良きコーポレート・ガバナンスとは、証券取引によって株価を20%引き上げることを言う、といわれる所以である。⁽¹²⁾

(5) 会社支配のための市場、すなわち株式公開買付け

ドイツには近時まで、機能的な会社支配のための市場は存在しなかった。とりわけ、敵対的企業買収については、ほとんど知られていなかった。確かに、1997年のクルップ (Krupp) 社によるチッソ (Thyssen) 社の買収および2000年のイギリス・ボーダフォン (Vodafone) 社によるマ

(12) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 294-295.

ンネスマン (Mannesmann) 社の買収といった事例があるが、これらは独特のケースであった。

かかるドイツの状況に沿う形で、ドイツでは2002年まで企業買収に対しての法的枠組みは用意されていなかった。事実、1995年の買収規準 (Übernahmekodex) は訴訟の際の根拠とはされなかったのである。

2002年1月1日に、新たな買収法⁽¹³⁾が施行され、同法は株式公開買付けを対象に規律している。

(6) 情報開示および監査

コーポレート・ガバナンスにおいて、情報の開示と監査は、ドイツのみならず国際的にもきわめて重要な役割を担うものである。会社における開示は、様々な形態があるにせよ、とりわけそれが監査の対象となる場合に、市場関係者 (the players in the market) に信頼に足る情報を提供することになる。情報の開示こそが、実体的な強行法規よりも市場に矛盾なく介在できるからである。ドイツ商法典第3編 (§§ 242 ff. HGB) で規定されている年次会計報告書による定期的な開示は、今なお、あらゆる種類の会社情報開示の中核をなすものである。

ところが、1998年有価証券取引法は即時的な開示規定を導入した。いわゆる ad hoc 開示である (§ 15 WpHG)。以来、この種の開示は急速な展開を見せ、それ以前にドイツ取引所法44条で詳細な規定を用意していたことと併せると、むしろ驚きのシナリオであるといえる。有価証券取引法21条は、上場会社の議決権持分変動の通知と開示を義務づけているが、同条の義務も重要である。ただし、同条によれば、議決権比率が3%⁽¹⁴⁾に達する時点で報告義務が生じるからである。この比率をみると、ド

(13) K. J. Hopt, supra note 3, at 295. また、ヴェルンハルト・マーシェル／小川浩三『ドイツ株式法』(2011年) 157頁参照。

(14) K. J. Hopt, supra note 3, at 296 では、5%と記載されているが、同法の2009年までの改正で、本文のように3%に改められた。

イツ株式法20条1項が報告義務の要件として議決権比率25%と定めているのは、いささか古めいた規定に⁽¹⁵⁾映る。では、コーポレート・ガバナンス法制を巡る評価はどのようなものであるか。

4. ドイツ法制の評価：クラウス・J・ホプト教授の基本的視座

ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスをめぐる議論は非常に盛んであるが、クラウス・J・ホプト教授は現行コーポレート・ガバナンス制度（ドイツ株式法、有価証券取引法、企業買収法（WpÜG）等による規制）についての変更、あるいはドイツ株式法の全面的な改正の必要はないとしている。現に、1996年、ドイツ法曹会議（Deutscher Juristentag）の支持を得て、当時のキリスト教民主同盟政府は銀行の影響力を排除するガバナンス改正の提言を拒否した。また、多くの法律家、エコノミストもこれに同調した。⁽¹⁶⁾

ドイツ株式法の改正については、コーポレート・ガバナンスに関する政府委員会もその態度ははっきりしていなかった。ただ、全く法の改正が必要ではないというわけではなかったが、ドイツ民事訴訟法改正の際のように、多くの法曹、実務法律家の抵抗にもかかわらず急激な立法解決を図ることは、十分な準備や幅広い議論がない場合には、逆効果である。当面、株式法の全面的な改正は、立法施策の欠如およびドイツ社会福祉施策、例えば年金や労働立法を顧みて構造的な改正が基本的に必要であることから、責任ある行為ではないとクラウス・J・ホプト教授は論じている。⁽¹⁷⁾

むしろ逆にガバナンス機能を高めるために、企業会計法（accounting law; Bilanzrecht）の、EU レベルでの改正こそが期待されるべきであり、それが重要であるとしている。この改正は、主に国際金融市場によって

(15) K. J. Hopt, supra note 3, at 296.

