

《講演原稿翻訳》

最近の共同体法の展開に伴う ドイツ資本市場法および会社法の改正

ハラルド・バウム (Harald Baum)

早川 勝 (同志社大学法学部教授)

久保 寛展 (同志社大学大学院
法学研究科博士課程)

訳

序 文

今年(2002年)10月に、オーストリアの保守党は、主として次の理由から、国民議会での選挙に勝利した。それは、保守党がドイツと同様な政策を何らとらないことを公約したからである。ドイツは、許容される負債額を超過し、そのためEU委員会が現在ではこれに対して手続を開始することになるポルトガルに続くEUの第二番目の加盟国である。ドイツでは、日本と同様に、国家の債務の増大、失業の増加および企業倒産の続出や取引所相場の低迷により、成長のない構造的危機に引きずり込まれてゆくのか、またはすでにその真っ只中にいるのかという不安な声が聞かれる。

ドイツの政治は、この挑戦にどのように対応するのか。9月にかろうじて過半数を得て再選された赤と緑の連立政権は、課税および公課政策の分野では、いままでほとんどありえなかったような政治秩序の混乱に陥った。たとえば、労働市場での緊急構造改革は行われぬ。国民総生産に占める国家の割合は、依然として50%を超えている。社会の構造に保守的で、改革を望まないグループが、広く政治的出来事を支配している。それでは、どんよりとした雲だけが水平線をおおっているのであろうか。

しかし、幸いにもそうではなく、金融市場法や企業法の分野ではまさに逆である。つまり、停滞ではなく、大改正が進行中である。企業家的活動の法的枠組みの現代化をめぐる継続しがつ一貫した努力は、まさに取引所法の一部の改正に及び、さらに統一的金融市場監督機関を創設し、企業買収規制に関する新法が制定された。株式会社法は、2、3年前から、日本と

(訳者注)本稿は、2002年12月20日に開催されたワールドワイドビジネスセンター創立4周年記念講演に基づいている。講演は、前頁で紹介しているように、「経済危機における法の役割 - ドイツ会社法と資本市場法の最近の改正について - 」という表題で行われたが、題名を変更して、詳細な注が付されて本記論文集に収録されることになった。

*マックスプランク外国私法・国際私法研究所研究員(ハンプルク)、ハンプルク大学非常勤講師、弁護士。
以下に掲げたヨーロッパ委員会の全文書は、www.europa.eu.int/comm/internal-market/de . において参照できる。本原稿は、2002年12月5日までの状況について触れている。

同様に 「永続的な改正」状況にあり、それは、部分的には継続的な規制緩和に関連している。ベルリンで最近開催された第64回ドイツ法曹大会は、経済法部会で、資本市場法および取引所法のさらなる現代化によってドイツの金融の場を促進させることをテーマにした¹。

一方では、この多様な動きに直面して、このような拙速な立法に対し批判的な見解があり、他方では逆に、これを早急に実現することを推奨する見解もある。全体的には、非常に関心がもたれかつ基本的には支持されているように思われる。

それでは、改正はどのような動機に基づき、それを支える原動力は一体何であろうか。どこに改正の重点があるのであろうか。さらに、改正の決定的な傾向とその発展の方向は、どのようにとらえることができるのであろうか。以下では、これらの問題について触れることにする。

．改正の理由

改正を必要とし、さらに促進するものとして、実質的に2つの展開を挙げることができよう。第一に、国際的資本市場化への重大な変化を挙げることができる。その変化は、国内の金融の場における競争圧力を高めることになる。このことは、日本と同様、ドイツの資本市場にとっても同様である。これに対して、第二の原因として挙げられるものは、日本に固有のものではなく、ドイツ特有のものである。つまり、EU内の法の調整によって生じる改革の圧力である。このことは、現在、とくに資本市場に当てはまるが、資本市場法のコンテキストにおいてますます調整される会社法にも当てはまる²。次に、日本とドイツの両国に同様に当てはまる改正の理由について述べる。

1．国際的資本市場への変化

ますます拡大する市場と市場参加者の機関化への挑戦は重大である。このことは、資本を提供しようとする投資家、資本を必要とする企業、最後にこれら2つのグループ間の資本の流れを仲介する種々の金融仲介機関に影響を及ぼす³。

a) 投資家

高額な取引費用を支払いかつ資本市場で多様な情報を収集するのが困難な私的投資家は、自己の投資行動を変更させる。その展開は、個人のポートフォリオから、投資ファンド、年金ファンドおよびヘッジファンドのような仲介型投資の形式における多様なポートフォリオへと導く。多くの産業国家において確認できる、機関投資家の下にある金銭財産の投資の集中化は、現代型投資戦略を用いることを助長し、投資行動の専門化（Professionalisierung）をもたらす。この専門化は、成果を見込んだ判断とこれに対して報酬が支払われることにより、証券取引の

取引費用に特別な関心を払う。

市場と市場参加者の機関化が急激に増大すれば、同時に投資および資金の受入れは、常により強力にグローバル化する。なぜなら、リスクの多様化と機会の利用に対する最適な水準を実現したい機関投資家は、グローバルに投資しなければならないからである。したがって、投資政策の機関化も同時にますますグローバル化をもたらす。この傾向を可能にするのは、いつも能率的で新たな情報技術およびコミュニケーション技術を絶え間なく投入することである。取引の技術化は、市場参加者の反応速度を速め、かつ取引の決済方法（Regulierungsarbitrage）の可能性を改善する。その結果として、立法者が考慮しなければならない、国内の資本市場もしくは超国家的な資本市場との間のより強力な規制競争がもたらされる⁴。

b) 金融の仲介

情報技術の助けを借りた市場関係のグローバル化と市場の場所の非固定化（Enträumlichung）によって、かつて有していた場所という利点は無価値なものとなる。取引所に関していえば、このことは、たいていはATS方式またはECN方式と呼ばれる私的取引システムの形式における新たな競争者とともに、コンピューターを備える取引所が取引所競争をかなり高めたことを意味する。自己の取引に際して費用のプレッシャーを受けやすいファンドマネージャーは、ブローカーの仲介なしに直接にかつたいていは既存の取引所で取引するよりも价格的に有利に取引できるようなシステムをますます利用する。これにより、既存の取引所は、もはや当然に地域または国内の資本市場の中心ではなく、さまざまな取引の場の一つであるにすぎない。既存の取引所は、1世紀にわたる自然独占としてのかつての地位を失い、国内および国際的レベルでは、有価証券取引について他の市場運営者との競争にさらされる。

c) 企業

国際的に活動する企業も、資本調達において競争が増加している。これらの企業は、大機関投資家の資本をめぐってますます競争している。しかしながら、機関投資家は、企業が国際的慣行基準に従って貸借対照表を作成し、受け入れやすいコーポレート・ガバナンス構造を備え、かつ株主の諸権利を十分に保護している場合にのみ、投資する用意があるにすぎない。この展開の直接の結果は、立法者による場所の競争よりもより強力である。それ故、金融市場に関する最近のドイツの法律においては、ドイツという金融の場の魅力を現代的な規律（Regelwerk）によって高めることが、最も重要な法律の目的の一つとして掲げられる⁵。

同時に、外国の資本市場で資金を調達することは、企業にとってはますます容易となる。たとえば、企業がその外国の取引所で上場するか、または自己の住所をその地に移転することによって容易となる。問題がある場合、企業は、最善の法的枠組み条件および制度的枠組み条件が存在するところに住所を定める。このことから生ずるよく知られた立法者の競争の例が、ア

アメリカにおいて個々の州の間で行われる競争であり、これまではデラウェア州のみその競争に勝ち得た。長い間、最も低い基準の意味における「ボトムへの競争」が話題になった後は、制度的な「トップへの競争」がむしろ重要であるという認識がその間に支配的になったように思われる。

ヨーロッパでは、同様な発展が始まったばかりである。これについては、とくにヨーロッパ裁判所の1999年の有名な「セントロス判決」⁶と、数週間前に下されたこの判決を補充する、支店開設の自由および国境を越える住所の移転に関する「ユーバーゼーリング判決」⁷がこの展開に貢献した。このことは、すでに次の点に導くことになる。

2. EU内における共同体法による改正圧力

EU加盟国の商法、経済法、金融市場法におけるほとんどの改正は、その間に、国内立法者が共同体法の最低遵守基準に広範囲に合致させたものである。このことは、ドイツにとっても、たとえばフランスまたはイタリアと同様である。なぜなら、国内の展開は、それに対応して、なおこのコンテキストにおいてのみ理解しかつ評価することができるからである。

この状況は、その他の点では、補足が許されるならば、日本のような第三国の比較法学者にとっても関心がもたれよう。加盟国の経済法を含めた研究を通じてみれば、同時に、対応する規制が他の加盟国にも適用される共同体法の主な諸原則が明らかになるからである。この分野では多くの目が依然としてアメリカの方向に向いているけれども、ヨーロッパでは、現在、非常にダイナミックな法の展開が行われていることを見逃してはならない。ヨーロッパは、世界で最も大きな経済圏を形成しているからである。

