

# 欧州企業にみる企業グループの統治と少数株主の保護

三 浦 哲 男

キーワード：支配の連鎖，ピラミッド構造，企業グループ内での利害の調整（支配と一体性），透明性の確保，企業統治年次報告，（少数株主による）特別調査権と買取請求権

## 1 はじめに

今日、欧州の企業、特に大企業が事業活動を展開するうえで、企業グループは企業の事業活動の主たる形態と位置づけることができる。ユーロの登場は、欧州企業の統合化への動きを一層促進することになったが、欧州の企業は欧州内の自らの事業ネットワークを、国境を超えて企業グループとして再編する動きをみせている。

EUの企業グループに関する会社法制については、会社法第7次指令等の法律がこれらの法制を支えてきたが、今日の企業グループ化による事業活動を統治・制御する上で必ずしも十分に機能しているとはいいがたい状況にあるといえる。たとえば、これら企業グループ内の個別企業の株主、債権者等の利害関係者が晒される多くのリスクについては何らかの対策が望まれている。しかし、一方では、これらのリスクも企業グループ内の各個別企業の事業活動に関して、その正当性に疑いを生み出すものではなく、また、株主有限責任の原則に何ら影響を与えるものではないとも主張されている。この点については、欧州の会社法専門家から構成されるHLG（The High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europeの略称）の基本的な見解は、企業グループのみに単独で適用される法

制を、一般の会社法制とは別個独立の法制として整備することは、現時点では必要はなく、寧ろ現行の会社法制の枠組みの中で、これらの諸問題を解決しようとの見解にたっている。しかしながら、HLGは、企業グループに関する問題点を以下に述べる3つの分野、すなわち、企業グループの透明性の確保、利害関係者間の利害対立に対する配慮および企業グループ自体の構造の問題点に集約し、EUの共通の枠組みを構築するための検討をおこなってきた。このようなHLGの提言にもとづき、欧州委員会も、企業グループの支配関係に関する会社法第9次指令案を（再審議のため）復活させる必要はないとの見解を受け入れているが、一方では同提言でも取り上げられている3つの分野については、必要な規定をできる限りEU法制として設けるべきであるとの意向も表明している。企業グループを取り巻くこのような状況を踏まえて、本論文は、HLGが提起した問題点を中心に分析・検討をおこないつつ、これらの分析・検討の過程を通し、企業グループの透明性を如何に確保するかという問題点を企業グループ自体の企業統治の視点から明らかにするとともに、企業グループに属するグループ内の個別企業、特に、子会社または従属会社（以下、“従属会社”と総称する）の少数株主の利益保護はどのようにおこなわれるべきかに焦点をあてて検討を進めてみたい。

## 2 企業グループの構造

企業グループの組織構造、支配関係についての透明性の確保および企業グループ内の従属会社の少数株主に対する利益保護への検討をおこなうに当たり、企業グループはどのような構造を有する集団であるのかという点をまず明らかにする必要がある。国境を越えて事業活動を展開する多くの欧州企業にとり、企業グループの形態による事業運営や支配・統治の仕組みは避けられないものとなってきているといえる。これら企業グループの構造は、企業グループ内の持株会社を頂点とする“支配の連鎖”に代表されるグループ構造（“ピラミッド構造”<sup>(\*)</sup>と呼ばれる）として特徴づけられる。ピラミッド構造は、結果とし

て、企業グループの最上位に位置する持株会社を支配する株主が、比較的に小規模の投資により、各段階における企業グループ内の従属会社の少数株主を“犠牲にして”企業グループ全体を支配することを可能ならしめるものとなっている。HLGの試算によれば、たとえば6段階で構成される親子会社（持株会社・従属会社）の場合、最上位の段階に位置する持株会社を支配することにより、最下位段階にある従属会社の株式の僅か1.56%を所有することで企業グループの支配が可能になるといわれている<sup>(\*)2)</sup>。これらの支配構造を実現するために、企業グループ内の多くの個別企業が株式を上場されるケースが多い。すなわち、これらの個別企業を証券市場に上場することにより、多くの個人（企業を含む）株主に株式を分散所有させることにより、上記持株会社が比較的小規模の（しかし相対的には主要な株主として）株式を所有することで企業グループ全体の支配権を握ることが可能となる。

このようなピラミッド構造は、企業グループにとり様々な問題点を生み出しているが、とくに同構造内の不透明性の問題は大きな問題である。勿論、全ての企業グループがピラミッド構造をもっているわけではない。ピラミッド構造を有する企業グループと“通常の企業グループ”とを区別することは難しいが、一般的に言えば、①ピラミッド構造をもつ企業グループは、支配を目的とする持株会社（通常は、純粋持株会社<sup>(\*)3)</sup>の形態をとる）が最上位に存在するが、②“通常の企業グループ”は、グループ内の各企業が互いに支配を及ぼさない程度の株式を持ち合っているか、持株会社が存在しても（多くは事業持株会社<sup>(\*)4)</sup>の形態をとる）、企業グループ他社の事業戦略に影響を及ぼさない程度の持株所有の場合（支配を主要な目的としていない）であるといえる<sup>(\*)5)</sup>。では、どのような基準により区別することが可能となるのであろうか。換言すれば、企業グループの最上位に持株会社があれば、当該企業グループはすべてピラミッド構造による支配があると判断することができるのかという問題となる。ひとつの考え方としてドイツのコンツェルン規制<sup>(\*)6)</sup>のように“支配契約”が持株会社と従属会社との間で存在しているかどうかを基準とするものがある。他