(16) K. J. Hopt, supra note 3, at 296-297.

(17) K. J. Hopt, supra note 3, at 297.

駆り立てられるものである。EUにおける金融市場の統合は、会計分野にとっても顕著であり、その共通のルール化は急務である。企業会計法の統合からコーポレート・ガバナンスを推進することも一つのアプローチ⁽¹⁸⁾であると考えられる。

さらに、ドイツ・コーポレート・ガバナンスが必要とするのは、主に証券取引・資本市場分野における改正と、企業買収の領域における法改正⁽¹⁹⁾である。

その他に、クラウス・J・ホプト教授が指摘するのは、規制緩和である。行き過ぎた規制や法制化は企業活動の柔軟性を奪い、投資家など個人のイニシアティブや市場の力を停滞化させる、ということである。必要なことは規制の緩和であり、これは株式法や証券取引法分野においても同様⁽²⁰⁾である。

そして重要なことは、強制的な法規制に代わって、分権化された任意の自主規制によって同じ効果が達成されるかどうかを慎重に吟味することである。このことは、EU加盟国レベルのみならずヨーロッパ全域においても妥当するところである。2002年策定の Deutsche Corporate Governance Kodex は、こういった動きに応えたものの一例であるとい

(18) 多国籍企業組織法の研究から、同じようなアプローチを展開されるのが、B.グロスフェルト教授である。Vgl. B. Grossfeld, Internationales und Europäisches Unternehmensrecht das Organisationsrecht transnationaler Unternehmen, 2. neubearbeitete und erweiterte Auflage, Heidelberg, 1995, S. 103 ff. (同書の初版(1986年)邦訳として、山内惟介『国際企業法—多国籍企業組織法—』140頁以下参照); ders./C. Luttermann, Bilanzrecht Jahresabschluss Konzernabschluss Weltabschluss, 4. neubearbeitete und erweiterte Auflage, Heidelberg, 2005.

(19) K. J. Hopt, supra note 3, at 297.

(20) K. J. Hopt, supra note 3, at 298. わが国における、平成に入ってから商法改正・会社法の制定も景気対策のために規制緩和を意図していたのは間違いないところである。もちろん、規制緩和も行き過ぎると、所期の目的とは異なる結果をもたらす場合があり、部分的な再規制が要請されることもある。

えよう。

責任規範の必要性も指摘される場所であるが、これはコーポレート・ガバナンスの一部に過ぎず、これも過剰であってはならずイニシアティブを麻痺させたり、必要な責任負担を躊躇させたりしてはならない。これは、経営判断原則による自由を享受できる取締役会にも当てはまる姿勢である。⁽²¹⁾ただ、このような姿勢にも注意が必要であって、医療分野にまみられるような、「自衛的医療 (defensive medicine)」といった事態にならないようにしなければならない。肥大化した責任に対処するために、始めから「自衛的監査 (defensive auditing)」を望んではならないのである。⁽²²⁾

最後に、クラウス・J・ホプト教授の基本的視座として特徴的な点を掲げる。

概して、監査役に多大な期待をかけてしまう傾向があり、コーポレート・ガバナンス制度における失敗についても、まず監査役に責任を求めがちであるといえる。しかし、まず目を向けるべきは内部的なコーポレート・ガバナンス (internal corporate governance) であり、株主自身と監督機関に責任があるかどうかを考え、その後になって初めて監督機関と協力する関係にある監査役の責任を考えるべきである。そして、証券取引・資本市場による効果的な外部的なコーポレート・ガバナンス (external corporate governance)、および会社を管理するための機能的な市場 (a functioning market for corporate control) が内部的なコーポレート・ガバナンスを補完していかなければならない。このように、クラウス・J・ホプト教授は国際的な議論を踏まえて、コーポレート・ガバナンスを内部的なもの⁽²³⁾と外部的なもの⁽²³⁾とに区別して検討している。

(21) このテーマに関する適切な文献として、高橋英治『ドイツと日本における株式会社法の改革 コーポレート・ガバナンスと企業結合法制』(2007年) 211頁以下参照。

(22) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 299.