共同体法の影響はとくに資本市場法において現れる。たとえば、取引所法を超えてその間にわれわれの資本市場法の中核部分となった1994年のドイツの証券取引法⁸は、大量持分参加の開示義務、適時開示およびインサイダー取引の禁止または有価証券サービス企業の行為義務のような主要な部分において、種々の指令における共同体法上の最低遵守基準に依拠している。

そして、本年1月1日に施行された買収法⁹ 正確には「有価証券の取得のための公開買付および企業買収の規制に関する法律」⁹ も、いわゆる買収指令により決定的な影響を受けた。もっとも、その指令は、昨年7月に、ヨーロッパ議会において賛否同票によって成立しなかった。それは、ドイツの政策が決定的な原因であった。まず第一に、ドイツの代表者は、ヨーロッパ閣僚理事会で半年の間議長¹⁰の座にあったその直前に、25年間以上も(!)議論してようやくイギリスとスペインからも承認された共同の提案¹¹がまとめられたことに、決定的な貢献を十分に果たした。しかし、企業と労働組合におけるドイツの代表者(Korporatisten)が、ヨーロッパ議会での投票の直前に、連邦首相を鼓舞して優勢に立ち、2001年7月4日にヨーロッパ議会¹¹で本草案を無に帰せしめたのである。衝突の原因は、第9条所定のいわゆる中立義務であった。中立義務とは、買収を阻止する措置を採ることを、対象会社の経営者に禁止すること

をいう。その他の加盟国出身の代表者は、正当にも、そのドイツの行動を否定した。

しかし、本年10月には、EU委員会が買収指令の改訂案を提示した。¹² この指令案については、目下のところ、とくに好ましくない買収に対して防衛措置を認めることが問題となるかについて、再び激しい論争が 当然に なされている。その提案は、2002年1月のいわゆる「会社法専門家ハイレベル・グループ (High Level Group of Company Law Experts)」の勧告¹³に依拠している。

このグループは、7つの異なる加盟国から7人の学識経験者および実務家から構成されている。その議長は、オランダのヤープ・ヴィンター (Jaap Winter) である。ドイツからはクラウス・J・ホプト (Klaus J. Hopt) が参加している。グループは、2001年9月に、EU委員会より、企業買収のヨーロッパ規制に関する第一勧告案を作成すること、および、現代型ヨーロッパ会社法に関する第二勧告案を起草することを委託された。これらの勧告案は、数週間前に第二報告書において公表された。これについては、また触れることにする。¹⁴

．共同体法における現在の展開

1. 金融サービスのための行動計画

この専門家グループの任命は、いわゆる「金融サービスのための行動計画」¹⁵と関連している。それは、目下のところ、まさにドラマティックなヨーロッパ金融市場法の領域における立法者の行動をもたらすものである。

a) 背景

行動計画は、完全に統合された金融サービスのための域内市場を2005年までに実現する野心的なプロジェクトである。EU内における大規模な経済的潜在能力を利用できなかったために、かかる市場の創設が、20年にわたる尽力にもかかわらず、成功しなかったという認識が、その出発点であった。間近に迫ったユーロの導入によって、1998年6月にカーディフ (Cardiff) におけるヨーロッパ閣僚理事会は、かかる無制限な統合のための法的枠組みの起草をEU委員会に委託した。その1年後の1999年5月、委員会は行動計画を提示した。この行動計画は、全部で41 (!) の立法的措置を定める。本年12月3日の委員会の第7次進捗報告書 (Fortschrittsbericht) によれば、このうち31の措置がすでに完了した。7つの提案が交渉中であり、4つの立法提案が提示されて、改訂中である。¹⁶ この場合、資本市場に関する措置はとくに優先的に扱われた。なぜなら、ヨーロッパ閣僚理事会は、2001年3月のストックホルムにおける会議で、すべての参加者に対して、ヨーロッパ資本市場が2003年末にはすでに完全に統合されるよう努力することを要請したことで、再度テンポを速めたからである。¹⁷

b) 4つの重要な改正計画

本稿で改正の全部を紹介することはできないので、我々の今日的なテーマにとって重要な4つの立法計画についてのみ取り上げることにしたい。すなわち、

(i) 2002年10月2日の買収指令の新提案はすでに言及した¹⁸。中心となる点は次のものである。

1. 義務的買付申入。
2. 相当な価格（買付申入者が過去6ヶ月ないし12ヶ月内に支払った最高価格。しかし、監督官庁が決定する可能性がある）。
3. 妨害の禁止。経営者の防衛措置は、当面は、急迫した買収の際に株主が同意する場合にのみ、認めることができる。しかしながら、支配権取得後の防衛措置は自動的に中立の立場となる、いわゆる「ブレイク・スルー・ルール（break-through rule）」を導入するというハイレベル・グループの提案には言及されなかった。
4. 買付申入者が基礎資本の90%または95%を取得したときに、買収による情報提供権および脱退権が認められる。

(ii) 2002年12月3日に、市場濫用に対する新たな指令が可決された¹⁹。中心となる点は次のものである。

1. 内部者取引の禁止。
2. 相場操縦の禁止。
3. 虚偽の情報または誤導による情報の流布の禁止。

(iii) 包括的で新たな取引所目論見書指令案については、集中討議の後の2002年10月5日に、当初の予定よりも1年遅れて²⁰ 政治的一致が得られた。中心となる点は次のものである。

1. ヨーロッパ取引所パス。加盟国における一度限りの許可。
2. 外国（Herkunftsland）（取引所ではない）の所轄官庁における権限の統合。
3. 発行登録（shelf registration）の導入。
4. 「公開買付申入」と私的新規売出し（Privatplazierung）との区別。私的新規売出しは、目論見書を必要とせず、公開買付申入ではなく、250万ユーロ以下での買付申入で、もっぱら「特定の投資家」または加盟国につき100名以下の者に対する買付申入であるか、もしくは5万ユーロの最低額面価格を定める買付申入である。
5. 「特定の投資家」とは、とくに次の者をいう。すなわち、金融市場に特別に上場を許可される法人、職務に基づきまたは特別な経験や資産状態に基づき適格であるとみなされる自然人。

(iv) EU 委員会は、金融産業界との集中的かつ非常に争われた審議から2年後の2002年10月19日に、有価証券サービス指令を現代化するための提案を可決した²¹。しかしながら、単に

金融サービスのための統合された域内市場という基本的特徴を規制しようとする、67章を定めた枠指令（Rahmenrichtlinie）でしかない本提案は、すべてを理由づけるのに120頁を要している。この分量は、すでに、2年にわたる本研究で非常に複雑な規程集（Regelwerk）が作成されたことを意味している。

その背景にあるのは、1993年に可決された指令が多くの観点において時代遅れであるという認識である。たとえば、証券会社の上場許可の相互承認に関する規制は、十分に調整されなかった。そのために、1993年に導入された「ヨーロッパ・パス」は、その証券企業にとって、その効果は限定的であつたにすぎない。一部については、たとえば、指令では現在多国間取引システムと呼称される取引所外取引システムまたは代替的取引システムに関するような規制は、技術的な発展によって時代遅れである。この取引システムと取引所との間の競合関係については、相当な規制がなされていない。さらに、どの範囲で証券会社が内部で顧客の委託を実施できるのかという問題が不明確である（取引の内在化）。加盟国は、これまで異なる「集中規制」を有し、一部では（いまだ）取引所に対する強制（Börsenzwang）が存在する。所轄監督官庁やその協力に関する定めも、これまで十分には規制されなかった。全体的にみれば、多くの個別規制が古くなり、あまりにも規制の範囲が狭いか、または柔軟性を失っている。

とくに内部での取引の実施という問題、これによって取引所の決済能力が奪われるという問題については争いがある　まだ争いが引き続いている　。若干の国々では、大規模金融機関は、顧客注文を引き合わせることによってであれ、証券会社が自己取引者（ブローカー＝ディーラー）として現れることによってであれ、取引量の30%以下をすでに内部で決済している。このことは、利益相反の危険をはらんでおり、価格形成に関する問題を投げかける（best execution）。内部での取引の決済に際していつ取引が明らかにされなければならないのかという問題について特別な争いは、文字どおり、ぎりぎりまで存在した。証券会社は、指令提案の旧規定も定めていたように、委託の実施直後の開示を望んでいる。それに対して、取引所は、実施前に明らかにされることを求める。現在の折衷案は、大投資家による委託はその直後に、大衆投資家との取引は実施前に開示されなければならないことを定める。これにより、さらなる争いが必至である。つまり、投資家はいつ「大投資家」であるのかという問題がある。

全体的にみれば、取引の内在化や取引の多国間取引システムへの移行は、取引所から決済能力を奪うことになる市場の断片化に導いている。これにより、取引所相場が一般になお代表するのかどうかという問題が生ずる。なぜなら、取引所相場は、実施された取引の一部を反映するにすぎないからである。このことすべては、これまで誰も、アメリカにおいても、満足のゆく解決をしなかったとても複雑な問題である。まさに、たとえば、いまだ取引所に対する強制を定めるイタリア、フランスまたはギリシャのような時代遅れの規程集を有する国々は、新規制に抵抗している。