方、そのような形式的な基準ではなく、企業グループ内の指揮命令の関係が実質的に存在するかどうかを指標とすべきとの考え方もある。何れにせよ、企業グループ内に“支配の意図”が存在するかどうかという主観的な基準にのみ判断を依存することは難しいといえよう。ピラミッド構造に関する問題点として、HLGは、とくに①企業グループの構造自体、②同グループにおける企業統治および③その運営（各段階のグループ各個別企業における主要株主間契約等を含む）に関する十分な透明性の確保が重要な課題となるとしている。これらの問題点を解明するうえで、どのような要素が重要な鍵となるのか、HLGレポートの当該ポイントを紹介することで検討してみたい。

企業グループのピラミッド構造に対するHLGの主たる懸念は、同構造の下位段階に企業グループに属する上場企業が置かれ、最上位の段階にある持株会社が、これらの上場企業を当該持株会社の唯一または主要な資産としてしまうことにある。このような懸念、特に従属会社の少数株主が弱い立場にあることを配慮して、HLGは、欧州委員会に対し、EU加盟国政府が、上述したような上場企業を唯一または主要な資産とするような持株会社の上場を認めるべきではないとの趣旨の勧告を当該加盟国におこなうよう要請している。しかし、HLGは、同時に、仮に持株会社が上記で述べた状況を超える“経済的価値”を有していると判断される場合（具体的に言えば、事業戦略を策定する企業グループの中核本部としての性格をもつ持株会社は、通常の持株会社とは違う存在であり、そこに企業の実体価値を有しているという見方もある。しかしながら、営業実体を持たない企業に上場を認めるのは法律議論としても抵抗がある<sup>(\*)</sup>）。ただ、欧州の場合、各加盟国の傘下企業に対し、これら企業の事業運営に関して指揮命令を発動する立場にある“欧州統括本社”としての実体を持つ持株会社も増大している。これらの企業は単なる持株を保有する持株管理会社としてではなく、事業戦略会社として“経済的価値”を認めることが必要となっているといえよう）には、上場企業として認める例外も考慮すべきとしている。また、ピラミッド構造の下位段階にあるグループ企業の株主（とくに少数株主）が、

グループ持株会社の株式取得ができることを促すことも考慮すべき重要な対策となりうると提言している（この場合、株式交換等の仕組み<sup>(\*8)</sup>の整備が問題となるが、この点EU法制の今後の動きを注視したい）。

HLGが指摘する支配の連鎖である企業グループのピラミッド構造の諸問題については、欧州委員会においても検討の課題であるとし、会社法第13次指令案<sup>(\*9)</sup>とともに、企業統治年次報告の開示義務化が、これらの領域での最初の重要な改善になるとしている。また、HLGの提言については、欧州委員会は、HLGが指摘している点、すなわち、企業グループ内の上場企業を唯一または主要な資産としている持株会社の上場を認めるべきではない（各加盟国に要請）との意見を更に検討する必要があるとし、欧州証券規制委員会（Committee of European Securities Regulation－CESR）の専門的見解を求める意向である。

### 3 企業グループの利害関係者間の利害調整

このような不透明な支配構造に支えられる企業グループの存在は、少数株主や債権者の利益の保護という視点からは看過することの出来ない多くの問題を抱えている。他方、企業グループという事業形態を必要とする要請も確かに存在しているといえる。冒頭でも述べたように、欧州の統合は一層進んでおり、事業活動もEUという市場において“一体化”しつつある。各加盟国に事業拠点は分散していても、企業としての活動は一体性を求められているのは事実である。そうであるとすれば、事業グループが事業の統一または共通の方針により活動する“仕組み”は当然必要とされることになる。しかし、いくつかのEU加盟国では、企業グループを構成するグループ個別企業にとり、当該企業グループの共通の利益にしたがって行動しうる経営を確立することは、困難な課題となっている。

企業グループの正当性を認識する上で、企業グループを構成する各グループ企業の個別のかつ特殊な地位を考慮することなく、グループ企業の株主の利益

を調整する会社法の規定を適用することは難しい。その理由としては種々の点を考慮する必要があるが、具体的にいえば、グループ個別企業の少数株主や債権者の利益の保護は維持されなければならないが、一方では、これらの保護策と企業グループの共通利益の追求とは両立・調節が求められるものであり、企業グループの共通方針の適用を妨げるものであってはならないということでもある。いくつかの加盟国では、企業グループ全体の利益がグループ内の個別企業の利益と直接的な衝突が生じないように取引は正当性がある（特定の企業利益が保護される範囲で）との原則が打ち立てられてきた<sup>(\*)10)</sup>。言い換えれば、グループ内の特定の個別企業が蒙る不利益は、グループ全体のバランスにおいて便宜をはかることにより正当化されることになる。このような企業グループ内での利害の調整をどう規定するか、Forum Europaeum<sup>(\*)11)</sup>は、共通ルールの策定に向けて積極的に検討している。

HLGの見解では、必要に応じて、グループ個別企業がグループ全体の共通の方針を採用し、履行するための枠組みを各加盟国が提供するよう要請している。ただし、これらの枠組みは当該個別企業の債権者の利益を保護し、株主の負担と便益について適切なバランスをとることを配慮したものでなければならないとしている。そしてこれらの枠組みの詳細は各加盟国に委ねられている。一方、少数株主に与えられる保護策、具体的に言えば、とくに特別調査権や株式買取請求権の考え方、また、取締役の不法取引（Wrongful Trading）についての概念に関しても十分な検討が必要となる（これらの諸点については後述する）。

一方、企業グループの適切な機能に関係する重要な法領域として、企業グループの債務超過の問題がある。すなわち、企業グループが債務超過に陥った場合、同グループ内の個別企業の取り扱いをどうするのかという問題であり、その扱いは複雑である。特に、企業グループの活動が国境（加盟国）を跨いで（欧州の企業活動は通常そのような形態でおこなわれているが）おこなわれている場合、同企業グループに属する個別企業の処置をどうするのか、今後の検

