

フランスにおける企業統治の特徴と改革の動きについて

成毛 建介（日本銀行パリ事務所\*）

2003年4月

**Banque du Japon**

17 avenue George V  
75008 Paris, FRANCE  
Tel. +33-1-4720-7295  
Fax. +33-1-4723-8147

海外事務所ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行海外事務所スタッフ等によるリサーチ活動の成果をとりまとめたもので、金融市場参加者、研究者等、有識者の方から幅広くコメントを頂戴することを企図しています。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは各海外事務所の公式見解を示すものではありません。

---

\* 現発券局。

## フランスにおける企業統治の特徴と改革の動きについて

### (要 旨)

フランスにおける企業統治（コーポレートガバナンス）のメカニズムの特徴は、監査役会を置かない取締役会による一元的構造、取締役会長と代表執行役（米国の CEO に当たる）を兼任する PDG（Président – Directeur Général）に権限が集中、株主総会によって選任された監査役が株主に代わって業務・会計を監査、の3点に整理できる。こうした企業統治メカニズムは、形式的には米国型によく似た格好になっている。

取締役会の一元的構造や PDG への権限集中といった特徴の背景としては、そもそもフランスにおいては、ブルボン王朝による絶対王政やナポレオンによる帝政など、政治的権限の中央集権傾向が極めて強かったという歴史的背景を反映したものとみられている。

1966 年のフランス商法改正により、取締役による一元的構造のほか、取締役会と監査役会の双方を設置する二層構造型も認められたが、その利用は外資系企業の利用が殆ど。フランス企業の中にも一部にこうした二層制を採用する先もみられなくはないが、その利用目的は立法趣旨である監視機能強化という観点とは全く別の場合が大宗。

もっとも、フランス企業における企業統治の実態をみると、以下の通り米国型とはかなり異なっており、むしろ日本における企業統治の実態に近いとみることもできる。すなわち、PDG の権限は米国よりも一段と強力であり、取締役会や監査役の経営監視機能は実質的に形骸化している。企業の多くが極く少数の大株主に保有されていたという伝統的な資本構造もあって、米国のような株主（shareholder）重視型ではなく、利害関係者（stakeholder）重視型である。金融市場が果たす経営監視の役割は余り重要視されていない。短期的な企業収益最大化ではなくより中長期的な企業の成長・業務の継続性を重視している。企業統治の規範面では、法律は基本原則のみを規定し、より具体的な規則は業界による自主規制に委ねる形となっている。

このように、フランス型企业統治が米国型と異なっていることの経済的・社会的背景としては、企業統治の目的となる社会的価値の相違、仏高等教育システムを通じた少数エリートによる経営支配、フランスでは政府の企業統治に果たす役割が大きいこと、等が挙げられている。

すなわち、株主利益実現を最大の目的とする米国とは異なり、フランスでは、

事実上の終身雇用制の下、経営者、被雇用者、株主を含めた利害関係者全体の利益、あるいは一国の経済全体の中長期的な成長・競争力の向上を企業統治の目的とする社会的コンセンサスが存在していた。また、個々の企業経営の監視については、金融市場等、企業外部の者よりも内部事情に詳しい者の方が適任であると考えられた。そして、その実効性を担保する手段として、高等教育を受けた少数のエリート達によるインナー・サークル内の相互監視、ないし政府による監視の形でチェック・アンド・バランスが図られていたと考えられる。

しかしながら、従来のフランス型企业統治を支えていた資本構造（少数大株主中心）の変化、すなわち米国機関投資家による持株比率の高まりを受けて、株主への説明責任が求められるようになる一方、最近では、フランスでも、フランステレコム、ビベンデイのように、企業トップ（PDG）の暴走により企業破綻寸前に陥るケースが生じている。フランス社会全体としても、伝統的な仏式エリートシステムの崩壊が懸念され始める中で、これまでのようなインナー・サークルによる相互監視の実効性にも疑問が呈されてきている。

このような状況を受け、フランスでも企業統治改革の必要性が真剣に議論され始めている。こうした議論においては、国の経済全体の中長期的な成長、利害関係者総体の利益重視といった企業統治の目指す基本的価値についてはフランス型の優れた点として従来通り維持されている。一方、経営チェック機能の形骸化という弱点については、米国流の企業統治改革手法を一部採用するかたちで、企業統治メカニズムの頑健さを保証するための改善が施されている。

経営チェック機能改善に向けた具体的な改革の取組みとしては、以下の方策が注目される。すなわち、経営監視機能が形骸化している会計監査役に実質的な機能を回復させることを企図し「会計監査人高等評議会」を法務大臣の諮問機関として設置。取締役会において実質的な議論を行えるようにするため、取締役会の員数上限を引下げる（24名→18名）とともに、同一人物による取締役の兼任社数を最大5社に制限。従来の自主規制では取締役会全体の3分の1以上とされていた「独立社外取締役」の比率を過半数に上げるとともに、その曖昧な定義のため顔触れがインナー・サークルの一部エリート層に偏っていたことから、「独立社外取締役」の定義を一段と厳格化。国有企業の民営化進展にもかかわらず、株主としての政府による経営監視機能を再強化。

この間、欧州レベルにおいても、欧州全体で企業統治メカニズムの統一化を図ろうとの動きも一時みられたが、結局、2002年11月に公表された欧州委員会の「Winter報告」においては、欧州諸国間の国内会社法制の調和がまだ十分でない状況下では、欧州で統一化された企業統治ルールの導入は時期尚早であるとされた。

## 目 次

1. はじめに.....	4
2. フランスにおける企業統治メカニズムの形式的特徴	
(1) 取締役会による一元的構造.....	5
(2) 取締役会長 兼 代表執行役 (PDG) への権限の集中.....	6
(3) 会計監査役による経営監視機能.....	7
3. フランスの企業統治の実態	
(1) 取締役会、会計監査役による監視機能の形骸化.....	8
(2) 利害関係者重視型 ( stakeholder model ) の企業統治.....	8
(3) 金融市場が企業統治に果たす役割.....	11
(4) 企業の中長期的な成長・継続性を重視.....	12
(5) 自主規制ルール中心の企業統治.....	13
4. フランスの企業統治の経済的・社会的背景とその変化	
(1) 伝統的な企業統治の背景.....	15
( 企業統治の目的と社会価値 )	
( 少数エリートによる経営支配 )	
( 政府が企業統治に果たす役割 )	
(2) 近年における企業統治の背景の変化.....	16
( 企業の資本構造の変化 )	
( 大手仏企業の経営破綻 )	
( フランス式エリートシステムの崩壊懸念 )	
5. 企業統治改革に向けた最近の動き	
(1) 会計監査役 of 機能強化.....	19
(2) 取締役の員数制限・兼任制限.....	19
(3) 独立社外取締役の比率引上げ・定義の厳格化.....	20
(4) 政府による経営監視機能の見直し.....	20
6. E Uレベルの企業統治改革への取組み.....	21
7. おわりに.....	23

別紙 1 : ドイツ、米国における企業統治のイメージ図

別紙 2 : フランスにおける企業統治改革の経緯

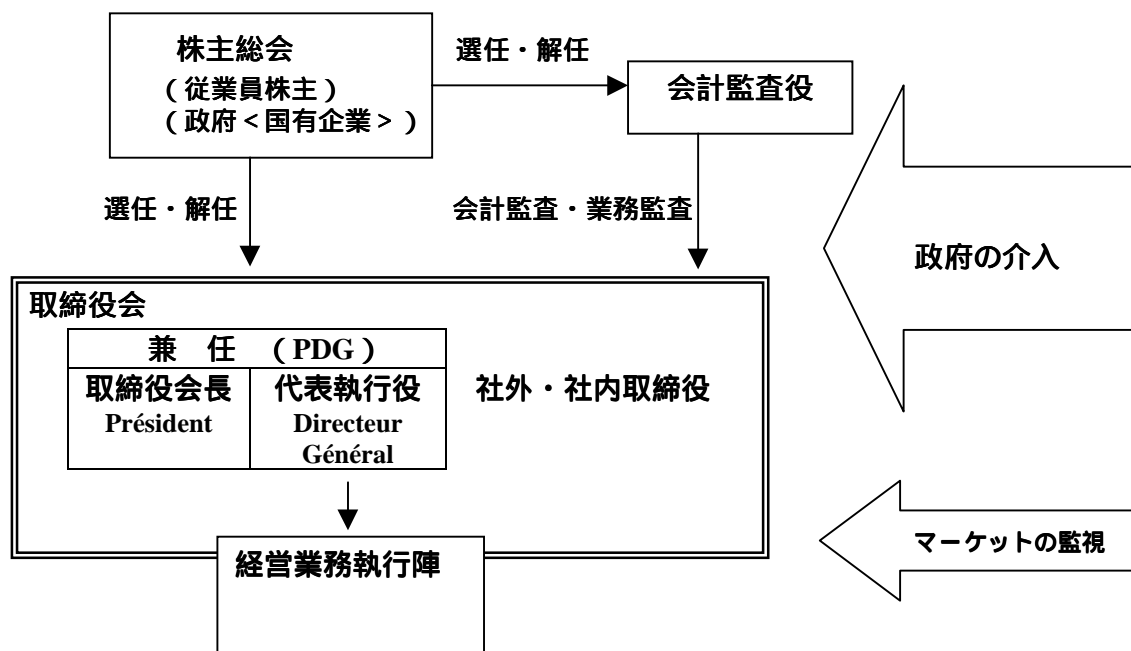
## 1. はじめに

米国でのエンロン、ワールドコムといった企業の不正会計事件・経営破綻の経験以来、世界的に企業統治（コーポレートガバナンス）の見直し・改革の動きが高まりをみせている<sup>1</sup>。

