

■ 研究論文

EUにおける少数株主の保護とコーポレート・ガバナンス

Minority Shareholders Protection and Corporate Governance in European Union

神奈川大学大学院 経営学研究科
国際経営専攻 博士前期課程

明 山 健 師

AKIYAMA, Tsuyoshi

■ キーワード

コーポレート・ガバナンス、少数株主の保護、CEM、欧州委員会、比例性の原則

1 はじめに

コーポレート・ガバナンスの議論は、世界各地でおこなわれており、英米を中心として株主の権利が叫ばれるようになった。そして、株主の権力が高まり、機関投資家が「物言う株主」として企業に大きな影響を与えるようになったのである。このような、多くの株式を所有している機関投資家が、企業に大きな影響力を与えている陰で本来有しているはずの権利を行使する事が出来ない少数株主が存在する事も忘れてはならない。企業の経営者は、株主だけでなく全ての株主の権利を考慮した経営をおこない、社会から信頼される企業を目指した経営をおこなわなければならない。それにも関わらず、直接の利害関係を有している株主の権利さえ十分に考慮していない企業が存在するのである。

それをうけて、欧州委員会は、主に欧州連合(European Union, 以下「EU」という)の加盟国を対象に、企業の支配を強化するメカニズム

(Control Enhancing Mechanisms, 以下「CEM」という)に関する研究をおこなった。企業の支配を強化する事は、企業が本来考慮すべき少数株主の権利を阻害する原因の1つであった。そのため、欧州委員会は、CEMに関する研究を通して、EUにおける会社法の特に株主保護制度のあるべき姿を考察したのであった。また、EUにおけるコーポレート・ガバナンスの議論は、2002年にウィンター報告書¹が、アカウンタビリティに重点をおいて策定されて以来、アカウンタビリティに重点が置かれており、CEMのようなアカウンタビリティに関する研究が求められているのである。

そこで、本稿では、第2節において、CEMの定義と位置づけ、EUにおけるCEMの現状を明らかにする。つぎに、第3節において、CEMと法起源の関係性および各国企業におけるCEMの実態を明らかにする。そして、第4節において、EU法が定める少数株主保護制度の現状と課題を明らかにする。

2 EU各国の株式会社の支配を強める構造

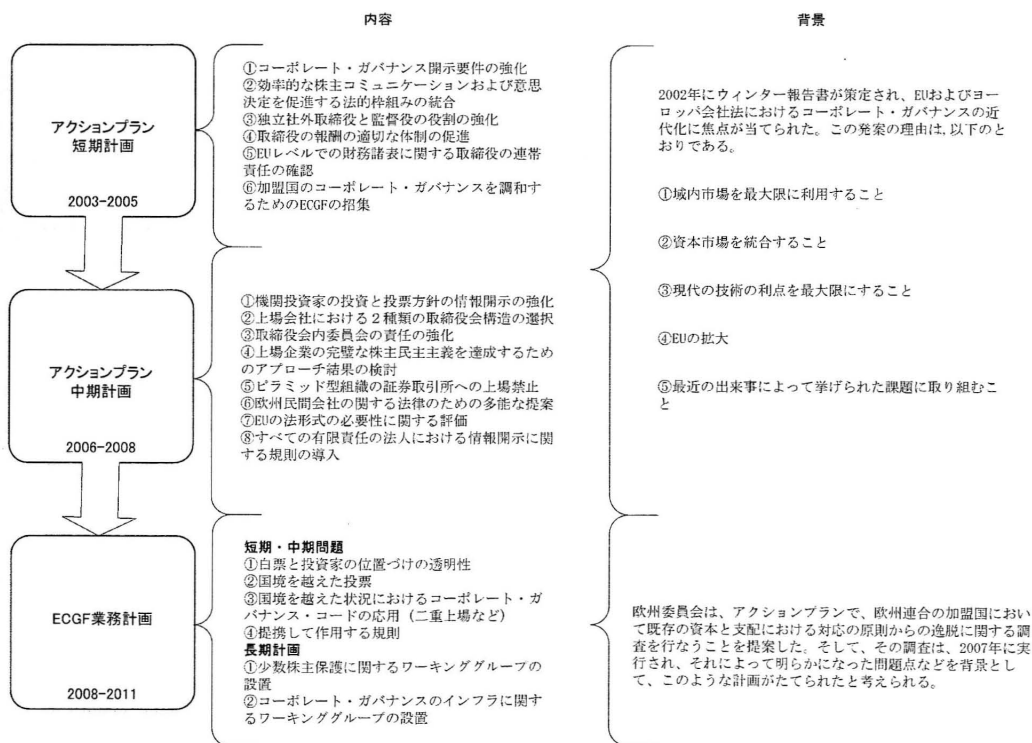
2-1 EUにおけるコーポレート・ガバナンス議論の焦点

EUにおけるコーポレート・ガバナンスの議論は、2002年にウインター報告書が、アカウンタビリティに重点を置いて策定されて以来、アカウンタビリティに重点が置かれてきた。ウインター報告書のすぐ後、2003年に策定された『EUにおける会社法の現代化および企業統治の改善—進めるべき計画—(以下「アクションプラン」という)²⁾』も同様にアカウンタビリティに重点を置かれている。このアクションプランとは、EU各国のコーポレート・ガバナンスと会社法を調和する事を目的に策定されたものである。そして、アクションプランを基に、EUの会社法は、

制定・改定されてきた。その後、2008年にECGF (European Corporate Governance Forum) から2008年から2011年までの業務計画である『ECGF業務計画2008-2011(以下「2008-2011業務計画」という)』が発表され³⁾、さらにコーポレート・ガバナンス改革の計画が立てられているのである。

そして、これらの計画では、アクションプラン中期計画、④上場企業の完璧な株主民主主義を達成するためのアプローチの結果の検討、⑤ピラミッド型組織の証券取引所への上場禁止、および、ECGF業務計画長期計画、①少数株主保護に関するワーキンググループの設置、など株主保護に関する計画もなされている。そこで、欧州委員会は、株主保護に関する取り組みとして、シャーマン&ステアリング社と協力して『EU上場会社の所有権と支配における比例性に関する比較法研究⁴⁾』をおこなった。

図1 EUにおけるコーポレート・ガバナンスの議論の推移



(出所) 筆者作成。

2-2 株式会社の支配を強化する構造の種類

欧州委員会のCEM研究は、様々なEU域内およびEU域外の「比例性原則からの逸脱 (Deviations from The Proportionality Principle)」を統治する規定力を持つ枠組みの説明を提供することを目的としておこなわれた。具体的には、(1) 各管轄区域によって提供される研究およびCEMの比較によって、各CEMの方法の用語解説および説明を提供するもの、(2) CEMの主要素の比較対照表を提供するもの、(3) 各区域の現在の法的な報告書から成るもの、の3つの報告書で構成される⁵。そして、それらの研究をもとに、最終報告書

として『EUにおける比例性原則の報告書 (Report on the Proportionality Principle in the European Union)⁶』がまとめられている。