取引所外の委託決済のさらなる展開を不当に高度な規制要求によって妨げるのではなく、投

資家の保護が危殆化されない限りにおいて、革新と競争を促進する指令のアプローチは、無制限に歓迎されるべきである。全体的にみれば、過大な規制を回避するために、厳密に区別される規制が試みられる。

ドイツ法に関する結論としては、次のことを確認することができる。それは、来年度も緊張した状態が続くであろうということである。なぜなら、上述した全部の指令提案について、ドイツ法に国内法化する必要が存在するからである。このことは、現在提案されたような買収指令が可決されることになるときは、新買収法にとってさえ同様となる。

2. 新たな決議手続（コミトロギー手続）

a) 背景 - ラムファルシー（Lamfalussy）報告書

EUにおいて法の制定が行われてきたようなかつての方法では、行動計画の野心的な目的を実現できないことは、最初から明確であった。25年以上前のヨーロッパ株式会社（SE）の制定法または買収指令に関する議論が実証例である。行動計画の目的を具体化し、より効果的で実務に近い法制定手続を設けるために、EUの経済金融省（ECOFIN）の評議会は、2000年6月、アレキサンドル・ラムファルシー（Alexandre Lamfalussy）を議長にした専門家グループに、EUにおける有価証券市場の有効な規制ための構想を起草するよう委任した。その7人の「学識者（Weisen）」のグループは、上述のように、2001年2月に最終報告書であるいわゆるラムファルシー報告書を提示した。²²

本報告書は、2つの複合したテーマを扱う。第一に、その時までに行われた統合や従来の制度的ならびに法的枠組みの不十分さを明らかにして、その改正提案が提示される。第二に、容易にイメージできる法の制定の改正が提案される。この提案は、一方では、規制の実体的性質、つまり規制の深さと幅、他方では、手続の過程に関係する。まず後者について言及する。

b) 四段階の手続

将来的にEUにおける金融サービスの領域において適用されるのが、四段階の法の制定手続である。このために、2つの新たな機関が設けられた。すなわち、FESCO²³を引き継いだ「ヨーロッパ証券監視委員会（Ausschuß der europäischen Wertpapierregulierungsbehörde；Committee of European Securities Regulators, CESR）」および「ヨーロッパ証券委員会（Europäische Wertpapierausschuß；European Securities Committee, ESC）」²⁴である。

第一段階では、EU委員会が市場参加者の集中審議の下で形式的な指令および法令提案を起草し、それを閣僚理事会とヨーロッパ議会に提出して承認を求めることによって、枠立法（Rahmengesetzgebung）が行われる。この場合、同時に、どのような実施権限を2つの新たな委員会およびEU委員会に付与すべきかについて確定される。ヨーロッパ議会は、引き続きなお継続して情報を提供されるにすぎず、単に具体的な措置が実施権限を越える場合にのみ、その措

置を決定することができる。

第二段階では、技術的な実施手続が続く。EU 委員会は、2つの委員会の聴取後に、具体的な実施措置を取り始める。次いで、証券委員会は、EU 委員会の提案について最長3ヶ月以内に採択し、EU 委員会がその措置を承認する。この規制は、指令と異なり、何ら国内法化する必要はなく、加盟国に直接適用される法である。このことは、より大規模な調整をもたらす。

第三段階では、証券監視委員会が、統一解釈と共通の基準のための勧告案を起草し、証券監視実務と比較する。その目的は、できるだけ統一した国内法化と解釈を実現することである。

最後に、第四段階では、EU 委員会が、EU の法規定の国内法化と遵守を調査し、違反する場合には、加盟国に対して法的措置を取ることができる。

ラムファルシーの手続は、原則において意味をなすが、決定的な問題がある。その問題とは、民主的なコントロールに欠陥があることである。なぜなら、重要な実質問題を第一段階から第二段階に移すことができるとともに、その後、ヨーロッパ議会の決定権限を奪うことができるからである。このため、ヨーロッパ議会も、法的行為の継続的な有効性は、一定の期間の経過後は、議会の新たな同意によるといういわゆる再同意条項 (*Rückrufklausel*; *sunset clause*) を法的行為に付加できるという条件の下でのみ、同意することを表明していた。しかし、これについては、依然として、今年の10月にラムファルシーの手続を銀行および保険の監督に拡大することを阻止した、EU 委員会とヨーロッパ議会との間の活発な論争がある。個々の議員は、これまでの経験を、濫用指令および目論見書指令における手続とともに、鋭く批判した。批判されるのは、過大な規制および透明性の欠如である。その手続は、「難解な規制の密林 (*abstrusen Regierungsdschungel*)」²⁵に至る。したがって、その限りにおいても、将来は緊張した状態が続くように思われる。

c) 枠指令の構想

1992年のマーストリヒト条約における補充性の原則を強化する過程においてすでに、枠指令の構想が採択された。そこでは、引き続いて国内法を補充しなければならない枠のみが設定されるにすぎない。この構想は、一方ではラムファルシーの手続によって強化されるが、他方では緩和もされる。手続の第一段階では明確にし、枠指令の創設を目的にするにすぎない。これに対して、第二段階および第三段階では、枠を広範に補充しうる非常に簡明な実施措置および国内法化措置が策定される。その限りにおいては、いつもと同様になされた国内法化もしくは国内法による補充が一般的になお問題になることはない。

枠指令に関する例については、最近の買収指令の提案がある。その提案の5条では、買付申入者が対象会社の支配権を獲得する場合の義務的買付申入の表明を規定する。しかしながら、「支配権」の概念が定義されない結果、加盟国は、自己の国内の企業風土の形態に応じて、みずから支配権の限界を確定することができる。

3. ヨーロッパ株式会社 (Societas Europaea (SE))

a) 会社法上の改革

2004年にはヨーロッパ会社法において改革が具体化する。ニッツアにおけるヨーロッパ閣僚理事会は、まるで奇跡であるかのように、30年以上の議論が継続した後、ついに2000年末に、ヨーロッパ株式会社 (Societas Europaea (SE), Europäische Gesellschaft または “Europa AG”) について原則的な一致を得て、2001年10月には、ヨーロッパ閣僚理事会が、ヨーロッパ株式会社の制定法令²⁶も、これに付随する労働者の共同決定に関する指令²⁷も可決²⁸した。その法令が施行されかつその指令が国内法化されなければならない2004年10月8日以降には、EU全土にわたって適用可能な法形式がはじめて登場する。これにより、企業は、自然人と同様にはじめて、支店開設の自由を無制限に利用することができる。これについて定められた選択権に基づき、種々の選択可能性があることから、企業組織の組織競争が生ずる。ドイツにとって、このことは、たとえば監査役のいない株式会社が組織されることが重要である。全体的には、ヨーロッパ株式会社により、これまで依然として国内で妥当した企業法から超国家的な域内市場秩序への適合理化まで、決定的な展開へと歩み出す。国境を越えて活動する企業は、将来的には、国境を越える統一的な規制の下で再編成され統合されるか、または同一性を保ちながら住所を変更することもできる。

b) 適用される法と設立要件

政治的譲歩がなされた結果、ヨーロッパ株式会社は、共同体法および加盟国の法が相互に絡み合った複雑な法的混合物であることによって特徴づけられる。当初の400ヶ条を有する堂々たる規定のうちわずか70ヶ条を有するにすぎないヨーロッパ株式会社令は、不完全な規制になった。そのために、そのヨーロッパ株式会社令は、上述の意味における「枠法令」と呼称することもできる。

ヨーロッパ株式会社に適用される法については、ヨーロッパ株式会社令における多数の参照条文 (Verweisungen) から明らかとなる複数の段階にわたる規範構造が存在する。すなわち、

1. 第一に、ヨーロッパ株式会社令の諸規定が適用される。
2. 第二に、ヨーロッパ株式会社令が明文をもって適用免除を付与する限りにおいて、ヨーロッパ株式会社の定款が適用される。
3. 第三に、ヨーロッパ株式会社令で規制されなかったか、または一部についてのみ規制された事実関係については、国内の諸規定が適用される。つまり、まず、ヨーロッパ株式会社に特別に定められた規範、次いで国内の株式会社に適用される諸規定が適用されるのである。
4. 第四に、ヨーロッパ株式会社令における適用免除の付与によらず、国内法により許容される定款規制が適用されなければならない。

ヨーロッパ株式会社の設立要件は、EU 内に住所があることである。つまり、本店（Hauptverwaltung）の住所が EU の加盟国にあることである。その設立は、次の 4 つの方法ですることができる。すなわち、

- 1．2 つの国内の株式会社が国境を越えてヨーロッパ株式会社に合併することによって、
- 2．最低限 2 つの国内の物的会社がヨーロッパ共同持株会社を設立すること、
- 3．ヨーロッパ共同子会社を設立すること、もしくは、
- 4．国内の株式会社がヨーロッパ株式会社に組織変更すること。