こうした中、フランスでも、ビベンディやフランステレコムといったフランスを代表する大手企業が相次いで経営危機に陥ったこともあって、企業統治の重要性が一段と強く認識され、足許、改革の動きが加速している。もっとも、フランスにおける企業統治の実態をみると、社会・経済構造や歴史的経緯の相違も背景に、米国型の企業統治とは異なる特徴を有している。そこで本稿では、フランスにおける企業統治の実態や最近の企業統治改革の動きについて紹介することとする。

## 2. フランスにおける企業統治メカニズムの形式的特徴

### フランスの伝統的な企業統治メカニズムのイメージ<sup>2</sup>



<sup>1</sup> 先般2月のG7財務相・中央銀行総裁会議（パリで開催）においても、議長国フランスは、企業統治を最重要アジェンダの一つとしてとり上げる旨を発表し、仏主要各紙は一時、1面トップでこれを報じていた。なお、G7のコミュニケでは、「市場規律の強化、企業開示の改善、透明性の向上および効果的な規制が各国の健全な金融システムを支える共通の原則である」旨確認され、G7諸国は、金融安定化フォーラム等における企業統治改革に向けた今後の具体的作業を支持していくことで合意した。

<sup>2</sup> なお、ドイツ、米国における企業統治のイメージ図は別紙1参照。

フランスにおける伝統的な企業統治メカニズムをみると、形式的には、監査役会を置かずに取締役会による一元的構造が大宗であること、取締役会長と代表執行役を兼任する PDG (Président – Directeur Général) に経営上の権限が集中していること、株主総会によって選任された会計監査役が業務・会計の双方の監視の役割を担っていること、が挙げられる。

こうした企業統治メカニズムは、形式的には米国型の企業統治と類似する点が多い。以下では、まずこうした形式的特徴についてやや詳しくみることにする。

### (1) 取締役会による一元的構造

フランスにおける伝統的な企業統治メカニズムの第一の特徴は、経営の監視機能の中核が、取締役会による一元的構造(一層制)となっていることである。これは、ドイツ企業の場合のような、監査役会と取締役会の両方を設置する所謂ツーボード・システム(二層制<sup>3</sup>)と大きく異なる特徴である。

フランスでは 1966 年の商法改正により、ドイツ流のツーボード・システムを採用することも法律上は可能となった。もっとも、二層制組織はその採用が法律上義務付けられている訳ではなく、あくまでも企業が任意に定款の定めにより採用できる選択肢に過ぎなかったことから、二層制を採用している企業は外資系企業(特にドイツ企業の仏現地子会社が多い)等、全体から見ればごく少数に止まっている<sup>4</sup>。また、二層制を採用しているフランス企業の場合でも、その利用目的はそもそもの趣旨である監視機能強化とは全く別のことが多い<sup>5</sup>。

---

<sup>3</sup>ドイツでは、全ての株式会社と従業員 500 人以上の有限会社は法律により監査役会と取締役会を設置することが義務付けられている。

<sup>4</sup>フランスでは、1966 年の商法改正において、業務執行の組織に関して取締役会とその会長(PDG)からなる一層制の組織に加え、二層制(ツーボード・システム)の組織を定めて、このうちいずれかの選択制を導入した。すなわち、ドイツの組織にならい、「執行役会(directoire)」と「監査役会(conseil de surveillance)」からなる二層制の組織を選択することが認められた。もっとも、二層制組織はその採用が法律上企業に義務付けられた訳ではなく、あくまでも企業が任意に定款の定めにより採用できる選択肢に過ぎなかったことから、二層制を採用した企業は全体から見ればごく少数に止まっている。但し、一層制の組織では PDG に過大な権限が集中するリスクがあり、二層制の組織はこうしたリスクを抑制する効果があると考えられているため、フランスの大企業の場合、米国の機関投資家などが投資先企業に対し執行権限と監督権限の分離を要求するような場合に、二層制の組織を採用してそうした要請に応えようとする例は少なからずみられている。すなわち、2001 年 5 月時点で、二層制の組織を採用している会社は株式会社の全体数の 3.75%と極めてわずかな数に止まっているが、フランスの代表的な株価指数である CAC40 構成銘柄の主要企業 40 社のうち 10 社が二層制組織を採用しており、二層制を採用している企業の割合は外資の投資対象となっている大企業においてより高い。

<sup>5</sup> 各国の企業統治の実態を比較した論文「Keeping good company」(Jonathan Charkham 著<Oxford

## (2) 取締役会長 兼 代表執行役 (PDG) への権限の集中

伝統的な企業統治メカニズムの第二の特徴は、取締役会長 兼 代表執行役 (PDG) に権限が集中する傾向が極めて強いことである<sup>6</sup>。このことは、フランスの社会が伝統的にリーダーシップを重視する社会であったことが大きな背景となっている。米国においても、取締役会長と最高経営責任者 (CEO) を同一人物が兼務している例が多いが、フランスの PDG に集中している企業経営上の権限の強大さは、米国の CEO のそれを凌ぐものであるとの評価が一般的である。

フランスが、このように PDG への権限集中、取締役会一元的構造となっているのは、フランス国民はその歴史的過程において、ブルボン王朝による絶対王政やナポレオンによる帝政等にみられる通り、政治的権限が極めて中央集権型であり、国政におけるリーダーシップが常に重視されてきた、という社会的・歴史的背景を反映していると考えられている。

また、取締役会の開催頻度については、フランスでは2か月に1回が原則となっており、とくに経営状態が好調な場合には、取締役は目立った発言も行わず、事実上、PDG による経営上の決定が追認される場と化しているのが実情である。

日本における取締役会も開催頻度は1～2か月に1回程度であるが、日本企業の場合、事前の「根回し」のために非公式の取締役会メンバーによる会合が行われることが多く、フランスの場合とは異なっている。このため、フランス企業では、「取締役会への出席は、教会のミサに行くようなもの

---

社>)によれば、フランスにおいて一部企業が二層制組織を採用している主な目的は以下の通りで、本来の立法趣旨とは異なった目的に利用されていることが分かる。企業合併・買収の際に、合併後の新会社が二層制を選択する場合、取締役会と監査役会の両者が合併前旧経営陣の受け皿として用意されるため合併後の取締役人事がスムーズに行われる。2つの同族株主が当該企業の資本を半分ずつ掌握している場合に、二層制移行により経営中枢のポスト数(取締役、監査役)を増やし経営権の分配を容易にする。同族企業において、(資質に問題のある)経営者の家族を取締役に昇格させる代わりに、当該経営陣の監視を強めるため監査役会を設置する。PDGの資質に問題がある場合に、監査役会を設置して当該PDGを監査役会のトップに据え「お飾り化」する(PDG自体は交替)。会社形態をパートナーシップから株式会社形態に移行する際に旧パートナーシップ優遇のために利用する。とくに同族企業の場合等に、二層制の税制上の優遇措置を活用する。

<sup>6</sup> フランス企業におけるPDGの役割は、第2次大戦中のドイツ占領下、ヴィシー政府が1940年から43年にかけて制定した法律が株式会社の業務執行の組織について詳細な規定をおいたことに遡る。ヴィシー政府は、権限の範囲と責任の所在を明確にするために「取締役会 (conseil d'administration)」を株式会社の機関として法定したうえで、取締役会はその中から「会長 (président)」を任命するものとして、この会長が「業務全般の指揮 (direction générale)」の権限を有するものと規定した。すなわち、取締役会の会長 (president) は、同時に「業務全般の指揮 (direction générale)」を兼ねるものとされたのであり、ヴィシー政府は、PDGに業務執行の権限を集中させることによって、併せて、業務執行に関する責任も明確にしようとしたと考えられている。

だ」と、実質的な議論が行われない現状を揶揄する関係者もみられる。

### (3) 会計監査役による経営監視機能

企業統治メカニズムの第三の特徴は、会計監査役による経営の監視機能が、形式上、企業統治メカニズムの中で比較的大きな役割を与えられていることである。

フランスにおいては、会計監査役による監査は全ての会社において法律上義務とされており、企業は資格者名簿（フランス全土で約 14,000 人、管轄は法務省<地方控訴院>）の中から、企業と利害関係を持たない外部の監査人を少なくとも 1 人以上（連結決算の対象会社は 2 人以上<複数制>）会計監査役に選任しなければならない。

企業統治上の会計監査役の役割として特徴的なのは、複数の会計監査役による協同監査と独任制の調和が図られている点、他国の場合に比べて企業統治上より幅広い権限（一部業務監査の機能も含む）を与えられている点にある。

会計監査役は以下の諸権限を与えられている。すなわち、営業年度内のいかなる時期においても、共同してあるいは個別に、適当と判断する全ての監査を実施し、その任務の遂行に有益と考える全ての書面とくに契約書、帳簿、計算書類、議事録を閲覧できる。監査のために、自己の責任において専門家・協力者の補佐を受けたり代行させることができる。会計監査役は、その任務遂行に必要な全ての情報を収集することができる。複数人（事務所）の会計監査役が就任している場合でも、各会計監査役は、調査・検査・監査を個別に行うことができる。但し、報告書は共同で作成しなければならないが、会計監査役間で意見が一致しない場合には、表明された意見の相違を報告書に記載しなければならない。会計監査役は、営業年度の決算に関する取締役会ならびに全ての株主総会に出席し発言する権利を有する。