討課題となっている。HLGは、欧州委員会が各加盟国に跨る企業グループ内の個別企業の倒産について手続的かつ実質的な連結方策に積極的な役割を担うよう提言している。

欧州委員会は、HLGの提言を受け、各加盟国に対し、各国内にあるグループ個別企業がグループ全体の共通方針を履行するための枠組みを構築するよう要請している。しかし、同時に、これらの枠組みの導入は、企業の競争力の確保と効率化の向上への重要な一歩であるとしながらも、適切なセーフガード（少数株主や債権者等に対する保護措置）が整えられる必要があるとも付言している。同枠組みの導入は、同委員会通知“会社法の現代化およびコーポレート・ガバナンスの高揚”<sup>(\*)12)</sup>におけるアクション・プログラムのmedium term (2006–2008) 期間中での履行が予定されている。

上述してきたように、企業グループの構造およびそれを構成する種々の利害関係者の利害調整にはいくつかの問題がある。換言すれば、企業グループの一種の特質として“支配”と“一体性”は避けられないものであり、かつ不可分の性質を帯びているものとも考えられる。しかし、だからと言って、企業グループ、特に同グループに属する従属会社の株主や債権者等の利害関係者の利益が犠牲にされることの正当性は存在しない。その意味で、はじめにの部分で述べた本稿の目的とした2つの論点の解明が重要な課題となるといえる。すなわち、①企業グループの透明性を如何に確保するかという問題を、企業グループ自体の企業統治の視点から明らかにするとともに、②企業グループに属するグループ個別企業、特に従属会社の少数株主の利益保護はどのようにおこなわれるべきかという点について欧州の会社法制は、現在、どのような規定を設け、また将来、どのような制度設計を目指しているのか、以下で具体的に検討してみたい。

#### 4 企業グループの透明性の確保

企業グループ全体の情報公開は、あらゆるレベルの株主、債権者等利害関係

者の利益を保護し、彼らの権利を確保する上での前提条件といえる。これらの要請に応えるため、EUの会社法第7次指令が制定されているが、同指令の趣旨は、企業グループの連結会計の標準化をおこなうものではなく、EU内の企業グループが公表する会計情報の両立性と同一性を求めるものである<sup>(\*)13)</sup>といえる。このように、連結決算に関する情報の開示を求める会社法第7次指令の規定だけでは、企業グループの情報公開にとって十分なものとは言えない。同指令による開示要請には、グループ企業各部門に関する財務資料は十分には含まれていないし、各部門間の依存関係、すなわち内部取引の状況、共通コストの分担等を完全に把握することは難しいと思われる<sup>(\*)14)</sup>。一方、この点については、日本の会社法も連結会計書類の取り扱いを定めている。すなわち、平成14年の商法改正により、情報提供の充実をはかる目的で連結計算書類制度が導入された。会計監査人設置会社のうち有価証券報告書提出会社は、各事業年度に関する連結計算書類の作成が義務づけられる<sup>(\*)15)</sup>。EUにおいては、企業グループに関する財務および非財務情報の開示についての対策は、一連のEU法制の中で段階的に取り上げられてきた。すなわち、①連結決算に対するIAS（国際会計基準）<sup>(\*)16)</sup>の適用処置が挙げられる。EUは2005年1月に、域内の上場企業に対し同基準に基づく会計処置を求めることとした。同処置はEU内の証券市場に上場している外国企業にも2007年から適用されるとされている。とくに、日本企業にとってはEU内での資金調達上から重要な課題となっている<sup>(\*)17)</sup>。次に、②会社法第13次指令案<sup>(\*)18)</sup>にもとづく情報の開示も問題となる。同指令案はTakeover bid（会社買収手続き）に関するものであり、同指令案の第6および7条はTakeoverの入札の内容についてのルールを定めたものであるが、入札者の書類には被買収会社の株主等が適切な決定をおこなうために必要な情報を含まなければならないとして、被買収者側への十分な情報の開示が求められることになる<sup>(\*)19)</sup>。そして、③企業統治年次報告（the annual corporate governance statement）による情報の提供は、企業グループの支配構造を統治という視点から明らかにする上で重要な情報開示の方法といえる。しかし、



現段階では、これらの情報提供の義務者は上場企業に限定されている。したがって、欧州委員会は、今後、企業グループの親会社である持株会社が上場企業でない場合にも、情報開示を義務づけるべきであるとしている。これら上記の問題点のうち、ここでは特に、企業グループの透明性の確保をはかっていく上で、重要な役割を担うことになる企業統治年次報告に焦点をあて、その内容と効用がもたらすポイントを明らかにしていきたい。

上述してきたように、会社法第7次指令は、企業グループの連結会計についての情報の開示をもとめるものではあるが、企業グループの機能と利害関係者との関係やグループの各分野の財務状況または企業グループ内の従属会社の依存度等についての情報の開示については、ほとんど触れていない。しかし、企業グループの構造および支配の関係を明らかにする上で、企業統治に関する情報の開示は極めて重要な課題といえる。HLGレポートは、すくなくとも、上場企業は、自らが適用している企業統治ルールおよび慣行の主要点を企業統治の年次報告書の中で開示すべきことを求めている。この点に関連し、EUはいくつかの指令および指令案を公表している<sup>(\*20)</sup>が、これらの指令(案)の履行細則は、各加盟国の政府に委ねる形式をとっている。EUは、各加盟国のこれらの規則を調整するための枠組みを提供する役割を担っている。すなわち、EUの枠組みの中では、以下のような重要項目が各加盟国の規則の中に盛り込まれるべきであるとしている。