欧州委員会の研究によってEU各国とアメリカ、オーストラリア、日本のCEMの現状が明らかにされた。具体的には、各国で、①複式議決権株 (Multiple Voting Rights Shares)、②無議決権株 (Non-voting Shares)、③配当優先株 (Non-voting Preference Shares)、④ピラミッド構造 (Pyramid Structures)、⑤優先株 (Priority Shares)、⑥受託者証明書 (Depositary Certificates)、⑦議決権の上限 (Voting Right Ceilings)、⑧所有権の上

表1 各CEMの定義

CEM	定 義
複式議決権株	会社によって発行された、等しく価値のある投資に基づいた異なる議決権を与える株式をいう。
無議決権株	議決権がなく、さらにそれを補うための特別なキャッシュフローの権利も有していない株式をいう。
配当優先株	議決権はないが、それを補うために特別なキャッシュフローの権利を有する株式をいう。
ピラミッド構造	家族または会社のような企業実体が株式会社をコントロールする場合にこの状態が生じる。そして、その企業が次には別の会社を統制するというプロセスを繰り返すことができる。
優先株	株の持分の割合に関係なく、会社の中の決定または否認の権利など特定の権限を保持者に与える。
受託者証明書	株式の金融所有権を意味する地方証券取引所の財団によって発行された金融商品を意味するが、これは根本的な株式の議決権を欠いている。事実上の株式は、供託金の証明書を発行し、議決権を実行する財団によって占められる。
議決権の上限	株主が保持する議決権株式の数に関係なく一定の値を超えて投票することを禁じる制限をいう。
所有権の上限	一定の権限を越えて会社への経営参加をすることを投資者に禁じる制限をいう。
スーパーマジョリティ条項	一定の重要な企業変更を承認することに関して過半数以上の株主を必要とする会社定款の規程をいう。
黄金株	地方自治体や政府によって所有されるある特別な権利を有する株式をいう。黄金株を所有することで政府は、制限議決権や拒否権を用いて、国有企業に対する買収をブロックすることが出来る。
株式によるパートナーシップの制限	2つの異なる種類の共同経営者がいる法的な構造をいう。
株式持合い	複数の企業が株式を持ち合うことで、利害関係を保有しあっている状況をいう。
株主の協定	公式、非公式を問わず、株主によって結成される協定をいう。

(出所) European Commission [2007b] を参考に筆者作成。

限 (Ownership Ceilings)、⑨スーパーマジョリティ条項 (Supermajority Provisions)、⑩黄金株 (Golden Shares)、⑪株式によるパートナーシップの制限 (Partnerships Limited by Shares)、⑫株式持合い (Cross-Shareholdings)、⑬株主の協定 (Shareholders Agreements)、をそれぞれ認めている国と認めていない国に分類している⁷。それぞれの定義は表1のように表される。各CEMは、資本と支配における比例性の原則から逸脱しており、少数株主の権利を阻害するものである。さらに、企業の経営者支配や、大株主の支配が強

化される恐れがあるため、コーポレート・ガバナンスの観点では、好ましくないといえる。

2-3 株式会社の支配を強化する構造の現状

欧州委員会のCEM研究によって、アイルランド、イギリス、イタリア、エストニア、オランダ、ギリシャ、スウェーデン、スペイン、デンマーク、ドイツ、ベルギー、ハンガリー、フィンランド、フランス、ポーランド、ルクセンブルク、アメリカ、オーストラリア、日本、のCEMに関する制度の現状が明らかになった。欧州委員会の研究に

表2 各国のCEMの現状

	複式議決権株	無議決権株	配当優先株	ピラミッド構造	優先株	受託者証明書	議決権の上限	所有権の上限	スーパーマジョリティ条項	黄金株	株式によるパートナーシップの制限	株式持合い	株主の協定
アイルランド	○	○	○	○	○	—	○	○	—	×	○	○	○
イギリス	○	○	○	○	○	×	○	○	×	×	×	○	○
イタリア	×	—	○	○	—	×	×	○	×	○	○	○	○
エストニア	×	×	○	○	○	○	×	×	×	○	×	○	○
オランダ	○	×	×	○	○	○	○	○	×	○	×	○	○
ギリシャ	×	×	○	○	×	×	×	×	×	×	×	○	○
スウェーデン	○	×	×	○	○	—	○	×	×	×	×	○	○
スペイン	×	×	○	○	×	×	○	×	×	×	○	○	○
デンマーク	○	×	×	○	○	○	○	○	×	○	×	○	○
ドイツ	×	×	○	○	○	×	×	×	×	×	○	○	○
ベルギー	×	×	○	○	○	○	○	○	×	○	○	○	○
ハンガリー	○	×	○	○	×	×	○	—	×	×	×	○	○
フィンランド	○	○	○	○	○	×	○	×	×	×	×	○	○
フランス	○	○	○	○	×	×	○	×	—	○	○	○	○
ポーランド	×		○	○	×	×	○	—	×	○	×	○	○
ルクセンブルク	×	×	○	○	—	○	—	×	×	—	○	○	○
アメリカ	○	○	○	○	○	×	×	○	×	×	○	○	○
オーストラリア	×	○	○	○	○	—	×	○	×	×	—	○	○
日本	○	○	○	○	○	×	—	×	×	○	×	○	○
割合 (%)	53	37	84	100	63	26	58	42	0	42	42	100	100

(出所) European Commission [2007c] を筆者が一部加筆する。

よると、ピラミッド構造、株式持ち合い、株主協定、は100%の採用されている。逆に、スーパーマジョリティ条項は、どの国でも採用されていない。また、受託者証明書と配当優先株はあまり採用されていないが、既に挙げたCEM以外は、50%前後であるものが多い。

また、各国におけるCEMの採用率は、表3のように表すことが出来る。アイルランド、ベルギーが77% CEMを採用しており、採用率は最大である。つぎに、イギリス、オランダ、デンマーク、フランス、アメリカが多く、CEMを採用している。逆に、ギリシャでは、CEMを30%しか採用しておらず、60%を超えているアイルランド、イギリス、オランダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ベルギー、アメリカ、日本の半分に留まっている。そして、ギリシャ、スウェーデン、スペイン、ドイツ、ハンガリー、ポーランド、ルクセンブルク、は50%以下の採用率であり、比較的CEMの採用率が低いといえよう。このように、CEMに関する制度は、国ごとに大きく異なるのである。

なるのである。

3 各企業におけるCEMの実態

3-1 CEMと法起源の関係性

前節で明らかになったように、国ごとにCEMの採用の割合は異なる。このような差異は、株主保護の積極性に関係があるだろう。このような、コーポレート・ガバナンスに関する問題は、「歴史、社会、文化、制度、慣習などを異にするそれぞれの国に制度化され、その社会に根ざすものであるから、それぞれの国と社会に最も適合し得る企業統治制度が生まれ⁸⁾」るといわれている。そこで、欧州委員会の研究で取り上げられた各国の、①法起源、②民族、③宗教、④政体、⑤議会、⑥政党、を表したものが表4である。

