



I. 欧州株主権利指令の改正～ 欧州における長期保有株主優遇の潮流 ～
II. ドイツ: 企業の刑事責任に関する法案の草案

2019年
10月24日号

I. 欧州株主権利指令の改正

～ 欧州における長期保有株主優遇の潮流 ～

執筆者: 菅 悠人

2000年代初頭の村上ファンドの姿に代表される「物言う株主」という概念は、その後すっかり日本の経済界に定着した印象がある。近時、低金利や円安を背景に、米国系を中心とする外資系ファンドが日本の株式市場での活動を活発化させていることが報じられている¹。また、最近では国内の機関投資家も株主として会社に対する意見や要望を明確に述べるようになったことも指摘される。日本の場合、こうした「シェアホルダー・アクティビズム」は経済活動を活性化し、コーポレートガバナンスの発展にも資するものとして肯定的に評価する論調が少なくない²。

これに対し、欧州、とりわけ大陸側の欧州諸国では、伝統的に、会社が株主の利益を最優先すべきとの考えに対して懐疑的な見方も根強い。特に、リーマン・ショックの際には、短期的な利益追求の優遇が金融危機の遠因となったとの見方に基づき、ショート・ターミズムに対する批判が高まった。そのような流れを受けて成立したのが上場会社における株主の権利について定めた EC 指令である株主権利指令 (Shareholder Rights Directive)³の改正である⁴。2017年に成立したこの改正では、欧州における会社法制の一環として、長期保有株主を優遇するための制度が導入されている。加盟国は、2019年6月10日までに当該改正を国内法令に反映させるための措置をとらねばならないものとされており、改正内容の国内的な実施は既に始まっている。以下では、当該

¹ 「物言う株主、日本に攻勢 統治・還元改善圧力」日本経済新聞電子版、2019年9月24日。

² 「力増す『物言う株主』に企業は向き合え(社説)」日本経済新聞電子版、2019年6月1日。

³ Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies

⁴ Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as Regards the Encouragement of Long-term Shareholder Engagement.

本ニュースレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニュースレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

改正に関して特に長期保有の優遇に関わると考えられる事項について紹介する(以下、株主権利指令の条数に言及する場合には当該改正後のものを指すこととする)。

1. 株主の特定に関する情報の取得

改正により、欧州における上場会社は、当該上場会社が発行する株式を一定割合を超えて保有する株主の特定に関する情報を取得する権利があることが明示的に定められた(株主権利指令 3a 条 1 項)。ここでいう「一定割合」とは、0.5%以下でなくてはならないとされている。加盟国は、真の株主の株を保有・管理する仲介者(intermediary)が存在する場合において、上場会社により株主の特定に関する情報の要求が、仲介者を通じて株主へ伝達され、また、株主が当該要求に応じて提供した情報が直接または仲介者を通じて会社へ伝達されるようにしなければならない(同条 2 項および 3 項)⁵。

「株主の特定に関する情報」には、少なくとも、名前、連絡先(住所とメールアドレス)、登録番号(法人の場合)、保有株式数、さらに、上場会社が要求する場合には、株式の種類または株式の保有を開始した日付、が含まれなければならない(株主権利指令 2 条(j)号)

このような、上場会社が株主に関する情報を収集することを認める制度は、欧州の加盟国レベルで既に存在していたものであり、今回の改正にあたって加盟国の既存法制が参考にされたものと考えられる。例えば、フランスの会社法制では、2001 年の改正において、上場会社が、定款に定めることにより、上記と同様の情報の提供を株主に対して請求できることが定められていた(フランス商法典 L.228-2 条)。実際、フランスのほとんどの上場会社において、かかる請求を可能とする定款の定めが置かれているといわれている。このような制度が導入されている理由は、いうまでもなく、株主に関する情報を得られるようにすることで、上場会社が短期的な利益のみを追求する株主や濫用的買収者への対抗措置をとるきっかけを作り出すことにある。

2. 機関投資家および議決権行使助言会社に対する規制

今回の改正では、機関投資家、投資運用事業者(asset manager)および議決権行使助言会社に対して、透明性を確保することを目的とした規制も導入されている。すなわち、加盟国は、以下の制度を国内法令で導入しなければならない。