これらの限られた設立方法以外の方法は認められない。したがって、ドイツでよく用いられる有限会社の法形式は、まさにヨーロッパ株式会社の設立前は、株式会社に組織変更することが前提とされるのである。資本参加された株式会社の多国籍性（Mehrstaatlichkeit）も前提となる。どの程度、共同体以外の企業も参加できるのかについては、設立の形式およびさらなる要件による。

c) 機関組織とコーポレート・ガバナンス

EU 内には企業の執行および監督についてさまざまなモデルがある。たとえば、イギリスは、その 2 つの任務を行う業務執行機関（Verwaltungsrat）としてのボード（board）を備える企業組織の一層式システムを定める。それに対して、ドイツは、周知のように、取締役と監査役会を分離する二層式システムである。フランスは、目下のところ、両者のシステムのいずれかの選択権を定める。この意味においては、ヨーロッパ株式会社令もその問題を解決する。つまり、定款の作成者は、両者のシステムの間で自由に選択することができるのである。言及したように、2004 年以降は、たとえばドイツにおいて、取締役および監査役会に代わるボードのみを備えるヨーロッパ株式会社が認められるのである。国内の立法者は、この時点までに、従来定めなかった企業組織を考慮する規定を国内の株式法に導入するように配慮しなければならない。

d) 共同決定

ヨーロッパ株式会社の実現は、ニツァアの会談までは、共同決定という困難な問題に出くわしてすぐに頓挫した。なぜなら、一方では、ドイツ人は、ドイツが共同決定から離脱することを懸念したし、反対に、たとえばイギリスは、ドイツにおいて今日まで批判的な言葉は許されなかった、このライン地方の資本主義の恩恵をまさに放棄したからである。その折衷案は、ダビクノン（Davignon）を座長とした研究グループの十分な準備作業と、もはや全員一致が求められる議会による二本立ての手續への転換によって可能になった。

結果において、現在の折衷案では、ヨーロッパ株式会社の発起人は、企業の住所の選択によって自己の都合により自由に共同決定を選択することはできず、むしろ、共同決定指令は、労

働者の既得権の保護の原則から出発する。²⁹原則において、資本参加された企業におけるヨーロッパ株式会社の成立前に支配した企業の共同決定の程度は、その後も守られるべきである。しかし、これは、共同決定を免れるスペインおよびイギリスの企業が合併し、その住所をドイツに移転する場合には、ヨーロッパ株式会社は共同決定を導入する義務を負わないという意味でもある。

簡単に示せば、3つの場面を観念できる。すなわち、

1. 所定の手続によれば、指令の要件に合致する交渉の解決策が見つけれられる、
2. 交渉が開始されないかまたは頓挫する場合には、ヨーロッパ事業所評議会(europäischen Betriebsrat)の設置に関する指令が適用される、
3. 所定の期間内に交渉が結論に達しない場合は、指令の受け皿規制が適用される。これにより、労働者の代表機関が設置され、それぞれ設立および資本参加された会社の種類に従い、前もって既存の共同決定の水準が設けられなければならない。

e) 小括

ヨーロッパ株式会社の規制に関する第一の立場は、異なる見解を表明した。とりわけ設立に関する制限および複雑な規範構造ならびにたとえばコンツェルン法上の欠陥ある規制が批判される。しかし、全体的には、根拠のある政治的な困難に直面すれば、何らより良い成果が収められることはなからう。ドイツ法にとっては、その限りにおいても、現在、相当な改正の圧力がある。というのも、ドイツの立法者は、ブリュッセルからの最低遵守規程が国内法化されるべき第一法律草案を近いうちに提示することも、すでに予告したからである。³⁰

4. 「会社法専門化ハイレベル・グループ」の第二報告書

本年10月4日に、会社法専門化ハイレベル・グループは、ヨーロッパ会社法の改正に関する150頁以上にわたる第二報告書を提示した。³¹グループへの依頼は、2002年4月に破綻したエンロンの結果、実質的にコーポレート・ガバナンスの問題にまで拡大した。この問題は、まさに改正提案の中心でもある。

簡潔にいえば、専門家らは、上場会社に対する次の措置によるコーポレート・ガバナンスの改善を提案する。

(i) 開示

最も重要なコーポレート・ガバナンスの要素が年度報告書で説明されなければならない。

(ii) 株主

1. インターネットを介した情報提供および投票の可能性を容易にすること。
2. 機関投資家は、自己の投票政策を公表してもよい。
3. 株式資本の5% または10% を保有する株主は、裁判所または行政機関を通じて特別

な調査を開始する権利を得ることになってよい。

(iii) 企業組織

1. 一層式企業組織とヨーロッパ株式会社の場合のような二層式企業組織との間のいずれかの一般的選択権。
2. 利益相反の危険がとくに大きくなる報酬，機関構成の提案，計算書類の監査に対する監視のような領域において，その決定は，業務執行を行う者ではなく，監査を委託され多数派から独立した構成員によってのみ行われてもよい。
3. この要件を充足しない場合には，少なくともこの旨が公表されなければならない（遵守せよ，さもなくば，説明せよ（comply or explain））。
4. 企業指揮に対する報酬のすべての要素は年度報告書において公表されてもよく，かつ株式オプションは株主総会の票決にかけられ，貸借対照表で説明されてもよい。
5. すべての重要な公表については，企業を指揮する者全員の責任となってもよい。
6. 予見可能な支払不能にもかかわらず，なお取引を締結する場合（不当取引）は，企業指揮に対する個人責任を確定すること。
7. 虚偽または誤導による説明を流布させた経営者は，EU 全土でその資格を剥奪される。

(iv) 計算に関する監査

独立の取締役から構成されかつ計算書類の監査を監視する，計算書類監査委員会を設置してもよい。

(v) EU におけるコーポレート・ガバナンスの規制

1. 加盟国における重大な制度上の相違に直面すれば，ヨーロッパのための統一的なコーポレート・ガバナンス・コードが策定されるのではなく，これについては単に個々の国における尽力について調整されることが配慮されてもよい。
2. 各加盟国は，上場企業が遵守しなければならないか，または遵守しない場合は最低限その旨を公表しなければならない，国内のコーポレート・ガバナンス・コードを展開させてもよい。

これらの勧告とならんで，専門化グループは，資金調達の簡易化，企業グループにおける資本参加関係の開示，国境を越える合併を可能にすることや同一性を保ちながら住所を変更できること，ヨーロッパ株式会社に代替するものとしての「ヨーロッパ私会社（European Private Company：EPC）」の導入，すべての有限責任法人に対する最低限の開示義務の導入，電子登録のためにインターネットを投入することに対する要請のようなテーマに関する一連のさらなる提案を提示した。

閣僚理事会は，この報告書に基づいてできる限り迅速に，とくにコーポレート・ガバナンスの問題も含む EU の会社法に関する行動計画を策定し，この計画を優先的に扱う委員会を要請

した。その委員会は、2003年初頭にはすでにこのような行動計画を提示し、かつラムファルシーの手続を用いて同年度中になお種々の立法的イニシアティブを開始することを約束した。

したがって、会社法においても将来は緊張した状態が続くと思われる。このことについては、次の . で触れられる。間もなく改正に付随する一切のことがドイツの立法者に付与されるということである。いったい何故、立法者が2002年度中に資本市場法および会社法の領域において改正を行ったのかについての問題は、いまだ未解決である。

. ドイツにおける最近の改正

2002年度に施行された4つの重要な改正は、おそらく特別な関心がもたれよう。次に、資本市場法に言及する。

1. 資本市場法

a) 統一的金融サービス監督機関

数年間にわたる徹底的な議論の後、統合された金融サービス監督機関に関する法律が、2002年4月23日に施行された³²。従来の連邦信用制度監督庁、連邦保険制度監督庁および連邦証券取引監督庁は、2002年5月1日から、連邦金融サービス監督機構(BAFin)に統合された³³。2001年初頭にアリアンツ大保険会社とドレスドナー銀行とがアルフィナンツ・コンツェルンへの統合を公表した後、統合された金融サービス監督機構に関する決定が下された。連邦金融サービス監督機構は、政治的理由により(ベルリン・ボン法)、かつこれまでの監督機関の住所と一致させるために、ボンとフランクフルト・アム・マインに2つの住所を有する。電子的コミュニケーションの時代には、このことから何ら不都合が生ずることはなからう。

監督機関の統合は合理的であり、国際的傾向に対応する。一方では、迫りつつあるアルフィナンツ構想がこれまでの分離を時代遅れなものとし、他方では、常により重要となる国内の監督機関のEU内外における国際協力については、ある国の中心的機関が協力の相手方であることがますます重要となる。しかしながら、銀行監督における複線化は言及されなかったし、この領域には、ドイツ連邦銀行と連邦金融サービス監督機構との間に複雑な協力関係が存在する。その限りにおいて、今後も金融機関の日常的な監視義務を負う連邦銀行が、自分の意思を押し通すことができた。取引所に関する厄介な州の監督も維持された結果、この領域では、さらに引き続き、外国の市場参加者の場合にはほとんど用いられない、取引所の機関、州の取引所監督機関および連邦金融サービス監督機構による三段階³⁴の監督が存続する。

b) 第四次金融市場振興法

2002年7月1日に、第四次資本市場振興法が、実質的な部分はいわゆる項目区分法(Artikel-

gesetz) の形式において、施行された。³⁵本法は、全部で 23 項目を定め、それぞれが別個の法律に関係する。第 1 部は、100 年以上も前に施行された取引所法のはじめての包括的な改正を定める。第 2 部は、証券取引法の重要な変更を定める。これとならんで、投資法、監督法その他の多くの法律において、いろいろな広範囲な変更がみられる。³⁶本法の本質的な目的は、ドイツの取引所とその市場参加者の国際競争における地位を改善すること、および投資家保護を強化することである。

