

### フランスのディスクロージャー制度における 証券取引委員会の役割：株主総会時の情報の 整備(3)

OSHITA, Yuji / 大下, 勇二

---

(出版者 / Publisher)

法政大学経営学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経営志林 / The Hosei journal of business

(巻 / Volume)

30

(号 / Number)

2

(開始ページ / Start Page)

139

(終了ページ / End Page)

158

(発行年 / Year)

1993-07-30

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00003402>

## 〔研究ノート〕

# フランスのディスクロージャー制度における証券取引委員会の役割

## — 株主総会時の情報の整備(3) —

大 下 勇 二

## 目 次

- I はじめに
- II 株主総会時の情報に関する COB の基本的活動
  - 1. COB の活動の概観
  - 2. COB の基本的活動

(以上前々号)
- III COB 設立以前の法定公表制度の改革と COB による改革
  - 1. 1807年商法典と株式会社設立の認可制度
  - 2. 1863・67年の改革とその特徴
  - 3. 1935・37年の改革とその特徴
  - 4. 1966年の改革とその特徴
  - 5. COB による改革とその特徴

(以上前号)
- IV 上場会社の株主総会の活性化に関する COB の活動
  - 1. フランス企業の支配構造と企業の姿勢
  - 2. フランスにおける個人株主の特徴
  - 3. 個人株主の総会参加と株主総会の形骸化
  - 4. 上場会社の株主総会の分散化・早期化
  - 5. 上場会社の株主総会に対する個人株主の関心喚起

(以上本号)
- IV 上場会社の株主総会の活性化に関する COB の活動

次に、COB（フランス証券取引委員会）による上場会社の株主総会活性化のための活動を取り上げたい。

筆者は別稿ですでに、上場会社の株主総会時の情報に対する姿勢を COB がどのよう捉えているかを明らかにしている<sup>(1)</sup>。すなわち、フランス企業は、伝統的に株主総会時の情報開示に関して、法規定は最低限遵守するがそれ以上のことは実施

しない等、一般に株主総会時の情報政策への企業の取組みに積極性が見られなかったことである。

COB はこの現象の主たる原因が株主総会の形骸化にあると考え、さらに株主総会の形骸化の問題には個人株主の総会欠席が大きく原因している等、個人株主の存在が重要な要素となっていると考えたことである。そのため、COB は、個人株主の総会出席を促進し、総会を活性化することを目的として種々の勧告・指導を実施してきた。

まず、COB が個人株主の重要性に注目した理由を、フランス企業の支配構造とディスクロージャーおよび株主総会運営の改善に対する姿勢との関係の検討を通じて考察してみたい。

### 1. フランス企業の支配構造と企業の姿勢

#### (1) フランス企業の支配構造の特徴

一般に、フランスは同族経営の企業が多いといわれてきた。第1図表に示すデータは、F. Morin 氏が1971年に実施したフランス企業上位200社の支配構造に関する調査結果である。

これによれば、200社のうち100社（50%）が特定の家族によって支配されており、この点がフランス企業の支配構造の重要な特徴として示されている。

1990年に同氏が実施した調査でも割合が低下したとはいえ同様の傾向が現れている。すなわち、200社のうち特定家族の支配企業が最も多く78社（39%）であった<sup>(2)</sup>。この他、外資系企業（62社）の多いのも特徴的である。

そこで、特定家族支配の企業が多いという特徴が企業のディスクロージャーに対する姿勢や株主総会の運営に影響しているのか否かを検討してみたい。すなわち、特定家族支配の企業は情報公開とか株主総会運営の改善に消極的かどうかである。

第1図表 フランス企業上位200社の支配構造

コントロールのタイプ	家族 コント ロール	テクノクラート コントロール		国家	外資	協同 組合	合計	%
		銀行	産業					
過半数（マジョリテ）	36	2	1	7	40	1	87	43.5
影響力をもつマジョリテ	2	3	—	—	1	—	6	0.3
少数参加（ミノリテ）	43	11	2	1	9	—	66	33.0
影響力をもつ少数参加	19	9	2	—	6	—	31	18.0
内部コントロール	—	—	4	—	—	—	4	0.2
影響力をもつ内部コントロール	—	—	1	—	—	—	1	—
合計	100	25	10	8	56	1	200	

（出所：藤本光夫著『転換期のフランス企業』1979年、127頁）

第2図表 ディスクロージャーの改善に消極的な企業の株主構成と支配構造

企業	株主構成	支配構造
163 SAFIC ALCAN & CIE	-Trifin BV 74.00% Clinvest (Crédit lyonnais) 7.50% ; 個人株主と機関投資家18.50%	外国人過半数支配（イタリア）
186 LAMBERT FRERES & CIE	-Poliet 63.00% -Financière et industrielle Gaz et Eaux 18.00% Sicav 3.36% ; 個人株主と機関投資家 15.64%	Poliet の子会社

（出所：S&V *Economie* n°63 Juillet-Août 1990, pp.66-73より作成）

## (2) 企業の支配構造と情報公表姿勢との関係

まず、情報公開に積極的な企業と消極的な企業の株主構成と支配構造を分析し、支配構造と情報公開の姿勢との間に関係があるか否かを考察する。

利用する資料は COB の月報と C. André および F. Morin 両氏の調査データ（S&V *Economie* 誌1990年7-8月号掲載）である。

COB の月報では半期連結データの自発的公表企業（毎年50社～70社）の名前と法定公表（BALOでの公表）を怠った企業の名前が掲載されている。C. André および F. Morin 両氏の調査データには、フランス企業の上位200社（1989年の上半期売上高を基準）の株主構成と支配構造が分析されている。

そこで、COB 月報の半期連結データの自発的公開企業をディスクロージャーの改善に積極的な企業、BALO（法定公告公報）での法定公表を怠った企業を消極的な企業と見なし、これら企業名を C. André および F. Morin 両氏の調査データから拾い出し、各企業の株主構成と支配構造を明ら

かにする。

### ① ディスクロージャーの改善に消極的な企業の株主構成と支配構造

COB の月報と S&V *Economie* 誌の両方に会社名の出ている企業は2社のみであった。

第2図表に示すとおり<sup>(3)</sup>、SAFIC ALCAN 社は外資系（イタリア）の会社であり、オランダにある Trifin BV 社により74%が保有されている。その他に、クレディ・リヨネ系の Clinvest が7.5%を保有、残り18.5%は個人株主と機関投資家で占められている。

Lambert Frères 社は Poliet 社の子会社であり、63%が保有されている。その他に、Financière et industrielle Gaz et Eaux が18%、会社型オープン投資信託（SICAV）が3.36%、残りは個人株主と SICAV 以外の機関投資家が15.64%を保有している。なお、Poliet 社はパリバ系の会社である。

2社の共通点は、いずれも1つの会社が6割以上の株式を保有している点である。上位2社の

合計では、前者で81.5%後者では81%と、ともに80%以上になる。その結果、個人株主の割合はSICAV 以外の機関投資家を含めた数値でも20%に満たず平均17%である。

② ディスクロージャーの改善に積極的な企業の株主構成と支配構造  
COB の月報と *S&V Economie* 誌の両方に会社名の出ている企業は25社であった。

第3図表 ディスクロージャーの改善に積極的な企業の株主構成と支配構造

企 業	株 主 構 成	支 配 構 造
6 SAINT-GOBAIN	機関投資家約44% (外国人 24%, フランス人 20%, そのうち, Sicav 9.23%, UAP 3.08%, GAN 0.31%); Générale des eaux 8.13%; Fonds du plan épargne du groupe 1.10%; Suez 5.18%; groupe BNP 4.10%; 自社株式 4.33%; ドイツ人 Wiegand家2.00% (見積); CDC 1.59%; 個人株主29.66%	Jean-Louis Betta を中心とする経営者支配
10 PROMODES	- Halley家 48.00% (投票権の58%) - それ以外の取締役 18.00% (投票権の22%) 機関投資家10.00% (内 AGF 5.00%); 個人株主24%	家族の積極的支配 社長: Paul-Louis Halley
11 BSN	機関投資家約40% (その内 Sicav 10.95%, UAP 3.50%, CDC 3.14%, GAN 0.02%); Groupe Lazard 5.56%; Ifil 5.10%; Fossati家 4.00%; Gaz et Eaux (Eurairance) 2.70%; Saint-Louis 2.70%; Corbière家 (Gervais家の子孫), Garasso家 (Danone家の子孫), Frachan家 (BSNのガラス部門創始者の子孫) 約1%, 従業員0.80%, Antonie Riboud 0.40%未満 (見積), 個人株主とその他の機関投資家37.73%	Antonie Riboud を中心とする経営者支配
12 BOUYGUES	1990年4月 - Cofipex 16.10% (投票権の14.10%) Clinves (Crédit lyonnais) 10.90% (投票権の15.70%); Francis Bouygues 6.30% (投票権の9.80%); Sicav 5.57%; SGB (Suez) 4.80% (投票権の4.20%); 従業員 Fep 4.30% (投票権の5.10%); Nippon Insurance Life 2.50% (投票権の2.10%); CDC 2.14%; Fininvest (Silvio Berlusconi) 1.80% (投票権の1.60%); UAP 1.70% (投票権の1.50%); 個人株主とその他の機関投資家46.03%	積極的家族支配 社長: Martin Bouygues
21 L'OREAL	- Gesparai 55.40% フランスの機関投資家約20% (その内 Sicav 7.01%, CDC 2.54%, UAP 1.20% et GAN 0.30%); 外国の機関投資家10.00%; 個人株主14.6%	家族支配の下での経営権 社長: Lindsay Owen-Jones
27 DUMEZ	- Chaufour家の構成員 (見積) 20% - Sogepor 15.00% Sicav 10.24%; グループの従業員 6.00%; CGE 5.00%; Dywidag 5.00%; CDC 2.29%; 個人株主と機関投資家 (その内 GAN 0.70%; UAP 0.60%, groupe BNP 0.13%). 36.47%	家族の積極的支配 社長: Jean-Paul Parayre Jean-Paul Parayre は, Chaufourの婿