以下、内部的なコーポレート・ガバナンスと外部的なコーポレート・ガバナンスとをそれぞれ眺めることにする。

5. 内部的なコーポレート・ガバナンス

まず、ドイツにおける株主の状況について眺める。

ドイツでは、大株主が一般的である。この点が、アメリカその他の諸国との大きな相違点である。大株主が多数存在し、株式の保有状況が広く分散していないという特徴がある。アメリカでは、まず経営者に対する株主保護に重点が置かれている。株主と会社役員との関係が、アメリカにおける「法と経済学」にいう、利害対立のパラダイム (the paradigm for a principal agent conflict) である。他方ドイツでは、そしてヨーロッパ大陸では、少数株主保護と少数株主と多数派株主との利害対立の調整に関心が集まっていた。さらには逆の場合も同様で、少数株主権濫用の危険、すなわち略奪的少数株主に対する多数派株主の保護もドイツの現実問題であり、活発な議論の対象となっている。⁽²⁴⁾

英米および多くの先進証券・資本市場を有する国々では、公開会社の決定的役割を担っている機関投資家が中心となっており、ドイツでは顕著な現象である。

機関投資家 (法人株主) については、アメリカのカリフォルニア州公的退職基金 (California Public Employees' Retirement System; CalPERS) が有名であり、ドイツをはじめとするヨーロッパ諸国における国際的なコーポレート・ガバナンスにも影響力を有している。例えば、オーストリアの会社役員会は、アメリカ政府に機関投資家への決算報告を求めら

(23) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 299.

(24) 少数株主の濫用に関連して、拙稿「小株主の誠実義務—ドイツにみる権利濫用的取消訴訟との関連で—」追手門経済・経営研究第2号 (1995年) 94頁以下、および拙稿「Girmes 判決にみる小株主の誠実義務」南山法学第20巻第3・4号 (1997年) 375頁以下をそれぞれ参照。

れているような印象を受ける、との指摘もある⁽²⁵⁾。ただ、ヨーロッパの会社役員にとっては、アメリカ流の会社業績、株主価値のみが重視されるという事実⁽²⁶⁾に馴染むには困難が伴うようである。業績が満足のいかない場合には、機関投資家は必ずしも会社内での反応にとどまらないからである。もっとも、多くの場合は依然として、「足による投票 (voting by feet)」といわれる株の売却 (by selling the stock) によって対応している (これは、昔からウォール・ストリート・ルールといわれている)⁽²⁶⁾。

ドイツ国内では、さらに個人株主もコーポレート・ガバナンスにおいて一定の役割を果たしている。すなわち個人株主は、株主訴権を含む株主権を通じてガバナンスの役割を果たしているのである。株主訴権については、2000年9月ライブティヒで催された第63回ドイツ法曹会議で、「株主総会決議の無効および役員会の責任、とりわけ少数株主訴権に関する会社法規定の改正を薦めるべきか」とのテーマで議論された。個々の株主の、法律違反を理由とする株主総会決議の取消訴権は、満場一致で必要であると考えられた。この決議は、ドイツ法上の役員会の責任と並行して、持株数および株式保有期間要件を設けて株主訴権を制約する提案に対する反動として現れた。制約する代わりに、さらなる改善点として、立法者は、株式法306条のもと、地方裁判所による手続きを拡張することを圧倒的多数意見として薦めたのであった⁽²⁷⁾。とりわけ推奨されたことは、個々の株主に役員会の法令・定款に違反する行為の差止請求権を付与しないということであった。その代わりに、提訴資格を、株主総会の権限が役員会によって侵害されていると原告が主張することができるかどうか⁽²⁸⁾に委ねることにした。

先に企業の経営管理機構について、ドイツは二層式あるいは二元的な

(25) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 300.

(26) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 301.

(27) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 301.

(28) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 302.