- 1) 株主総会の議事方法、同総会の権限、種類株式に応じた株主の権利とその行使方法について。
- 2) 取締役会および委員会(委員会設置会社の場合)の議事方法、取締役の任命手続き、取締役の役割と資格、取締役と企業との関係(直接的または間接的)について。
- 3) 証券市場への上場および上場企業対象の証券の情報に関するEU指令(注20参照方)で定められる主要株主の株式保有状況および議決権の行使、および主要株主間の株主契約について。

- 4) 企業と主要株主との間の直接的または間接的な関係について。特に、主要株主と企業、または少数株主との間の潜在的な紛争が文書に十分に記載されているかについて。また、企業と主要株主間での取引がArms-Length（独立当事者間の）取引であるか否かの説明。
- 5) 子会社、関連会社等の主要利害関係者との取引について。
- 6) 企業の中核的な事業戦略と活動およびそれに伴うリスクを詳しく記載するリスク管理システム（このようなシステムが存在しない場合は存在しない旨等の事実を開示しなければならない）について。

このように、企業統治年次報告は子会社、関連会社等の主要利害関係者との取引についての情報の開示を求めている。当該年次報告が遵守されているか否かの責任は、全体として、取締役会にある。同年次報告が企業グループの透明性に与えるインパクトを如何に評価すべきであろうか。上述したように、ピラミッド構造を持つ企業グループについて、HLGは、問題点として、①企業グループの構造自体、②同企業グループの企業統治および③その運営方法や方針（各段階のグループ企業各社における主要株主間契約<sup>(\*21)</sup>等を含む）に関する十分な透明性の確保が重要な課題となるとしている。企業グループの最上位にある持株会社が、比較的の小規模の資本により、企業グループ内の下位に位置する上場企業を支配し、同上場企業の資産を当該持株会社の唯一または主要な資産としているという不透明な構造が実際に存在するの点という点を明らかにできる開示が株主、債権者等の利害関係者に対して望まれるのである。この点については、特に従属会社の少数株主の保護について上述した会社法第9次指令案がひとつの考え方を示している。

## 5 従属会社の少数株主の利益保護

### ① 少数株主による特別調査権

株主、とくに少数株主にとって、株主総会への出席や議決権の行使がいかに容易になろうとも、これらの権利を行使することにあまり積極的ではないとい

う傾向が指摘されている（これらの現象は“合理的無関心”<sup>(\*22)</sup>と呼ばれる）。しかも、この傾向は、単に個人株主だけではなく、機関株主にもみられるものである。HLGレポートによれば<sup>(\*23)</sup>、欧州の場合、通常、一定程度の規模を有する企業グループは国境を超えて事業活動をおこなう多国籍企業であり、企業グループ内の従属会社の少数株主は、当該企業グループの問題を把握することすら困難な状況にある。このような状態において、これら少数株主に必要とされることは、同グループの問題が何かということをまず見つけ出し、これらの問題に対する適切な行動をとることである。EUのいくつかの加盟国<sup>(\*24)</sup>は、このような事態に対応するものとして、少数株主が特別な調査手続きを求めることの必要性を認識してきた。勿論、EUの各加盟国において、どのような特別調査手続きをとるべきか、または同手続きの内容をどうすべきかについてはかなりの見解の相違があるといえる。しかし、多くの加盟国では、たとえ特別調査手続きの援用が極めて稀有であったとしても、援用すること自体が十分な効果があると考えられている。利害関係者に対する公開諮問の結果<sup>(\*25)</sup>に基づき、HLGは、総会での議決権または情報の開示請求権等に関する少数株主の権利は、特別調査を求めるとを可能するための欧州全体の枠組みが構築されることにより、十分に補完されることになるとしている<sup>(\*26)</sup>。更に、組織が複雑であり、かつ不透明な構造をもつ企業グループに属している企業に適用するような形態にするべきであるとも提言している。これらの枠組みの導入にあたっては、枠組みが導入される各加盟国の法制や手続きとの両立がはかられるよう、各加盟国に枠組みの具体的な内容が委ねられることになろう。

ところで、上述してきた企業グループの従属会社の少数株主の権利については、会社法第9次指令案（現在に至るまで採択されていない）がいくつかの問題点を提起している。これらの点については、森本滋教授が、ドイツおよび英国の法制との関連で同第9次指令案を精緻に分析されている<sup>(\*27)</sup>。同教授によれば、第9次指令案の基本的な考え方として、“第9次指令案の従属会社（この場合、子会社と同義である—論者の注記）保護に関する規制原理は、従属会

社は、支配契約<sup>(\*28)</sup>が締結されていないかぎり、その自己利益にもとづいて、経済的に独立している企業と同様に運営されなければならない、ということである。――（中略）―― 従属会社を害するように影響力が行使されたときには、損害賠償責任その他の適当な保障制度を設けて従属会社を保護する。経済的に独立している会社に該当する会社法制が、まったくそのまま従属会社にも適用される。従属会社は会社の利益と一致しない会社外の利益を実現するための道具となつてはならない。”と指摘されている。では、第9次指令案が規定する保障制度とはどのようなものであるのか。同教授の分類を大筋でまとめると、①特別の責任構成要件、②特別報告書制度、③特別検査役制度および④裁判所による特別救済制度の4項目とされる<sup>(\*29)</sup>。その中で、HLGレポートの提言に関連している議論としては、上記③の特別検査役制度がある。同指令案（第9条）は、支配企業（親会社）の影響力行使の結果として、従属企業に損害（失）が発生した（または発生することが推測される）場合、（従属会社の）株主その他の利害関係者は裁判所に特別検査役の選任を要求できると規定する。同条は、更に、①特別検査役の選任にあたっての、当該従属会社の取締役等の関係者への事情聴取、②特別検査役による、従属会社の被った損害・損失が支配企業の影響力によるものかについての認定、③特別検査役による資料請求権等の広範な調査権限等が定められている。上述したように、HLGレポートは、会社法第9次指令案の審議復活を現時点では求めてはいない。その理由については、種々の要因が指摘されているが、森本教授は当時、既に、以下の点を示しておられた<sup>(\*30)</sup>。すなわち、“第9次指令案の定める従属会社保護規制は、西ドイツ（当時―論者の注記）株式法とイギリス会社法の規制方式を融合し、さらに、これを改善したものと評価することができる。その特徴は、広範な開示規則と裁判所の弾力的かつ強力な介入規則である。主としてイギリス法に基礎をおくと理解されるこのような規制方法が大陸諸国で容易に受け入れられるものであるか、大いに注目される。”この指摘は、同指令案が1984年に提案されて以降、今日まで、採択されていない現実に対するひとつの示唆であ