ここで、挙げられている19カ国は、表4に表せるように、①法起源、②民族、③宗教、④政体、⑤議会、⑥政党、の6つの特徴だけでもそれぞれが全く異なることが理解できる。また、このよう

表3 CEMの採用率

国名	割合(%)	
アイルランド	77	60%以上
イギリス	69	
イタリア	54	
エストニア	54	
オランダ	69	
ギリシャ	30	
スウェーデン	46	
スペイン	46	50%代
デンマーク	69	
ドイツ	46	
ハンガリー	46	50%以下
フィンランド	61	
フランス	69	
ベルギー	77	
ポーランド	46	
ルクセンブルク	46	
アメリカ	69	
オーストラリア	53	
日本	62	

(出所) 筆者作成。

表4 各国の基本情報

	CEMの割合	法起源	民族	宗教	政体	議会	政党
アイルランド	77	英米法	アイルランド人(ケルト系)	ローマ・カトリック(92%) プロテスタント(3%)	共和制	二院制	(与党) 共和党、進歩民主党 (野党) 統一アイルランド党、労働党
イギリス	69	英米法	アングロサクソン系 ケルト系 その他	キリスト教(70%;うち英国国教 62%、ローマン・カトリック13%、 長老教会派6%)、イスラム教(3%)	立憲君主制	二院制	(与党) 労働党 (野党) 保守党、自由民主党、他
イタリア	54	大陸法	ラテン系、ゲルマン系、 スラブ系、ケルト系、 アフリカ系、スラブ系、 その他	ローマカトリック教(90%) プロテスタント、ユダヤ教 イスラム教等)	共和制	二院制	(与党) 自由国民、北部同盟、自治 権運動 (野党) 民主党、価値あるイタリア、 中道連合、他
エストニア	54	大陸法	エストニア人68% ロシア人26% ウクライナ人2%	大多数はプロテスタント ロシア正教	共和制	一院制	(与党) 改革党、祖国・レス・プ リカ同盟、社民党 (野党) 中央党、人民党
オランダ	69	大陸法	ドイツ系(98%) スロベニア系 クロアチア系、他	カトリック32% プロテスタント22%	立憲君主制	二院制	(与党) キリスト教民主同盟、労働党、 キリスト教連合 (野党) 自由民主国民党、社会党、 緑の党、ヴェルダース自由の党、他
ギリシャ	30	大陸法	ギリシヤ人98%	ギリシヤ正教(98%)	共和制	一院制	(与党) 新民主主義党、 (野党) 全ギリシヤ社会主義運動、 ギリシヤ共産党、他
スウェーデン	46	大陸法	スウェーデン人 フィンランド人、他	プロテスタント(福音ルーテル 派)	立憲君主制	一院制	(与党) 穏健党、中央党、国民党 自由、キリスト教民主 (野党) 社会民主党、左翼党、環 境党
スペイン	46	大陸法	スペイン人:ローマ人とアラブ 人の混血	カトリック	立憲君主制	二院制	(与党) 社会労働党 (野党) 国民党
デンマーク	69	大陸法	デンマーク人(北方ゲルマン民 族)	カトリック(75%)	立憲君主制	一院制	(与党) 自由党 保守党 (野党) 社会民主党 急進自由党 デ ンマーク国民党 社会人民党 赤色 同盟、中道民主党 キリスト教人民 党 進歩党 他

ドイツ	46	大陸法	ゲルマン系 (91.1%) トルコ系 (2.3%) その他 (6.6%)	ローマ・カトリック (32%)、プロテスタント (32%)、その他 (36%)	連邦共和制	二院制	(与党) 社会民主党 (SPD)、キリスト教民主同盟 (CDU)、キリスト教社会同盟 (CSU) (野党) 自由民主党 (FDP)、90年 - 連合/緑の党、左派党他
ハンガリー	46	大陸法	マジヤール系 (92.3%)、他	ローマ・カトリック (52%) カルビン派新教 (16%)、他	共和制	一院制	(与党) ハンガリー社会党 (HSP) (野党) フィデス=ハンガリー市民同盟 (Fidesz)、自由民主連盟 (AFD)-民主フォーラム (MDF)、他
フィンランド	61	大陸法	フィンランド人 (93.4%) スウェーデン人 (5.7%) その他 (0.9%)	福音ルーテル教会 (84.2%) ロシア正教 (1.1%) その他及び無宗教 (14.7%)	共和制	一院制	(与党) 中央党、社会民主党、スウェーデン国民党 (野党) 国民連合党、左派連合、キリスト教同盟、緑の党、他
フランス	69	大陸法	ラテン系 ゲルマン系 ケルト系 その他	カトリック (83-88%) プロテスタント (2%) ユダヤ教 (1%) イスラム教 (5-10%)、他	共和制	二院制	(与党) 国民運動連合 (UMP) (諸派含む) (32)、新中道 (22) (野党) 社会党 (諸派含む)、共産党、緑の党他
ベルギー	77	大陸法	ゲルマン系 ラテン系	カトリック (75%)	立憲君主制	二院制	(与党) 蘭語系キリスト教民主党 仏語系キリスト教民主党、蘭語系自由党 仏語系自由党 仏語系社会党 (野党) 蘭語系社会党 デブッカー新党 (蘭語) 蘭・仏極右政党
ポーランド	46	大陸法	ポーランド系96.7% その他 (ドイツ系、ベラルーシ系、ウクライナ系) 3.3%	カトリック89.8%、 その他 (プロテスタント、ロシア等東方の各種正教、等) 10.2%	共和制	二院制	(与党) 市民プラットフォーム (PO)、ポーランド農民党 (PSL) (野党) 法と正義 (PiS)、左派と民主 (LiD)、自衛 (Samobrona)、ポーランド家族同盟 (LPR)
ルクセンブルク	46	大陸法	ルクセンブルク人	カトリック (97%)	立憲君主制	一院制	(与党) キリスト教社会党、社会労働党 (野党) 民主党、緑の党、他
アメリカ	69	英米法	欧州系 (白人) 66.0% ヒスパニック系15.1% アフリカ系 (黒人) 12.3%、 アジア系4.3% アメリカ先住民0.8%	プロテスタント51.3% カトリック23.9% モルモン教1.7%、ユダヤ教1.7%、 仏教0.7%、イスラム教0.6%、他	連邦共和制	二院制	(与党) 民主党 (野党) 共和党
オーストラリア	53	英米法	欧州系 (90%) アジア系 (4.1%) アボリジニ (1.5%) 他	キリスト教64% (ローマ・カトリック26%、聖公会19%) 無宗教19%、他	立憲君主制	二院制	(与党) 労働党 (野党) 自由党、国民党、無所属、他