連邦財務省の委託で作成された 1997 年の取引所法改正に関する鑑定意見書の³⁷、すべてではないが多数の提案を取り上げた取引所法の改正は、第一の目的に有用である。まず、とくに、取引所に多大な柔軟性を与えるために有価証券上場許可と価格確定との関係を切り離すこと、次に仲立人法の新たな規律を挙げることができる。その過程では、相場仲立人による公定価格の確定と相場仲立人の公的注文が廃止された。これに対して、若干の相場仲立人は、すでに勝訴の見込みがなかったが、憲法裁判所に訴えた。2 年の経過期間の後、現在では、電子取引も許容されている。たとえそれが部分的にしか市場の場としての機能がなく、全体的にみてもはじめて連続したものといえるにしても、その代替的取引システムは、2003 年 1 月 1 日に施行される取引所法 58 条ないし 69 条においては、「取引所類似の施設」という概念の下ではじめて規制される。³⁸これとならんで、このシステムが有価証券サービスを提供する限りにおいて、そのシステムは、企業としての資格において証券取引法の諸規定に服する。市場の場という機能に関する監督が州の取引所監督庁に委譲されたことは適切でなく、連邦全土で活躍する代替的取引システムについての管轄については全部の取引所監督庁がこれを有するという不合理な結果になる。さらに、この取引システムは、有価証券サービス企業としての資格において、連邦金融サービス監督機構による監督にも服する。

公法上組織された取引所とならんで、選択的に私法上の取引所も許容するか、または代替的取引システムと区別するために、取引所法において「取引所」という概念の定義を設けることに対する要請は、採り上げられなかった。その要請は、ベルリンにおける 2002 年秋の第 64 回ドイツ法曹大会で採り上げられ、1997 年の取引所法改正に関する鑑定意見書の主要提案に触れ、さらに展開を試みたハンノ・メルクト (Hanno Merkt) の鑑定意見書を基礎にして、³⁹現在、立法者に勧告されている。⁴⁰

投資家保護の強化という第二の目的に有用なのが、証券取引法における相場操縦および市場価格操縦の禁止の規定 (証券取引法 20 a 条以下) である。さらに、経営者が自己の企業の有価証券を取引する場合の開示義務が定められ (証券取引法 15 a 条)、相場に影響を与える事実の公表を遅らせるか、その公表を行わないか、またはその公表が不実である場合に、投資家が損害賠償を請求するための根拠が設けられた (証券取引法 37 b 条以下)。最後に、先物取引法が新たに設けられた。その過程において、いわゆる「情報提供による先物取引能力」という国際的にみて一般的でないモデルは廃止され、情報提供義務に違反する場合は損害賠償請求権を

付与するという規制に置き換えられた（証券取引法 37 d 条以下）。民法 764 条で定めている従来の差額の抗弁（Differenzeinwand）は削除された。

上述した共同体法における現在の改正に直面すれば、まず、ドイツの資本市場法および金融市場法をさらに改正することが期待できる。聞くところによれば、第五次金融市場振興法がすでに準備作業中にある。

2. 買収法

すでに言及したように、本年 1 月 1 日に「有価証券の取得および企業買収のための公開買付の規制に関する法律（WpÜG）」が、4 つの関連する法令とともに施行された⁴¹。有価証券取得および買収法は、任意に 1995 年に導入された買収コードを引き継いだものであるが、それは、最終的に、あまり多くの企業が買収コードを承認せず、これにより一般的に普及しなかったために頓挫した。有価証券取得および買収法の施行により、過去 10 年間にヨーロッパ大陸を巻き込んだ買収法の法典化や改正の動きは、少なくとも暫定的に完了したものと見えよう⁴³。言及したように、EU 買収指令は、当分の間は、立法化の面では大工事現場の状態が続いている⁴⁴。

買収法は、学説と実務において信じられないほどの注目を浴びた。すなわち、2003 年春の時点ですでに、全部で 8 冊もの大コンメンタール、異なった編成の下での包括的な条文と解説資料が収録された 4 冊の本や複数の研究書、および約 50 の論文集や論稿が存在するのである。公表された数は、目下のところ、その法律によって実施される買収の件数をはるかに上回っている。これは固有の現象であるが、ドイツ株式法の多すぎる注釈書と同様の現象である。

有価証券取得および買収法は、多様な観点の下で広範かつ包括的な比較法的研究を基礎に綿密に起草された新しい規制である。それは、総則から各則に及び上場会社の有価証券を取得するための公開買付全般を包括する論理的な構造によって特徴づけられる。義務的買付申入に重要な基準を下回るかまたは超過する参加持分が取得される、買増買付申入（Einstiegs- und Aufstockungsangebote（有価証券取得および買収法 10 条以下））も、支配権の取得を指向する買付申入（同法 29 条）や支配基準に達した場合に買付申入できる第三の義務的買付申入（同法 35 条）も、これに数えられる⁴⁵。

これとともに、本法は、手続法的にではなく、実体的にイギリスのテイク・オーバーとマージャーに関するシティーコードのモデル⁴⁶を指向する。それは、支配が交替するかまたは構築される場合におけるコンツェルン形成保護の創設を優先的にし、これについての方法として、一方では確定的かつ同一の条件で脱退権が株主に認められ、他方ではたとえば従前に支払われた支配権のプレミアムへの参加を株主に確保する、価格規制された義務的買付申入を設けるものである⁴⁷。この支配の獲得を指向した規制の構築は、結果として株主を実質的に平等に取り扱うことになる。この構築は、買収価格のコントロールにまで規制をかなり厳格に及ぼすことに特徴がみられるとともに、実質的に市場の進行過程における単なる公表義務より

もはるかに厳格なものとなっている。

これに対して、周知のごとく、日本の買収法も指向するいわゆるウィリアムス法（Williams Act）⁴⁸におけるアメリカのモデルは、純粋な資本市場法上の規制の構築においては、重要な手続面を重視する。ここでの買収法との接点は、持分取得が先に行われる結果として支配権が交替するのではなく、市場における買付申入者の一定の行為態様、つまり対象会社の株式に対する公開買付申入の公表（tender offer）⁴⁹である。州法は、それに対応して、取得の過程それ自体「だけ」を規制の範囲から非常に慎重に規制するにすぎず、まず、株主に情報面および手続面での平等な取扱いを保証することによってあまりにも低額な価格で軽率に持分を売却することから株主を保護して、株主が対象会社から早期に脱退することを阻止することに焦点を合わせる。それ故、イギリスのモデルとは異なり、アメリカのモデルでは、簡単に表現すれば、対象会社からの脱退が重要なのではなく、いずれにせよ、まさに反対に、まず対象会社に留まることが重要となる。⁵⁰

問題と思われるのは、有価証券取得および買収法が、一連の「チェック・アンド・バランス」を一括して全体としてイギリスのモデルを承継したのではなく、部分的な法の輸入により、単に義務的買付申入という複雑な規制とともに、規制が複雑で経費がかかり、かつそれ自体買収活動を制限する部分だけを受け継いだことである。⁵¹つまり、イギリスのモデルでは、実体制制の強さのレベルが高いことは、その機能的なバランスについてみれば、第一に自主規制に基づき可能となるシティーコードの柔軟な適用、第二に厳格な中立義務の形式にある。対象会社の経営陣には、特別に招集されるべき株主総会の明確な同意なしに、買収計画を頓挫させる措置を取ることは厳格に禁止されている。このことは、原則として、買収を促進させる効果を生じさせる。なぜなら、イギリスにおける買付申入者は、経費がかかる防衛措置を考慮する必要がなくなるからである。最後に、第三のものとして、買収を阻止または困難にするために裁判所を活用することはできないので、対抗戦略的な動機のある手続によって買収手続を引き伸ばすことはできない。

イギリスの規制モデルがこれまで成果を収めてきた原因は、おそらく種々の要素の相互作用にある。しかしながら、ドイツの買収法には、規制の強さについてバランスが相互に補完されたイギリスと同様の適用面での柔軟さはなく、ドイツの経営者に許容された有価証券取得および買収法 33 条による防衛措置も、実質的にはイギリスの買収法の厳格な防衛の禁止よりも広範である。これとともに、経済的に重要なところでも、ドイツにおいて将来、多数の買収が十分に行われない危険が存在する。なぜなら、敵対的買収の形式における支配権の獲得がコーポレート・ガバナンスの資金より高きつき、かつ完全買付申入があまりにも高額なために、起り得るシナジーの獲得が実現されえないからである。⁵²