るといえよう。これに関連して、会社法第9次指令案の問題点とされているのが、同指令案は、Public Limited Companies (PLCs - 公開有限責任会社) が別の“Undertaking (企業)”の“Subsidiary (子会社または従属会社)”である場合に適用されるとしている点にある<sup>(\*)31)</sup>。同指令案は、また、Subsidiary の定義についても、各加盟国に“支配契約”の規定を設けるよう要請している。しかし、EU加盟国のすべてが、このような仕組みを制度としてもっているとは言えない。

これら少数株主保護の問題の今後の展開については、特別調査手続き(特別検査役による調査)にのみ関係づけて解決策を模索することは難しいといえよう。上述したように、HLGレポートは、少数株主の特別調査手続きとともに、少数株主への株式買取請求権の付与、取締役による不法取引の責任等の問題と併せて検討することが必要とならしている。

## ② 少数株主による株式買取請求権

株式買取請求権は、企業グループのピラミッド構造の下位段階にいる子会社の少数株主に、自ら所有する株式の買取請求を可能にする制度的保障であるといえる。HLGレポートは、これら手続きの詳細には触れていないが、制度設計上は、従属会社の株主が、同社の利益が企業グループの支配会社による影響力の行使により脅かされている、またはその恐れがあると判断した場合、特別調査手続きを求めることに代替する措置として、自らの所有する株式の購入を当該従属会社に要求できるとするもの(所謂、“Sell out right”)である。ただ、この権利行使の具体的な基準の設定は難しい。具体的には、①どのような状況または程度の段階にあれば支配会社の影響力の行使といえるのか、②株式買取請求権の発動要件はどう規定するのか、更に③買取価格の決定方式はどうするのか等の点である。一方、支配会社が、企業グループ内の従属会社の資産を支配会社の唯一または主要な資産として証券取引所に上場している場合、そのような企業の上場を認めるべきではないとHLGレポートは指摘する<sup>(\*)32)</sup>。もし、このような禁止規定を設けない場合、その代替措置として、当該従属会社の株

主（とくに少数株主）に、当該株主が有する従属会社の株式と同支配企業の株式とを交換させるオプションを与えるべきだとの意見もある。大いに検討に値するものといえる。

### ③ 支配企業の取締役による不法取引（Wrongful Trading）の責任

HLGレポートは、不法取引の概念は、（企業グループに属さず独立している）通常の個別企業だけではなく企業グループに属している従属会社にも適用されるとしている。上述してきたように、企業グループ内の従属会社の取引が企業グループ全体の利益に左右されることは、通常、予想されることではある（企業グループ全体の方針と従属会社の事業活動について、一定の範囲での調整が必要となる点については上記3を参照頂きたい）。しかし、このことにより、当該従属会社の少数株主や債権者の権利・利益が害されるとすれば問題となる。拙稿<sup>(\*33)</sup>で述べたように、HLGレポートおよび欧州委員会通達は、取締役の不法取引の責任に関して、企業が債務超過（Insolvency）に陥った場合の取締役の責任について規定している。これは、企業が事実上の破産状態に陥った場合、株主、とくに少数株主に対し十分な説明をする取締役の説明責任を深化させるものといえる<sup>(\*34)</sup>。HLGが提言するEUの取締役による不法取引の責任の考え方<sup>(\*35)</sup>については、英国、フランス等の各加盟国の考え方と類似したものであり、対象企業が債務を弁済し続けることが難しいと取締役が判断すべき場合は、当該企業の取締役は（債務弁済の為の）企業の救済策を講じるか当該企業の清算手続きを申請するかの何れかを決定しなければならないとされており、これに違反した場合、不法取引の責任を負うことになる<sup>(\*36)</sup>。とくに英国においては、拙稿でも既に指摘したように、英国1986年Insolvency Actに取締役の不法取引の責任について客観的な基準を規定している<sup>(\*37)</sup>。その主要点としては、①取締役の責任は原則として、業務執行、非業務執行で区別されず、非業務執行取締役も同等の責任を負う、ただし、②非業務執行取締役は、株主から受託された義務を十分に注意をもって果たす責任は同じとしても、期待される技量と注意義務から判断すれば、業務執行取締役より活動は狭くなるものと

認識されている<sup>(\*38)</sup>。また、③取締役を任用する契約の内容がその責任範囲に影響を与えられている。

## 6 結びに代えて

冒頭の1. はじめにの部分で指摘したように欧州の企業グループは、現代の欧州市場における企業活動にとり主要な企業形態であり、その重要性は、欧州市場の統合が真の意味で最終段階に入りつつあるEUの企業にとり一層現実味を帯びているといえる。これらの状況を踏まえ、最後に纏めとして、上述してきた論点を以下のように総括してみたい。