オランダ	オランダ	法律 ⁵	法律	法律 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則 最高裁判 所判例法	法律 上場規則 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則	法律 上場規則 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則	法律 ⁶	法律	法律	法律	法律 判決	法律	法律	最高裁判 決
ギリシャ	法律	N/A	法律	法律	法律	法律	法律 ⁷	N/A ⁸	法律	法律	法律	N/A	特に禁止 されていない	特に禁止 されていない
スウェーデン	法律	法律	法律	一般原則	法律 上場規則	法律	法律	法律	法律	法律	法律	法律	法律	法律
スペイン	スペイン	法律	法律	非拘束的 良いガバ ナンス規則 最高裁判 例	法律 上場規則	法律 非拘束的 良いコーポ レート・ガ バナンス規 則	法律 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則 ¹⁰	法律 上場規則 ¹¹	法律 上場規則 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則	法律	法律	法律	法律	法律 上場規則
デンマーク	法律	法律	法律	拘束的の法 律 上場規則	法律	特に禁止 されていない	法律	法律	法律	法律	法律 ¹²	法律	法律	契約自由 の一般原 則
ドイツ	法律 非拘束的 なコーポ レート・ガ バナンス規 則	法律	法律	法律	法律	法律 ¹³	法律 ¹⁴ 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則	法律 ¹⁵ 上場規則 ¹⁶	法律	法律	特に禁止 されていない ¹⁷	法律	法律	特に禁止 されていない ¹⁸
ベルギー	法律	法律	法律	法律 契約自由 の一般原 則	法律 下級裁判 所判例法	法律	法律 ¹⁹	契約自由 の一般原 則	法律 契約自由 の一般原 則	法律 契約自由 の一般原 則	法律 経営規則 判決	法律	法律	法律 最高裁判 決
ハンガリー	法律	法律	法律	法律 契約自由 の一般原 則	法律	法律	法律	なし ²⁰	法律	法律	法律	法律	法律	法律

フィンランド	法律 上場規則 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則 最高裁判 例	法律 上場規則 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則	法律 上場規則 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則	法律 上場規則 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則	N/A	法律 上場規則 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則	N/A	N/A	法律 上場規則 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則	N/A	法律 上場規則 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則	法律 上場規則 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則	上場規則 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則
フランス	法律	法律	法律	法律 規制当局 規則 ²¹	法律	法律 規制当局 規則	法律 経営規則 判決	法律	法律	法律	法律	法律 規制当局 規則	法律 規制当局 規則
ポーランド	法律	法律	法律	法律	法律	法律	法律	法律	法律 ²³	法律	法律	法律	特に禁止 されていない
ルクセンブルク	法律 ²⁴	法律に よって禁 止されて いる。し かしなが ら、 部分受益 者は認可 される。 ²⁵	法律 契約自由 の一般原 則	法律 契約自由 の一般原 則	法律	法律 契約自由 の一般原 則	法律 契約自由 の一般原 則	法律	法律	法律	法律	法律	判例 ²⁶
アメリカ	州法 上場規則	州法 上場規則	州法 上場規則	州法 上場規則	州法 上場規則	州法 上場規則	州法 上場規則	州法 上場規則	州法 上場規則	州法 上場規則	州法 上場規則	州法 上場規則	合衆国法
オーストラリア	法律 上場規則 ²⁹	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律
日本	法律 管理規則 上場規則 非拘束的 コーポレー ト・ガバナ ンス規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則 ³⁵ コーポレー ト・ガバナ ンス規則	法律 ³⁶ 上場規則	法律 上場規則	法律 上場規則	法律 ³⁷ 非拘束的 証券取引 所規則

注1 国内法令は所有権の最高限度を禁止しない。しかし、そのようなCEMIは少数のエアイルランドの航空会社以外においてはめったに用いられない。

注2 理論上、何れもそのようなCEMを禁止していない。英国に議決権の制限をする集合概念はない。議決権最高限度は一般に実際上認められない。さらに、投票が要求される場合、拳手（実際上、そのような議決権中、自分で出席している株主はそれぞれ持株数にかかわらず「票を持っている」）によって決議は通常投票である。

- 注3 会社法は、株主が500人以下の協力的な会社のために所有権を制限する指令を制定している。
- 注4 株主の協定を認可するあるいは禁止する明確な規則はない。
- 注5 利益分配配価は利用可能である。
- 注6 (1) 議決権を減少させるシステム、(2) 法定時刻のシステムの2つのシステムが提供される。
- 注7 ギリシアの法律は、株式がそれぞれ議決権 (1株1議決権) を持ち、この規定が険悪な議決権最高限度として満場一致で解釈されることを要求する。
- 注8 ギリシアの法律の下にそのようなCEMの禁止はない。
- 注9 株主協定を禁止する規則および、CEMとしてそれらを認可・規制する規則はない。
- 注10 たとえ議決権最高限度がスピン・オブの法律の下で認可されても、良いガバナンス規則はこのCEMが用いられないように「遵守か説明かの原則」を課すことを勧めている。
- 注11 TOBの開始に開始の関係のあることが規定されている。
- 注12 デンマークのODCAIは、黄金株に関する特別規定を持っていない。
- 注13 AktGによれば、株式はそれぞれ株主総会での議決権を得る権利をその保持者に与えて分割することができない。そのため、それは規制される。議決権の利益は株式 (Abspaltungsverbot) によって与えられる。
- 注14 このCEMは上場株式には利用可能ではない。唯一の例外はフォルクスワーゲンである。
- 注15 「株議決権」の原則に違反する為ご利用できない。
- 注16 株が自由に売買可能でなければならぬと規定されている。
- 注17 しかし、黄金株規定は株主総会での議決権の行使、およびフォルクスワーゲンの監督委員会の妥協に関してフォルクスワーゲンで見つけることができる。
- 注18 株主協定は、ドイツの株式会社法によって特に禁止されていないため利用可能である。
- 注19 このCEMは許可されるが、1991年7月18日の法がそれを単に任意に (それは指令のために用いられる) して以来、ほとんど実際上消えた。
- 注20 会社法の中に所有権最高限度に規則はない。また、Gardos, Furedi, Mosonyi, Tomoriの法律事務所によれば、企業規則はそのようなCEMを許可しないだろう。
- 注21 絶対的な禁止を規定している。
- 注22 このCEMは法によって規制されないが、会社の通常定款に実施される可能性がある。
- 注23 CEMの禁止は法理による法の解釈に起因する。
- 注24 重複投票権利株式は一切許可されていない。しかしながら、会社法は、投票部分の問題に経済権利を有する、あるいは権利を伴わない受益者を置くことが出来る。
- 注25 優先権を伴わない議決権がない株式は許されない。しかしながら、部分受益者は、棄権している優先株要求に従う必要なしに、利益に参加する権利を有する議決権なしで発行することができる。
- 注26 ECGIの調査によると、特に株主の協定に対処するルクセンブルクのごく限られた訴訟事件がある。
- 注27 公に上場された受託証券 (ADRS以外の) は、米国において典型的に用いられない。
- 注28 黄金株は米国において存在しない。
- 注29 このCEMは1993年に上場されたオーストラリアの有限責任会社で導入されるために要求されたが、連邦法務長官の専門家ネルおおよびオーストラリア証券取引所の両方によって拒絶された。
- 注30 株式会社法あるいはASX上場規則に上場されたオーストラリアの株式会社のCDIに含まれるのに必要な協定あるいは議決権中のどんな厳密なガイドラインもこれを提供する規定はない。
- 注31 2001年の株式会社法は、この所有株にどんな本質的な持株 (それらは発行済株式資本の5%と匹敵する) あるいは少なくとも1%の移動についてオーストラリア証券取引所が通知を受けることを要求する。
- 注32 黄金株の可否に関する株式会社法あるいはASX上場規則の規定はない。
- 注33 日本には正確に「受託者証券」に対応する証券の記述はない。
- 注34 議決権最高限度が許されるかどうかは不明瞭である。
- 注35 株主の権利が「法外に制限される」ことを東京証券取引所が決める場合、東京証券取引所は、そのような種類の株式の発行会社を上場廃止にしよう。
- 注36 自由な株式の譲渡原則に違反するため許されない。しかしながら、移転に対する制限は代案として用いられる可能性はある。さらに、放送法と航空法などのいくつかの特別の規則がある。
- 注37 契約の自由の一般原則の下で許認可されたCEMである。一般的な禁止はない。
(出所) European Commission [2007c] を参考に筆者作成。