監視体制になっていることを指摘した。この監視体制につき、英米法的な一元的システムを支持してドイツ的なシステムを放棄することがコーポレート・ガバナンスとして妥当であるか。クラウス・J・ホプト教授はこれを否定する。むしろフランス、イタリアおよびヨーロッパ会社法の枠組みにみられるように、一元的システムと二元的システムから選択⁽²⁹⁾させる方が望ましいとする。英米でみられる一元的なシステムのもとですら、経営機能と監視機能との分離傾向がみとめられるところである。一元的なシステムにあっては、いわゆる社外取締役が中心的な役割を果たすことになる。この社外取締役は独立取締役としてさまざまな利害衝突の際に特殊な権限を有し責務を負い、取締役会それ自体 (management board itself) に属している。また、監査役会 (supervisory board) のような分離した機関を形成したりはしない。それで、社外取締役は会社の情報、経営および監査にも直接アクセスできる立場にある。この点⁽³⁰⁾が、一元的システムの利点であるとされる。

ドイツにおける労働者の共同決定制度について、クラウス・J・ホプト教授はこれを直ちに改めることは、現状としては、適切ではないとしている。確かに、1998年のベルテルスマン財団 (Bertelsmann Stiftung) およびハンス・ベックラー財団 (Hans-Böckler Stiftung) の共同調査では、労働組合も含めて、従前の状態、すなわち共同決定制度導入以前を支持する声が強かった。しかしそれでも、一方の銀行を含む資本家側は共同決定制度の縮小を望むのに対し、他方の労働運動・社会主義運動を

(29) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 304. フランスでは、伝統的な管理委員会と強力な社長という体制を維持しており、主要な国際的企業の多くが二元的監視体制を支持している。フランスの株価指数CAC40を形成する約20%の会社 (AXA, プジョー, プランタンなど) がこの体制を採用している。

(30) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 303. また、日常的な業務に携わる役員と監視業務に携わる役員との間に制度的な差異はないと指摘される。アメリカ会社法の下での独立取締役の権限については、カーティス・J・ミルハウプト編『米国会社法』(2009年) 62頁以下参照。

支持する側から、より進んだ、すなわち全面的に対等な立場での共同決定制度を望む声もあった。ドイツにおけるこれまでの実務経験をふまえて、共同決定制度が投資家と従業員との安定的な協力関係に貢献してきた事実があることから、クラウス・J・ホプト教授は、同制度の見直しには否定的にとらえている。また、同制度が労使間の社会的紛争 (social conflicts) に向けての早期警告制度としても寄与する可能性を示唆⁽³¹⁾している。

内部的なコーポレート・ガバナンスの主要な任務のひとつが取締役による適切な監視制度の設置と、その絶えざる改善 (株式法91条2項) であり、監査役会による監視である。この監視は上場企業に限定されている (商法典318条4項)。株式法9条2項は、「企業領域のコントロールおよび透明性のための1998年4月27日法」により新設された規定で、「取締役は適切な措置、とりわけ監督システムを、会社の将来の存立を危うくする動きを早期に認識するために、設けなければならない」と定める。わが国会社法348条3項4号および4項に相当する規定 (「内部統制」)⁽³²⁾といえよう。

内部的なコーポレート・ガバナンスにあって、さらに重要なのが取締役から監査役会への情報提供を確実にさせることである。これは、ドイツ株式法90条1項および111条2項に従って行われる。取締役による監査役会への情報提供義務は、事業計画の追跡に及ぶ点が重要である。すなわち、会社内部で事業計画が実際にどのように実施されたのか、当初予定されていた計画と比較して逸脱した点は何かについての情報にまで及ぶことになる。このような情報を提供する必要性とこれを求める権利

(31) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 305. なお、ドイツにおける共同決定制度についての詳細な研究として、正井章彦『共同決定法と会社法の交錯』(1990年)参照。

(32) もっとも、株式法91条2項に対しては批判も多い。Vgl. U. Hüffer, *Aktiengesetz*, 4. Aufl., München, 1999, §91 Rn. 5.