#### [Box 1] フランスにおける会計監査役の役割

フランスでは、1867 年の株式会社法制定の際に、株主総会は「取締役 (administrateur)」と「監査役 (commissaire)」を選任するものと定めていた。その後、監査役に関しては、1935 年の改正によって公開企業の監査役については一定の登録資格を要求するに至っており、1966 年の改正の際には、「監査役 (commissaire)」の名称は「会計監査役 (commissaire aux comptes)」に改められ、現在では、全ての株式会社における会計監査役について登録資



格が要求されるに至っている。

フランスにおいては、こうした監査役ないし会計監査役には、1867年当初から、会計監査のみならず業務監査の権限も与えられており、現在でも、利益相反取引の規制、企業経営破綻の防止等一定の範囲で会計監査役は業務監査の職務を担うものとされている。

なお、日本でいう公認会計士に相当する職業会計人の資格として、フランスでは「専門会計士 (expert comptable)」の制度が1942年に創設された。現在、この「専門会計士」の資格を有する者のうち大半(約8割程度)が、同時に「会計監査役」として登録している。

このように、フランスでは、登録資格である「会計監査役」が、職業会計人である「専門会計士」と一体となって、会計監査を中心としつつも、それに止まらず一定の範囲で業務監査の機能をも担っているのが実情である。

### 3. フランスの企業統治の実態

上記のように、フランスにおける企業統治の基本的メカニズムは形式的には米国型に似ている部分が少なくない。しかしながら、その企業統治の実態をみると以下のような点において米国型とはかなり異なっており、こうしたフランス型企業統治の実態は、米国よりはむしろ日本の企業統治のメカニズムに近いとみることもできる。

#### (1) 取締役会、会計監査役による監視機能の形骸化

取締役会とPDGの関係についてみると、法律上は、株主総会により選任された取締役会がPDGを選任する建前となっている。ところが、実態的にはむしろこの逆であり、PDGが取締役会メンバーを指名し、これを取締役会が追認したり、PDGが自分の後任を選任するようなケースが極めて多い。また、会計監査役についても、法律上は、各地方の控訴院が管理している監査役名簿に登録された者の中から株主総会で選出されることに建前上はなっている。しかしながら、会計監査役はPDGの経営判断を尊重するケースが多く、やはり同様にそのチェック機能が形骸化している状況にある。

#### (2) 利害関係者重視型 (stakeholder model) の企業統治

伝統的な企業統治のモデルは、一般に、企業の意思決定に重要な役割を果たす

組織がどのように構成されているかという観点から、「株主重視型 (shareholder model)」と「利害関係者重視型 (stakeholder model)」に分類されることが多い<sup>7</sup>。この分類に従うと、フランスの企業統治モデルは後者の「利害関係者重視型」の特徴を強く有している。

「株主重視型」の企業統治モデルは、米国の企業統治の特徴であり、ここでは企業の目的は株主価値の最大化であるとされ、企業の所有者 (株主) と経営者の権限を分離したうえで、経営者は株主 (投資家) の委託を受けた代理人として企業経営を行うとの考え方 (所謂 Agency Theory) に基づいている。一方、「利害関係者重視型」とは、株主の利益のみを企業統治の根幹に置くのではなく、取引先、従業員、債権者 (銀行) 等複数の利害関係者 (stakeholders) の利益を総合的に重視し、これら全体の価値最大化を図ることによって、結果的に企業の収益も拡大するとの企業統治の考え方のことを指している<sup>8</sup>。

例えば、日本における伝統的な企業統治のあり方は、株主のみならず、債権者、取引先、従業員、労組等、社会的システムの内生的要因により企業統治が規律されていたことから、「socially endogenous system (社会内生的システム)」と呼ばれることがあるが、こうした観点からは、日本型企業統治はフランス型企業統治メカニズムに似ているといえよう。

フランスの企業統治モデルが利害関係者重視型となった背景としては、企業の資本構造面の特徴が理由の一つとして挙げられる。すなわち、フランス企業の資本構造は、伝統的に、極めて少数の大株主により構成されていることが多かった。

---

<sup>7</sup> 今日、多くの国における企業統治の実態としては、こうした純粋な理念型ではなく、一般に、株主型と利害関係者型の両者の性質を併せ持った「ハイブリッド型」に近づきつつあると理解されることが多い。

<sup>8</sup> もっとも、各利害関係者がどのような局面でどのような形で企業統治を行うかについての研究は、少なくともフランスではまだ十分な発展をみていないのが実情である。例えば、理論的には、株主と債権者では企業統治に関わる局面が異なる筈である。すなわち、株主価値 (= 純資産) がプラスの場合は、株主がガバナンスを担う一方、債権者は、株主資本がゼロになるまでの間は債権が毀損せずかつ企業価値が向上しても債権額は増える訳ではないので、ガバナンスのインセンティブをもたない。一方、株主価値がゼロないしマイナスの場合には、株主がガバナンスのインセンティブを失う一方、これに代わって債権者がガバナンスを担うことになる (もっとも、株式の保有を「企業の将来収益を原資産とするコールオプションの購入」とみなせば、オプションの「時間価値」分だけ株式保有の価値は残存することになり、株主にも引き続きガバナンスのインセンティブが若干ながら残ることになる) と説明される。このことは、一般に企業価値が劣化する初期段階 (株主価値が正の範囲) では、(債権者ではなく) 株主に企業統治上重要な役割が期待されることを意味するが、こうした点については、「フランスの場合、例えば大手企業の経営危機により企業価値が劣化していく過程では、最近のフランステレコムの場合のように、政府 (この場合株主でもある) が政策的観点から救済に動くケースもみられることから、一般株主による企業統治機能のみを抽出して観察するのは必ずしも容易ではない」ことも確かである。

従って、経営者は、少数のコア株主のみを相手にバイラテラルな形で説明責任を果たせば十分であり、米国型のような多数の株主を対象にオープンな形でコミュニケーションを図る必要がなかったという事情が指摘されることが多い。

フランスの企業統治モデルにおける「利害関係者」としては、株主のほかに、従業員（労働組合）、少数株主<sup>9</sup>等が存在する。従業員が企業統治において果たす役割については、従業員取締役制度と、企業委員会が注目される。従業員取締役制度は、1994年の法改正により導入された。すなわち、従業員株主の持株比率が一定比率<sup>10</sup>に達する場合は、従業員株主の代表1~2名を取締役（従業員代表の取締役<administrateur représentant les salariés actionnaires>）に選任することができる旨の規定が新設された。また、企業委員会（comité d'entreprise）は、経営機関ではないが、従業員が50人以上の企業に対し、労働法により設置が義務付けられている従業員代表委員会であり、経営に関する情報取得、労働条件や経営の諮問の権限を有している。

[Box 2] 日仏企業の経営行動の特質に関するアンケート結果<sup>11</sup>（抜粋）

- （質問1）大企業の経営は以下のいずれを前提として行われていると考えますか。
- （A）会社はその利害関係者（従業員、株主、顧客、仕入先、代理店等）全体の長期的利益を増進するために存在する。
- （B）資本主義下においては企業の所有者は株主である。従って株主の利益が最優先されるべきだ。

<sup>9</sup> 利害関係者の一角を占める少数株主への対応も企業統治上重要なテーマの一つであるが、フランスでは、少数株主擁護連盟（Association de Défense des Actionnaires Minoritaires<Adam>）が存在し、企業統治規制構築において一定の発言権を有している。例えば、金融セキュリティ法案作成過程では、政府による公聴会で意見を表明。具体的には、「同法案には、経営者の誤った判断により被害を受けた株主の補償に関する規定がない」として、少数株主に対する保護が不十分であると批判している。

<sup>10</sup> 具体的には、現行法下では、従業員株主が資本の3%以上を有している企業について1人または2人の取締役または監査役を従業員株主の中から従業員株主の提案に基づいて株主総会が選任すると、定款に定めることが認められている。また、こうした定款の変更を3年毎に株主総会の議題とすることが企業に義務付けられている。実際、フランス企業の一部では、取締役会への出席権はあるが議決権を持たない企業委員会の従業員代表とは別に、株主総会において選出される従業員株主代表が取締役に就任している。また、企業によっては従業員株主が筆頭株主になっている先も存在する模様。

<sup>11</sup> 同アンケートは1990年10月~12月に実施。調査対象は、日本企業については東証一部上場の製造業企業の管理者257名。フランス企業については仏ビジネススクールINSEADの卒業生で主として製造業企業の管理者232名。有効回答数は日本企業68（回収率26.5%）フランス企業51（回収率22%）。

	(A)全利害関係者の利益	(B)株主利益優先
フランス	78.0 %	22.0 %
日本	97.1 %	2.9 %

(質問2) 会社の利害関係者(従業員、株主、顧客、仕入先、代理店等)のうち、  
会社の長期的繁栄に重要な役割を演じる主体はどれだと考えますか。

	株主	従業員	経営者	顧客
フランス	4.1 %	14.3	20.4	61.2
日本	0.1 %	22.0	50.8	27.1

(出典) 原輝史編「フランスの経済」(早稲田大学出版部)