な要素のなかで、法起源が株主保護に関する制度に深く関係があるといわれている⁹。そして、それは表5に表されるように、これらのCEMの多くが、各国内法、または州法によって規定されていることから、法律が深く関係している事は明らかである。さらに、マーク・J・ロー (Mark J. Roe) [2006] は、法起源を大きく英米法と大陸法の2つに分けた場合、①英米法を起源とする法体系を有する国は、大陸法を起源とする法体系を有する国よりも少数株主を保護する制度が整っている傾向にあり、②大陸法はシステムが発展する前に証券市場を規制しすぎること、が大陸法経済と英米法経済の差異であると述べ、コーポレート・ガバナンスと法起源の関わりを指摘している¹⁰。

英米法の規則は、判例に基づいて制定される。それらの判例は、裁判官が信任義務または公平性

などの一般原則を基準に裁決される。また、特有の行為が成文化されていない場合にさえ、これらの一般原則を適用することによって、新しい状況について裁決することを裁判官は要求されているのである。つまり、英米法は、成文化されていない状況に関しても、対処することが可能であり、大陸法は、規定されていない状況に関しては、対処する事が難しいため、英米法の方が少数株主を保護する制度が整っているというのである¹¹。

理論的には、英米法が大陸法よりも少数株主の保護に積極的である傾向があることには頷ける。しかし、今回のECGIの研究では、CEMの採用の割合において、アイルランドは77%、イギリスは69%、アメリカは69%、と英米法を起源とする国は、大陸法を起源とする国に比べて、CEMの採用率が高く、少数株主が保護されていない

表6 各国大規模企業のCEMの採用率

	複式議決権株	無議決権株	配当優先株	ピラミッド構造	議決権の上限	所有権の上限	受託者証明書	優先株	黄金株	政府の影響	株式によるパートナーシップの制限	株式持ち合い	株主の協定	割合
アイルランド	0	5	30	0	5	5	0	0	5	0	0	0	0	4
イギリス	5	0	45	0	10	10	0	0	0	0	0	0	1	6
イタリア	0	0	30	45	10	30	0	0	0	20	0	0	40	13
エストニア	0	0	0	7	0	0	0	7	7	7	0	0	7	3
オランダ	50	0	0	10	0	0	20	10	0	0	0	10	5	8
ギリシャ	0	0	5	15	10	15	0	0	0	0	0	0	5	4
スウェーデン	80	0	0	65	5	0	0	0	0	0	0	25	5	14
スペイン	0	0	0	10	35	5	0	0	0	15	0	0	10	6
デンマーク	25	5	0	10	5	0	0	0	0	0	0	0	0	3
ドイツ	0	0	20	15	5	0	0	0	0	5	0	10	0	4
ベルギー	0	0	0	40	0	0	0	0	0	0	0	0	10	4
ハンガリー	5	0	5	30	20	0	0	5	0	20	0	0	5	7
フィンランド	25	0	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	5	3
フランス	11	0	0	4	4	0	0	0	0	0	0	3	3	2
ポーランド	15	0	0	10	15	0	0	5	0	20	0	0	0	5
ルクセンブルク	10	0	5	6	0	5	0	5	0	5	0	0	0	2
割合	14	1	9	17	8	4	1	2	1	6	0	3	6	

(出所) European Commission [2007e] を参考に筆者作成。

可能性がある事が理解出来る。たしかに、株主権論は、アメリカを中心に発達したため、アメリカでは、株主保護が進んでいると考えられているが、このように、欧州委員会による制度としてのCEMの採用率を検討してみると、少数株主保護の為の制度作りは進んでいない部分も残っているともいえるだろう。このようなCEMの採用率が英米法を起源とする国で大陸法を起源とする国よりも高い結果となった背景は、大陸法は規制する事で制度を作り上げている事が挙げられる。英米法を起源とする国では、成文化されていない事に関しても、対処する事が出来るが、大陸法を起源とする国では、成文化する事で規制し、少数株主を保護しているということが出来るだろう。

3-2 企業によるCEMの実態

ここまでは、制度としてのCEMの採用率に基づいて考察してきた。しかし、いくら制度を考察してみても実際に企業がどのように採用されてい

るのかは理解できない。そこで、以下では、各国の企業がどのようにCEMを取り入れているのかを検討する。欧州委員会は、CEM研究の最終報告書『EUにおける資本と支配の比例性の原則に関する報告書』において企業がどのように採用しているのかを調査している。その調査をまとめて表にしたものが表6である。

表6で調査の対象とされているのは、各国のなかでも規模が大きい企業13社から20社である。欧州委員会は、それらの企業がどのようなCEMを取り入れているのかを各企業ごとに調査し、発表している。そして、表6はそれらの調査に基づいて、各国の企業が取り入れているCEMの割合を表したものである。表6に表されているように、最も企業がCEMを取り入れているスウェーデンでも14%に留まっている。次いで、イタリアが13%、ハンガリーが7%、イギリスが6%、という採用率になっている。表6からは企業が実際にCEMを取り入れている割合はかなり低いことが

表7 企業と制度のCEM採用率の差異

	制度としてのCEM採用率 (%)	企業のCEM採用率 (%)
アイルランド	77	4
イギリス	69	6
イタリア	54	13
エストニア	54	3
オランダ	69	8
ギリシャ	30	4
スウェーデン	46	14
スペイン	46	6
デンマーク	69	3
ドイツ	46	4
ベルギー	46	4
ハンガリー	61	7
フィンランド	69	3
フランス	77	2
ポーランド	46	5
ルクセンブルク	46	2