29 LAFARGE COPPEE	1990年5月 機関投資家66% (その内 Sicav 12.87%, CDC 4.24%, UAP 0.50%, GAN 0.14%); 自社株式 5.35%; Lafarge et Coppée家 2%未済; 従業員1.00%; 個人株主25.65%	Bertrand Collomb を中心とする経営
31 DOCKS DE FRANCE	-Toulouse家. Dian, Deroy 17.5% - Etablissement Marcel Froger (Toulouse家 Dian, Deroy) 16.46% UAP 10.30%; Sicav 8.84%; 自社株式 5.00%; BUE 4.50%; CDC 1.04%; 個人株主とその他の機関投資家36.36% (その内 GAN 0.26%).	家族の積極的支配 社長: Michel Deroy Toulouse家, Dian. Deroy et l'UAP が投票権の64%を保持
40 VALEO	-Cerus 34.20% Sicav 9.77%; Paribas 6.00%; Robert Bosch 5.28%; CGIP 5.20%; Crédit agricole 4.40%; Groupe CDC 3.60%; UAP 3.10%; 個人株主とその他の機関投資家27.91% (その内 GAN 0.98% et CIP (BNP) 0.92%)	外国人の過半数支配 (イタリア)
50 COMPTOIRS MODERNES	-Carrefour 22.10% -Badin, Defforey, Deligny, Godard, Gouloumes et Plassart家 15.00% Sicav 12.09%; groupe BNP 3.83%; 従業員と幹部 3.00%; CDC 1.45%; 個人株主とその他の機関投資家42.48% (その内 GAN 0.07%).	家族の積極的支配 社長: Jean-Claude Plassart
52 PERNOD RICARD	-取締役会 (Ricard家10.00%, Hémard, Foussier et Camboumac, Société générale 4.60%, SIFA 4.00%) 40.00% (投票権の50%) 機関投資家30% (その内 Sicav 13.22%, UAP 3.30%, CDC 1.94%, GAN 0.52%); 個人株主30%	家族の積極的支配 社長: Patrick Ricard SIFA は家族の持株会社
66 ROUSSEL UCLAF	-Hoechst フランス社 54.50% -国家 36.25% Erap 4.22%; Sicav 0.95%. CDCO 46%; 個人株主とその他の機関投資家3.62%	外国人の過半数支配 (ドイツ)
69 SCOA	-Paribas 29.44% -Jogo BV 6.40% Asian Trade Holding 4.43%; International Trade Holding 4.43%; Groupe Bolloré 3.32%; Sicav 2.27%; 個人株主とその他の機関投資家49.71%	銀行支配の下での経営権 社長: Patrick Deveaud
74 SOMMER ALLIBERT	1990年5月 -SIT 約35% -Sommer家 7.80% Sicav 17.35%; CDC 4.43%; Société générale 4~5%; groupe BNP 2.90%; Opfi-Paribas 2.70%; 個人株主とその他の機関投資家24.82~25.82%	家族支配の下での経営権 社長: Marc Assa SIT は Deconinck, Sommer 家と銀行 (内 BNP 8.00%) により過半数以上支配されている
77 ARJOMARI	-Saint-Louis 37.50% Sicav 18.35%; (Crédit agricole 約 7%); 家族10%; CDC 3.87%; Groupe Worms 2.50%; 個人株主とその他の機関投資家46.13%	Saint-Louis の子会社 Saint-Louis 社の支配構造は家族支配の下での経営権

84 ECCO	- Philippe Foriel-Destezet 50.70% Sicav 11.28%; GAN 1.98%; CDC 1.58%; 個人株主とその他の機関投資家34.46%	家族の積極的支配 社長: Philippe Foriel-Destezet
91 DARTY FILS	- Financière Darty 95.31% Sicav 1.87%; 個人株主とその他の機関投資家2.82% (その内 GAN 0.76%).	従業員により支配 社長: Philippe Frances Financière Darty の株主は、従業員 55.70%, Darty家22.70%, 種々の銀行 21.60%
111 ALSACIEN-NE DE SUPERMARCHES	1990年3月31日 - Alsacienne de supermarchés 45.15% (投票権の55.73%) Sicav 9.57% 自社株式 (Sepig) 4.82% (投票権の5.76%); GAN 3.41%; 取締役2.81% (投票権の3.84%); 上級幹部のためのストックオプション2.15%; 個人株主とその他の機関投資家32.09%	家族の積極的支配 社長: Piere-Marie Jung
114 BIS SA	- SCGVM (Société civile de gestion des valeurs mobilières) 30.00% - Négro家 20.00% Bis SA (Laurent Négro-autocontrôle) 9.00%; Sicav 個人株主とその他の機関投資家34.83% (その内 GAN 0.92%)	家族の積極的支配 社長: Laurent Négro SCGVM は Négro家に属する持株会社
121 LEGRAND	- Decoster, Verspieren, Garraud家 約50% (投票権の60~65%) Sicav 11.87%; CDC 3.11%; UAP 1.60%; 従業員の FCP 0.14%; 個人株主とその他の機関投資家33.28 (その内 GAN 0.69%).	家族支配の下での経営権 社長: François Grappotte
130 FNAC	- GMF 85.87% Sicav 4.67%; 個人株主とその他の機関投資家9.46% (GAN 0.24%)	機関投資家の支配の下での経営権 社長: Jean-Louis Pétriat
132 SEB	- 創業者グループ (Lescure家) 55.00% (投票権の70.00%) Sicav 6.75%; 機関投資家15.00% (投票権の10.20%); CDC 5.84%; 従業員2.00%; 個人株主15.41%	家族の積極的支配 社長: Emmanuel Lescure
141 BIC	- Bich家 46.00% - Buffard家 13.00% 自社株式 6.60%, Sicav 6.04%; CDC 1.91%; 個人株主とその他の機関投資家26.45%	家族の積極的支配 社長: Marcel Bich
157 ESSILOR INTERNATIONAL	- Valoptec 25.90% Sicav 9.61%; Saint-Gobain 6.00% Clinvest (Crédit lyonnais) 3.50%; CDC 1.34%; 個人株主とその他の機関投資家53.65%	従業員による支配 Valoptec は当社の幹部と従業員により支配されている。 安定株主が投票権の46.10%を保有している
187 GERLAND	- BP France 40.00% 機関投資家30.00%; Sicav 11.91%; Courbier家5.00%; 個人株主とその他の機関投資家13.81% (その内 GAN 0.92%)	外国人過半数支配 (英国)

(出所: S&V Economie n° 63 Juillet-Août 1990 pp.66-73より作成)

第3図表に示すように、家族支配の企業が15社と60%を占め、外資系が3社(12%)、従業員支配が2社(8%)、経営者支配3社(12%)、銀行等による支配が2社(8%)となっており、家族支配の企業が圧倒的に多い。1990年の調査企業200社の中での家族支配企業の割合39%と比べるとこの60%の数値の高さはきわだっている。

家族支配の企業でも、特定の家族出身者が直接経営を行っている企業は11社にも上り、残りの4社は支配権は保持しているが経営は家族以外の者に委ねている企業である。

家族支配の企業の個人株主の比率(SICAV等主要機関投資家以外の機関投資家を含む)は、15%~46%であるが、平均すると32%となり他の企業に比較して低いとはいえない。

また、ディスクロージャーの改善に積極的な企業25社の個人株主の平均比率は28%であり、消極的な企業の17%より高い。

以上の結果、ここに挙げたディスクロージャーの改善に積極的な企業の支配構造は家族支配が多い一方、個人株主の比率も相対的に高いという特徴が現れる。

ディスクロージャーの改善に消極的な企業と積極的な企業の支配構造を比較して明らかになった点は、家族支配がディスクロージャーの消極性の原因であるとは必ずしもいえないことである。むしろ、興味深いことに家族支配の企業にディスクロージャーに積極的な会社が多い結果となっている。また、個人株主の比率は、ディスクロージャー