### (3) 金融市場が企業統治に果たす役割

フランスの企業統治においては、金融市場が果たす経営監視機能はあまり重要視されていない。こうした背景には、そもそもフランスでは情報の公開の仕方や、コミュニケーションの方法、透明性のあり方等に関する考え方が、米国流とは異なる<sup>12</sup>という事情があると思われる。

このことは、見方を変えれば、企業統治の主たる担い手が誰かという議論と同様の視点でみることができる。すなわち、企業統治モデルは、アウトサイダーシステムとインサイダーシステムに大別して説明されることがある。金融市場が企業統治の主たる担い手となっている米国の企業統治は前者のアウトサイダーシステムにあたり一般には考えられている。一方、金融市場の役割が比較的小さいフランスを含めた欧州大陸諸国の企業統治モデルは後者のインサイダーシステムに分類されることが多い。

ここで、アウトサイダーシステムとは、企業的意思決定の外側に位置する金融市場の投資家が企業統治に大きな役割を果たすシステムのことを指す。一方、インサイダーシステム<sup>13</sup>とは、企業経営者、社内取締役、顧客といっ

<sup>12</sup> 情報のコミュニケーションのあり方に関しては、フランスでは、例えば中央銀行の金融政策決定にかかる議論の議事録公開といった問題についても、「議論の過程を全て逐一伝えるよりは、受け手にとって分かり易い形で結論のみを伝えた方が、市場を却って混乱させるリスクを冒さずに済む」といった議論がしばしば聞かれる。

<sup>13</sup> インサイダーシステムはブロックホルダー (blockholder) システムと呼ばれることもある。

た企業を取巻く環境の「内部者」が主たる企業統治の担い手となり、金融市場が果たす役割が比較的小さい企業統治モデルのことを指している<sup>14</sup>。

[Box 3] 企業統治モデルの特徴の整理

	米国型	フランス型
企業経営上の重要性	株主重視型 (shareholder model)	利害関係者重視型 (stakeholder model)
企業統治の実際の担い手	アウトサイダーシステム (市場システム)	インサイダーシステム (ブロックホルダーシステム)

米国型……………「株主価値の最大化」を最優先。年金基金等の金融市場における投資家がガバナンスに大きな役割を果たす。

フランス型……………株主のみならず、従業員、取引先、銀行等複数の利害関係者にとっての利益を重視。金融市場がガバナンスに果たす役割は小さい。

#### (4) 企業の中長期的な成長・継続性を重視

米国型の企業統治が、「株主価値の最大化」を重視しているのに比較して、フランスにおける企業統治は、「株主価値のみならず、長期的な観点からの企業の成長や事業の継続性により重点をおいたガバナンスを指向している」といわれることが多い。こうした背景には、後で述べるように、企業統治の目的が中長期的に見た経済全体の成長や競争力向上に置かれていることとも関係があると思われる。

この点は、フランスの企業統治改革に向けた自主規制案を示したピエノ報告（別紙2(1)参照）でも明確に述べられている。すなわち、同報告書の取締役会の使命に関する部分では、「フランスを含めた欧州大陸の企業統治は、企業がもたらす社会的利益を重視している。企業の社会的価値とは法人、すなわち自立的な経済主体としての企業を超越する利益であり、具体的には、企業の発展や継続性を保障するという、企業を取り巻く利害関係者にとっての共通の一般利益のことである」と述べている。

<sup>14</sup> このことは、年金基金等が企業統治に果たす役割に端的に現れている。欧州でも例えば英国においては、年金基金が投資家としての立場から企業経営に対し強い発言力を有しており、所謂、「ペンションファンド・ガバナンス」の果たす役割が大きい。これに対し欧州大陸諸国では、大手のファンド運用会社の多くが大手銀行や大手保険会社の系列である場合が多いこともあって、企業統治改革に対するインセンティブが大きいことが、欧州大陸における「ペンションファンド・ガバナンス」がさほど強くない背景であるとの見方もある。

企業の短期的な収益と中長期的な収益のいずれをより重視するかという論点については、昨年夏に開催された Euronext<sup>15</sup> セミナーにおいても、各国の金融関係者の間で活発な議論がみられたところ。すなわち、米国流が主張するような四半期毎の収益最大化・決算報告といった方法が、果たして本当に企業や株主にとって最適かという観点から議論が行われたが、「収益目標や決算報告は、その頻度を高めればそれでよいという単純なものではないはず」との意見が多かった<sup>16</sup>。

#### (5) 自主規制ルール中心の企業統治

フランスの企業統治においては、法律による規制は基本的な原則について最小限規定するにとどめ、可能な限り民間の自主規制ルールに委ねるべきとの考え方が支配的である。すなわち、法律による厳格な企業統治規制と経営者サイドの自主規制ガイドラインによる規律の2つのアプローチを巧みに使い分けている点が特徴的である。実際には、法律による規制は、取締役の員数・兼任制限、取締役の報酬開示義務といった必要最小限の項目にとどめ、経営にかかる企業意思決定の自由度を過度に制約することのないよう慎重に配慮すべきとの観点から、その他大部分の事項については、民間（経営者団体）による自主規制ルールを尊重している。

これは自主規制ルール中心の企業統治という点で、英国型の企業統治と共通するが、大きな相違は、英国の場合、“comply or explain rule<sup>17</sup>”の存在により、当該自主規制ルールに従わない場合には企業はその理由を対外的に説明する義務があるのに対し、フランスの自主規制ルールにおいてはこのような拘束力がない点である。

もっとも、英国のように上場規則に明示的に盛り込むまでには至っていないものの、「フランスの自主規制ルールも、英国並みの“comply or explain rule”に少しず

---

<sup>15</sup> パリ、ブラッセル、アムステルダム3証券の合併により2000/9月に成立した汎欧州証券取引所。その後、リスボン証券（2001/12月）、LIFFE（ロンドン国際金融先物取引所<2002/1月>）と合併。

<sup>16</sup> セミナーの席上では、「そこまで短期の収益にこだわるのであれば、いっそのこと月次決算を公表することにしてはどうか」とか、さらに「日次決算にすれば文句はあるまい」といったややシニカルな意見まで飛び出していた。

<sup>17</sup> 英国においても、企業統治に関する規範は基本的に自主規制ルールによっている。もっとも、上場企業の企業統治に係るガイドライン（Combined Code、取引所上場企業が遵守すべき企業統治やディスクロージャー事項を、英FSAが制定する上場規則の中で列挙）においては、企業として同ガイドラインを遵守するか、さもなければ遵守しない理由を対外的に説明することが求められる慣行（comply or explain rule）が存在する。

つ接近しつつある」との見方もある<sup>18</sup>。実際、大手企業（とくにCAC40 上場企業等）の場合には、例え自主規制ルールであっても、基本的にその内容を遵守し、遵守しない場合にはこれを説明する姿勢にある企業が殆どと言われている。

法律による規制と自主規制とのこうした相違の背景には、そもそも、欧州諸国と米国との間の法慣習の相違も存在すると考えられる。すなわち、欧州の法体系においては、原理原則を法律上の文言として掲げその遵守を求める「principle 主義」であるのに対し、米国の法体系は「列挙主義」、すなわち、あらゆるケースを想定して詳細に法律上の文言を整備し、こうした列挙事項に当てはまらない場合は特に規制の対象としないというスタンスである（同様のことは、例えば、企業会計ルールを法的にどう整備するかという方法についての欧州諸国と米国との間の差異にも表れている）。

フランスの自主規制ルールが拘束力を有していないことは、わが国と共通するところがある。すなわち、日本においても、先進的な企業経営者や商法研究者の間で発足した（1994 年）NGO である「日本コーポレートガバナンス・フォーラム」により、1998 年、企業統治のベストプラクティスの確立を目指す「コーポレートガバナンス原則」発表された。もっとも同原則は、あくまで民間の有識者団体による自主規制ガイドラインに止まっており、企業を強制力をもって拘束するものではない。

例えば BNP パリバのペブロー会長は、Le Figaro 紙のインタビューに応じて、「企業のガバナンスを法律により過度に規制すると、企業の経営の自由を奪い、企業の競争力・活性化を損なうことになりかねない。法律による規制が適当なのは、金融市場の監督、監査人の独立性確保、情報開示と会計制度の改善といった分野に限って行われるべきである」と述べている<sup>19</sup>。

---

<sup>18</sup> 例えば、仏証券取引委員会(COB)が、本年1月公表した発行体企業向け勧告(recommendation)においては、各企業がCOBに提出する年次業務概況報告書(documents de référence)の中で、自社の企業統治の実情についても記述するよう求めている。また、自社が採用している企業統治の態様が自主規制ガイドラインであるブートン報告(2002/9月公表、後述)が奨励している統治態様と異なる場合には、その背景や今後の企業統治整備の見通しについて、同報告書の中で明確に説明するよう求めている。

<sup>19</sup> なお、フランス政府は、後述のようなフランステレコム、ビベンディといった大企業の経営危機が相次いだことを受け、一時、「企業統治は自主規制では不十分であり、法律で明文化することにより企業統治の規律を高めることが必要」(昨年9月ブートン報告公表時のメール経済財政産業大臣コメント)とのスタンスを示したこともあった。しかし、その後、結局、「企業の中長期的な発展のためには、企業の業務戦略の根幹に関わる意思決定機構のあり方を法律で過度に規律することは望ましくない」との企業の自主性を尊重する柔軟な姿勢に転換し、実際に法律(金融セキュリティ法案<本年2月閣議決定>)で明文化されることとなった分野は、会計監査役に関する高等評議会の権能など最小限に限定された経緯。