### ① 欧州の企業グループに変化はみられるのか。

英国の電話通信企業であるボーダフォン社によるドイツのマンネスマン社の買収、スイスおよびドイツに基盤を置くブラウン・ボウベリー社とスウェーデンのアセア社との重電企業同士の合併、また最近では、世界一の鉄鋼生産高を擁するミタル・スチール社（オランダに本社を置く）による同第2位のアルセロール社（ルクセンブルグに本社を置く）との経営統合等、欧州企業の企業再編・統合の流れは激しさを増している。これらの動きは巨大企業による再編・統合にとどまらず、中堅企業にまで及んでいる。EUの市場統合はもはや理念や議論の段階ではなく現実のものとなっている。また、これらの企業再編・統合の動きに加え、同一の企業グループ内においても傘下企業の再編・統合が盛んになってきた。具体的には、EUの従来からの加盟国（特に、ドイツ、英国、フランス）の製造拠点を旧東欧諸国（EUの新規加盟国）へ移転する動き、欧州市場内の物流・集積機能を一元化し、物流センターとしての拠点を整備する流れが進んでいること、更に、企業グループの事業戦略本部の役割を担う統括（本部）会社<sup>(\*39)</sup>を設立することによる欧州市場全体を睨んだ管理拠点の設立の動きが進んでいること等である。元来、欧州企業の再編・統合は外国企業、とくに米国企業の欧州進出に対抗する為であったが、マーストリヒト条約によるEU（欧州連合）の出現により、欧州の企業は文字通り“欧州企業”へと変

貌し始めている。その意味で、EU市場での企業グループ化の動きは、米国や日本と異なり、EU市場統合という政治・経済上のイベントと深く関係していることを理解しなければならない。すなわち、これらの動きは、EU独自の問題に起因するものでもある。それは、第一に、企業グループに属する個別企業がEU各加盟国に存在するため、当該企業の利害関係者、わけでも少数株主にとり、グループの支配企業を中心とする企業グループの全体の動きを把握することが、従来の国内グループに比較し、一層難しくなっているという現実である（この種の現象は多国籍企業には共通してみられるが）。そして、第二の点は企業グループ内での再編・統合（例えば、某加盟国にある従属会社を清算し、同企業の事業を別の加盟国に移転させる）が当該加盟国の利害関係者（株主、債権者等）に大きな影響を与えることになり、フランスでみられるように各加盟国の国益が台頭してくる可能性があることである。しかし、これら欧州独自の事情も時間の経過とともに変化してゆくであろう。もちろん、言語、文化、（ワールド・カップに代表される）“祖国愛”等が簡単に過去のものになるとは思われぬが、経済合理主義に立つ企業の活動が欧州（EU）市場を事業活動の舞台とすることは当然の成り行きといえるであろう。その意味でEU内の企業グループ化は他の地域または市場に比べ、一層幅広く展開されることになる。

## ② 企業グループの透明性は今後どう高められるのか。

国際的な会計基準統一の動きは、欧州、特に英国で始まった（例えば、国際会計基準（IAS）理事会の本部はロンドンにある）。その意味で、EUは、企業活動の透明性を求める点においても世界をリードしているともいえる。また、欧州企業の透明性について論じるとき、企業統治の視点が最も重視されていることに注目しなければならない。それは、特に、ときとして不透明な部分が多いといわれる企業グループの統治のあり方に焦点が当てられることになる。この為の具体的な施策としては、上述してきた企業統治年次報告の提出を義務づける形であらわれている。企業グループを取り巻く多くの利害関係者、特に少



数株主、債権者等への配慮は企業統治の面から重要な問題であり、今後の課題としては、同報告が包含する対象や範囲をより幅広く（現在は対象が上場企業に限定されている）適用するとともに、より深く（グループ支配構造のみならず、グループ内の企業間取引の実体を公開する）情報を開示する方向に向かうべきであろう。

### ③ 企業グループの少数株主の利益保護に対する施策。

企業グループ内に属する個別企業の少数株主の利益は如何に保護されるべきであろうか。上記③で述べてきたように、企業グループの一体化をはかり、グループ自体の利益を優先させることと同グループ内の利害関係者の利害をどう調整するかという課題は難しい問題である。欧州（EU）での企業グループのあり方を考察するとき、欧州独自の事情を無視することはできない。それは、一言でいえば、欧州の企業活動が、従来の“国内企業”を基盤とするものから“欧州企業”ベースの動きに変貌してきていることであり、企業グループもこれらの流れのなかで再編・統合に向かわざるを得ないということである。したがって、欧州内の企業グループは、EUという地域での多国籍企業グループという形態に変わりつつあるといえる。この動きの中で問題となるポイントは、グループ内の企業の利害関係者、特に少数株主にとり、彼らが属する企業グループの全貌、とくに支配構造や支配関係が見え難いものとなっていることである。いわば、これらの少数株主の“隔絶化”が進んでいるといえよう。勿論、国境を超えての議決権行使の方策<sup>(\*40)</sup>等の対策もとられてはいるが、これらの技術的な対策だけで解決策が見出せるとは思われない。事態を改善させる方策としては、以下の3段階での対策が必要となろう。その第一は、情報開示の強化である。既に紹介してきたように、企業グループ全体の企業統治に関する情報の開示を義務付ける動きがある。問題は、これらの開示をより広く、より深くすることにより、少数株主の保護策を一層強化することが重要な一歩になるといえる。第二のポイントとして、株主による監督・是正権の強化である。上記4において、少数株主による特別調査権の援用が制度化される動きを論述してき