まず、機関投資家および投資運用事業者は、新たにエンゲージメントポリシーを策定し、公表しなければならない。具体的には、当該機関投資家または投資運用事業者が、どのように投資先の上場会社の財務状況や、企業戦略、リスク、資本構造、社会的・環境的影響およびコーポレートガバナンスをモニタリングしていくか、また、どのような方針で上場会社と対話を行い、これに対する議決権を行使していくかを明らかにしなければならない(株主権利指令 3g 条 1 項(a)号)。さらに、機関投資家および投資運用事業者は、エンゲージメントポリシーの中身がどのように実施されたかについての説明を毎年公表しなければならないが、その説明には、その年に行われた重要な議決権行使についての説明や、その際に議決権行使助言会社を参照したかについての説明が含まれなければならない(同項(b)号)。

加えて、機関投資家は、その主要な株式投資戦略が長期的な負債に応じた内容であり、中長期的な資産の増加に資するものであることについての説明を公にしなければならないが、かつ、機関投資家の投資が投資運用事業者を通じて行われている場合には、投資運用事業者との契約が、①機関投資家の長期的な負債に応じた投資を動機づけるものであること、②投資先の上場会社の中長期的な、かつ非財務的なパフォーマンスをも考慮した投資を動機づけるものであること、③投資運用事業者のパフォーマンスを評価する手法および評価対象となる期間が長期的なパフォーマンスを考慮し得るものであること、などについて説明を公表すべきものとされている(株主権利指令 3h 条)。

同様に、議決権行使助言会社は、その活動に際して参照する行動規範を策定し、公表しなければならない(株主権利指令 3j 条 1 項)。

⁵ 上場会社が株主の特定に関する情報を取得できるようにするための改正については、例外的に、2020 年 9 月 3 日までに加盟国が国内法令に反映させるための措置をとればよいものとされている。

上記の機関投資家、投資運用事業者および議決権行使助言会社の義務は、必ず従わなければならないという性質のものではないものの、従わない場合には、その理由を説明することが義務づけられる(Comply or Explain の原則)。なお、議決権行使助言会社に対しては、Comply or Explain の原則が適用されない場面として、助言の決定方法や、情報源、助言および議決権勧告等の質を確保するためにとる手続等を公表しなければならないことも定められている(株主権利指令 3j 条 2 項)⁶。

3. 更に踏み込んだ長期保有優遇策の是非

最終的に今回の改正では採用されなかったものの、株主権利指令の改正案においては、加盟国が、長期保有株主の優遇策として、複数議決権制度、税制上の優遇措置、一定期間以上保有した株主に対して報酬を与えるロイヤルティ配当またはロイヤルティ株式、のいずれかの 1 つ以上の措置を定め、かかる措置を 2 年以上の任意の期間株式を保有する者に対して与えることとする旨の条項も提案されていた⁷。

このうち、複数議決権制度は、フランスの会社法制においては古くから存在している制度であり、2015 年の法改正⁸により、長期保有株主の優遇を強化する方向の改正を経て現在も存続している。すなわち、フランスの現行制度の下では、原則として、上場会社において株主名簿に 2 年以上登録されている株主に対しては、2 年未満の期間しか登録されていない株主の 2 倍の議決権が与えられるとする 2 倍議決権のルールが制度化されている(フランス商法典 L.225-123 条 3 項)⁹。

このような複数議決権制度については、1 株 1 議決権原則を無効化し、効率的な資本運用を害する上に、外国投資家による国内への資金流入を遠ざけるとして、フランス国内においても批判がある。特にフランスの場合には、多くの著名な上場会社が発行する株式の相当な割合をフランス政府が長年にわたって保有する例が多いことから、フランスにおける上記の法改正は、長期保有株主の優遇を口実としつつ、事実上はフランス政府が企業運営への関与を深めるための手段として導入されたものとの批判は免れない。とはいえ、企業活動は株主利益の最大化が全てではないという発想を具現化するものとして、日本をはじめ他国においても株主保護法制のあり方を考えさせる好例ではあるように思われる。米国においてすら株主第一主義の見直しが叫ばれる昨今において¹⁰、欧州型の長期保有優遇法制は少しずつその存在感を増しているといえる。