#### 4. フランスの企業統治の経済的・社会的背景とその変化

このように、フランスにおける企業統治は、形式的には米国型の企業統治に類似しながらも、実態的にはそれとはかなり異なり、取締役会の形骸化、利害関係者重視型など、むしろ日本における企業統治の実態にも近い特徴を示しているとも考えられる。

そこで、まず、こうしたフランス独特の企業統治の経済的・社会的背景を探ったうえで、それが最近どのように変化してきているのかについてやや詳しくみることにする。

##### (1) 伝統的な企業統治の背景

###### (企業統治の目的と社会価値)

企業統治は、そもそも各国毎に異なる社会的価値 (social value) をベースとして、これを企業の経済活動を通じて実現するためのツールであると考えられている。こうした中、フランスの企業統治の背景として重要な点として、まず企業統治の目的、ないし社会的価値自体が米国におけるそれとは異なる点が指摘できる。

すなわち、米国における企業統治理論は、Agency Theory にもみられるように会社の所有者である株主にとっての利益最大化が目的とされている(前述3.(2)参照)。そして、その目的追求のために選任された CEO が行った経営判断が、株主利益最大化のために適当であったかどうかを取締役会や監査委員会が日常的に監視する仕組みとなっている。

これに対し、フランスの企業統治の目的は、株主や企業経営者のレベルを超えた一国の経済全体の成長や競争力の強化に置かれてきた。そこでは、「国家経済全体の中長期的な成長・競争力強化」という社会的価値 (social value) が社会全体において共有されていたという事情が存在する。このように、フランスの企業統治は、その究極的な目的において米国型とかなり異なった理念を背景に有しているとみることができる。

###### (少数エリートによる経営支配)

こうした社会的価値の実現は、ENA (国立行政学院) Ecole normale supérieure (高等師範学校) Ecole polytechnique (理工科学学校) 等のグランゼコールを頂点とするフランスの教育システムを通じて高等教育を受けたエリート層により担



われてきた。すなわち、個々の企業やその株主の利益のみならず経済全体を中長期的に発展させ、競争力を向上させるとの観点に立ったエリート層出身のフランスの経営者がこうした価値観の実現を念頭に置きつつ企業経営を行っていることが、フランスの企業統治の大きな特徴である<sup>20</sup>。また、こうした社会的価値は、実質的な終身雇用制の下で、企業経営の利害関係者の一角を占める労働者にとっても望ましい「社会的最適解」として広く受け入れられていたと評価できよう。

#### (政府が企業統治に果たす役割)

また、フランスでは歴史的に政府が企業統治において果たす役割が他の主要国以上に大きかったことも重要な要素であるといえる。このことは、80年代のミッテラン政権下での国有化時代にはとくに顕著であり、既に見たような、「経済全体の中長期的成長・競争力の維持向上」という社会的価値の実現のために、政府が、国家の産業政策の一環としての観点から企業統治のあり方に積極的に関与してきた歴史がある。

このように、政府が企業統治に果たす役割は企業統治のあり方に大きな影響を与えてきた。こうした状況は、国有企業の民営化が進展している今日でも引続き存在しており、とりわけかつての国営企業で現在も政府の持株シェアが残っているような先<sup>21</sup>については、業務上の重要な戦略決定に際し政府が陰に陽に企業の経営上の意思決定に関与することが一般的に行われている。

#### (2) 近年における企業統治の背景の変化

このようなフランスの企業統治を取り巻く伝統的な背景は、今日、様々な変化に晒されている。こうした変化のうち、最も重要なものとして、企業の資本構造の変化、すなわち外国人投資家のシェアの上昇と、フランステレコムやビベディといった大手仏企業の経営危機、さらにはフランス式エリートシステム

---

<sup>20</sup> こうした構造を「エナルク(enarque<ENA出身者>)・システム」と呼ぶこともある。また、ENA出身者による「Club des cents<直訳すると100人クラブ>」等の組織が少数エリート同士の絆を深め意思疎通を図る場として貢献している。同クラブのメンバーの殆どが、政財官界の中枢ポストにある者で占められており、「事実上、彼らメンバーが国を動かしている」とまで言われている。

<sup>21</sup> 民営化された国有企業について政府が引続き株式を保有している場合、この政府持株に特別な権利が付与されている場合がある(所謂golden shareの問題)。この点については、企業買収にかかるlevel playing fieldの達成との関連で、EU企業買収指令見直しを巡る議論の中で論点の一つとなっている。

の崩壊懸念、等を挙げることができる。

#### (企業の資本構造の変化)

フランス企業の資本構造をみると、90年代半ば以降資本における外国人株主の比率が高まってきたことを指摘できる。外国人株主増加の端緒となったのは、1994年の米国の機関投資家カルパース<sup>22</sup>のフランス市場進出である。その後も、フランス企業の資本構造における外国人株主比率は、米国の年金ファンド等の機関投資家を中心に上昇を続け、最近では40%以上<sup>23</sup>に達している。

こうした企業の資本構造の変化は、経営者の果たすべき説明責任にも変化をもたらしている。すなわち、従来はコアとなる少数の大株主を対象にバイラテラルに説明責任を果たしていれば十分であったが、今日では、多数の株主に向けた幅広い情報公開やコミュニケーションの充実を余儀なくされるようになった。

また、外国人株主とりわけ米国機関投資家のプレゼンス向上は、おのずと企業統治におけるこれら機関投資家の役割の拡大を惹き起こした。これまで、フランスのエリート層を中心とするインナーサークルの中で行われてきた企業統治が、株式文化を全く異にする米国の投資家からの圧力を受けるようになったとみることができる。

#### (大手仏企業の経営破綻)

フランスでは、90年代末のITバブル崩壊以降、メディア・通信セクターを中心に、それまで拡大路線を継続してきた大手仏企業のいくつかは、相次いで経営危機に陥った。中でも規模が大きかったのは、ビベンディ・ユニバーサルとフランステレコム<sup>24</sup>の経営破綻である。こうしたフランスを代表するような大手企業の相次ぐ経営危機発生は、従来のフランス型企业統治の実効性に対する疑問や不安感を醸成するに至った。とくに、経営トップの暴走に歯止めをかけるチェックシステムが機能しなかったという事実は、政策当局者や企業経営者の反省を促す材料となった。

#### (フランス式エリートシステムの崩壊懸念)

---

<sup>22</sup> CalPERS( California Public Employees' Retirement System<カリフォルニア州公務員退職年金基金>)。米国最大の年金基金(運用資産残高1550億ドル<2001年7月末>)。

<sup>23</sup> フランスの上場会社における外国人投資家の株式保有割合は、12%(1987年末) 30%(1993年末) 45.3%(1997年末)と年を追う毎に上昇している(フランス中銀調べ)。

こうした経営破綻大企業の多くは、ENA を頂点とするグランゼコール出身の高級官僚から企業経営者に転身した仏のエリート層が殆どであった（ビベンディのメシエ会長とフランステレコムのパン会長はいずれも ENA 出身）。従って、従来の企業統治メカニズムの重要なバックグラウンドとなっていたフランス式エリートシステムそのものの崩壊が懸念されるようになり、これが、企業統治の見直しの必要性をさらに喚起することとなった<sup>24</sup>。

## 5. 企業統治改革に向けた最近の動き

こうした環境変化を受け、最近では、フランスにおける企業統治メカニズムの見直しの必要性が、政策当局や企業関係者の間で真剣に議論され始めている。もっとも、フランスの企業統治改革においては、企業統治自体はあくまで経済全体の成長・競争力強化のためのツールに過ぎず、自国の社会的価値をベースとして、これと整合的なメカニズムを導入しないと有効に機能しないことが十分に認識されている。従って、国の経済全体の中長期的な成長・競争力の向上とか、利害関係者総体としての利益重視といった企業統治の目指す基本的な価値については従来通り維持したうえで、経営チェック機能の形骸化という弱点については、米国流の改革手法を一部採用する形で企業統治メカニズムの頑健さを向上するというアプローチが採用されている。いずれにしても、米国型の企業統治改革を全てそのままフランスに当てはめることは無意味であるとの見方が多い。

そもそも企業・社会の土壌が異なるところに、単に他国の制度を「接木」してもうまく行かないとの考え方は、フランス以外の国についても同様である。この点に関し、例えば、昨年 4 月にリヨン市で開催された「企業統治に関する日仏シンポジウム」では、フランス側は、当初、日仏の企業統治に似通った点が多いので、どういう部分は自国の制度が優れていて、どういう部分は改善すべきかとの議論が盛り上がることを期待していたものの、後述のようにメリハリをつけて経営チェック機能強化を目指すフランスに対し、日本側がこうした自国制度の優劣を分析することなく、あらゆる点で単に漠然と米国型企業統治メカニズムを手本とする姿勢（従って、本来強化すべき監視機能や金融市場の透明性向上も不十分）をみて、「フラ

---

<sup>24</sup> この点、大企業の経営者には、従来は ENA 等のグランゼコールでのみ教育を受けた官僚出身者が多かったが、最近では、グランゼコール修了前後に、米国や英国のビジネススクールでも MBA を取得するような「新世代」の経営者が増えてきている。こうしたフランスのエリート教育システム上に米国流の教育が影響を与えているという変化も背景にあるとの見方がある。