た。しかし、より重要なことは、特別調査権の発動を少数株主の保護策として、より実質的に機能させることである。換言すれば、調査権にもとづき明らかにされた少数株主の“不利益な立場”を如何に是正させるかであり、その為には、少数株主にこれらの不利益な立場の是正を要求する権利を制度化することであろう。そして、更なる少数株主への保護策としては、彼らが不利益な立場から“脱却”できる方策を探ることであろう。既に、上述してきたように少数株主による株式買取請求権を制度化する方向での議論がおこなわれている。しかし、不利益な立場から抜け出せれば問題が解決されるという対策は一面的な解決策であり、より積極的には、この立場を“是正”させる道も検討されなければならない。上記5で指摘したように立法論として、企業グループの下位にある従属会社の少数株主が自ら有する株式を支配会社の株式と交換させる仕組み（支配会社株式への“アクセス権”の付与）も十分に検討されるべき課題であるといえる。

## 注

- 1 HLGは、持株会社を介しての（企業グループの）支配構造が長い鎖により結びつけられている点に特徴があることに注目し、このようなグループ構造を“ピラミッド構造”と定義している。（Report of The High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (HLG Report) 4 November 2002. 98頁）
- 2 支配構造の頂点に位置する持株会社が、ピラミッドの各々の6段階で従属会社の株式の過半数（50%超）を直接または間接的に所有することによりグループ全体を支配することが可能となると試算している（HLG Report 98頁）。この点に関連して、最近の新聞記事（2006年8月3日付日本経済新聞「韓国の財閥トップ 持ち株5%でもグループを支配」）は、韓国の財閥のケースを取り上げている。同記事によれば、韓国の財閥企業のオーナー一族は5%の株式を所有することで企業グループ全体を支配していると報じている。
- 3 “純粋持株会社”とは、株式を所有することにより、他の会社の事業活動を支配することを主たる事業とする会社とされる。一方、他の主たる事業もおこなっている（兼営している）会社は、他社の株式を所有しているとしても、純粋持株会社とはならない（この種の会社は“事業持株会社”と呼ばれる）。この点については、下谷政弘『持株会社解禁』（中央公論社/初版/1996）26-29頁参照方。ただ、これら持株会社の区別は、日本でも1997年の独占禁止法（私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律）改正により純粋持株会社の設立・再編が認められたことにより法律上は意味のあるものとは考えられなくなった。
- 4 上記注3で述べたように、他の主たる事業もおこなっている持株会社を意味する。

- 5 議決権行使が可能である株式の所有比率だけではなく、役員等の派遣による人的支配や融資等の自己資本以外の資金供与による関係等を総合的に評価する必要がある。
- 6 ドイツ（当時の西ドイツ）の伝統的なコンツェルンの規制方式は契約、すなわち支配契約（支配企業が従属会社に対し包括的な指揮権を持つことを可能にする契約）の締結をもってコンツェルン関係を法的に承認するものである。－森本滋『EC会社法の形成と展開』（商事法務研究会/初版第一刷/1984）365-367頁参照方
- 7 EUの市場統合とともに、企業グループの管理機能を有する欧州統括会社の設立が進んでいる。これら統括会社がどこまで当該企業グループの管理中枢機能を有するかについての検討が必要となるが、“単に企業グループ内の個別企業の株式を所有している持株会社”という事実だけに依拠して当該持株会社に実質的な経済価値があると判断することは難しいと思われる。
- 8 同一企業グループ内の支配会社Aと従属会社Bの間で、Bの株主の保有する株式がAに移転され、その引き換えとして（Bの株主が保有するB株式に相応する）Aの株式がBの株主に割り当てられる（その結果、Bの株主は支配会社の株主になる）方式。
- 9 Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover bids 2002/0240(COD)
- 10 具体的には、ある取引において当該取引をおこなった企業の利益が、同企業が属する企業グループ（の方針）により損なわれることがある場合でも、同企業が企業グループの構成員であることにより全体として補填される（それにより均衡がとれる）ならば正当化されるとの考え方である。（HLG Report97頁）
- 11 EU各加盟国の専門家により構成されるForum Europaeum Corporate Group Lawの呼称。
- 12 Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union –A Plan to Move Forward (Brussels, 21, 5 2003 COM(2003)284 final)
- 13 会社法第7次指令の前文（Preamble）の中でこの趣旨が謳われている。
- 14 HLG Report 95頁
- 15 日本の会社法第444条参照方。
- 16 International Accounting Standardの略称であり、国際会計基準委員会（International Accounting Standard Committee）が公表する会計基準書である。－『国際会計基準ハンドブック』（青山監査法人プライスウォーターハウス編（東洋経済新報社発行/初版/1996）4頁
- 17 2005年4月29日付朝日新聞の記事“EU会計基準「補完的情報開示を」－日本企業に求める草案”によれば、欧州証券規制委員会（CESR）が日本の会計基準を補完する財務諸表の開示を（日本企業に）求めたことで、会計処理の負担増を嫌う日本企業の中には、欧州とは別の海外市場での資金調達を検討する動きも出そうだと報じている。
- 18 注9参照方。
- 19 同指令案第6条3項は、公開の対象となる開示事項を列挙している。
- 20 例えば、2001年5月28日付のDirective 2001/34/ECによれば、主要株主の持株比率の状況、これら主要株主の議決権の行使および（もし存在する場合には）主要株主間契約の内容について公開することが求められている。
- 21 特に、議決権の行使についての拘束条件は重要な開示事項といえる。
- 22 一部の支配株主を除く多くの一般株主（個人株主だけではなく機関株主にもこの傾向がみ