(出所) 筆者作成。

理解できる。

そして、表7に表されるように、各国の制度でCEMが認められている割合と実際に企業がCEMを取り入れている割合は、大幅に異なっている事が理解できる。制度としてはCEMを認めている割合が高いアイルランドやフランスは、実際に企業がCEMを取り入れている割合を見てみると、他の国の調査結果と比べて低い調査結果が出ている。さらに、制度としてはCEMをあまり認めていないスウェーデンやイタリアは、実際に企業がCEMを取り入れている割合を見てみると、他の国に調査結果と比べて高い調査結果が出ている。つまり、制度として、CEMを認めている割合と企業がCEMを取り入れている割合は必ずしも比例するとは限らないのである。また、企業は、英米法を起源とする国の方が少数株主を保護している傾向があるともいう事も出来るであろう。しかし、各国で制度としてのCEMの採用率ほどは大きな差が見られないといえる。

3-3 少数株主の保護と市場の競争

企業がCEMを取り入れるのか否か、さらには少数株主の保護に積極的であるのか否かという単純な問題ではない。そもそも、CEMには、経営者が企業支配を強化する事が可能になり、敵対的M&Aにも対抗する事が出来る様になるなどの経営者にとってのメリットがある。しかし、CEMを企業が取り入れる事で、個人投資家は、自身の権利が十分に守られない可能性があるため、その企業への投資を避け、より権利が保障されている市場へ投資が行なわれる事になる。その結果、企業はCEMを取り入れると市場からの資金を集める事が困難になってしまうというデメリットもあるのである。つまり、ある程度市場が成熟していると、そのような企業支配を強化している企業を避けて投資がおこなわれてしまうのである。

また、企業が、株主からの信頼を失うことで、企業の経営活動に影響を与えるのはいうまでもない。そして、市場がグローバル化したことで、企

業は自国の証券取引所だけでなく、他国の証券取引所にも上場する事が出来るようになった。企業は複数の市場に上場し、世界中に株主が分散し、その進出先の市場でも通用するコーポレート・ガバナンスを構築する事が求められたのである。このために、企業は、各国で定められている制度よりも比較的高い水準でコーポレート・ガバナンスを構築していると考えられる。

このように、グローバル化した社会のなかで、高い水準でコーポレート・ガバナンスを構築することが社会的に求められており、企業がその水準でコーポレート・ガバナンスを構築しているのである。グローバル化した社会と実際の経営活動の双方から高い水準でのコーポレート・ガバナンスを追求しているのであるから、各国内のコーポレート・ガバナンスに関する制度もその水準まで改善していく必要があるであろう。なぜならば、株主は信頼のおける市場に集まるため、株主やその他のステークホルダーの権利の保護に積極的である市場に株主が集中するからである。さらに、企業も株主の多い市場を中心に経営をおこなない、株主が少ない市場には上場する必要性がなくなってしまうのである。つまり、高い水準でコーポレート・ガバナンスの制度を整備していない市場は、上場企業が減ってしまい、市場単位の競争にも負けてしまうおそれがあるといえるだろう。

4 EUにおける少数株主保護制度

4-1 地域型コーポレート・ガバナンスの必要性

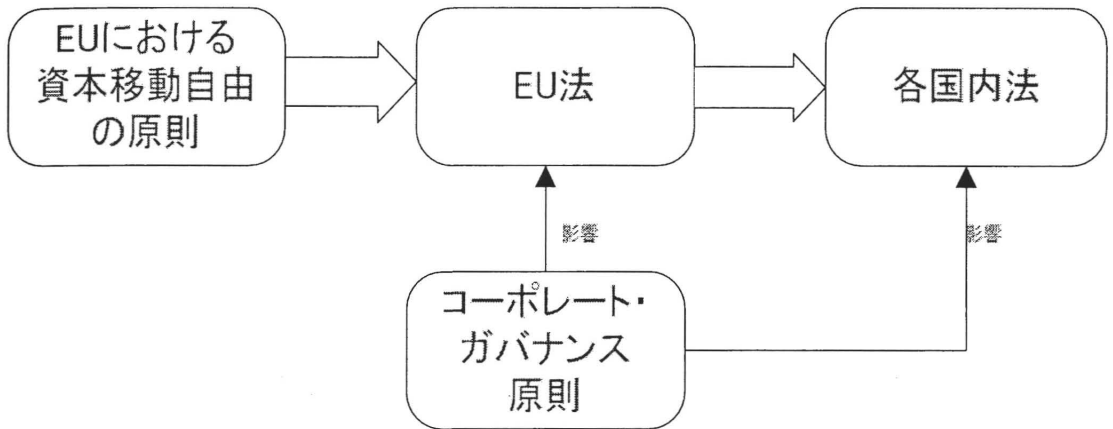
企業は、各国で整備されているコーポレート・ガバナンスに関する制度よりも、さらに高度なコーポレート・ガバナンスを構築している。つまり、CEMに関して企業は各国内規則で規制されているより高い水準で「比例性の原則」を遵守していたように、企業は国内規則よりも国際規則や一般的な原則を遵守しているのである。コーポレート・ガバナンスでいえば、企業が世界標準原則であるOECDコーポレート・ガバナンス原則を遵守しているために、各国内規則が陳腐化してし

表8 EUにおけるCEMを抑制する働きを有する制度

CEMを抑制する制度	内容
EUにおける資本移動自由の原則	EC条約によって、加盟国はEUにおける自由な資本移動を制限することが禁止されている。
コーポレート・ガバナンスの法令およびシステム	EU法に基づく各国の会社法や証券法は、支配的な地位の乱用の防止や対処、少数株主の保護を努力するという原則に十分に基礎付けられた多くの異なるそれらを規定する手段を含んでいる。

(出所) European Commission [2007f] 56頁を参考に筆者作成。

図2 EUにおける株主保護制度構築の流れ



(出所) 筆者作成。

まうのである。

今日、コーポレート・ガバナンスの議論において、世界的な収斂に向かうという主張と、より多様化が進んでいくという主張がある。たしかに、各国の多様性を尊重し、各国の歴史、社会、文化、制度、慣習、に合わせてコーポレート・ガバナンスに関する制度作りをおこなっていく事は必要である。しかし、グローバル化した社会の中で市場レベルの競争に勝ち残っていくためには、よりよいコーポレート・ガバナンス構築を求めている制度を参考にし制度作りをおこなって行くことが求められるであろう。その結果、コーポレート・ガバナンスは収斂に向かっていくと考えられる。

そのため、EUのようにある程度、歴史、社会、文化、制度、慣習が近い地域を対象にコーポレー

ト・ガバナンスを収斂させていく必要があるといえるだろう。実際に、EUではコーポレート・ガバナンスの調和をEU統合における最優先課題として掲げ、コーポレート・ガバナンスのEUモデルの構築を進めている。本論文で考察したCEM研究も、その一環としておこなわれたのである。

4-2 EUにおける少数株主保護制度の実態

EUでは、このような各国のCEMを抑制する制度が整備されようとしている。现阶段でEUにおけるCEMを抑制する働きを有する制度は、(1) EUにおける資本移動自由の原則、(2) コーポレート・ガバナンスの法令およびシステム、の2つに分類する事が出来る¹²。(1) EUにおける資本移動自由の原則とは、EC条約によって、加盟国はEU