の改善に積極的な企業の数値が消極的な企業のそれを11%上回る結果となった。

### (3) 企業の支配構造と株主総会の運営改善の姿勢との関係

次に、株主総会運営の改善に積極的な企業と消極的な企業の株主構成と支配構造を分析し、支配構造と総会の運営改善の姿勢との間に関係があるか否かを明らかにする。

利用するデータはディスクロージャー姿勢の場合と同様、COBの月報とS&V *Economie* 誌である。COBの月報には大企業の株主総会開催日が毎年一覧表の形で公表されている。

COBは、後述するように12月31日決算企業の株主総会6月末集中化を改善するために、これら企業の株主総会の開催分散化・早期化を指導してきた。そこで、1975年~1986年の12年間でこの要請に応じて株主総会を5月末までに開催している企業と6月上旬でも毎年開催日を早めている企業を株主総会運営の改善に積極的な企業と見なし、依然として毎年6月末に(6月20日~30日)に開催し続けている企業を総会運営の改善に消極的な企業と見なす<sup>(4)</sup>。そして、これら企業名をS&V *Economie* 誌から拾い出し、その株主構成と支配構造を分析する。

#### ① 株主総会運営の改善に消極的な企業の株主構成と支配構造

COBの月報とS&V *Economie* 誌の両方に会社名の出ている企業は10社であった。

第4図表 株主総会運営の改善に消極的な企業の株主構成と支配構造

企 業	株 主 構 成	支 配 構 造
1 PEUGEOT	-Peugeot 家22.72% (投票権の34.36%) Sicav 7.42%; Groupe Michelin 5.82% (投票権の9.06%); CDC 2.18%; 個人株主とその他の機関投資家61.86% (その内 Société générale et GAN 0.97%)	家族支配下での経営権 社長: Jacques Calvet
4 GENERALE DES EAUX	1990年5月 -Dejouany 社長の友人グループ 20.00% (その内 Société générale 1.8%, CIP (BNP) 2.36%) Saint-Gobain 11%; Sicav 8.12%; UAP 6.85%; 自社株式 5.4%; Schlumberger 4.00%; CGE 3.4%; Crédit agricole 3.1%; Spafi (Saint-Gobainの子会社) 2.9%; CDC 2.9%; 従業員 FCP	Guy Dejouany を中心とする経営権

	1.70%; 個人株主とその他の機関投資家30.63% (その内 GAN 0.71%).	
7 MICHELIN	- Michelin家 投票権の30%~40% (銀行のデータ) Sicav (actions B) 9.46%; CDC 2.45%; 個人株主とその他の機関投資家53.09% (その内 GAN 0.25%と Société générale).	家族の積極的支配 社長: François Michelin
16 SCHNEIDER	1990年 5月 - SPEG 58.38% Sicav 8.06%; CDC 2.40%; 個人株主と機関投資家31.16%	Didier Pineau-Valencienne を中心とする経営者支配
23 HACHETTE	- Marlis 51.60% - Monana Management (Capitaux arabes) 8.40% Sicav 6.59%; CDC 1.22; 個人株主とその他の機関投資家32.59%	家族の積極的支配 社長: Jean-Luc Lagardère
27 DUMEZ	- Chauffour家のメンバー (見積) 20% - Sogepor 15.00% Sicav 10.24%; グループの従業員6.00%; CGE 5.00%; Dywidag 5.00%; CDC 2.29% 個人株主とその他の機関投資家36.47% (その内 GAN 0.70%, UAP 0.60%, groupe BNP 0.13%).	家族の積極的支配 社長: Jean-Paul Parayre. Jean-Paul Parayre は Chauffour の婿。 Sogepor は Chauffour 家の証券管理会社
29 LAFARGE COPPEE	1990年 5月 機関投資家66.00% (その内 Sicav 12.87%, CDC 4.24, UAP 0.50%, GAN 0.14%); 自社株式5.35%; Lafarge 家と Coppée 家 2% 未満; 従業員1.00%; 個人株主25.62%	Bertrand Collomb を中心とする経営者支配
33 VINIPPIX	1990年 5月 - Printemps 34.94% - Eurafrance (banque Lazard) 27.69% France (banque Lazard) 10.40%; Berthault et Lathullière家11.50%; CDC 0.73%; Generali 1.42%; Sicav 0.44%; 個人株主とその他の機関投資家11.88% (その内 GAN 0.28%)	Jacques Petit を中心とする経営者支配
51 GALERIES LAFAYETTE	- 創業者一族グループ (Georges Meyer とその妻 26.00%, Moulin Heilbronn 家) 61.80% - IEP (Indusrtial Equity Pacific) (見積) 12.29% Sicav 0.16%; 個人株主とその他の機関投資家25.31%	家族の積極的支配 社長: Georges Meyer
170 MOULIEX	- Finap 45.20% (投票権の約60%) Sicav 3.15%; 個人株主とその他の機関投資家51.65%	従業員支配

(出所: S&V *Economie* n° 63 Juillet - Août, pp.66-73より作成)

第4図表に示すとおり、家族支配の会社が5社である。このうち、Michelin, Hachette, Dumez および Galeries Lafayette の4社は家族の者が経営を直接行い、Peugeot は家族支配の下で経営を他の者に任せている。

個人株主 (SICAV 等主要な機関投資家以外の機関投資家を含む) の比率は、家族支配企業5社の平均が41.86%、全体の10社の平均が36.03%となっている。

興味深いのは、この中に情報公表面で積極的と

見なされた企業が含まれている点である。Dumez と Lafarge-Coppée がこれである。

② 株主総会運営の改善に積極的な企業の株主構成と支配構造

COB の月報と *S&V Economie* 誌の両方に会社名の出ている企業は 9 社であった。

第 5 図表 株主総会運営の改善に積極的な企業の株主構成と支配構造

企 業	株 主 構 成	支 配 構 造
2 CGE	Sicav 7.11%; Société générale 6.40%; 自社株式 6.40%; 従業員 4.50%; CDC 3.06%; Société générale de Belgique 2.94%; UAP 2.60%; Société banque suisse 1.90%; Générale des eaux 2.10%; GAN 0.84%; Dumez 0.70%; groupe BNP 0.42%; 個人株主とその他の機関投資家 61.03%	Pierre Suard を中心とする経営者支配
5 CARREFOUR	－Société de Noyange (Badin と Deffovey によって 100% 支配) 18.46% －Fournier 家 8%～15% Sicav 9.48%; Groupe March (Espagne) 4.73%; 従業員 FCP (見積) 3.00%; CDC 2.54%; 個人株主とその他の機関投資家 50.29% (GAN 0.70% et UAP 0.70%)	家族支配の下での経営権 社長: Michel Bon
8 CASINO	－Guichard と Pinoncely 家 (創業者 Geoffroy Guichard の子孫) 28.00% Royal Ahold 4.04%; 従業員 FCP 2.78%; Sicav 2.32%; UAP 2.20%; CDC 1.65%; 個人株主と機関投資家 54.97% (GAN 0.63%)	家族の積極的支配 社長: Antoine Guichard
11 BSN	機関投資家約 40% (その内 Sicav 10.95%, UAP 3.50%, CDC 3.14%, GAN 0.02%); Groupe Lazard 5.56%; Ifil 5.10%; Fossati 家 4.00%; Gaz et Eaux (Eurafrance) 2.70%; Saint-Louis 2.70%; 以下詳細は、第 3 図表の同社欄参照 個人株主とその他の機関投資家 37.73%	家族の積極的支配 社長: Martin Bouygues
12 BOUYGUES	1990年 4 月 －Cofipex 16.10% (投票権の 14.10%) 個人株主とその他の機関投資家 46.03% 以下詳細は第 3 図表の同社欄参照	Antoine Riboud を中心とする経営者支配
26 AIR LIQUIDE	1990年 1 月 保険会社 6.80% (その内 UAP 3.20%, GAN 0.49%); AGF 0.05% et Société générale); Sicav 7.80%; 年金組織 5.00% (その内 Scottish Widows Fund 1.00%, Schroder Investment 1.00%); CDC (CNP) 4.70%; 銀行 (Société générale) と種々の会社・組合 5.10%; CDC 3.85%; FCP 1.80%; 従業員 1.00%; 個人株主 62.95%	Edouard Rouère
40 VALEO	－Cerus 34.20% Sicav 9.77%; Paribas 6.00%; Robert Bosch 5.82%; CGIP 5.20%; Crédit agricole 4.40%; Groupe	外国人過半数支配 (イタリア)

	CDC 3.60%; UAP 3.10%; 個人株主とその他の機関投資家27.91% (その内 GAN 0.98% et CIP (BNP) 0.92%).	
89 VALLOUREC	- Usinor 25.00% - Tubacex (Espagne) 24.90% Cofinan 10.00%; groupe Dumez 7.00%; Sicav 3.91%; 個人株主とその他の機関投資家29.19%	Usinor と Dumez の支配の下での経営権 社長: Arnaud Leenhardt
141 BIC	- Bich家 46.00% - Buffard家 13.00% 自社株式 6.60%, Sicav 6.04%; CDC 1.91%; 個人株主とその他の機関投資家26.45%	家族の積極的支配 社長: Marcel Bich