は、結合企業（コンツェルン）の従属会社にも及ぶ。ドイツ連邦通常裁判所は、1982年の *Holz Müller* 事件判決においてこの点を確認している⁽³³⁾。

この情報提供を通じてのコミュニケーションの関係は、ドイツ法上、監査役会と決算検査役（*Abschlussprüfer*）との間にも及び、さらなる改善が進められている⁽³⁴⁾。

最後に、この決算検査役と企業会計について眺める。

会社の監査と企業会計法の改正を巡る議論の中で、外部の検査役を義務づけることが主張される。監査の独立性をより高めるというのが、その主な理由である。しかし、外部者にとっては当該会社について知るには相当の時間を要することになることから、相当の代償を支払うことになる。大規模な会社の場合や、コンツェルン企業、Eビジネス企業の場合には、経験上相当の時間を要したことが明らかにされている。したがって、クラウス・J・ホプト教授は、現状としては外部検査役の導入を義務づけることは推奨されない、と結論されている⁽³⁵⁾。

同じように困難を伴い議論される課題として、監査とコンサルティング・サービスは強行法的に分離されるべきかという問題がある。アメリカで、証券取引委員会が積極的に改革を進めているテーマである。クラウス・J・ホプト教授は、前述のグラス・スティーガル法のもとでのアメリカの銀行制度の分離化という実務経験に鑑みて、強制的な分離措置はドイツにとってのモデルとして妥当でないと結論付けている。すなわち、利害の衝突を回避するために、法を以って広範囲に及び分離を勧めることに、懐疑的に考えているのである。それは、市場構造に立法的に

(33) BGHZ 83, 122. 同事件についてはわが国でも種々報告されている。マークス・ルッター、木内宜彦編著『日独会社法の展開』（1988年）86頁以下および188頁以下、ヴェルンハルト・メーシェル／小川浩三前掲書80頁および127頁以下、高橋英治前掲書144頁および151頁以下をそれぞれ参照。

(34) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 307.

(35) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 308.

干渉する場合には、明白な正当事由が必要である、というのが同教授の理由である。⁽³⁶⁾ アメリカではエンロン事件以後、2002年7月制定のサーベンス＝オックスレイ法（Sarbanes-Oxley Act）を以って不正会計に対処しようとした。同法は、わが国の金融商品取引法制定（証券取引法改正）にも影響を与えたのであるが、アメリカ国内でも揺り戻しが起きているようであり、ドイツにおける監査と会計の透明性確保に向けては、今しばらく慎重にアメリカでの動向を見守るべきである、との結論に立っている。

企業会計の面では、連結会計制度の国際化が確実に進んでいる。ドイツでは1993年10月、ダイムラー・ベンツがニューヨーク証券取引所に上場したことに端を発している。ドイツ連結会計制度から U. S. GAAP のもとでの連結会計に移行したのである。その背景には、1998年の「資本調達容易化法（Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz）」の制定がある。同法は、会計コストの削減を主たる目的としており、これにより、上場親会社はドイツ商法典による連結財務諸表の作成を免除され、IAS あるいは U. S. GAAP による作成が認められた。そして、資本調達容易化法を根拠にドイツ商法典 292a 条が新設された。同条に対しては、「免責条項による国際化への開放は、立法者の実用主義的な解決策であり、妥協的な解決策であった。そして、立法機関の準備不足も手伝った、経過的な解決策であった」と、評されている。⁽³⁷⁾ しかし、同条は、IAS あるいは U. S. GAAP 基準への最適な適応戦略の選択を可能にした点に意義がある、とされる。⁽³⁸⁾ ヨーロッパでの IAS に向けての動きが顕著であるが、IAS と U. S. GAAP 基準との抵触も可能な限り回避されるべきである。

以上のように、連結会計制度が注目と議論の最前線にある一方、独立

(36) K. J. Hopt, supra note 3, at 308.