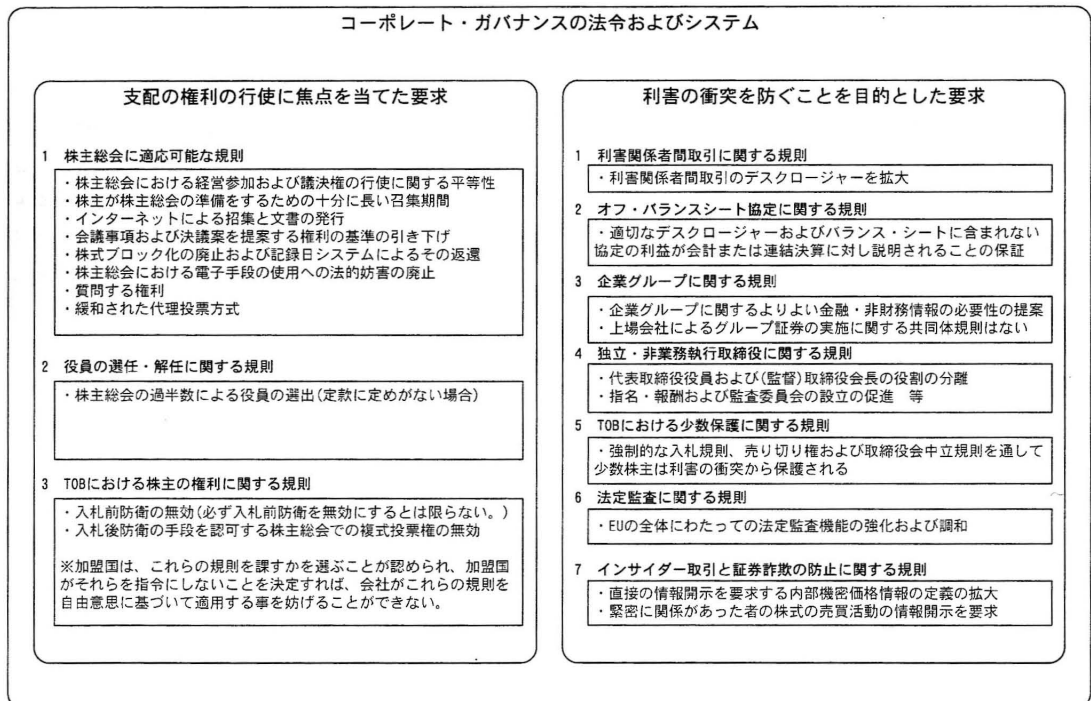
における自由な資本移動を制限することが禁止されていることを意味する。黄金株はこれに違反しているとして、欧州委員会は黄金株を非難している¹³。そして、(2) コーポレート・ガバナンスの法令およびシステムとは、EU法に基づく各国の会社法や証券法が、支配的な地位の乱用の防止や対処、少数株主の保護を努力するという原則に十分に基礎付けられた多くの異なるそれらを規定する手段を含んでいることを意味する。

また、EU法は、第1次法と第2次法に分けられる。まず、第1次法は国際条約として定められたものを指し、政策の基本原則やEUの機構などを規制している。つぎに、第2次法は、第1次法を補うためにEU機関が制定した法令や判例をさす。これをEUにおけるCEMを抑制する働きを有する制度に当てはめると、(1) EUにおける資本移動自由の原則、は第1次法に該当し、(2) コーポレート・ガバナンスの法令およびシステム、は第2次法お

よび第2次法によって規制される各国国内法に該当する。つまり、EUにおいて、株主を保護する制度は、条約を基礎としてEU法が制定され、EUによって規制された各国法によって構成されているといえる。また、この過程のなかで、国際・国内における公的機関および私的機関、と機関投資家や機関投資家機関によって策定されたコーポレート・ガバナンス原則が参照されることで、社会からの要請を取り入れているのである。コーポレート・ガバナンスが参照されていることは、EUのコーポレート・ガバナンス及び会社法を改善するために設置されたECGFやアドバイザーグループにおいて、OECDコーポレート・ガバナンス原則が参照されていることから明らかである。

そして、EUの第2次法によって定められている少数株主保護制度は図3に表したように、(1) 支配の権利の行使に焦点を当てた要求、(2) 利害の衝突を防ぐことを目的とした要求、の2つに分類

図3 第2次法が定める少数株主保護制度



(出所) European Commission [2007f] を参考に筆者作成。

する事が出来る¹⁴。支配の権利の行使に焦点を当てた研究は、さらに、①株式会社に適応可能な規則、②役員を選任・解任に関する規則、③TOBにおける株主の権利の保護に関する規則、に分ける事が出来る¹⁵。同様に、(2) 利害の衝突を防ぐことを目的とした要求は、①利害関係者間取引に関する規則、②オフ・バランスシート協定に関する規則、③企業グループに関する規則、④独立・非業務執行取締役に関する規則、⑤TOBにおける少数保護に関する規則、⑥法定監査に関する規則、⑦インサイダー取引と証券詐欺の防止に関する規則、に分けることが出来る。これらの規則が、各国法に影響を与える事でEU域内で少数株主保護制度が整備されているのである。

4-3 EUの制度の今後の課題

ここまで論じてきたように、EUにおいて少数株主保護制度は整いつつある。また、EU会社法は、制定・改定のために、ECGFやアドバイザーグループによって議論がなされ、専門家の意見を取り入れると共に、社会的な要請を考慮したものとなっている。しかし、EU会社法は、EU全域に強制的に適用するのではなく、各加盟国の多様性を維持しつつ、調和を目指すという性格を有している¹⁶。そのため、EU会社法によって定められた内容に関して、採用するの可否かは、加盟国もしくは会社が定める定款にゆだねられているものが多いといえる。たとえば、TOBにおける株主の権利に関する規則に関しては、加盟国の裁量にゆだねられているものが多く、加盟国が取り入れなければ、株主の権利は十分に保護されない可能性があるのである。

たしかに、これまで各加盟国によって形作られてきた会社法は、歴史、社会、文化、制度、慣習などによって異なるのであるから、すべてを統一することは、非常に困難であろう。しかし、EU法は、法の種類に関わらず、必ず加盟国を対象としており、加盟国を拘束するか、もしくは加盟国に提案するものである。また、会社法に多く用いられている「指令」は、その方法は各国にゆだねられ

るが、加盟国に対して、法的拘束力を有するものである。

EUが求める多様性は、経済発展を目指していくなかで、たしかに必要であったと考えられる。しかし、経済発展を目指していくなかで、あまりにも多種多様であった制度の調和が求められたことも事実である。特に、人権を重視し、人権の保護に積極的であるヨーロッパにおいては、個人の権利などに影響を与える事項に関する禁止事項に対して、さらに法的拘束力を強化させるべきであろう。また、株主の権利を保護する事は、上述したように、市場の活性化の要因にもなり得るのであるから、十分に株主の権利を保護していく必要があるであろう。