すが ゆうじん
菅 悠人

西村あさひ法律事務所 弁護士
y_suga@jurists.co.jp

2009 年弁護士登録。2016 年コロンビア大学ロースクール卒業(LL.M.)。2017 年パリ第二大学修士課程卒業(LL.M. de droit français, européen et international des affaires)、フランス・パリ弁護士会登録。2017 年より 2018 年までウィルマー・ヘイル法律事務所(ロンドンおよびブリュッセルオフィス)へ出向。国際案件の経験が豊富で、外国の法令に関する知見も広い。特に EU における規制関連法全般について現地実務や法令改正等、最新の動向を踏まえた助言を行っている。

⁶ なお、日本の場合、機関投資家に対する透明性確保の要請については、いわゆるスチュワードシップ・コードの公表により一定の対処がなされているが、議決権行使助言会社の規制についてはまだ議論が始まったばかりの段階である。

⁷ 福本葵「長期保有株主に対する優遇策」証券経済研究 94 号、79-80 頁。

⁸ Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.

⁹ 2 倍議決権ルールは、上場会社が同ルールを採用しない旨を定款で定めた場合には適用されない。2015 年の法改正後に同ルールの適用を除外するための定款変更を実際に行ったフランスの上場会社も少なくないとされている。

¹⁰ 「米経済界『株主第一主義』見直し 従業員配慮を宣言」日本経済新聞電子版、2019 年 8 月 20 日。

Ⅱ. ドイツ: 企業の刑事責任に関する法案の草案

執筆者: アネマリー・ドゥーネンブルグ

はじめに

ドイツ法では、企業に対して行政罰を課すことは可能であるものの、他の多くの欧州各国または米国とは異なり、(未だに) 刑法に基づき企業を訴追し、有罪とすることを可能とする企業の刑事責任制度は存在しない。

現行法において企業に適用される唯一の制裁は、企業の管理職が犯した刑事上もしくは規制上の犯罪(企業に課される義務違反)、または企業が利得を得たまたは利得を得る意図があった場合に課される 1,000 万ユーロ以下の過料(行政罰)である。なお、犯罪収益は没収される可能性がある。企業に対し、調査を開始するか否かおよび/または過料を課すか否かは、規制当局の裁量により決定される。

この点については、長年に渡って議論が重ねられてきたが、ドイツ企業に関わる最近の不正事件(例えば、ディーゼル車の排ガス不正事件)を受け、2019 年 8 月 22 日、ドイツ連邦司法・消費者保護省は、他の省庁との予備的な議論を開始するために企業制裁法(以下、「CSA」という)の草案を発表した¹¹。

CSA の草案の概要

CSA が制定された場合、その詳細は未だに不明ではあるものの、ドイツにおける企業に対する現在の制裁制度を抜本的に見直すものになることが予想される。草案の最も重要な変更点は、以下のとおりである。

1. 執行当局の訴追義務

ドイツでは、行政罰の場合には起訴便宜主義が採用されている。その一方で、刑事罰の場合には、起訴法定主義に基づき、十分な合理的嫌疑があれば、全件、捜査・起訴しなければならないのが原則である。刑事罰である CSA には起訴法定主義が適用されるため、CSA が施行されれば、ドイツ執行当局は、原則として、不正行為の十分な合理的嫌疑があれば、企業に対して予備調査を開始しなければならなくなり、訴追しないことが許されるのは、限定された場合(例えば軽犯罪)に限られることになる。

2. 新たな企業の刑事犯罪および刑事責任

CSA の草案は、企業犯罪の新たな種類として、「企業の刑事犯罪」という概念を導入している。これは、(1)管理職が当該企業の義務に関わる犯罪を犯した場合(例えば、財産または競争に対する犯罪、税金および環境に関する犯罪、人権侵害)、ならびに(2)当該企業が合理的な予防措置を講じなかった場合に該当することになる。

現在のところ、CSA の草案は、その規模にかかわらず、ドイツに拠点を置く、またはドイツで経営されている全ての種類の会社、事業体および団体に適用されることが想定されている。ドイツに登録済みの事務所を有する企業も、ドイツにおいて処罰の対象となる場合には、当該企業の刑事犯罪が外国で犯された場合でも、責任を問われる可能性がある。

CSA の草案の今後の改訂においては、対象とされる企業の範囲および対象に含まれる刑事犯罪の種類が絞り込まれることが予想される。

¹¹ CSA の草案はまだ公表されていないが、与党連合は、その 2018 年連立合意書において、企業に更に重い制裁を科す意向を発表している。キリスト教民主・社会同盟と社会民主党(与党連合各党)の連立合意書については、<https://www.bundesregierung.de/resource/blob/656734/847984/5b8bc23590d4cb2892b31c987ad672b7/2018-03-14-koalitionsvertrag-data.pdf?download=1>(ドイツ語のみ)、第 19 会期、2018 年 3 月 12 日、126 頁参照。

3. 新たな刑罰および罰金の増額

CSA の草案が施行された場合には、年間売上が 1 億ユーロを超える企業は、当該企業の平均年間売上の 10% 以下の罰金刑を科されるという問題に直面することになる。これらの企業にとって、かかる罰金刑の金額は、現在の行政罰により課される過料の最高限度額である 1,000 万ユーロを超えることが見込まれる。なお、犯罪収益については、罰金刑とは別に引き続き没収されると考えられる。

その他 CSA の草案が規定する刑事罰には、裁判所の指示に従った警告や、最終手段として企業の解散が含まれる。多数の被害者が影響を受けた場合には、会社名および刑事罰が公表される (naming and shaming) 可能性がある。

4. コンプライアンス措置および社内調査の関連性の増加

CSA の草案によれば、将来的な企業の不正行為および汚職の発生を防止するための特別なコンプライアンス・プログラムを有する企業には、優遇措置がある。すなわち、適用すべき罰金または刑罰を査定する際に、裁判所の承認を得た独立した専門家により監視を行うコンプライアンス・プログラム (以下、「コンプライアンス・モニター」といいます) の採用が考慮される可能性がある。例えば、裁判所が警告を出したものの、当該企業が指定の期間中に当該裁判所の指示を満たした場合には、起訴が見送られる可能性がある。

また、企業は、社内調査を通して自社の不正行為の解明に大きく貢献し、かつ、執行当局に対して最大限協力した場合、50% 以下の範囲で減軽が認められる可能性がある。コンプライアンス・モニターと同様に、社内調査は、独立した当事者 (弁護士以外) が担当しなければならない。

したがって、CSA の導入に際しては、コンプライアンス制度、および関連当局への協力をどのように整備するかが、企業にとって重要な検討事項になると考えられる。

5. 弁護士・依頼人間の秘匿特権および押収からの保護

CSA が導入された場合、弁護士との連絡を含む、社内調査において作成された文書およびその他の資料が押収される可能性があるということが、重大な問題として認識されている。秘匿特権や資料押収からの保護は、企業が刑事手続における被告人として正式な公訴を提起された場合にのみ主張することが可能になる。

見通し

CSA は、50% を超える確率で法律となることが予想されており、ドイツ連邦議会 (Bundestag) の 2021 年秋に終了する現在の立法期間内に、CSA が可決されることが予想される。この場合、CSA は、2 年後に施行されることになる。

したがって、CSA の草案の内容の把握に着手し、これに対応するためどのように準備を行うことが最善なのかについて検討を開始すべきであると考えられる。特に、会社は、自社のコンプライアンス制度を見直し、かつ、社内調査の体制を慎重に整備することが望ましいと考えられる。



[アネマリー・ドゥーネンブルグ](#)

西村あさひ法律事務所 フォーリンアトニー
a.doornenburg@jurists.co.jp

ドイツ連邦共和国弁護士。国際訴訟 (クロスボーダー訴訟、外国訴訟) および国際仲裁を専門としている。ロンドン、パリ、ワシントン DC の各拠点において、国際訴訟・国際仲裁のリーディングファームにおいて豊富な経験と実績を重ねてきている。使用言語は、日本語、英語、フランス語、スペイン語、ドイツ語およびカタルーニャ語。