ンス側参加者達がやや失望していた」とのエピソードも存在している。

こうした状況下、最近の企業統治改革の動きのうち重要と思われるものを具体的に挙げれば以下の通り（フランスにおける企業統治改革の経緯の詳細については別紙 2 参照）。

#### （1）会計監査役の機能強化

既にみたように、フランスにおける会計監査役は、経営のチェック機能において比較的広範な権限を与えられ、企業統治上重要な機能を期待されているにもかかわらず、その実態は形骸化しているのが実情である。こうした状況下、現在仏議会上院で審議中の金融セキュリティ法案では、「会計監査人高等評議会（Haut conseil du commissariat aux comptes）」を、法務大臣の諮問機関として設置する旨規定している。同評議会は会計監査人の独立性と倫理について監視・監督を行う新機関であり、新設予定の証券監督機関 AMF（Autorité des Marchés Financiers<sup>25</sup>）の委員長等が主要メンバー<sup>26</sup>となる予定。

このほか、同法案では、同一の監査グループの監査人が同じ会社を監査できる期間を3年間に制限しているほか、会計監査人が会計監査とコンサルティングを同じ企業に同時に提供することを禁止、監査業務とコンサルティング業務を明確に分離すべきとしている。また、法務大臣による監査命令や会計監査人の監査一時停止命令を認める等、主管庁である法務大臣の権限強化も図られている。

#### （2）取締役の員数制限・兼任制限

フランス型企业統治がインナー・サークルの間で行われていることを反映して、多くの企業では、PDG、取締役、監査役が同じような一部少数のエリートで占められており、互いに役割が替わるだけで似たようなメンバーによって、複数の企業の企業統治が行われている傾向が強い<sup>27</sup>。そこで、例えば、ある会社で監査役として発言すると今度は自分が経営する会社の取締役会でしっぺ返しを食らう

<sup>25</sup> 金融セキュリティ法案においては、仏証券取引委員会（COB）と金融市場評議会（CMF）が合併して新証券監督機関 AMF を創設することを予定している。

<sup>26</sup> 同評議会の構成メンバーは、裁判官 3 名、金融経済に関する民間識者 3 名、会計監査役代表 3 名、証券取引委員会（AMF）委員長、経済財政産業省代表 1 名、大学教授 1 名の計 12 名であり、政令により任命される。

<sup>27</sup> 一説には、こうしたインナー・サークルのメンバー数十名だけでフランスの殆どの大企業をカバーしているとの見方もある。

との懸念があるため、取締役が本来のチェック機能を十分に発揮できないとの批判がある。言い換えれば、少数のインナー・サークルによる取締役会の「馴れ合い」的体質が企業統治を歪めているとの見方である。

こうした状況を打破し、取締役会における実質的な議論を行えるようにするため、2001年5月に成立した新経済規制法（NRE）では、取締役会の員数上限を24名から18名に引下げる<sup>28</sup>とともに、同一人物が取締役を兼任できる企業数の上限を5社に制限した。

### （3）独立社外取締役の比率引上げ・定義の厳格化

フランスでは、商法において「社外取締役」の人数は取締役全体の3分の2以上とすることが義務付けられている（商法L225-22条第2項<sup>29</sup>）とともに、経営者団体による自主規制により、経営陣からの高い独立性・中立性を保った「独立社外取締役」の比率を取締役会全体の3分の1以上とすること、とされてきた。

こうした規制の結果、フランス企業を取締役会では、形式的には「社外取締役」が大宗を占める格好となっているが、「社外取締役」といっても、前述のようなインナー・サークルによる取締役会運営や企業同士の取締役の相互派遣といった状況から、「馴れ合い」体質に陥ってしまっている。また、それを防ぐために設けられた「独立社外取締役」についても、その定義が曖昧であったために実効性が少なく、真の意味での監視機能は期待できない状況にあった。

そこで、2002年9月に公表されたブートン報告（企業統治に関する自主規制案、詳細は別紙2参照）においては、「独立社外取締役」の比率を「過半数」に引上げるとともに、その定義を一段と厳格化することにより、実効的な監視機能を確保しようと企図している。

すなわち、ブートン報告では、「独立・中立性の高い役員（独立社外取締役）」が満たす具体的な条件として、過去5年以内から現在まで、当該会社の従業員または経営陣の一員ではない、相互的に取締役を送り込んでいる会社に所属していない、当該会社にとって実質的な役割を果たす顧客、サプライヤー、銀行ではない、経営陣の一員との間で姻戚関係が無い、過去5年以内から現在まで当該会社の会計監査役を務めていない、当該会社の取締役として12年間以上在籍していない、との諸条件を課している。

<sup>28</sup> 企業合併の場合の取締役会の員数上限については、同様に30名から24名に引下げ。

<sup>29</sup> 法文上は、社内取締役の人数を取締役全体の3分の1以下にすることを義務付けている。

#### (4) 政府による経営監視機能の見直し

既にみたように、政府は特に国有企業時代に株主として企業統治上重要な役割を果たしてきた。もっとも、今日では民営化の進展によって、政府の発言力が相対的に弱まっていることも事実である。こうした中、昨今の大手企業の相次ぐ経営危機の背景にある企業統治の弱体化を危惧した仏政府は、本年3月、国が株式を持つ企業に対しては国の企業統治への関与を強化することを改めて宣言。国の持株シェアを集中的に管理する機関（APE<Agence des Participations de l'Etat>）を新たに設立し、株主としての立場<sup>30</sup>から企業経営の監視を行っていく旨表明している。また、政府出資がゼロの純粹民間企業の場合でも、行政指導の形で企業の経営上の判断が政府から間接的な影響を受けることが珍しくない。

1999年に当時の仏銀大手3行（Société Générale、BNP、Paribas）の間で合併・買収合戦が展開された際に、Trichet フランス中銀総裁がCECEI（金融機関・投資会社委員会）議長として当事者の仲介役を果たしたことが、ルールに基づかない「裁量的介入」であるとして一時批判された。これに対しストラスカーン経済財政大臣（当時）は、「国家には民間金融機関に対して特定の解決策を押し付ける権限はないが、買収合戦のエスカレートにより業界および国全体の不利益に繋ることを防ぐ観点から、当事者間の話し合いの機会をもうけるのは国家にとって当然の責務である」と述べている。このように、フランスでは、政府は、国益の観点から経済・産業政策の一環として個別企業の意思決定に影響を及ぼすことができる、との意識が定着しているといえよう。

#### 6. EUレベルの企業統治改革への取り組み

一方、EUレベルの企業統治改革の動きに目を転じると、昨年11月、欧州委員会が設置したHigh-level group of company law experts（座長：Jaap Winter イラスムス大学教授）が取りまとめた「Winter 報告<sup>31</sup>」が公表された。同報告は、欧州諸国間において国内会社法制の調和がまだ十分でないことをふまえ、「現状では、欧

<sup>30</sup> 前掲脚注21でもみたように、かつての国有企業においては、部分民営化後も仏政府による「golden share」が存在するケースが多いことから、この「golden share」を通じて、政府が、表面的な持株比率以上に経営に対し大きな影響力を有しているケースが多い。

<sup>31</sup> 同報告書では、欧州企業買収法制や企業統治にかかる法制の問題を取り扱っている。

州で統一されたコーポレートガバナンス規則は必要ない」という結論を示している。

こうした背景には、そもそも、EU 加盟各国間で企業統治の基礎となる法律・制度が区々の状況にある中で、徒に短期間に共通の規則をつくらうとするのは無理がある、との判断が存在。

また、企業統治を巡る諸領域のうち、どこまでを法律で縛り、どこまでを自主規制（Soft law）に委ねるべきかという論点については、欧州委員会は、「基本的には、法制化がどうしても不可欠な領域（取締役の法的責任、企業のディスクロージャーの義務、グローバル企業の株主によるクロスボーダーの議決権行使、等）についてのみ法制化を実現し、それ以外の分野については自主規制に委ねるのが望ましい」とのスタンスにある。

企業統治は自主規制を基本とすべき<sup>32</sup>と欧州委員会が考えているのは、「仮に全てを EU レベルで法制化しようとするれば、欧州指令の形にこれをまとめるのに少なくとも 3～4 年、そこから加盟各国が国内法にこれを受容するのにさらに数年を要することになる。企業統治を取り巻く環境は極めて急速に変化しており、欧州委員会や欧州議会における数多くの諮問等膨大な手続が必要となる法制化という手法だけでは、現実にキャッチアップしていくことは事実上困難である」ことに基づいている。

なお、米国における企業統治改革との関連では、フランスを初めとする欧州諸国は、昨年米国で成立した Sarbanes-Oxley 法が企業統治に関する法律上の細かいルールを外国企業や監査法人に対しても適用する方向に傾きかけたこと<sup>33</sup>に対し

<sup>32</sup> もっとも、自主規制（Soft law）の充実を図ればそれで十分かといえ、必ずしもそうとは限らない点に注意が必要。この点、欧州委員会では、「英国の論者などは、しばしば『欧州大陸諸国の企業統治が脆弱なのは、英国のように優れた自主規制が存在しないからだ』と主張することがあるが、欧州大陸諸国の一部では、そうした領域は、実は既に法律に明文化されているケースが多い。この場合、さらに自主規制を増やせば『屋上屋を重ねる』ことになるだけで、自主規制の充実が問題を解決する訳ではない。このように、EU 加盟諸国間の法制や歴史的経緯は互いに異なるのであり、偏った議論は有害であることを肝に銘じなければならない」との見解にある。