3. 会社法

資本市場法および買収法に続き、第三の改正として、同様に大規模な立法活動が特徴的なドイツ会社法における現在の展開について簡単に説明されなければならない。専門家は、「永続する株式法の改正」とさえ述べている。すなわち、継続的な変更の圧力に直面すれば、大改正の時代は終わり、それに代わって、株式法は、その間に「変更が運命づけられること (Kontinuum)」に変異する。つまり、小規模な改正は継続するが、それは改正計画に基づくであろうと述べられる。⁵³

a) 永続的な改正

90年代中期以降、株式法は6回の改正を経験した。すなわち、

1. 小規模株式会社および1994年8月2日の株式法を規制緩和するための法律による「小規模株式会社」の導入⁵⁴,
2. 1998年3月25日の無額面株式法 (Stückaktiengesetz) における無額面株式の導入⁵⁵,
3. 1998年4月27日の企業分野における監督および透明性に関する法律 (KonTraG) による複数議決権および議決権制限の廃止および自己株式の買入の簡易化⁵⁶,
4. 2001年1月18日の記名株式および議決権行使の簡易化に関する法律 (NaStaG) による現代の情報およびコミュニケーション技術に対する株式法の開放⁵⁷,
5. 2001年12月20日の有価証券取得および買収法587条2号によって導入された、株式の95%を保有する株主の要求による少数株主の締め出し (squeeze out) (株式法327a条以下),⁵⁸
6. 2002年7月25日の透明化および開示法 (TransPuG)⁵⁹ によるコーポレート・ガバナンス政府委員会が起草した諸提案の一部を実行した電子官報の導入。

ここでは、多くの改正による変更には立ち入ることはできない⁶⁰。しかしながら、どのような立法上の大綱 (Programm) がこれらすべての変更の背景にあるのは興味深い。最近、改正の編纂責任ある編纂者の一人が、そのような大綱を明確にした⁶¹。すなわち、

1. 取締役の責任と監督を強化すること、および企業の収益力により強く焦点を合わせることに。
2. 監査役会を効果的な監督委員会に活性化すること。これは、監査役会のための権限委譲を意味する。
3. 監査役会と決算検査役の独立性を確保すること。
4. 株主総会は、新たな内容を盛り込まなければならないが、株主権は、強化されてはならず、反対に、濫用の場合の責任と処罰が強化されなければならないこと。
5. 濫用やゆすりの恐れを少なくして、会社の迅速な行為能力を確保しなければならないこと。

6. すべての株主（外国人株主も）が、情報請求権および議決権を提供されなければならないこと。
7. 企業の財務情報が改善され、かつ国際的にアクセスされなければならないこと。
8. 利益相反は、何らかの方法で、企業に参加した一切の者に公表され、かつ抑制されなければならないこと。
9. 株式法および貸借対照表法は、債権者をあまり指向しないで、資本市場法をより指向するよう形成されなければならないこと。
10. 国際慣行による貸借対照表基準と資金調達手段が、ドイツ法に導入されなければならないこと。
11. 形式主義的で経費がかさむ規定は、できるだけ規制緩和されてもよいこと。

一連のこれらの最低基準は、上述の改正の過程とくに透明化および開示法の制定過程において、すでに実行に移された。しかし、その他の改正においてもなお行われなければならないが、その結果、将来的にはさらなる改正を予想することができる。目標の設定は、主要な部分においては、コーポレート・ガバナンス政府委員会の勧告と一致する。

b) ドイツのコーポレート・ガバナンス・コード

フランクフルトの会社法学者であるテオドア・バウムス (Theodor Baums) が議長を務めるこの政府委員会は、2000年夏に連邦政府により設置された。伝統ある建設業コンツェルンのホルツマン (Holzmann) の破綻が発端で、政府は、ドイツの企業執行および企業監督の枠組みに欠けているものがあるのかどうかの調査、さらに必然的に資本市場のグローバル化と国際化をもたらす変化に直面して、株式法の規律全体 (Regelwerk) を現代化するための提案を求めた。当委員会は、1年後の2001年夏に、改善提案を盛り込んだ約400頁にわたる報告書を提示した⁶²。これについては、上述のように、すでにかなりの部分が実行に移された。とりわけ、委員会は、コーポレート・ガバナンス・コードを起草すべき別の委員会の設置を勧告した。

政府はこの提案により、2001年9月に「ドイツコーポレート・ガバナンス・コード政府委員会（以下、コード委員会という）」を、当時ティッセングループ社の監査役会議長であったゲルハルト・クロツメ (Gerhard Cromme) の指揮の下で設置した。コード委員会は13人の委員からなり、そのうち2人は大学教授で、それぞれ労働組合および有価証券保有保護団体の代表者であり、その他の者は、すべて産業とくに金融産業出身の上級の実務家であった。これに対して、政党および政府は代表しておらず、したがって、経済界の民間組織が重要であった。委員会は、今年の2月26日に、「ドイツコーポレート・ガバナンス・コード（以下、コードという）」を提示した⁶³。

コードは強制されるものではなく、その基準はいわゆる「最善実務 (Best Practice)」のため

のルールであるにすぎず、それを受け入れ遵守することは任意に行われる。もっとも、透明化および開示法によって新たに株式法に導入された同法 161 条の規定との関連があるので、上場会社の取締役および監査役会は、毎年、コードに適合させたかまたは適合させる旨、もしくはいかなる勧告を適用しないのかまたは適用しなかった旨を表明しなければならない。株主にはこの表明を常に認識できるようにしなければならないが、コードと相違する理由を述べる必要はない。その表明は、その言語が選択されていることからすでにわかるように、報告書期間が終了した過去のことに、将来のことに適用される。その限りにおいては、その表明は、コードに関する企図の表明である。それ故、コードは、すでに言及した「遵守せよ、さもなければ、説明せよ」という原則に従う。

これに対応する表明は重要な意義をもつ。表明しないかまたは虚偽の表明をする場合は、株式法 93 条 2 項による義務違反となり、会社に損害賠償請求権が生ずる。⁶⁴

コードは、3 つの異なる種類の基準からなる。すなわち、

- 1 . 単に現行法を再現するコード、
- 2 . 「すべきである (soll)」という文言の使用によって特徴づけられる企業の機関に関する勧告コード、
- 3 . 「してもよい (sollte)」または「することができる (kann)」という用語の使用によって特徴づけられる推奨コード。

コードは、約 50 の勧告と 15 の推奨を定める。たとえば、議決権代理人の選任や株主総会のインターネット中継によって株主の議決権行使を簡易化する勧告が挙げられよう。営業報告書その他の情報は、インターネットにおいても、かつ英語でもアクセスできることになる。

監査役会については、もともと法律の意味においてはではないが、実務上見出される、持分所有者と労働者代表の委員会を別々にすることが推奨される。利益相反を回避し、開示するための一連の勧告が定式化される。監査役会は、自己の任務を効率的にするために、専門特別委員会を設置することになる。さらに、監査役会には 2 人以上の元取締役が所属することにはならない。取締役損害賠償責任保険 (D & O 保険) では、機関構成員の相当な自己負担金が合意されることになる。取締役員の報酬には固定部分と変動部分があるが、この旨は、コンツェルン決算書に対応する記載をすべきである。この場合の記載は、個別に行われることになる。

たとえば、個々の取締役員の報酬の区分に関するように、遵守しなくても開示しないことができるという「Sollte」の性質だけを有する規定があまりにも多い限りにおいて、コードは批判にさらされた。全体的にみれば、ドイツでは、これまで透明性と監督を改善する客観的必要性が存在することについて、非常に多くの機関構成員は認識せず、また本当に承服していなかった。⁶⁵ さらに、政府委員会は、ドイツの「共同決定というタブーであるテーマ」を明らかに除外した。しかし、まさにこの政府委員会は、実質的にはコードで勧告された委員会の設置によってもせいぜいのところ部分的にしか回復されうるにすぎない非効率な監査役会に導いた。⁶⁶

いずれにしても、おそらくドイツにおけるコーポレート・ガバナンスが長年にわたって改善されることになる重要な契機は、毎年の調査義務を定めているコードに基づく。

・特徴および傾向

異なるが、結局相互に密接に関連し合うこれらの展開をどのように特徴づけできるかという問題が最後に生ずる。これについては、3つの側面が特徴的である。すなわち、

まず、比較法的側面からみれば、ヨーロッパ資本市場法および会社法のレベルでの展開も、これらの領域におけるドイツの法の展開も、アングロ=アメリカ法によって強く際立たせられることを見落としてはならない。ここでは、一部についてはより強くアメリカの観念が承継されるが、一部についてはイギリスの観念も承継している。後者の観念については、買収法において明確になる。前者の観念に関する例としては、セーフ・ハーバーの形式で例外規制が設けられる、大衆投資家と機関投資家との間での規制について、その強さに差が設けられるという自覚を高めることができよう。

つぎに、共同体法のレベルでは、新たな形式であるラムファルシーの手法による法の制定が進展する。加盟国の監督機関の強化された協力関係も新たなものである。ここでは、一種のヨーロッパ版 SEC が形成されうる可能性も間近いことが鮮明になりつつある。