(37) K. J. Hopt, supra note 3, at 311. 木下勝一『適用会計基準の選択行動—会計改革のドイツの道—』（2004年）102頁。

(38) 木下前傾書。

した企業の単会計制度も忘れてはならない。単会計と連結会計の目的が異なるわけである。単会計の機能の一つが、債権者保護のため会社内部に一定の資本金を維持すること、すなわち最低資本金あるいは表示資本金を確保することである。そしてそうすることで、会社による株主に支払い可能な最大の配当金が決定されるのである。⁽³⁹⁾

いずれにせよ、一方の大規模で国際的に活動している企業の利益と、他方の国内市場をベースとして活動している多数の小規模企業の利益とは異なるものであることから、両会計制度をまったく分離してしまうのは妥当ではない。

最後に、上場企業による「四半期財務報告書」は企業の情報開示を改善し、投資家および市場にとっての利益に貢献するものである。しかし、その任務は立法者ではなく、証券取引所および市場にあるというべきである。⁽⁴⁰⁾

6. 外部的なコーポレート・ガバナンス

外からのコーポレート・ガバナンスを考えると、証券取引・資本市場の整備、充実が不可欠といえよう。そして、その市場を機動的に支えるための法制度も必要である。

2009年3月20日法律第3条および第3a条（連邦官報第1部607頁）により、有価証券取引法と取引所法の改正が行われた。ドイツでは久しく証券取引法の改正が見送られていた。⁽⁴¹⁾しかし、世界的な規模での取引所の再編の動きの中で、ドイツが一人静観することを決め込むこともできない状況へと変わっていったのである。そのための法制度の改革・改正

(39) もっともドイツでは、単会計の有用性という持ち味も、税務会計のための個々の会計目的適合性原則によって、弱められている。K. J. Hopt, *supra* note 3, at 312.

(40) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 313.

(41) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 314.

が必至となったわけである。

ところが、2012年2月1日、ニューヨーク証券取引所を運営するNYSEユーロネクストとドイツ取引所の合併を、EUの欧州委員会は承認しなかった。取引所上場のデリバティブ市場を合併後、シェアが9割を超えることとなり、EU競争法に違反すると判断されたためである。すなわち、競争相手を市場から実質的に締め出すことで、金融機関が支払う手数料が高止まりするなどしてヨーロッパ経済全体に深刻な影響を与えるというのである。⁽⁴²⁾証券取引市場の整備・充実は、基本的には世界的規模に広がるのは避けられない事象である。それが、市場の再編＝取引所の合併という方策を用いることで、結果的に競争法に抵触するというのは皮肉ではあった。ドイツ以外の国でも証券市場の再編には厳しい結果が報告されている（そんな中での、わが国の東証と大証の合併が基本的に承認されたのは、例外的現象であろうか）。

コーポレート・ガバナンスの「外堀」としての市場整備等には、まだ乗り越えるべき「壁」が残されているようである。では、EUの欧州委員会は、競争法による規制以外に、市場の整備等についての考えは持っていないか。実は、1999年までに既に同委員会は、金融サービスのための活動フレームワークを用意していた。すなわち、資本市場法の進展こそが必要であると考え、EU域内での資本市場法の現代化と部分的にせよ調和を意図していたのである。⁽⁴³⁾このプランには、証券取引目論見書の相互承認、未上場の新規参入企業への融資、特殊なリスク・キャピタル・ファンドのための法規範の策定、コーポレート・ガバナンス、会計と情報開示義務の進展、そしてEU域内での投資家および資本市場にとり有益な信用に足る情報を提供するという視点からの、監査役の法律上の役割について共通の認識を得られるように努める等ということも含まれている。

(42) 日本経済新聞（2012年2月2日）朝刊。

(43) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 315.

資本市場法の改正はドイツでも、株価操作等の問題に関して喫緊の課題であった。そのような状況下で、欧州証券委員会フォーラム(FESCO)は、欧州委員会の指令(directive)のための基盤となることを意図した株価操作に関する提案を提出した。ドイツ連邦証券取引監視局(BAWe)は、FESCOの提案のもと、関連する法規範の調整作業に着手した。そして2001年、欧州委員会はインサイダー取引と株価操作に関する指令草案を発表した。それを受けてドイツ立法府は、株価操作に関する規制を検討し、⁽⁴⁴⁾前述の2009年の法改正に至ったのである。