(出所: S&V *Economie* n°63 Juillet-Août, pp. 66-73より作成)

第5図表に示すとおり、家族支配の企業が4社ある。このうち、Carrefourはその総会を最も早い時期(4月)に開催している企業の一つである。

個人株主の比率は家族支配企業4社の平均が44.44%, 全体9社の平均が44.06%である。特に、CGE, CASINO および Carrefour の個人株主比率がそれぞれ61.03%, 54.97%, 46.7%~53.79%と高い。

興味深いのは、この中にも情報公表面で積極的と見なされた会社が4社含まれていることである。BSN, VALEO, Bouygues および Bic 社がこれである。

以上の結果、株主総会運営の改善に消極的な企業、積極的な企業いずれも家族支配企業が半数近くを占めていることが明らかとなる。この点から、家族支配が総会運営の改善の妨げとなっているとは必ずしもいえないことである。また、これら企業について見る限り、ディスクロージャーの姿勢と総会運営の改善の姿勢との間に関係があるか否かは不明である。

以上、フランス企業の支配構造とディスクロージャーおよび総会運営の改善に対する企業の姿勢との関係を検討した。従来より、フランス企業は情報公表に消極的といわれてきた<sup>(5)</sup>。また、フランス企業の株主総会形骸化も指摘されてきた<sup>(6)</sup>。他方、フランス企業は家族支配の会社が多いことも指摘されてきた<sup>(7)</sup>。

そこで、両者の関係を検討したわけである。サンプル企業の数が少ないため判断に若干の危険が伴うが、敢えていえば企業の家族支配という支配構造が企業の姿勢に影響しているとは必ずしもいえない。むしろ、家族支配の企業に積極的な会社

が多く見られ、結局、ディスクロージャーや総会運営の改善に対する企業の姿勢は経営者個人の考え方に大きく依存しているのではないかと見られる。

COBが、その設立以来毎年、企業幹部とのコンファレンスを開催し、ディスクロージャーに対する経営者の意識改革に努めてきたのもこの点から理解することができる。

これに対して、個人株主の比率については興味深い結果がでている。個人株主の平均比率は、ディスクロージャーの改善に消極的と見なされた企業(2社)が17%, 積極的な企業(25社)は28%, 総会運営の改善に消極的な企業(10社)が36.03%, 積極的な企業(9社)は44.06%といずれの場合にも積極的な企業の個人株主比率が高い。これら個人株主の比率にはSicav, FCP等の主要な機関投資家以外の機関投資家が一部含まれているが、割合からすれば多くとも合計で1%~2%である。この点を考慮しても、改善に積極的な企業の個人株主の比率が高いといえる。

ここに、COBが上場会社の株主総会時の情報開示に関するその活動において、個人株主に注目する理由の一つがあるものと見られる。

## 2. フランスにおける個人株主の特徴

次に、フランスの個人株主の特徴を年齢、職業、保有株式の会社数、地理的分布状況等から分析してみたい。

### (1) 個人株主数

第6-1図表によれば、直接保有の個人株主の数は、1978年が130万人、82年170万人、87年が620万人そして91年が580万人と推移している。

第6-1図表 直接個人株主数

(単位百万人)	フランス (1)				米国 (2)	英国 (3)
	1978	1982	1987	1991	1990	1991
株主数	1.3	1.7	6.2	5.8	36~51	11
全人口	53	55	55	56	249	57
全人口に占める株主の割合 (%)	12%	3%	11%	10%	14%~20%	19%

資料:

(1) SOFRES/COB/BDF

(2) New-York Stock Exchange (NYSE)

(3) London Stock Exchange

(出所: *Bulletin COB*-n° 267 Mars 1993, *Supplément "Études"* n° 69 p.76)

第6-2図表 有価証券保有者数の変遷

(単位百万人)	1978年初め (1)	1979年8月 (2)	1982年(1)	1987年上半期 (3)	1991年4月 (4)
有価証券保有者	2.4	2.9	3.2以上	9.8	14
直接株主	1.3	1.45	1.7	6.2	5.8
	-	-	-	5	4
債権の直接保有者	不明	1.7	不明	2.2	4
SICAVの株主と FCPの持分保有者	0.7	1.2	1.8	6.3	11
内訳: . OPCVM "actions"	約0.7	約1.2	約1.8	3.7	5.5
. OPCVM "obligations"	-	不明	不明	2.6未満	4
. OPCVM "monétaires"	-	-	-	-	4

(1) COBの見積。

(2) La Vie Française/IFOPの調査。OPCVM(投資信託)についてはCOBの見積。

(3) CREOの調査。

(4) COBとフランス銀行の依頼によるSOFRESの調査。

(出所: *Bulletin COB*-n° 250 Septembre 1991)

1978年に成立したモノリー法が優遇税制を設けたことから、その後1980年代を通じて著しく増加した。特に、1982年-87年の5年間で3.65倍に増加している。

米国、英国との比較では、絶対数ではこれら国々に遠く及ばないが、人口比で見ると全人口の10%が株主となっている。

第6-2図表によれば、1978年のフランスにおける有価証券保有者数は見積で240万人、その内、直接保有の個人株主が130万人、債権の直接保有者は不明、間接保有の株主が70万人となっている。間接保有の個人株主とはSICAV(会社型オープン投資信託)の株主と投資共通基金FCP(契約型オープン投資信託)の保有者の中で株式投資信託の保有者のことを意味しており、これが70万人と見積もられている。これにより、1978年の直接・間接

の個人株主の数は約200万人と推定される。

直接・間接保有の個人株主数はその後1980年代に入って著しく増加する。特に間接保有の株主については、1978年比で1987年が5.3倍、1991年には7.9倍とSICAVの株主とFCPの保有者等投資信託の伸びが著しい。

#### (2) 上場フランス企業株式の時価総額に占める個人株主の割合

第7-1図表によれば、1966-1979年の間の上場フランス企業株式の時価総額に占める各経済主体の割合は、個人株主が40%前後、機関投資家が11.7%から20%、事業法人が25%前後、金融機関4%、外国人が16%と推移している。調査機関・方法によりデータに違いが見られるが、全体として、個人株主が約40%で減少傾向にあり、機関投資家は増加傾向、事業法人はデータに大きな違い

第7-1図表 上場フランス企業株式の時価総額に占める各経済主体の割合

(%)

年度 資料 経済主体	1966	1971	1975	1976	1977		1978		1979	
	CREP	フランス銀行 BdF-DP 法				税務統計	BdF + BdF-DP titres vifs	BdF + évaluation titres vifs	BdF-DP	BdF + évaluation
個人(直接保有分)……	44	43.1	43	39.8	39.7	34.7	40.2	35	41.3	34.8
機関投資家……	11.7	15.3	16	17.2	17.8		19.5		20	
事業法人……	24.3	21.6	21	23	22.5	27.5	20.3	25.5	18.7	25.2
金融機関……	4									
外国人……	16									

(出所: COB, *Les Actionnaires*, 1981, p.62)

第7-2図表 米国の株式時価総額に占める各経済主体の割合

(%)

	1963	1965	1968	1970	1974	1975	1978
個人……	45.9	49.2	51.7	45.6	34.3	35	38.3
機関投資家……	38.1	38.4	38	41.3	51.1	48.8	45.5
金融機関……							
事業法人……	12.9	9.5	7.6	7.6	10.7	10.7	10.7
外国人……	3.1	2.9	2.7	2.7	3.9	5.5	5.5
	100	100	100	100	100	100	100

資料: SEC 提供のデータを基に評価

(出所: COB. *op.cit.*, p.74)

第7-3図表 英国の時価総額に占める割合

(%)

	1963	1969	1975
1 個人	54	47.4	37.5
2 非営利目的の組合	2.0	2.1	2.3
合計1と2	56.0	49.5	39.8
3 ブローカーとジョバー	1.4	1.4	0.4
4 銀行	1.3	1.7	0.7
5 保険会社	10	12.2	15.9
6 年金基金	6.4	9	16.8
7 ユニット・トラスト	1.3	2.9	4.1
8 インベストメント・トラストと その他の金融会社	10	8.7	10
合計3~8	30.4	35.9	47.9
9 事業法人	5.1	5.4	3.1
10 公的セクター	1.5	2.6	3.6
11 外国人	7	6.6	5.6
	100	100	100
金額合計(百万ポンド)	27,498	37,850	44,560

資料: "Ownership of company shares: a new survey" *Economic trends* sept. 1977. HMSO(出所: COB, *op.cit.*, p.76)

が見られ、金融機関および外国人はデータが不明なため傾向がつかめない。

第7-2図表~第7-4図表に示すとおり、フランスの個人株主の全上場株式時価総額に占める割合は、米国の50%~35%、英国の54%~38%、日本の55%~31%と比較すると若干低い、1970

年代後半にはその差は縮小したと見られる。

機関投資家の占める割合は、米・英が著しく高く、次いで日本、フランスの順になっておりフランスが最も低い。しかし、第7-5図表に示すとおり、フランスでは1980年代に入って SICAV が著しく伸びている。