最後に、ドイツ法に関していえば、上場会社に特別法を創設する動きはますます見逃してはならない。すでに「上場会社法」と呼称されるものが提案された⁶⁷。全体的にみれば、この場合の会社法は、「資本市場に有用なもの」とならなければならない⁶⁸。このことは、同時に、会社法の規制緩和と柔軟化、および企業に固有の制度を認め（「企業自体」の理論）、企業自身のために企業を設立した者からも保護されなければならないとするドイツで長い間深く根づいた考え方が方向を転換することを意味する。立地競争がグローバル化し、法的な枠組み条件の重要性が増大する時代においては、会社法を強行法的に規制するドイツのシステムに対する法政策上の正当化は弱まる⁷⁰。

注

- 1 FLEISCHER/MERKT, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? Gutachten F + G zum 64. Deutschen Juristentag Berlin 2002 (München 2002). 主として提案に従う採択結果は、NZG 2002, 1006 ff. に掲載されている。
- 2 VON HEIN, Europäische Harmonisierung des Gesellschaftsrechts im kapitalmarktrechtlichen Kontext, in: Nobel (Hrsg.), Internationales Gesellschaftsrecht (Bern 2002) 37 ff. の概観が優れている。
- 3 これについての詳細は、HOPT/RUDOLPH/BAUM (Hrsg.), Börsenreform. Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung (Stuttgart 1997)。
- 4 この展開に対応するための立法者が有する可能な立法的選択に関する概観については、BAUM, Globalizing Capital Markets and Possible Regulatory Responses, in: Basedow/Kono (Hrsg.), Legal Aspects of Globalisation (Den Haag 2000) 77 ff. ヨーロッパの展開に関する研究論文として、KIEN-

- INGER, Wettbewerb der Privatrechtsordnungen im Europäischen Binnenmarkt (Tübingen 2002). ヨーロッパ法と日本法との比較法については, Basedow/Baum/Hopt/Kanda/Kono (Hrsg.), *Economic Regulation and Competition* (Den Haag, 2002).
- 5 たとえば, 同旨, 2002年7月1日に施行された第4次資本市場振興法の政府草案 (BGBl. I, S. 2010 (2002)) に関する MÖLLER, WM 2001, 2405.
 - 6 EuGH v. 9. 3. 1999-Rs. C-212/97-Centros, Slg. 1999, -1459.
 - 7 EuGH v. 5. 11. 2002-Rs. C-208/00. RIW 2002, 945-949. においても掲載されている。これについては, LEIBLE/HOFFMANN, „Überseering“ und das (vermeintliche) Ende der Sitztheorie, RIW 2002, 925-936. の評釈がある。
 - 8 In der Fassung der Bekanntmachung vom 9. 9. 1998, BGBl. I, S. 2708 (1998).
 - 9 2001年12月20日の法律, Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, BGBl. I, S. 3822 (2001). これについては, . 2. 以下で述べる。
 - 10 1987年, 1989年, 1990年, 1996年, 1997年の種々の指令提案については, いわゆる「ペニンギントン草案 (Pennington-Entwurf)」: Übernahmangebote und andere Angebote (1974), EG-Komm. Dok. /56/74-DE - これについては, BEHRENS, ZGR 4 (1975) 433 ff. - で開始した。その展開についての詳細は, HOPT, ZHR 161 (1997) 368, 373 ff.; MERKT, ZHR 165 (2001) 224, 227 ff.
 - 11 2001年6月6日のヨーロッパにおける企業買収規制に関する会社法の領域における第13指令折衷案 (PE-CONS 3629/01)。
 - 12 2002年10月2日のテイク・オーバー・ビッドに関するヨーロッパ議会および閣僚理事会の指令提案 (COM (2002) 534 final)。
 - 13 テイク・オーバー・ビッドに関する問題の会社法専門化ハイレベル・グループの報告書, Brüssel, 10. 1. 2002.
 - 14 これについては, . 4. 以下で触れる。
 - 15 KOMMISSION, Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan, KOM (1999) 232 v. 11. 5. 1999. 背景一般については, FERRARINI/HOPT/WYMEERSCH (Hrsg.), *Capital Markets in the Age of the Euro* (Den Haag 2002).
 - 16 KOMMISSION, Finanzdienstleistungen. Siebenter Fortschrittsbericht; Brüssel, 3. 12. 2002.
 - 17 これについて, 基本的には, MÜLBERT, Konzeption des europäischen Kapitalmarktrechts für Wertpapierdienstleistungen, WM 2001, 2085 ff.
 - 18 前掲 Fn. 10.
 - 19 2001年5月30日の内部者取引および市場操縦 (市場濫用) に関するヨーロッパ議会および閣僚理事会の指令, KOM (2001) 281 endg.
 - 20 有価証券の公開買付申入に際してまたはその取引の許可に際して公表されるべき目論見書に関するヨーロッパ議会および閣僚理事会の変更指令提案, および2002年8月9日の指令 2001/32/EG の変更について, KOM (2002) 460 endg.
 - 21 有価証券サービスおよび規制市場に関するヨーロッパ議会および閣僚理事会の指令提案, および閣僚理事会の指令 85/611/EWG の変更および2002年10月19日のヨーロッパ議会および閣僚理事会の指令 2000/12/EG について, KOM (2002) 625.
 - 22 2001年2月15日のヨーロッパ有価証券市場の規制に関する知識人の委員会の最終報告書 (ブリュッセル)。
 - 23 *The Forum of European Securities Commissions*. 国際証券委員会機構 (*International Organization of Securities Commissions*; IOSCO) を範として1997年12月にパリに設立された, 加盟国ならびにアイスランドおよびノルウェーの15の監督官庁の連合。
 - 24 KARPf/KURAS-EDER, Das neue Rechtssetzungsverfahren im EU-Wertpapierrecht, Österreichisches Bank-Archiv 2002, 758 ff. が, 最初の概観である。
 - 25 2002年10月22日のフランクフルター・アルゲマイネ新聞における報告記事を参照。
 - 26 ヨーロッパ株式会社の制定法に関する2001年10月8日の閣僚理事会令 Nr. 2157/2001 (SE-VO), ABl. EG L 294 v. 10. November 2001, S. 1 ff.
 - 27 2001年10月8日の閣僚理事会の指令 2001/86/EG, ABl. EG L 294 v. 10. November 2001, S. 22 ff.

- 28 VON HEIN (前掲 Fn. 2) 67 ff. は、ヨーロッパ株式会社の規制の非常に優れた概観である。詳細については、THEISEN/WENZ (Hrsg.), Die europäische Aktiengesellschaft (Stuttgart 2002).
- 29 これについては、VON HEIN (前掲 Fn. 2) 73 f. および引用文献。
- 30 2002年10月1日のフランクフルター・アルゲマイネ新聞における報告記事を参照。
- 31 Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe; Brüssel, 4. November 2002.
- 32 BGBI. I, S. 1310 (2002).
- 33 新たな監督機構の構成および任務に関する概観については、HAGEMEISTER, Die neue Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, WM 2002, 1773 ff.
- 34 これについて批判的な見解は、HOPT/RUDOLPH/BAUM (前掲 Fn. 3).
- 35 BGBI. I, S. 2010 (2002).
- 36 その概観は、MÖLLER, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, WM 2001, 2405 ff.
- 37 HOPT/RUDOLPH/BAUM (前掲 Fn. 3).
- 38 これについては、COHN, Alternative Handelssysteme—Ein Beitrag zur Neufassung der §§58 ff. BörsG, ZBB 2002, 365 ff.
- 39 MERKT, Börsenrechtliches Teilgutachten, Gutachten G (前掲 Fn. 1).
- 40 採決の結果は、NZG 2002, 1006, 107 f. に掲載されている。
- 41 2001年12月20日の法律, BGBI. I, S. 3822 ff. (2001); 2001年12月27日の法令, BGBI. I, S. 4263 ff. (2001); これについて、法学的な観点からは、さしあたり、HOPT, Grundsatz und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, ZHR 166 (2002) 383 ff. 経済的観点からは、SCHMIDT/PRIGGE, Übernahmekonzeption und Übernahmegesetz, in: Die Betriebswirtschaft 62 (2002) 225 ff.
- 42 1995年7月14日の連邦財務省における取引所鑑定委員会の買収コードは、1997年11月28日の告示によって変更され、1998年1月1日以降に発効する。
- 43 この時期において、たとえばスイスは、取引所および証券取引に関する1995年3月24日の連邦法における法律上の基礎に基づく、自主規制による買収秩序を有した。これについては、BERNET, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG) (Bern 1998). さらに、1999年にはオーストリアにおいて、公開買付に関する連邦法 (Übernahmegesetz—ÜbG) が施行された。これについては、KALSS, NZG 1999, 421 ff. 両者の法律は、FLEISCHER/KALSS, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (München 2002) 1057 ff. bzw. 1028 ff. において掲載されている。1998年にイタリアは買収法を改正した。これについては、DIEMER/HASSELBACH, NZG 2000, 824 ff. 多数の中東欧の国家も、買収に関する規制を導入した。とりわけ、ハンガリー (1996)、チェコ (1996)、ポーランド (1997)、スロヴェニア (1997)、クロアチア (1997) がそうである。
- 44 前掲 . 2.
- 45 その法体系については、Pöttsch, Das neue Übernahmerecht, 2002, S. 17 ff.; Assmann, AG 2002, 114 f.
- 46 The City Code on Takeovers and Mergers. Rules, Appendices and Notes, in der Fassung der 7. Auflage, Stand vom 13. 7. 2001; hrsg. v. Panel on Takeovers and Mergers (London). これは、thetakeover-panel.org.uk で参照できる。これについては、DAVIES, Gower's Principles of Modern Company Law 6. Aufl., (London 1997) 772 ff. の優れた序文をみよ。イギリスのモデルについて包括的なものとして、ROSSKOPF, Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien (Berlin 2000).
- 47 詳細は、. 2. 以下。
- 48 1934年の証券取引法の一部として法典化された1968年7月29日の法律, 15 U. S. C. §§78 m (d)-(e), 78 n (d)-(f).
- 49 これについては、BLOOMENTHAL/WOLFF, Securities and Federal Corporate Law 2. Aufl., (St. Paul, Minn. 2000) Chap. 25; HAZEN, The Law of Securities Regulation 3. Aufl., (St. Paul, Minn. 1996) 602 ff.
- 50 R. H. SCHMIDT, Anlegerschutz und die rechtliche Regelung von Übernahmeangeboten, in: Boettcher u.a. (Hrsg.), Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, Bd. 6 (Tübingen 1987) 180 ff.; 「プリンシプル・エージェント」理論の観点からのイギリスとアメリカの買収法について、基本的には、DAVIES/HOPT, in: Hansmann/Kraakman (Hrsg.), The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach (in Vorbereitung für 2003) Chap. 7.