さらに、EU市場の調和・調整(Angleichung)に伴い、前述のように、株式公開買付けに対処するための法制度の整備に臨んだ。2001年12月の「有価証券の取得及び買付けに関する法律(企業買収法; WpÜG)」が、⁽⁴⁵⁾中心的役割を果たすことになる。同法の制定の背景には、2000年6月の株式公開買付けに関する欧州理事会第13次指令が関わっており、同指令がその性格上、妥協の産物であり内容も不確定であったことから、ドイツ政府が独自の企業買収法の制定作業に取り組んだ経緯がある。⁽⁴⁶⁾したがって、同法の企業買収に関する基準は、少なくとも買収防衛措置に関しては、EUの共通基準とは異なるものとなっている。

ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス制度は、強行法に基づくことを基本としていた。しかし、その改正・改革のすべてが立法府の介入や強行法を必要とするものではない。すなわち、コーポレート・ガバナ

(44) K. J. Hopt, *supra* note 3, at 315-316.

(45) 同企業買収法を軸に取締役の中立義務を扱うものに、牧真理子「ドイツ企業買収法における経営管理者の中立義務と例外規定」GEMC journal no. 5 (2011年) 142頁以下参照。同法の位置付け、内容についても、同論文を参照されたい。また、ヴェルンハルト・メーシェル/小川浩三前掲書 157頁以下参照。

(46) そのほか、単純に、ドイツ自身が金融市場に対し競争的である必要が出てきたことから、第13次指令の定着を待てなかった事情もある。K. J. Hopt, *supra* note 3, at 318.

ンスにみられる原則は、企業経営および企業監視のための「行動基準 (Codes of Conduct)」である。1990年代に欧米でみられた傾向は、この行動基準の新たな「法源」の存在形式として「指針 (guideline; Richtlinie)」を採用したことである。順序としては、この指針に従って機関投資家たちが、投資の際の企業経営の判断を行ってきたのであり、その判断の「物差し」が行動基準へと発展していったのである。

この行動基準としての登場に影響を与えたのはイギリスである。イギリスなどの例を範として行動基準は、それが現実の必要性および可能性に有意で具体的で、そして懇懇である場合に、強行法を補完する良き道具とされたわけである。⁽⁴⁷⁾ 例えば、1992年のキャドベリー・レポート (Cadbury Report) が基準となり、1998年のハンペル・レポート (Hampel Report) と1999年のターンバル・レポート (Turnbull Report) と共にロンドン証券取引所の統合基準 (Combined Code) の基礎となり、実務上、⁽⁴⁸⁾ 上場会社にとって拘束力を有するものとなった。

そのほか、1999年には経済協力開発機構 (OECD) の基準 (Code) が、2000年にはブリュッセル・ヨーロッパ証券取引業協会のコーポレート・ガバナンス勧告 (Principles of Corporate Governance of the European Association of Securities Dealers in Brussels) が、そして2001年にはドイツ・コーポレート・ガバナンス規準が採択・公表された (策定は2002年)。それぞれ、内容に相当程度の相違が認められるが、制定法 (強行法) の形を採らずに事実上拘束力を伴う行為規範となっている。

7. むすびにかえて～わが国会社法への示唆～

以上、クラウス・J・ホプト教授の叙述を軸にドイツ・コーポレート・ガバナンスを巡る状況を素描してきた。

ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスは、ドイツ企業がEU域内

(47) K. J. Hopt, supra note 3, at 319.

(48) K. J. Hopt, supra note 3, at 319. 正井前掲書 (註1) 294頁以下参照。

で突出することなく協調的であることを求められながら、同域内のみならずドイツ国内市場でも競争的でなければならない状況にある点で、特異である。それは、証券取引・資本市場に関わる法制度の面で顕著であるといえる。またこのほかに、特異な点は前述の共同決定制度である。同制度の存在が、EU域内においてドイツ企業の在り方を特殊ならしめているといえよう。そして、それはコーポレート・ガバナンスの在り方にも影響を及ぼしているといえる。

わが国でも、民主党政権に移行した後に、労働者の経営参加に向けた(会社)法制度の策定が提唱された。同党の支持母体「連合」の意向を受けたものかもしれないが、具体化には今のところ至っていない。そもそも、ドイツでも批判が多い同制度である。思い切った改正・改革が同制度に起こる状況にはないが、わが国の労働市場に企業の経営に参加するだけの基盤、環境が整っているのか、疑問である。⁽⁴⁹⁾むしろ株式公開・上場株式会社を対象とする会社法の策定に的を絞った方が時宜を得ているのではないだろうか。