第7-4図表 上場日本企業株式の時価総額に  
占める各経済主体の割合 (%)

	1954	1966	1978
個人	54.5	45.0	31.1
機関	24.5	30.0	38.7
内訳：機関投資家	17.5	25.0	36.6
投資会社	7.0	5.0	2.1
日本企業	12.5	18.0	26.3
公的セクター	0.5	0.5	0.2
証券会社	7	5.5	1.7
外国人	1.0	1.0	2.0
合計	100%	100%	100%

資料：Securities Market in Japan-1980 (Japan Securities research institute)

(出所：COB. op. cit., p.78)

第7-5図表 時価総額に占める機関投資家の規模 (%)

1966	1984	1985	1986	1987	フランス株式	フランス債券	1966	1984	1985	1986	1987
1.1	1.6	1.4	1.4		・ Caisse des dépôts		4.2	11.6	8.7	7.4	
8.4	11.0	10.1	9		・ Assurances		20.9	17.5	15.9	15.8	
1.9	2.0	1.6	1.4		・ Caisses de retraite		9.9	6.8	5.9	5	
0.6	8.7	8.6	9	9.1	・ SICAV		0.5	14.8	18.8	22.1	22.8
-	1.2	1.4	1.9	2	・ FCP		-	6.6	8.1	9.1	7.6
12.0	24.5	23.1	22.7		合計		35.5	57.3	57.4	59.4	

(出所：Bulletin COB - n° 221 Janvier 1989, Supplément "Études" n° 22, p. 5)

%と半分以上を占めている。これに対して、36歳未満の若い年齢層は9.3%と1割に満たない。この特徴は以前から指摘されてきたものであり、変わっていない。

第8-2図表と第8-3図表に示すとおり、米・英と比較してもフランスの株主は若い年齢の株主が少なく、高年齢の株主が著しく多い特徴が浮かび上がってくる。データの取り方が違っているため簡単には比較できないが、米国の場合(データ

第8-1図表 個人株主の年齢別分類 (%)

年齢区分	資料 CREP (1977)	
	株式保有世帯の全体	フランスの世帯の全体
36才未満	9.3	22.9
36~45才	15.4	17.1
46~55才	20.5	18.9
55~65才	19.2	14.4
65才以上	35.6	26.7
合計	100.-	100.-

(出所：COB, Les Actionnaires, 1981, p. 62)

事業法人の占める割合は日本とフランスが高く、両国類似した傾向を示している。

最後に、外国人の株式時価総額に占める割合が他の3国に比して著しく高いのはフランスの大きな特徴である。この特徴は、前節の支配構造の分析でも外資系企業の多いことで明らかにされている。

### (3) 株主の年齢構成

次に、フランスの個人株主の年齢的な特徴を見てみよう。第8-1図表によれば、1977年の場合、36歳未満が9.3%、36歳~45歳が15.4%、46歳~55歳が20.5%、55歳~65歳が19.2%、65歳以上が35.6%となっており、55歳以上の高年齢層が54.8

は間接保有の株主も含めている) 35歳未満の株主が非常に多く、英国の場合は中年層の割合が高くなっている。

第8-1図表のデータを第8-4図表と比較すると、1987年には、34歳以下が19.2%、35歳~54歳の中年層は34.3% (1977年は約35.9%)、55歳以上が46.5%となり、34歳以下の若い層が著しく増えたのに対して、中年層は横這い、高年齢層の割合は減少している。これにより、前出の1978年

第8-2図表 フランスおよび米国における直接・間接株主の年齢別分類 (%)

(1)	35才未満	35~44才	45~64才	65才以上	合計
フランス	15.6	16.2	41.7	26.5	100
米国	30.2	23.8	31.6	14.4	100

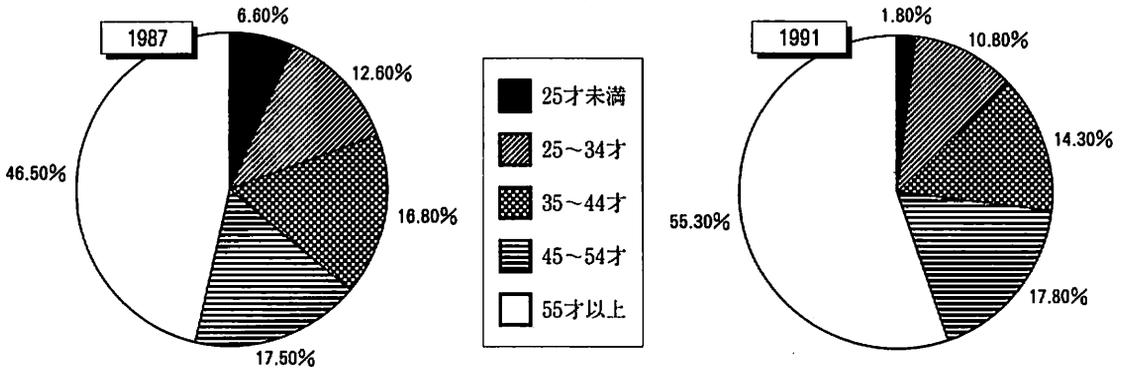
(出所：Bulletin COB - n° 250. Septembre 1991, p.13)

第8-3図表 フランスと英国における直接株主の年齢別分類 (%)

	25才未満	25~54才	55才以上	合計
フランス	2	43	55	100
米国	8	56	36	100

(出所：Bulletin COB - n° 250 Septembre 1991, p.15)

第8-4図表 個人株主の年齢別分類



(出所: Bulletin COB-n° 250, September 1991, p. 8)

第8-5図表 民営化時取得の株式保有の年齢別分類 (%)

	25才未満	25~34才	35~44才	45~54才	55才以上	合計
1987	6.8	13.8	18	17.2	44.2	100
1991	1.4	8.4	13.3	15.3	61.7	100

(出所: Bulletin COB-n° 250 Septembre, 1991, p. 9)

のモノリー法以降1980年代に入ってから株主数の著しい増大は、主として若い年齢層の人たちが株式投資に向かった結果であることが明らかとなる。

この株主の低年齢化は、第8-4図表の1991年のデータを見ると後退している。これは第8-5図表に示すように、1980年代後半の国有企業の民営化に際して、放出株式の取得が主として55歳以上の高年齢層によって行われたためである。

(4) 株主の職業

第9-1図表によれば、1977年の場合、職業を持たない者が株式の48.4%を保有し、これに会社の上級幹部28.5%が続いている。所有者の世帯別

の割合でも職業を持たない者の割合が36.9%と高い。職業を持たない者とは退職者、学生、失業者を意味しているが、退職者が中心となっていることは言うまでもない。

米国と比較しても第9-2図表に示すとおり、直接・間接保有の株主の職業別分類ではフランスのこの特徴が際立っていることがわかる。

退職者の保有割合が高いという特徴は、第9-3図表に示すとおり、1987年と91年のデータでもはっきりと現れており変わっていない。

第9-2図表 フランスおよび合衆国における直接・間接株主の職業別分類 (%)

	フランス	米 国
農業、工員	3.0	2.1
中間業者、職工長	12.9	23
従業員、サービス	15.6	15.5
無職	59.7	26.9
その他: 商人、職人、企業経営者、上級幹部、自由業	8.8	32.5
	100	100

(出所: Bulletin COB-n° 250 Septembre 1991, p.14)

第9-1図表 保有株式額の職業別分類 (%)

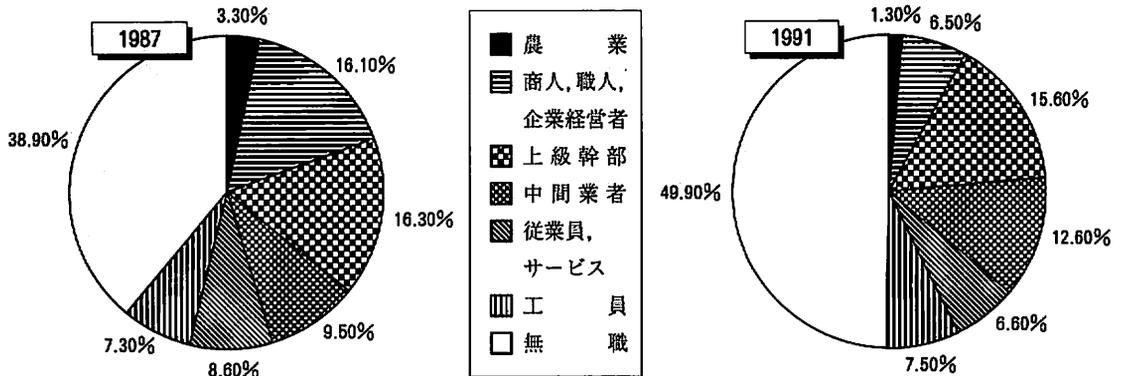
職業	1975年の所得調査に基づく株式・持分所得の分類	株式保有の分類	株式保有世帯の分類
		CREP 1977の調査	
農業	1.52	0.3	1.
商工業	6.64	3.1	3.
手工業と小規模商人	5.10	2.2	4.9
自由業	5.05	5.1	3.1
上級幹部	24.60	28.5	15.9
中間幹部	6.65	6.1	16.6
非幹部従業員	6.64	6.2	18.6
無職	43.80	48.4	36.9
合計	100.	100.	100.

(出所: COB, Les Actionnaires, 1981, p.35)

(5) 持株の会社数

1人の株主がいくつの会社の株式を保有してい

第9-3図表 個人株主の職業別分類



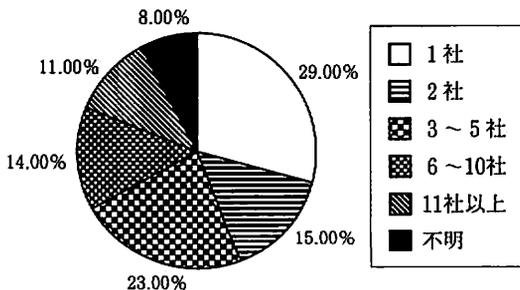
(出所: Bulletin COB-n° 250 Septembre 1991, p. 7)

るかについては、1970年代のデータが存在しないため、1991年のデータを参考資料として用いたい。

第10-1図表によれば、1991年の場合、1社のみの株式保有の株主が29%、2社が15%、3社~5社が23%、6社~10社が14%、11社以上が11%となっており、1社のみの株式保有の株主が最も多い。しかし、2社以上の株式保有の株主が63%存在し、6割以上(他に不明が8%ある)が2社以上の株式を保有していることになる。

1970年代の特徴は不明であるが、すでに見た他の特徴が基本的に不変であることから推測すれば、持株の会社数の特徴も同様に大きく変わっていないものと見られる。

第10-1図表 保有株主の会社数別分類 (%)



(出所: Bulletin COB-n° 250 Septembre 1991, p. 6)

(6) 株主の地理的分布

最後に、株主の地理的分布の特徴を見てみたい。これについても1970年代のデータがないため、1989年のデータを参考資料として用いたい。

第11-1図表によれば、首都パリとその周辺地

域に全体の46.5% (29.1%+17.4%)、これ以外の地域に残り53.5%が存在していることになる。

以上、フランスの個人株主の特徴を見てきた。これによりその特徴を次のように総合することができる。すなわち、株主の年齢構成では、35歳未満の青年層の割合が低い一方、55歳以上の高年齢層の割合が高い。職業は退職者の割合が著しく高い。持株の会社数は2社以上が6割以上に達している。5割以上が地方在住の株主である。

第11-1図表 地域別分類 (%)

	株 主	1989年の人口 (資料 INSEE)
パリ地域	29.1	18.6
北部	3.4	7.0
東部	7.4	9.0
パリ盆地	17.4	18.2
西部	10.2	13.3
南西部	9.2	10.5
南東部	11.4	11.8
地中海沿岸地域	11.9	11.6
合 計	100	100

(出所: Bulletin COB-n° 250 Septembre 1991, p.10)

3. 個人株主の総会参加と株主総会の形骸化

続いて、以上の個人株主の特徴をもとに、個人株主の総会参加と12月31日決算企業の株主総会同一時期集中化の問題を検討したい。

フランスでは従来より、同一地域での上場会社株主総会の同時開催が問題となっており、これが株主の総会出席への障害となっていた。

1966年7月24日法律第157条によれば、通常株主総会は年度終了後6ヶ月以内に開催されなければならない。法規定が6ヶ月の期限を設けたことから、12月31日決算の企業は翌年の6月30日までに株主総会を開催する必要が生ずる。フランスでは伝統的に12月31日決算の企業が多く、これら企業がこの法定期限の6ヶ月を最大限利用したことから、総会開催が翌年の6月、特に月末に集中する傾向が見られていた。

(1) 12月31日決算企業の株主総会の6月集中化  
第12-1図表によると、例えば1974年の場合、12月31日決算企業数は773社であった。当該年度の上場会社の全体数986社（推定値）と比較すれば、この773社という数値は上場会社の79%に相当する。約8割近くの会社が12月31日に決算を実施していた。1976年以降は86%~88%の数値がでており、フランス全上場会社の9割近くが12月31日を決算日とする企業であるといえる<sup>(8)</sup>。

1974年の場合、第12-1図表に示すとおり、12月31日決算企業773社のうち17%が6月の第1週~第2週に、58%が第3週~第4週に総会を開催しており、6月に75%が集中している。これは約580社に相当し、全上場会社の6割近くが6月に株主総会を開催したことになる。しかも、6月後半の2週間に58%、約450社の総会が集中している。

また、1975年の場合、6月後半の2週間に62%が集中し、特に、6月26日82社、27日に61社が開催する等6月23日~30日の間にこの2/3が集中した。これら数値は、例えば、20年以上遡る1952年のデータと比べると改善がみられるとはいえず、6月後半の短期間に多くの株主総会が集中する傾向は変わっていない。すなわち、1952年の場合、6月の第3週~第4週に総会が集中し、特に6月27日と30日にはそれぞれ120社と91社の株主総会が開催されていた<sup>(9)</sup>。しかも、午前のはほぼ同時刻に集中した。

第12-1図表 12月31日決算企業の株主総会開催時期

年 度	12月31日決算の上場企業の数	5月末までに開催した企業	6月の第1~2週に開催した企業	6月の第3~4週に開催した企業	6月末までに開催しなかった企業
1971	100 <sup>(1)</sup> (社)	22 <sup>(2)</sup> (%)	20 (%)	58 (%)	0 (%)
74	773	23 <sup>(3)</sup>	17	58	2
75	記載なし	20	16	62 <sup>(4)</sup>	2
76	769	21	19	59 <sup>(5)</sup>	1
77	748	21	23	55	1
78	724	22	22	54	2
79	676	23	21	54 <sup>(6)</sup>	2
1980	記載なし	21	18	59 <sup>(7)</sup>	2
81	記載なし	20	17	62	1
82	記載なし <sup>(8)</sup>	17 <sup>(9)</sup>	19	62	2
83	598	16	20	62	2
84	578	19	21	59	1
85	561	19	14	66	1
86	559	22	14	62	2
87	556	25	15	58	2
88	記載なし	25	19	55	1

(1) 1971年のデータは12月31日決算企業内の100社を調査したものである。1971年以外の会社数は、12月31日決算企業すべてを対象としている。

(2) 内訳は4月が6社(6%)、5月が16社(16%)である。

(3) 内訳は3月が5社(0.6%)、4月が35社(4.5%)、5月が139社(17%)である。

(4) このうち、6月23日~30日の間に2/3が開催されており、特に6月26日に82社、27日に61社が総会を開催している。

(5) このうち3/4は6月21日~30日の間に開催されている。

(6) 6月の最後の5日間で222社(全体の1/3)が総会を開催した。

(7) 6月の最後の6日間で250社以上が総会を開催した。

(8) 1982年に調査対象となった12月31日決算企業は全上場企業の86%に相当している。

(9) その内4月末までに開催した企業は4%であった。

(COB年報1972年、1974年~1988年より作成)

フランスの場合、開催日の同一時期集中化は、同時に同一開催地域への集中化を伴っている。すなわち、上場会社の大部分の株主総会がパリで開催されるからである。

## (2) 株主の総会出席の困難性

6月末の数日間に上場企業のほぼ5割の株主総会が集中するため、2社以上の株式を保有する株主は物理的に総会への出席が困難となる。また、大部分の総会がパリで開催されることから、地方在住の株主にとって総会出席はさらに難しくなる。

そのため、「ほとんどのケースで銀行関係者より成るまばらな出席者を前にして、退屈でつまらない書類の朗読が繰り返される。また、いかなる重要な質問も提起されず何らの討論もなされない<sup>(10)</sup>」といった株主総会が開催されてきた。いわゆる株主総会の形骸化現象である。

ここで、前出のフランスの個人株主の特徴、すなわち、株主の年齢構成では、35歳未満の青年層の割合が低い一方、55歳以上の高齢層の割合が高く、職業は退職者の割合が著しく高く、持株の会社の数は2社以上が6割以上に達し、5割以上が地方在住の株主である、という特徴から、株主の総会出席と総会開催の同一時期・地域集中化の問題を考えてみよう。

高齢者しかも退職者となると時間的余裕は十分持っており、この点だけからは総会出席の困難を見出せない。しかし、地方在住でパリまで遠く、高齢のうえ費用まで掛かるとなれば、わざわざ株主総会の出席のためだけにパリまで出てくることは困難である。この問題解決のためにはパリだけでなく地方にも総会会場を設け同時進行の形でパリの総会に参加させることが必要となる。

1人の株主が数社の株式を保有している場合には、株主総会の同時開催によって、出席したくてもできなくなる可能性が生ずる。この点からは、株主総会開催時期の分散化が必要である。

また、国の政策として若い株主層を増やす政策を推進する場合にも株主総会開催の同時性はこの大きな障害となる。フランスでは従来より株主の平均年齢が高いことが指摘されており、1960年代の証券市場改革の際には、フランス企業の長期資金調達のための証券市場の発展を図るために、若い年齢層をもっと株式投資に向かわせることの

必要性が強調された。若い年齢層は退職者と異なり当然仕事を持っており、株主総会に出席するための時間的余裕も少ない。2社以上の株式を持っている場合やパリに日帰りのできない地方在住の株主にとっては総会出席は一層困難となる。

若い年齢層の株主を増やし、彼らを総会出席させるためには、就業時間内での株主総会の開催を避け、午後5時以降での開催や土・日曜日を利用した開催が必要となる。また、地方在住の勤労者のためには、株主総会のパリ・地方同時開催、2社以上の株式を持っている者のためには株主総会開催日の分散化が必要である。

COBは、まず、個人株主の総会出席を妨げている以上の問題の解決に取り組んだ。

## 4. 上場会社の株主総会時期の分散化・早期化

### (1) 12月31日決算企業の株主総会開催日の分散化・早期化

COBは、1974年から継続的に上場会社の株主総会開催日を調査し、12月31日決算企業の株主総会の同日開催を回避するために、種々の試みを実施した。

#### ① 総会開催日の調査とその結果の公表

まず、COBの年報ないし月報で開催日の調査結果を公表して、企業の多くの総会が6月末に集中していること、そのことが個人株主の出席を妨げるとともに情報の迅速な公表の妨げにもなっていることを繰り返し企業に訴えた。すなわち、決算日後6ヶ月近く経過して株主総会で提供される情報は公表の迅速性の点でも問題があり、それがまた株主の総会に対する関心を奪っていると考えたのである。

#### ② 大企業の総会開催日時の事前通知・公表

1976年からは、COBは大企業の開催日時の事前公表を開始した。当該活動の対象企業は、12月31日決算企業のうち1975年末時点で株式取引量の多い順に上位約50社が選ばれた。このような企業を選択した理由は、株式取引量が多い企業は個人株主数も多いと判断されたからである。また、企業の規模も大きい大企業である場合が多く、社内の管理体制が比較的整備されていることから、総会の分散化・早期化の要請に十分対応できると判断したことも理由として挙げられる。

COB は、これら企業に1976年の総会開催予定日時を可能な限り早く知らせるよう要請し、知らされた予定日時を3月以降のCOBの月報に掲載した。月報には開催予定日と時間の他に、前年の開催日を記載した。

この試みには3つの目的があった。<sup>111)</sup> 一つは、個人株主数の多い大企業の株主総会開催予定日時を事前に公表することによって、総会出席を考えている個人株主に有用な情報を早く提供することにある。

二つ目の目的は、他の企業に開催日時の分散化・早期化に関心を持たせることにあり、この点で奨励の意味を有する。

三つ目の目的は、他の企業に大企業の開催予定日時を避けて開催してもらうことにある。この点では誘導の意味を持っている。もしある企業が通知してきた開催日が他の企業の開催日と重なっている場合、COBは当該予定日を他の日に変更するよう求めた。<sup>112)</sup>

### ③ 改善企業名の公表

COBは指導に従ってその株主総会開催日を早めた企業の名前を月報ないし年報で公表し、他の企業に改善努力を求めた。例えば、1981年の年報上で、総会を1ヶ月早めた企業1社、15日以上早めた企業4社、1週間以上早めた企業8社の名前が公表された。<sup>113)</sup> 以下で、以上のCOBの活動の成果を検討してみよう。

#### (2) COBの活動の成果

##### ① 12月31日決算企業全体の改善状況

第12-1図表はCOBの調査結果を一覧表の形にしたものである。1974年～1979年の期間はCOBの活動が功を奏し、6月後半の2週間での開催は1974年の58%から1979年には54%まで低下した。6月前半の開催が17%から21%に4%増加していることから、12月31日決算企業の4%が6月の後半から前半に総会の開催を早めたことになる。これにより、6月後半の株主総会の集中は若干緩和された。

5月末までの開催は、1974年には23%と5社に1社の割合で早期開催に努めている。この数値は1975年以後若干低下するが1979年には23%に回復し同じ水準にとどまった。

1980年以降、フランス経済の悪化と歩調を合わ

せるように株主総会集中化の改善の傾向は後退した。第12-1図表に示すとおり、1981年には6月後半の開催は60%を超え、1985年には66%まで上昇した。5月末までの開催も1985年に19%まで低下した。

その後1987年～1988年に、集中化は大きく改善に向かった。すなわち、1988年には6月後半の開催は55%まで低下し、6月前半は19%に上昇しさらに5月末までの開催は25%にまで上昇した。

以上、COBが開催の分散化・早期化の指導を開始した1974年以降1979年までの6年間は、1975年(第1次石油危機の影響で経済が悪化)を除いて総会の集中化は順調に改善に向かったが、1980年からは景気の悪化とともに当初の状況よりさらに悪くなった。

結果として、1974年から1988年の15年間で、6月後半の開催は58%から55%へ、6月前半は17%から19%へ、5月末までの開催は23%から25%へ若干の改善を見せただけの結果となった。

##### ② 大企業の改善状況

第12-2図表は、COBが実施した大企業の開催日時の事前通知・公表の結果、大企業の総会開催日がどのように変化したかを示している。それによれば、前出の12月31日決算企業全体の結果と同様、改善状況は良くない。

6月後半の開催は1976年には対象企業の42%、1977年が45%、1988年が43%と改善するが、1980年以後悪化し、1985年の53%を最高に改善に向かった。すなわち、12月31日決算企業全体の結果と同じ傾向を示している。これに対して、5月末までの開催は一貫して減り続けた。

但し、6月後半の開催が42%～53%、6月前半の開催が27%～32%と、総会の6月後半の集中化は12月31日決算企業全体の結果に比べて緩和されている。また、5月末までの開催も年度を追うごとに悪化しているとはいえ、数値自体は前出の企業全体の結果に比べて若干良い。

しかも、同じ6月後半の開催でも、1980年は5社のうち3社の割合で総会開催日を変更し、1981年は10社のうち7社の割合で開催日を変更した<sup>114)</sup>。この結果、2週間の期間に開催日が分散化し特定日に何社もの総会が開催されるという集中化が大きく緩和された。

第12-2 図表 12月31日決算の大企業の株主総会開催時期

年度	調査対象となつた大企業の数 <sup>(1)</sup>	5月末までに開催した企業	6月の第1～2週に開催した企業	6月の第3～4週に開催した企業
	(社)	(%)	(%)	(%)
1976	約50	記載なし	記載なし	42
77	約60	記載なし	記載なし	45
78	約60	29	28	43
79	記載なし	記載なし	記載なし	記載なし
1980	記載なし	26	30	44
81	74	24	29	47
82	61	23	31	46
83	記載なし	19	32	49
84	58	22	29	49
85	記載なし	20	27	53
86	記載なし	記載なし	記載なし	48
87	記載なし	記載なし	記載なし	48

(1) 株式取引量が多くその決算日が12月31日である大企業  
(COB 年報1979年～1987年より作成)

この意味で、大企業を対象とした総会日の事前通知・公表制度は、開催日を大きく早めることには成功しなかったが、COB と大企業の事前調整により総会の分散化には効果を発揮したものと見られる。

### ③ 株主総会開催早期化の障害と解決策

株主総会開催の早期化は、株主に対する情報公表の迅速性にとって不可欠の条件であるが、以上のとおり改善に向かわなかった。

COB は、株主総会の早期開催の大きな障害となっているものとして決算書類、特に連結決算書類の作成を挙げている。すなわち、決算書類の作成作業や監査に時間を要するため、開催日を大きく早めることが難しいのである。

COB は外国企業の例やフランスのいくつかの大企業の早期開催の例を参考にして、株主総会早期開催の条件として、決算書類ないし連結決算書類の早期作成とそのための情報処理機器の利用および内部管理制度の整備、会計監査の作業の改善を挙げている<sup>(15)</sup>。

従来、税務申告の関係から決算書類の作成が完了するのは3月末であった。それから会計監査を実施するため、4月末ないし5月末に株主総会を実施することは困難となる。そこで、COB は決

算書類の作成作業と平行して会計監査を実施することを提案した<sup>(16)</sup>。

また COB は、大企業の幹部のグループと協力してこれら問題の解決に取り組んだ。さらに、会計監査の作業の改善については、専門会計士高等審議会が改善策を検討することを決定した<sup>(17)</sup>。

## 5. 上場会社の株主総会に対する個人株主の関心喚起

最後に、個人株主の総会参加を促すために実施されたその他の COB の活動を考察したい。

### (1) 株主総会運営の改善事例の紹介と奨励

COB は、総会開催日の分散化・早期化以外に、企業が株主総会運営の改善のために試みた種々の事例を月報ないし年報で公表し、他の企業にその実践を奨励した。

例えば COB の月報(1974年5月号)には、成功した株主総会の例として Ferodo 社の事例を紹介・奨励している。Ferodo 社の株主総会の特徴は、バリ取引所内で開催したこと、18時に開催したこと、500人の株主を集めたこと、一般報道機関と専門報道機関の記者が参加したこと、オーディオ・ビジュアル装置を利用して事業経過、決算書類、将来の計画の説明を行ったこと、多くの実質的な質疑応答が交わされたこと、最後に企業活動に関するフィルムとカクテルが準備され総会の終了は5時間後の23時であったこと等である。