<sup>33</sup> 同法は、米国内の証券取引所に上場している外国企業に対して欧州系の監査法人が監査を行う場合にも、米国流の企業統治・情報開示に基づいた監査を義務付けることを想定していた。その後、同法の外国企業に対する適用に関しては、「米国の法律と海外の法律に相容れない部分があり、海外企業が米国の法律に従うことができない場合、その事情は考慮すべきである」（ドナルドソン新 SEC 委員長の上院指名公聴会における発言）とするなど、その姿勢がやや緩和しており、「結果的には、外国企業は米企業改革法の適用を除外される方向にある」との見方もある。仮に同法が当初案通り適用されれば、米国以外の諸国の企業や監査法人にとっては、米国の法規制に素直に従うか、または自国の企業統治法制が、米国当局（SEC、NASDAQ）が要求する基準を満たしている旨認定するよう求めるか、いずれかの対応をとらざるを得なくなる。

警戒感を抱いている<sup>34</sup>。こうした事情を映じ、フランスの識者の中には、「欧州諸国が一丸となって米国の動きを牽制する必要がある」との意見もみられ、こうした観点から、中長期的には欧州各国の企業統治モデルの収斂 (convergence) を促進すべき、との議論が散見される<sup>35</sup>。

もっとも、欧州委員会では、「Sarbanes-Oxley 法に関しては、既に米国当局に対し、外国企業にまで同法を適用するのは行き過ぎと主張しており、欧州企業を適用除外とするよう水面下で交渉を進めている」状況。従って、「企業統治のあり方に関し、『米国 対 欧州』という対立の構図を無闇に囃し立て米側を刺激することは避けたい」との冷静なスタンスを維持している<sup>36</sup>。

もっとも、「企業統治にしても会計制度にしても、米国のスタンダードが全ての国に適用できる訳ではない (“One size doesn’t fit all”) という点だけは少なくとも米国側に理解させる必要がある」との点では、欧州委員会もフランス当局と認識を共有している模様。

## 7. おわりに

以上でみたように、フランスにおける最近の企業統治改革では、米国流のアプローチを一部で取り入れながらも、フランスの伝統的な社会的価値や企業文化、歴史的背景等を踏まえ、独自の改革アプローチを模索する傾向がみられる。

もっとも、こうした企業統治改革の方向性については、このようなやり方で本

---

<sup>34</sup> とくに、昨今、環境問題、企業会計基準問題、対イラク武力行使問題等、国際社会の様々な局面において、米国の「単独行動主義」とも思える振舞いが目立つことに対し危機感を抱いているフランス当局としては、企業統治改革の問題についても、ドイツをはじめとする欧州大陸諸国を巻き込む形で米国の独走を抑止すべく腐心している。こうしたフランスの動きの背景には、米国流の企業統治に対抗するため、欧州の関係国間で議論を盛り上げようとの政治的意図すら窺われる。

<sup>35</sup> 例えば、仏民間企業団体 (AFEP) では、「欧州としては対米国で一丸となって、欧州の企業統治が十分に機能していることを示す必要があり、さもなければ米国流の企業統治改革の潮流に呑み込まれる。欧州統合の深化は、金融市場のみならず、必然的に企業統治改革のハーモナイゼーションをも促すことになる筈である」としている。

<sup>36</sup> なお、欧州における企業統治を巡る最近の動きとしては、本年2月25日に、オランダの流通大手で小売業世界第3位のアホールドにおいて、過去2年間に亘り業績を粉飾し利益を水増ししていたことが明るみに出た。米食品製造卸部門のUSフードサービスやアルゼンチンの子会社ディスコ等で計5億ユーロに上る粉飾があったとみられている。これを受け、同社のヘーフェン社長兼最高責任者とミュアーズ最高財務責任者が引責辞任した。同事件は、Sarbanes-Oxley法の外国企業への適用について米国が柔軟な姿勢に傾きつつあった矢先の出来事であり、今後、同事件を契機に、米国内において「やはり欧州企業にもより厳格な同法を域外適用すべき」との論調が先鋭化する可能性もあり、今後の動向が注目される。



当に実効性のある監視体制が確立できるのかどうか、フランス国内においても疑問の声も少なくなく、政策当局<sup>37</sup>や大企業経営者も試行錯誤を繰り返しているのが実情である。

いずれにしても、企業統治メカニズムの変革は、そもそも社会的価値の時間的変化に応じて進む複雑性・不確定性を有しており、また、経済的・社会的権力の移行を必然的に伴うものである以上、改革の速度が緩慢であることは避けがたい側面も否めない。今後、フランスにおける企業統治改革が如何なる形で進捗し、それがフランスの社会システムや企業文化にどのような変革を迫っていくのが注目されよう。

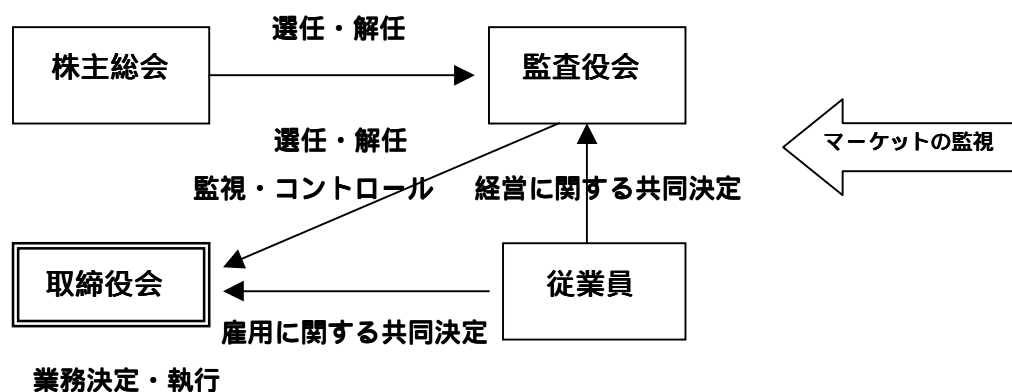
以 上

---

<sup>37</sup> なお、政策当局の一角にある中央銀行が企業統治改革に関与する背景としては、フランス中銀では、他國中銀と同様、「企業や金融機関が適切な企業統治を通じて自律的に健全性を維持・向上することが、中央銀行が責務を負っている金融の安定性（Financial Stability）の観点からも極めて重要である」としている。

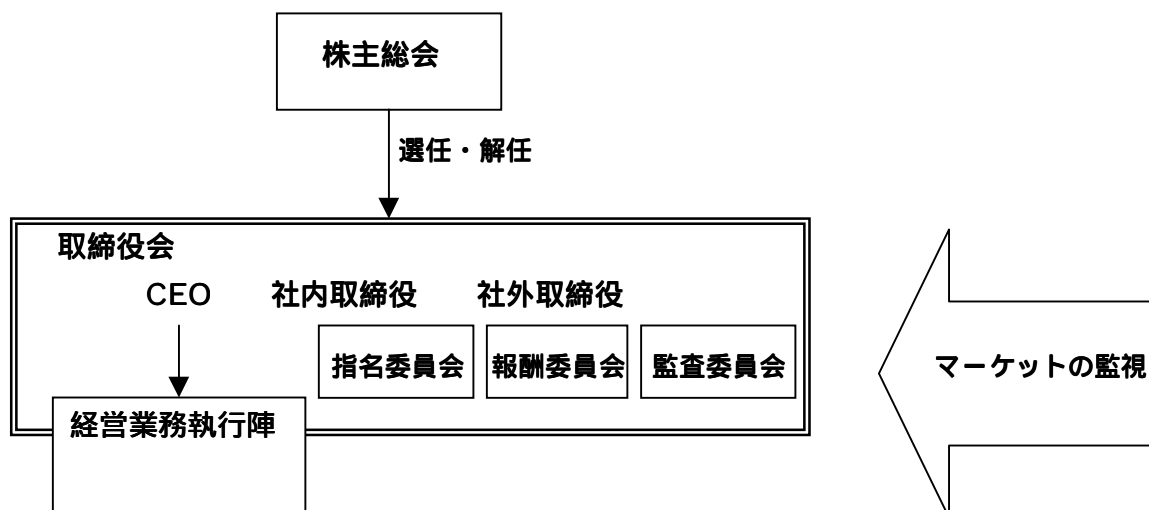
ドイツ、米国における伝統的な企業統治メカニズムのイメージ

1. ドイツ



二元構造（経營業務決定・執行機能と監視・コントロール機能の分離）  
マーケットによる監視は軽微（銀行による監視が一部代替）  
従業員の経営参画（共同決定方式）

2. 米国



一元構造（経營業務決定・執行機能と監視・コントロール機能の集中）  
マーケットによる高い経営監視機能（株価・社債レート、企業買収）

## フランスにおける企業統治改革の経緯

フランスにおける企業統治改革に向けた議論は、取締役会長と最高経営責任者（CEO）の分離を推奨した1992年の英国のキャドベリー報告書を受け、これに対応する形で議論が開始され、その後、1994年の米国の機関投資家カルパースのフランス市場進出を契機に議論が本格化した。さらに、その後の企業組織・運営問題、企業情報開示問題の2つを柱とする議論を踏まえ、幾つかの報告書が取りまとめられたほか、2001年には新経済規正法による会社法改正が行われた。