5 おわりに

まず、本稿では、欧州委員会とシャーマン&ステアリング社が協力しておこなったCEMに関する研究をもとに、株主の権利の保護について論じてきた。そこで、はじめに、①複式議決権株、②無議決権株、③配当優先株、④ピラミッド構造、⑤優先株、⑥受託者証明書、⑦議決権の上限、⑧所有権の上限、⑨スーパーマジョリティ条項、⑩黄金株、⑪株式によるパートナーシップの制限、⑫株式持合い、⑬株主の協定、などの13種類のCEMの定義と、各国の採用状況について考察した。CEMは、企業の経営者支配や大株主の支配が強化される恐れがあるため、資本と支配における比例性の原則から逸脱しており、少数株主の権利を阻害するものである。

つぎに、CEMと法起源の関係性と考察し、制度的には英米法や大陸法などの法起源の相違によって大きな違いは無いが、企業が実際に取り入れているCEMの割合は、大陸法を起源としている国のほうがCEMを取り入れている事が明らかになった。そのため、実際の経営活動は、制度として定められているよりも、より少数株主の保護を念頭に置いておこなわれているといえるだろう。また、企業がそのように少数株主の保護に積極的

であるのは、そのような社会的な要請があるからである。各国の制度もこの社会的な要請を取り入れていかなければ、市場レベルでの競争に負けてしまい、国内の経済に影響を与えてしまう可能性があるため、制度的にも少数株主の保護に積極的になる必要があるであろう。

そして、EUの少数株主を保護する規則は、(1) 支配の権利の行使に焦点を当てた要求、(2) 利害の衝突を防ぐことを目的とした要求、を満たすための規則が、各国法に影響を与える事でEU域内で少数株主保護制度が整備されている。そして、このような規則には、EU会社法によって定められた内容に関して、加盟国の裁量にゆだねられているものが多く、加盟国が取り入れなければ、株主の権利は十分に保護されない可能性あり、個人の権利などに影響を与える禁止事項に対しては、さらに法的拘束力を強化させるべきであろう。とくに、株主の権利を保護する事は、上述したように、市場の活性化の要因にもなり得るのであるから、十分に株主の権利を保護していく必要があるのである。

本稿では、少数株主の保護を中心的に論じてきたが、少数株主の権利のみを保護していく必要があると主張するものではない。企業経営活動において、その重要度の度合いは異なるにしても、全ての利害関係者の権利を尊重した経営をおこなっていく必要がある。その点で、本稿は、各国の制度比較や制度と企業の実態を比較して、少数株主保護について考察する事で、筆者が今後、その他の利害関係者が企業にどのように関係しているのかを研究していく足がかりとなるものである。

注

- 1 The High Level Group of Company Law Experts [2002]
- 2 European commission [2003]
- 3 European Corporate Governance Forum [2008]
- 4 European Commission [2007a]

- 5 European Commission [2007b] 5頁.
- 6 European Commission [2007c]
- 7 European Commission [2007e]
- 8 平田光弘 [2008] 76頁。
- 9 John Armour · Simon Deakin · Prabirjit Sarkar · Mathias Siems · Ajit Singh [2008]、Mark J. Roe [2006]
- 10 Mark J. Roe [2006] pp.269-275.
- 11 Mark J. Roe [2006] pp.269-275.
- 12 European Commission [2007f] 56頁.
- 13 European Commission [2007f] 56頁.
- 14 European Commission [2007f] 56頁.
- 15 European Commission [2007f] 57頁.
- 16 EU法には (1) 「規則」、(2) 「指令」、(3) 「決定」、(4) 「勧告」、(5) 「意見」の5つの種類がある。また、大きく類別すると、法的拘束力を有しているのが「規制」と「指令」、「決定」であり、法的拘束力を持たないものには「勧告」と「意見」がある。そして、会社法が法的拘束力の強い「規則」と「指令」に拠って定められている場合は、一般的にいう“会社法”と同じようにEUにおける企業経営の基礎となる性格を持ち、法的拘束力のない「勧告」と「意見」は原則的な性格を持っているといえよう。なお、「指令」は加盟国のみの適用され、行使とその方法は各国に任せられているため、統一された規制ではなく、各国の多様性がのこる規制となっている。

参考文献

- 五十嵐清 [1990] 「大陸法序説」『札幌法学』1巻1号、札幌大学、1-31頁。
- 小島大徳 [2008] 「EUの企業行動と企業統治改革」『企業の責任・統治・再生—国際比較の視点—』文眞堂、78-95頁。
- 小島大徳 [2007] 『市民社会とコーポレート・ガバナンス』文眞堂。
- 小島大徳 [2004] 『世界のコーポレート・ガバナンス原則—原則の体系化と企業の実践—』文眞堂。

小島愛 [2008] 『医療システムとコーポレート・ガバナンス』 文眞堂.

関孝哉 [2008a] 「欧州委員会によるコーポレート・ガバナンスの取り組み (上)」 『監査役』 No,545,日本監査役協会,46-54頁.

関孝哉 [2008b] 「欧州委員会によるコーポレート・ガバナンスの取り組み (下)」 『監査役』 No,546,日本監査役協会,62-73頁.

高橋英治・山口幸代 [2004] 「欧州におけるコーポレート・ガバナンスの将来像—欧州委員会行動計画書の分析—」 『旬刊商事法務』 1697号,101-112頁.

平田光弘 [2008a] 『経営者自己統治論—社会に信頼される企業の形成—』 中央経済社.

平田光弘 [2008b] 「欧州統合と欧州株式会社—EU企業の競争力強化に向けた基盤作り—」 『経営力創成研究』 4巻5号,東洋大学経営力創成センター,49-63頁.

英語文献

John Armour · Simon Deakin · Prabirjit Sarkar · Mathias Siems · Ajit Singh [2008] ‘Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis’, Law Working Paper N°. 108/2008, European Corporate Governance Institute, pp.1-48.

Mark J. Roe [2006] ‘Legal Origin, Politics, And Modern Stock Markets’, Harvard Law Review, Vol. 120:460,pp.460-527.

Mike Burkart · Samuel Lee [2007] ‘The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective’, Finance Working Paper N°. 176/2007, European Corporate Governance Institute, pp.1-58

Renee Adams · Daniel Ferreira [2007] ‘One Share, One Vote: The Empirical Evidence’, Finance Working Paper N°. 177/2007, European Corporate Governance Institute,

pp.1-62.

参考資料

European Commission [2007a] Report on the Proportionality Principle in the European Union.

European Commission [2007b] Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study Exhibit A.

European Commission [2007c] Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study Exhibit B.

European Commission [2007d] Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study Exhibit C.

European Commission [2007e] Report on the Proportionality Principle in the European Union.

European Commission [2007f] Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies.

European Commission [2003] Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward, European Commission.

European Corporate Governance Forum [2008] European Corporate Governance Forum: Work Programm 2008-2011.

The High Level Group of Company Law Experts [2002] A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe.