

「EUにおける市場法制と会社法制 の交錯ードイツ法を例として」

公共政策大学院シンポジウム

「資本市場の活力と信頼の向上～上場会社制度と公共政策」

2008年10月17日
東京大学 神作裕之



目次

- 1 はじめに
- 2 ドイツ法の体系と沿革
 - (1) 現行法の体系
 - (2) 沿革
 - 第2次世界大戦後～1970年代
 - 1980年～2000年
 - 2001年以降
- 3 資本市場法と商法・会社法の交錯
 - (1) 資本市場法の改正に伴い会社法・商法が改正された例
 - (2) 相互に与える影響
 - (3) 証券取得・買収法と会社法の交錯
- 4 ドイツにおける上場会社法に関する議論
- 5 結びに代えて

1 はじめに

- 資本市場法制と会社法制との規範の重なり、衝突、未調整および空白
ーとりわけ、近年の問題意識の多くは、委任状勧誘規制や公開買付規制など敵対的買収の発生により顕在化した部分が多い
- コーポレート・ガバナンス論の隆盛

1 はじめに

資本市場法制と会社法制の重なり、未調整または空白の例(日本法の場合)

- **監査役監査と会計監査人監査の関係**
- **会計監査人の選解任の会社法上の取扱い**
- **委任状勧誘制度と議決権行使書面制度**
- **上場・上場廃止の会社法上の取扱い**
- **公開買付規制・大量保有報告制度と会社法の考え方との関係**

開示については両法制の調整が図られてきた

2 ドイツ法の体系と沿革

(1) 現行法の体系

会社法・商法

会社法
組織変更法
商法(計算 +
会計監査)

資本市場法

証券取引法
取引所法
証券取得・買収法
目論見書法
販売目論見書法

2 ドイツ法の体系と沿革

(2) 沿革

第2次世界大戦後～1970年代

ドイツ国内資本市場の独自の展開期

- 1970年代まではドイツ資本市場の発展は緩やか
- 「灰色の市場」と呼ばれる資本市場法の隙間を狙った金融商品が発展
 - 資本市場と「灰色の市場」の分断
- 「灰色の市場」をめぐる、判例法により、積極的な投資家保護が図られる
 - 目論見書責任・説明義務など、民事法・会社法上の発展にとどまる

2 ドイツ法の体系と沿革

(2) 沿革

1980年～2000年

- EU域内の統一的資本市場の創設・発展 各種のEU指令
- EU指令はただちに法的効力を有するわけではなく、国内法化が必要
- 国内法化された場合には、EU指令の解釈に合致するよう解釈されねばならない

その結果、「組織化された市場」と「灰色の市場」の分断が益々深刻化

ドイツの立法者は、もっぱら「組織化された市場」の立法に注力。「灰色の市場」は、判例法理により民法上(民法・会社法)解決が図られる

2 ドイツ法の体系と沿革

(2) 沿革

1980年～2000年

1986年「取引所上場許可法」

有価証券の上場に関するEU指令等の国内法化

1989年「取引所法改正法」

上場許可目論見書に関するEU改正指令の国内法化

1990年「販売目論見書法」の制定

1994年「第2次資本市場振興法」の制定

同法に基づき「証券取引法」が制定

以上2本の法律がドイツの近代的な資本市場法の柱とされる

とくに「証券取引法」は資本市場法の基本法と評される

あわせてドイツ資本市場の強化という政策目標



2 ドイツ法の体系と沿革

(2) 沿革

1980年～2000年

1996年連邦政府「投資家および雇用の立地のためのアクションプログラム」

ドイツ独自の政策を多く含む(上場会社の規制緩和などドイツ資本市場の競争力の強化を目的とする)

1998年「第3次資本市場振興法」

目論見書責任の強化, 上場の容易化等

2 ドイツ法の体系と沿革

(2) 沿革

2001年以降

EU法の影響力の増大(しかも、近年は直接適用される規則が増加)

会社法等他の法分野との接点・交錯の増加

2001年「証券取得・買収法」

同法によりドイツにおける資本市場法の新局面が切り開かれる

2002年連邦政府「企業の公正性と投資家保護の強化のための10ポイントのプログラム」 ドイツ独自の政策

2002年「金融サービスに対する監督の統合に関する法律」

BaFinの設置

2002年「第4次資本市場振興法」

証券取引法の改正等

2 ドイツ法の体系と沿革

(2) 沿革

2001年以降

2002年「透明性および開示法」
資本市場の透明性の向上を目的
ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの導入(上場企業を
対象)

2004年「販売目論見書法」改正

2004年「投資家保護改善法」

ほとんどの部分が2003年のEU市場詐欺行為指令
(2003/6/EC)の国内法化(内部者取引, 適時開示, 価格操
縦などの規制の改正 + BaFinの権限強化)

2004年「会計に係る監督に関する法律」

企業会計および計算書類の監査に関する規律の改正



2 ドイツ法の体系と沿革

(2) 沿革

2001年以降

2005年「裁判審査手続の導入のための法律」

2005年「目論見書指令を国内法化するための法律」

2003年EU目論見書指令(2003/71/EC)の国内法化

2006年「商業登記・協同組合登記および企業登記の電子化に関する法律」

2004年EU透明性指令の国内法化

2 ドイツ法の体系と沿革

(2) 沿革

2001年以降

2006年「EU企業買収指令を国内法化するための法律」による「証券取得・買収法」改正

2004年企業買収指令(2004/25/EC)の国内法化

2007年「透明性指令を国内法化するための法律」

2004年EU透明性指令(2004/109/EC)の国内法化

2007年「金融商品市場指令を国内法化するための法律」

2006年EU金融商品市場指令(2006/31/EC;MiFID)の国内法化

証券取引法の改正, 新取引所法

3 資本市場法と商法・会社法の交錯

(1) 資本市場法の改正に伴い会社法・商法が改正された例

1998年「企業分野における監督と透明性の確保のための法律」
KonTraGの目的は、ドイツの企業法および企業会計法を国内および国際的な要請と期待に応えること

同法により、株式法・商法の多くの規定が改正される

2002年「透明性および開示法」

ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの導入(上場企業を対象)

会社法上、上場会社の取締役・監査役に対し、同コードに従っているかどうかについて開示義務を課す(株式法161条)

2005年「企業の公正性および決議取消権の現代化のための法律」

株主権および少数株主権の強化を通じて株式会社を資本市場と結び付けるという考え方に基づく法律

2005年「取締役報酬開示法」(上場企業を対象)



3 資本市場法と商法・会社法の交錯

(2) 資本市場法と商法・会社法の相互の関係

(イ) 会社法に対する資本市場法の影響

投資家としての株主保護という視点

資本市場を前提としたガバナンスに適合的な株主の権利(株主代表訴訟提訴権等)

(ロ) 資本市場法に対する会社法の影響？

株主平等原則の考え方

3 資本市場法と商法・会社法の交錯

(八) 資本市場法上の義務の実効性を高める手段としての会社法上の効果の付与

大量保有報告に係る義務違反の対象となる株式等につき議決権が排除されるという民事効が認められている(ドイツ証取法28条)。有価証券取得・買収法の通知義務に違反した場合も同様(ドイツ証券取得・買収法59条)



3 資本市場法と商法・会社法の交錯

(3) 証券取得・買収法と会社法の交錯

(イ) 資本市場法としての証券取得・買収法

(ロ) 立法の沿革と議論

(ハ) 証券取得・買収法が資本市場法であること
の具体的な効果

(ニ) 組織再編法との適用関係



4 ドイツにおける上場会社法の議論

(1) 株式法における「上場株式会社」の定義と効果

ドイツ株式法3条2項(1998年KonTraGによる)

(2) 講学上の「上場株式会社法」

上場株式会社に関する会社法, 資本市場法等を含めた規制の総体

若い学問領域(独自の法分野として確立しているという性格のものではない)

(3) 方法論

5 結びに代えて

ドイツ法から、どのような示唆を得ることが
できるか？

投資家としての株主と社員としての株主

コーポレート・ガバナンス論

市場法制と会社法制の多様な関係

規制の手法と主体(国家制定法以外の規範
との役割分担・協調関係も含む)

市場の匿名性と投資家の属性