コーポレート・ガバナンスが論じられるのは、ドイツでも日本でも、会社内部の不正や暴走を見逃すことが、結果的に株主や従業員に損失を与えることにつながるという見地から、まずは会社内部のチェック機能を充実させるためである。まさに、不祥事が企業の存続を決めかねない時代の要請に応えるものであり、これまでも眺めてきたように、今や国

(49) また、それだけの有意な人材がどれだけ揃うのかも不明である。かつて、経営参加をテーマの一つとした、河本一郎編著『八木弘先生古希記念論文集 経営参加と企業公開の法理』(1979年)でも論じられたことがある。総じて、日本社会の環境が整えば、日本でもその可能性があるとの指摘にとどまっておらず、経営参加の制度を積極的に推進しようという論調ではなかった。同書で紹介されている、黒田清彦「スペインにおける労働者の経営参加」にいう「共同経営(cogestión)」制度もその後廃止されている。黒田先生には、学部学生の時も現在も非常にお世話になっている。この場を借りて、改めてお礼申し上げたい。

際的な潮流でもある。

わが国における平成14年の商法改正および平成17年の会社法制定（商法典からの独立化）は、このようなコーポレート・ガバナンスを意識したものと解されている。とりわけ、会社法の制定はアメリカ型の経営形態をも取り入れた点に特徴がある。それは、必然的にアメリカ型コーポレート・ガバナンスの考え方を取り込むことであった。すなわち、本来、企業の統治を行う者は株主であった。会社の所有者である株主がその代理人である取締役会に対して、経営の意思決定や企業運営などで責任と義務を果たしているかどうかを監視するのがコーポレート・ガバナンスというわけである。アメリカではこの点を踏まえて、株主重視の経営を展開してきた。それで、アメリカでは社外取締役制度を導入しその強化が進められてきた。⁽⁵⁰⁾

他方日本では、従来は、株主による経営の監視体制は法が予定したほど活発ではなく、監査役制度の機能充実に力点が置かれてきた。その後、株主代表訴訟制度（会社法847条）の機動化により、株主による経営者の責任追及が活発化した。このような動きに連動して、経営の透明性を確保するため、取締役会制度の抜本的改革が企図された。⁽⁵¹⁾すなわち、経営監視と業務執行の分離である。平成14年改正商法では、経営の信頼性向上と業務の効率化をねらいとし、新たに「執行役」を設け、これに日常の業務を遂行させることにした。そして、取締役会はもっぱら執行役を監視するとともに、基本的な経営事項の決定を行うものとした。また、取締役会に社外出身者を多数起用することになった。

さらには、「委員会制度」の導入により、いずれの委員会も社外取締役が過半数以上を占めるよう構成し（会社法400条）、社外取締役に影響力を持たせ、取締役会の独立性を高めるようにした（「委員会設置会社」

(50) 拙稿「経済生活と法」吉川仁／松倉耕作編著『法学入門 法学的ものの考え方を学ぶ』（2007年）227頁。

(51) 拙稿前掲228頁。

の登場)。これに加えて、平成17年会社法では、大会社（会社法2条6号）に内部統制システムの確立を要請し、業務執行と監査の分離の徹底が意図された。

このように、わが国の経営管理機構の在り方としては、明治以来のヨーロッパ型（ドイツ会社法のスタイル）と昭和および平成に入ってからアメリカ型のスタイルが入り交じった複合システムとなっている。これは、先にみたクラウス・J・ホプト教授の説く選択制（一元的システムか二元的システムか）に相当するといえよう。

いずれのコーポレート・ガバナンス・システムが優れるというわけではなく、ドイツ、日本それぞれの市場、企業環境に最適の制度を採用すべきということであろう。ただ、システムが整っても企業の不祥事がなくなるわけではない。⁽⁵²⁾システムそれ自体に問題の解決を求めてはいけない。「仏を作って魂を入れない」というようなことであってはならないのである。

(52) 2011年12月、ほぼ同時期に起こったオリンパスによる負債隠しと大王製紙元会長による特別背任の事件を想起すべし。