以下では、過去約10年間におけるフランスの企業統治改革の経緯を簡単に整理することとする。

### (1) ピエノ報告書（1995年）

同報告書は、仏民間企業団体（AFEP）と仏経営者全国評議会（CNPF）によって設置されたソシエテジェネラル PDG（当時）のピエノ氏を委員長とする検討委員会が、上場会社の取締役会に関する事項について、経営者サイドが自主規制の形でとるべき措置を勧告したものの。

同報告書では、誰を取締役に選任して取締役会を構成するか、及び委員会の設置等により取締役会の作業をどのように組織化するかに関しては、取締役会自身が個々の企業の状況に応じて判断すべきであるとしている。従って、こうした事項については、法律が一律に強制すべきものではなく、報告書の提言を実現するために大幅な法律改正は不要であると指摘している。

また、同報告書においては、業務執行と監督の分離が主要な問題として議論されており、独立取締役を選任し、取締役を兼任する会社数に制限を付すべきとし、また、取締役内部に委員会を設置することを企業に対し提言している<sup>38</sup>。

---

<sup>38</sup> ピエノ報告書の要点は以下のとおり。取締役会内部における委員会の設置（指名、報酬、会計の3委員会を設置し、株主総会において、各委員会の設置について報告、その開催回数を株主に伝えることを勧告）。独立取締役の選任（企業は最低2人の独立取締役を選任することが望ましい旨勧告）。取締役が負う職務の明確化（取締役の職務を「取締役憲章」として明文化し、その職業倫理の内容を明確にすることが望ましい旨勧告）。

## (2) ビエノ報告書 (1999年)

同報告書では、報告書 同様、仏民間企業団体 (AFEP) と仏企業連盟<sup>39</sup> (MEDEF) の諮問により、引続きビエノ氏が検討委員会の委員長を務めた。同報告書 は、取締役会長と業務執行者の分離、上場会社幹部の報酬開示、取締役会・内部委員会の運営、の三部から構成されており、新たに、取締役報酬の開示や取締役の任期の問題が取り扱われている点が特徴。とくに上記 の点については、報告書 における立場を一部改め、取締役会長と執行役の機能を兼務させるか分離するかを選択制を認めている点が特徴的である<sup>40</sup>。

ビエノ報告書 では、業務執行と監督の分離の問題について、報告書 における立場を一部修正している。すなわち、報告書 では、一層制の組織について両者の分離の必要を認めていなかった (二層制に移行すれば分離の目的は達成可能とされた)。この点、報告書 では、二層制の組織は制度が硬直的で手続負担が重いために、一層制の組織のままで、取締役会の会長職と業務執行者の地位を兼務させるか分離させるかを選択することが是認された。

## (3) 新経済規制法 (NRE<sup>41</sup>) (2001年)

その後 2001年5月に成立した新経済規制法では、ビエノ報告書 の提言内容が概ね反映されている。すなわち、同法は競争法や証券市場法制等にも関わる多岐に亘る内容の改正を定めたものである<sup>42</sup>が、会社法制に関していくつかの改正が行われた。重要な改正事項としては以下の諸点が挙げられる。すなわち、取締役の員数制限の厳格化 (取締役会の員数上限を24名から18名に引下げ < 合併企業の場合の上限は、30名から24名に引下げ > )、取締役会は、取締役会長

<sup>39</sup> 日本の経団連にあたる。CNP (仏経営者全国評議会) が名称変更。

<sup>40</sup> このほか、同報告書 では、上場会社の経営幹部の報酬については、とくに節を設けて年次報告書に開示しなければならない (ストックオプションについても同様) としている。また、取締役の任期は最長4年、社外取締役<sup>40</sup>の数は取締役会の3分の1以上でなければならず、監査委員会および指名委員会も3分の1以上、報酬委員会については過半数が社外取締役とすべきとしている。

<sup>41</sup> 仏語では、"Nouvelle Regulation Economique (NRE)" と呼称。

<sup>42</sup> フランスの商事会社法制の規定は、1966年の改正により単一の法律と政令 (デクレ) に整理されていたが、1966年の法律の規定は、競争法、倒産処理法制などの規定とともに、2000年9月に新たに制定された商法典に組み込まれている。2001年5月の新経済調整法はこの商法典を一部改正するものである。すなわち、同新法は、財務面に倫理的視点を取り込むこと、社会との対話・消費者の権限強化、企業買収・合併に関する取締役会の責任権限の強化、金融取引における透明性、多様な経済活動の確保等を主な狙いとしており、その第三部「企業規制」の部分において企業統治にかかる事項について商事会社法を改正する旨が規定されている。

職 (président) と業務執行者職 (directeur général) との分離を選択可能。取締役の兼任制限の厳格化 (上限を 8 社から 5 社に引下げ)、年次報告書における取締役報酬の個別開示義務付け。

このほか、同新法では、取締役会や、監査役会、株主総会に画像会議の方法で出席することを可能にする規定、および、株主総会に遠隔通信の手段で出席することを可能にする規定も定められている。

#### (4) ブートン報告書 (2002 年 9 月)

仏民間企業連合会 (AFEP) と仏企業連盟 (MEDEF) が共同で設置した作業部会 (座長: ソシエテジェネラルのブートン現 PDG) が取りまとめた、上場企業の企業統治に関する自主規制案であり、多くの論点についてピエノ報告書を踏襲している。同報告書では、「独立社外取締役」の定義を厳格化したことが特徴的である。

「独立・中立性の高い役員 (独立社外取締役)」が満たす具体的な条件として、過去 5 年以内から現在まで、当該会社の従業員または経営陣の一員ではない、相互的に取締役を送り込んでいる会社に所属していない、当該会社にとって実質的な役割を果たす顧客、サプライヤー、銀行ではない、経営陣の一員との間で姻戚関係が無い、過去 5 年以内から現在まで当該会社の会計監査役を務めていない、当該会社の取締役として 12 年間以上在籍していない、との項目を課している。

同報告書では、フランスにおける企業統治に関する法的規制 (不正会計や虚偽情報等に関する処罰規定) が米国に比べ充分厳格であると指摘、企業経営のチェック機能を担う取締役会の実効性と透明度を高めることを主眼に据えるべきであるとしている。具体的には取締役会において独立・中立性の高い役員が占める比率を 50% 超に引上げることを提案している。

このほか、同報告書では、取締役会の機能状況に関する監査を毎年実施する、社内の会計監査委員会の独立性を強化する (独立・中立性の高い役員比率を 66% に引上げる) 社内に報酬委員会 (独立・中立性の高い役員が半数以上) を設置、経営陣の報酬およびストックオプション等に関するチェックを強化するとともに、ストックオプション付与時の特別割引制度を廃止する、ことなどを提案している。

また、同報告書は、国際的な会計基準の統一化の動きについては、2005年にEU諸国が導入する予定のIAS(IFRS)基準は、時価主義による安定性の欠如が依然問題である旨指摘、汎欧州レベルでの基準制定が必要であるとの立場を示している。

#### (5) 金融セキュリティ法案<sup>43</sup> (2003年2月閣議決定)

金融セキュリティ法案(本年2月5日に閣議決定、同3月以降議会にて審議中)は、仏証券取引委員会(COB)と金融市場評議会(CMF)等の合併による新たな市場監督当局(AMF)の設立、貯蓄商品の安全性の確保、企業統治改革の3つを柱としており、第三部において、企業統治と会計監査人の役割が規定されている。

企業統治改革に関しては、とくに会計監査人の独立性と倫理について監視・監督を行う新機関である「会計監査人高等評議会(Haut conseil du commissariat aux comptes)」を法務大臣の諮問機関として設置する。また、同一の監査グループの監査人が同じ会社を監査できる期間を3年間に制限しているほか、会計監査人が会計監査とコンサルティングを同じ企業に同時に提供することを禁止、監査業務とコンサルティング業務を明確に分離すべきとしている。このほか、法務大臣による監査命令や会計監査人の監査一時停止命令を認める等、主管庁である法務大臣の権限強化も図られている。さらに、企業統治の最高機関が株主総会であることを改めて確認する規定が設けられている。

同法案が含む企業統治改革の内容は、主に、会計監査役の独立性強化や経営監視機能改善に重点を置いたものであり、企業的意思決定手続のフレームワークのあり方(取締役会の構成、社外取締役の設置等)に関しては、企業自身の自主規制に任せる形で一定の裁量を与えるものである。

以上

---

<sup>43</sup> 仏語では「Projet de loi de sécurité financière」と呼称。

## 参考文献

- ・ 田村達也 (2002) 『コーポレート・ガバナンス』、中公新書
- ・ 原輝史 編 (1993) 『フランスの経済』、早稲田大学出版部
- ・ Association d'Economie Financière (2002) “ Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde en 2002 ”
- ・ Elie Cohen (2002) “ Gouvernance d'entreprise : une grande diversité de modèles ”  
Problemes économiques, octobre 2002
- ・ European Commission (2002) “ Report of the High level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe <Winter Report> ” November 2002
- ・ Jonathan Charkham (1994) “ Keeping Good Company ” Oxford
- ・ Karine Le Joly / Bertrand Moingeon (2002) “ Gouvernement d'entreprise: débats théoriques et pratiques ” Spécialité Groupe HEC ellipses
- ・ Marianne Rubinstein (2002) “ Aspects théorique et empirique de la gouvernance d'entreprse en France ” Problemes économiques, novembre 2002
- ・ Revue d'Economie Financière (2001) “ Le Gouvernement d'Entreprise ”  
Montchrestien
- ・ Simon Learmount “ Corporate Governance – What can be learned from Japan? ”  
Oxford