- 51 これについて批判的なのは, BAUM, Funktionale Elemente und Komplementaritäten des britischen Übernahmerechts, RIW 2003 (印刷中).
- 52 これについては,すでに最初に指摘したものがあつた。有価証券取得および買収法の施行後,義務的買付申入に対する厳格な価格形成に基づき,一連の経済的に重要な恐慌の影響を受けた「ニューエコノミー」の企業の買収が,経費の理由から行われないにちがいないとの不平がすでに述べられた。参照,2002年9月16日付のフランクフルター・アルゲマイネ新聞13面(「買収法が,意義ある取引を妨げた」)。
- 53 SEIBERT, Aktienrechtsreform in Permanenz?, AG 2002, 417, 420.
- 54 BGBI. I, S. 1961 ff.
- 55 BGBI. I, S. 590 ff.
- 56 BGBI. I, S. 786 ff.
- 57 BGBI. I, S. 123 ff.
- 58 BGBI. I, S. 3822 ff.
- 59 BGBI. I, S. 2681 ff.
- 60 コーポレート・ガバナンスおよび透明化と開示法については, b) で言及する。
- 61 SEIBERT (前掲 Fn. 53) 419.
- 62 BAUMS (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance (Köln 2001). これについては, HOMMELHOFF/LUTTER/SCHMIDT/SCHÖN/ULMER (Hrsg.), Corporate Governance (Heidelberg 2002) における論稿をみよ。
- 63 AG 2002, 236 ff.; NZG 2002, 75 ff. に所収。これについて簡潔な概観は, SEIBERT, Im Blickpunkt: Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da, BB 2002, 581 ff. その詳細は, ULMER, Der Deutsche Corporate Governance Kodex—ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften, ZHR 166 (2002) 150 ff. 批判的な見解は, SCHIESSL, Deutsche Corporate Governance post Enron, AG 2002, 593 ff.
- 64 もっとも, その詳細については, なお多くのことが不明確である。これについての詳細は, LUTTER, Die Erklärung zum Corporate Governance Kodex gemäß §161 AktG, ZHR 166 (2002) 523 ff.
- 65 SCHIESSL (前掲 Fn. 63) 594.
- 66 SCHIESSL (前掲 Fn. 63) 596.
- 67 同旨, FLEISCHER, ZHR 165 (2001) 513, 514 f.
- 68 これについては, たとえば MÖLLERS, Kapitalmarkttauglichkeit des deutschen Gesellschaftsrechts, AG 1999, 433 ff.; LUTTER, Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht, in: Festschrift für Wolfgang Zöllner (Köln 1998) 363 ff.
- 69 これについて基本的には, SPINDLER, Deregulierung des Aktienrechts?, AG 1996, 53, 74.
- 70 正当にも同旨, SPINDLER, a. a. O.

《質疑応答の要旨》

パウム博士の講演後 20 分位質疑応答がなされた。以下では, それについて重要な問題と思われるものから 2 つの問題だけを要約する

1 少数株主権の濫用

株主は, 会社の株主は業務執行に対して直接に監督是正できる種々の権利を有している。日本では, これについては, このような権利を付与した趣旨を逸脱したような行使も見られる。たとえば, 総会屋による報酬を目的にした株主総会における議事進行の協力と会社側による礼の支払いの例がある。その例として, 平成 14 年に, 日本信販が 15 年間にわたり約 9000 万円

を総会屋に協力料として支払っていたことが発覚している。深刻なのは、総会屋と暴力団とが結びつき、暴力団の資金源に利用される可能性があることである。この点においてドイツの状況はどうか具体的に説明してもらいたい。

この問題点について、ドイツでは、暴力団のような問題が絡んでいない点で状況は少し異なっているが、株主権の乱用に近いようなケースがある。たとえば、会社の合併には、総会の特別決議が必要であるが、少数株主が合併反対の意見を総会で述べて反対投票してもほとんど決議が可決して成立する。しかし、合併が有効になるためには、会社がこれを登記裁判所に登記しなければならない。ドイツの登記裁判官は、登記申請書類が真実であるかどうかについて調査する実質的審査権限を有している。この点は、登記官が単に申請書類が整っているか、記載事項に遺漏がないかについて調べるだけの形式的審査権限を有するだけの日本と異なっている。さらに、合併の場合に、登記裁判官は、株主総会における合併決議について取り消しなどの訴えが提起されていない場合に始めて登記することができ、もし決議について争いがある場合には登記を拒否しなければならないことになっている。そこで、合併に反対の少数株主は、決議の有効性について裁判所に訴えを提起すると、会社は根拠のない訴えなら最終的に勝訴できるものの、それだけ合併の時期が時間的にずれることになる。このために、会社は、訴えを提起した少数株主と直接交渉して、訴えを取り下げてもらい、当初の合併計画を迅速に実行する。このようなケースでは、実際に金銭のやりとりがあるのかどうかは、明確ではない。しかし、何らかのやりとりがあるであろうことは、特に訴え提起の根拠が薄弱な場合には容易に憶測される。このような少数株主として大学の経営学部の教授が著名である。株式買付申入は、合併当時会社の内容を詳細に検討して、問題点について事前に会社に多数の質問状を送ることで有名である。その他、ある夫婦も自己が保有する株式を高値で買取することを会社に要求するような少数株主として知られている。

2 監査役会の機能

会社の業務執行を監督・監視する制度としては、英米に見られるいわゆる一層制とドイツのような2層制のシステムがある。わが国では、両者の折衷型を採用しているが、平成14年5月の改正によって、大会社とみなし大会社については、会社が、強化された監査役（会）を残存させるか、または会社とアメリカ法に倣ったとされる委員会設置会社を選択するか自由に任せるという改正を行った。このように、日本では今回大改革が実施されたが、ドイツの監査役会のシステムは実際に機能しているのか？

わが国においても企業不祥事は起こっており、最近ではホルツマンのような大手の建設会社の事件がある。それは監査役会が機能していない例といえる。しかし、アメリカにおいてもエンロンやワールドコムなどで不祥事も起きている。だから、ドイツのシステムが完全にアメリカ型のシステムに劣り、これを放棄しなければならない、ということにはならないと考え

る。株式法が規定する制度としては、監査役会に取締役の選任・解任権を認めており、制度上は、取締役の業務執行を十分にコントロールすることができる。しかし、1976年の共同決定法によって、監査役会が機能しなくなったことは明確である。この法律は、会社所有者である株主を代表する監査役以外に、労働者代表からなる監査役の選出を定めている。したがって、監査役会において労働者は自己の利害を守ることができることになる。たしかに、会社の業務執行の決定の段階で労働者の利害を反映する決定がなされることは労働者の利益保護に資する結果になる。しかしながら、労働者代表者は、選出の手続きからしても大所高所から業務執行の決定をすることは期待できない。なぜなら、常に労働者の利益を優先させるように行動しなければ再度選出される可能性がなくなるからである。したがって、このような事情から、取締役の業務執行のコントロールの点については問題が生ずる。さらに、ドイツの労働組合は、日本と異なり企業内組合ではなく、横割りの職業別組合である。この制度によれば、会社内の機密を労働者代表が企業内部で守ることよりも、個別企業の枠を超えた労働者全体の問題として扱われる傾向が強くなる。そうすると監査役会では重要な企業機密に接することができることになるため、営業機密が社外に漏出する恐れが高まる。多くの監査役会では、株主代表の監査役と労働者代表の監査役とが別々に監査役会を開催しており、このような状況では、株式法が構想したコントロールの役割に対する期待がもてないことになる。もちろん、労働者の保護という社会政策的な観点からすると別の評価が可能であろうが、監査役会の本来の任務をどのように機能させるかという問題からすると、むしろ障害となっている要素の一つの大きな種である。