- られる)が、議決権を行使することにより企業の経営へ影響を及ぼすことに関心を持たない現象(“Rational Apathy”)が上場企業の株主を中心としてみられる。
- 23 HLG Report 57頁
- 24 HLG Report 58頁
- 25 本件に関連して、質問を受けた者(企業を含む)のうち44%が、一定数以上(特定の持株比率または持株数)の株式を持つ少数株主による特別調査権の援用は株主の権利を強化する上で重要な役割を果たしていると回答している。- HLG Reportの別表(Annex 3), II-Specific Topics (Chapter 3 of the Consultative Document) 1.3 Strengthening shareholders' right and minority protection, in particular supplementing the right to vote by special investigation procedureによる。
- 26 HLGは、少数株主による特別調査権の援用を上場企業だけではなく、(上場企業以外の)公開企業や閉鎖会社へも拡大して適用すべきであると提言している。
- 27 上記注6の森本滋『EC会社法の形成と展開』第8章 企業結合法(363-439頁)の部分を参照方。
- 28 同上395頁
- 29 同395頁
- 30 同401頁
- 31 第9次指令案のExplanatory Memorandumによれば、同指令案は企業グループの事業活動により影響を受ける利益が十分に保護されることを保障しつつ、当該グループが健全に運営されるような枠組みを提供することであった。- 欧州委員会通知“会社法の現代化およびコーポレート・ガバナンスの高揚”18頁
- 32 HLG Report 99頁
- 33 三浦哲男『日系欧州企業の事業活動に関する法的問題 第6回 経営組織のあり方と役員報酬』国際商事法務 Vol.33 No.11(2005) 1528頁
- 34 この問題については、各加盟国の破産法の規定に委ねるべきであるとの考え方も主張されているが、HLGはこの考え方に反対している。- HLG Report 68頁
- 35 企業が破産の危機に晒される場合の取締役の不法取引(Wrongful Trading)責任についてのEU法制の枠組みを制定すべきだとの考え方である。この考え方の前提は、企業が破産に至るまでの過程において最も大きな影響力を行使し得るのは取締役であり、取締役の責任は企業統治システムの重要な要素となる点である。この点に関して、HLGは、破産に至った当該従属会社の取締役の責任は当然ではあるが、同社が属する企業グループの支配会社または同支配会社の取締役が当該従属会社の“事実上”の取締役である(または、みなされる)場合、これらの支配会社(または同支配会社の取締役)の責任を追及することができる(“Shadow Director”と呼ばれる考え方)とする考えを提言している。- HLG Report 68頁。この点に関連して、日本の会社法における、(少数株主による)親会社に対する責任の追及については、川島いづみ「子会社の少数派株主の権利」酒巻俊雄・志村治美編『現代企業法の理論と課題』(信山社/第1版第1刷/2002) 84-86頁に詳しく論述されている。
- 36 取締役の責任について、欧州委員会はHLGの提言を支持し、同委員会の行動計画(List of Actions)のMedium Term (2006-2008)の期間中に同提言にもとづく提案を行うとしている。- 欧州委員会通知(注12参照方) 16頁。
- 37 ジャクリン・マクレナン他(三浦哲男監訳)『EUにおけるコーポレート・ガバナンスの新しい動き 第2回 取締役-その変貌』国際商事法務 Vol.32 No.10 (2004) 取締役の義務と責任(1359及び1360頁)に関する部分を参照方。

38 同上1359頁

- 39 欧州の統括会社がどのような機能をもつのかについては企業ごとに考え方が異なっている。論者自身の経験（日本企業の欧州統括会社に勤務した経験）からも、以下のような機能が統括会社に組み込まれるものと思われる。すなわち、財務（資金調達を含む）、経理（地域における事業全体の取り纏め）、IT、法務、広報等である。企業経営の上で、“経営知識”（“事業知識”に対して）を要するものが統括機能として相応しいとの考え方（武藤泰明『持株会社経営の実際』（日経文庫/1版1刷/2003）34-35頁参照方）もあるが実務的に峻別することが難しい場合も多い。なお、統括会社が持株機能を持つかどうかという点では、日系企業の場合、必ずしも当該機能を持っていない場合も多い。
- 40 EU各加盟国に散在している株主による議決権行使を、国境を超えてより容易におこなわせる仕組み（Cross-border voting system）は、欧州市場統合の進化によりEU会社法制にとっても重要な検討課題となっている。一方、Cross-border votingに伴い生じる様々な法律問題を検討するため、2002年に、オランダ法務省により、The Cross-Border Voting Groupが設立された（HLGの2人のメンバーも参加している）。同グループは、国境を超えて株式所有が進んでいる実態を調査するとともに、特に、証券会社等の仲介業者を通して所有される株式の議決権が実効的に行使されることを確保するため、EUレベルでの（各加盟国共通の）規制策を早急に纏めることを進言している。株主との連絡・情報提供の方法、具体的な議決権行使の手段等多くの検討項目が含まれている。（オランダ法務省のWebsite：<http://www.wodc.nl>）

## 参考文献

本文および注の箇所に記載した文献、資料等以外の参考文献としては以下のものがある。

- Janet Dine and Paul Hughes『EC COMPANY LAW』Update 20 (August 2004), 21 (March 2005) および22 (August 2005) Jordan Publishing Ltd.
- Stephen Griffin『COMPANY LAW Fundamental Principles』Third Edition, Person Education Limited, 2000
- Josephine Steiner and Lorna Woods『Textbook on EC LAW』Seventh Edition, Blackstone Press Limited, 2000
- デイウィッド・エドワード、ロバート・レイン、庄司克宏（訳）『EU法の手引き』（国際書院/初版第1刷/1998）
- 森本滋編『比較会社法研究－21世紀の会社法制を模索して－』（商事法務/初版第1刷/2003）
- オットー・ザントロック/今野裕之編『EC市場統合と企業法』（商事法務研究会/初版第1刷/1993）

提出年月日：2006年9月14日