COB が奨励した株主総会運営の改善の試みは、Ferodo 社の事例に見られるように、開催時間と開催場所の改善、総会の審議自体の改善、総会後の種々の催し等に係わっており、個人株主にとって総会をより魅力的なものにするあらゆる試みに関している。

#### ① 開催時間の改善

COB は、仕事を持っている個人株主が総会に出席できるよう、就業時間以外での総会開催を奨励した。例えば、午後8時以降や土・日曜日での開催である。前出の COB により公表された大企業の開催予定日時によれば、1976年～1986年に開催された総会で多いのが10時、10時30分、11時、14時30分、15時、15時30分、16時、16時30分であった<sup>(18)</sup>。

仕事を終えて出席可能な時間の17時30分の開催

は、1976年が3社、77年2社、78年4社、79年4社、80年3社、81年2社、82年～85年は0社、86年が1社と改善に向かっていない。これら企業は、Moteurs Leroy-Somer, FINEXTEL, CGE, LA-FAGE, Ferodo, ESSO, VINIPRIX, Crédit Commercial de France, である。

18時以降の開催は、1976年2社、1977年～1979年が1社、1980年～1983年が0社、1984年～1985年が1社、1986年が0社となっており、非常に少ない。しかも、開催企業は POCLAIN, Compagnie Bancaire, VALEO の3社に限られている。

以上の結果から、COB の努力にもかかわらず、開催時間の改善は十分に達成されなかったと見られる。

## ② 開催場所の改善

また、地方在住の個人株主のために地方にも会場を設け、放送通信システムを利用してパリの総会に同時参加させる試みを奨励した。これを実践した企業として、Rhône-Poulenc (1971年)、L'Air Liquid と la Compagnie financière de Suez (いずれも1976年) の事例が挙げられたが、実施企業は少ない<sup>(19)</sup>。

## ③ 総会審議の改善

COB は総会の審議を活性化するために、長時間を要する総会での報告書の読み上げに代えて、スライド、ビデオ等による解説を簡潔に行って時間を節約し、多くの時間を質疑応答に割り、また参加者の関心を引く形で質疑応答に入れるよう審議の改善を奨励した。質疑応答も、株主の質問に明確に答えることを求めた。

## ④ 総会後の催し

株主の総会に対する関心を引くために、COB は総会後のレセプションや工場見学等の開催を奨励した。これら催しによって、株主は直接会社の幹部と自由に対話することができる。

この他、参加株主に現金ないし現物により日当が支払われた事例が紹介されている<sup>(20)</sup>。

## (2) 報道機関の利用と公表情報のインパクトの増大

COB は、企業が総会に関する情報を適切な時期に一般に公表することによって、株主の総会に関する関心を喚起できると考えた。

### ① 報道機関の利用

そのために、報道機関の積極的な利用を奨励した。これには、総会前の記者会見の実施、記者の総会への招待、総会後の審議内容の公表等がある。

まず、総会前に記者会見を通じて会社あるいは総会に関する情報を公表することによって、個人株主の関心を喚起することが可能である。また、総会前に事前に有用な情報が株主に公表されるならば、株主総会の審議をより活発なものとすることができる。

次に、総会への記者の招待については、COB はこれを非常に重視した。その理由は、総会に出席できない株主のために、記者が総会で報告された情報を総会後に公表してくれるからである。特に、幹部がまだ一般に公表されていない情報を総会で報告する場合には、総会終了後記者が知らされた情報を直ちに公にすることが重要と考えられた。

また、会社の総会に関する情報が報道機関により提供されれば、現在株主でない者もその会社に対する関心を持つ可能性がある。

最後に、企業自身が欠席株主のために審議内容をコミュニケ等で公表することが COB により奨励された。例えば、Lafarge 社は総会で提起された主要な質問とこれに対する応答の内容をまとめ、これを印刷して公表した<sup>(21)</sup>。

また、一般に未公表の情報を総会で報告する場合には、総会終了後直ちに当該情報を公にする必要がある。例えば、ある会社は株主総会で半期成果の下方修正を報告したにもかかわらず、それに関するコミュニケを公表するまでに2日かかった。その間、株価が下落するというケースが起きている<sup>(22)</sup>。

COB は、株主の関心喚起の目的と平行して、「情報の前の株主平等」の原則を重視し、株価に影響する可能性のある事実が特定の者の知るところとなった時には、直ちにコミュニケを公表することが必要であるとの立場をとった。

### ② 公表情報のインパクトの増大

前章で明らかにしたとおり、1966年商事会社法に基づくディスクロージャー制度では、株主総会前に様々な形で種々の情報・書類が公表されていた。COB はこれがかえって情報の効果を低下させるものと考えた。そこで、これら情報・書類を一つの報告書にまとめ、これを総会前に株主に送

付することを奨励した<sup>(2)</sup>。いわゆる年次プラケツト（年次報告書）がこれである。フランス企業の年次プラケツトを改善するために COB が行った活動は次章で取り上げる。

以上、上場会社の株主総会の活性化に関する COB の活動を考察した。株主総会開催日時の分散化に関する COB の努力は、すでに検討したとおり一定の成果を上げてきた。これには、大企業との開催日時の事前調整が重要な役割を果たしたものと見られる。

これに対して、情報公表の迅速性の点から重要な総会の早期化については、状況は改善せず、問題の解決策を提示するにとどまった。すなわち、決算書類の早期作成を可能にする会社の内部管理制度の整備・近代化および会計監査の作業の改善等の提案である。

株主総会開催日時の分散化・早期化以外の COB の試みについては、具体的なデータがないためどの程度の成果を上げたか不明であるが、企業にとって株主総会への個人株主の出席を促し、総会を活性化するために何をしたら良いかを明らかにした点で評価される。 [未完]

#### [ 注記 ]

- (1) 拙稿「フランス証券取引委員会の開示政策－1968－1972年の株主総会時の情報」法政大学経営学会『経営志林』第29巻第2号（1992年7月）、198－193頁参照。
- (2) André, C., Morin, F., Qui possède les 200 premières entreprises françaises, *S&V ECONOMIE* n° 63 Juillet/Août 1990, pp.66－73. の資料より集計。
- (3) 図表中、企業名の左横の数値は、1989年上半期売上高基準による順位を表している。
- (4) 例えば、Peugeot 社の1981年～1986年の6年間の開催日は、6月の30日、30日、29日、29日、28日、30日であった。
- (5) 例えば、Vigreux, P., *Les Droit des actionnaires dans les sociétés anonymes*, 1953, pp. 43－44., Heurteux, C., *L'Information des actionnaires et des épargnants-étude comparative*, 1961, p.391. あるいは COB, *Rapport*

*annuel 1968*, pp. 9－10. 等を参照。

- (6) 例えば、Guimont, J., *Les Remèdes proposés contre l'absentéisme des actionnaires aux assemblées générales*, Thèse Paris, 1932, pp.15－16., Vigreux, P. *op. cit.*, pp.23－24, 44. あるいは COB, *Rapport annuel 1970*, p.65., COB, *Rapport annuel 1971*, p.94. 等を参照。
- (7) 例えば、André, C., Morin, F., Qui possède les 200 premières entreprises françaises, *S&V ECONOMIE*, n° 63－Juillet/Août 1990, pp.52－54. あるいは藤本光夫著『転換期のフランス企業』1979年、127－128頁参照。
- (8) 参考までにフランスの上場会社数の推移を挙げると、1976年885社、1977年862社、1978年841社、1979年785社、1980年779社、1981年750社、1982年726社、1983年688社、1984年665社、1985年642社、1986年635社、1987年633社、1988年628社と減少した。
- (9) Vigreux, P., *op. cit.*, p.29.
- (10) COB, *Rapport annuel 1970*, p.65.
- (11) COB, *Rapport annuel 1980*, p.16.
- (12) *Ibid.*
- (13) COB, *Rapport annuel 1981*, p.16.
- (14) COB, *Rapport annuel 1980*, p.16. および COB, *Rapport annuel 1981*, p.16.
- (15) COB, *Rapport annuel 1978*, p.18. および COB, *Rapport annuel 1980*, p. 16
- (16) COB, *Bulletin mensuel*, n° 72 juin1975, pp. 3－4.
- (17) COB, *Rapport annuel 1978*, p.18.
- (18) 1976年～1986年の間、COB 月報3～4月号に毎年掲載される各企業の開催日時の一覧表を参照した。以下の数値はすべてこれら一覧表から集計したものである。
- (19) COB, *Rapport annuel 1971*, p.94. および COB, *Rapport annuel 1976*, p.20.
- (20) COB, *Rapport annuel 1974*, p.21.
- (21) COB, *Rapport annuel 1976*, p.19.
- (22) COB, *Rapport annuel 1977*, pp.20－21.
- (23) この経緯については、前出拙稿195－196頁参照。