

# 日本取引所金融商品取引法 研究

## 第 3 号

---

2014年9月26日 開催 ドイツにおける経営判断原則	大阪市立大学法学部法学研究科教授 高橋 英治	1
2014年10月24日 開催 ドイツのコーポレートガバナンスコード	同志社大学法学部准教授 船津 浩司	55
2014年11月28日 開催 公募増資を巡る課題と対応 —日本証券業協会の取組み— ライツ・オフERINGに関する上場制度の見直しについて エクイティ・ファイナンスのプリンシプルについて	日本証券業協会国際部課長 横田 裕 東京証券取引所上場部統括課長 林 謙太郎 日本取引所自主規制法人上場管理部調査役 谷川 聡	93
2014年12月26日 開催 フェア・ディスクロージャー —インサイダー取引規制の再検討—	同志社大学大学院司法研究科教授 森田 章	175
2015年1月23日 開催 コーポレートガバナンスの目的 —監査役制度の再評価—	同志社大学大学院司法研究科教授 森田 章	205

---

2016年1月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー(五十音順)

2015年4月1日現在

氏名	所属
飯田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田 眞 得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖 史	同志社大学法学部教授
片木 晴 彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口 恭 弘	同志社大学法学部教授
岸田 雅 雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村 雅 史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
久保 大 作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
小 出 篤	学習院大学法学部教授
近藤 光 男	関西学院大学法学部教授
志谷 匡 史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎 博 史	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩 司	同志社大学法学部准教授
前田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀 征	立教大学法学部教授
松尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森 田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
森 本 滋	同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友 信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一 人	神戸大学大学院法学研究科教授

特別会員

氏名	所属
河本 一 郎	神戸大学名誉教授・弁護士
龍 田 節	京都大学名誉教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

ドイツにおける経営判断原則

2014年9月26日(金) 15:00~16:57

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所15階第一会議室にて

出席者(五十音順)

飯田	秀  総	神戸大学大学院法学研究科准教授
伊藤	靖  史	同志社大学法学部教授
片木	晴  彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴  仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
岸田	雅  雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
黒沼	悦  郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
龍田	節	京都大学名誉教授・弁護士(特別会員)
船津	浩  司	同志社大学法学部准教授
前田	雅  弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井	秀  征	立教大学法学部教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友  信	東京大学大学院法学政治学研究科教授
行澤	一  人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

ドイツにおける経営判断原則

大阪市立大学法学部法学研究科教授  
高 橋 英 治

目 次

- I. ドイツにおける経営判断原則の発展過程
- II. ドイツ法上の経営判断原則の内容
  - 1. 企業家的決定
  - 2. 会社の福利のための行為
  - 3. 利益相反のないこと
  - 4. 適切な情報を基礎とした行為であると合理的に認めることが許されること
  - 5. 善意での行為
- III. ドイツ法上の経営判断原則と取締役の注意義務違反の類型
  - 1. 投機取引
  - 2. 無担保融資
  - 3. 企業買収
  - 4. 会社に帰属する請求権の行使
  - 5. 会社財産の浪費
  - 6. 金融危機
- IV. ドイツの経営判断原則に関する近時の判例
  - 1. 2012年2月7日連邦通常裁判所決定
  - 2. 2013年1月15日連邦通常裁判所判決
- V. 日本法における経営判断の発展過程
  - 1. 判例の発展過程
  - 2. 株式会社の政治献金と経営判断原則
- VI. 日本法における経営判断原則の立法化の可能性

討論

○森田 時間になりましたので、本日は、大阪市立大学の高橋英治先生に「ドイツにおける経営判断原則」というテーマでご報告いただきます。

ドイツ法のことを他にも報告してもらいます。我が国もコーポレート・ガバナンスについての改正をしまして、米国のことはよく紹介されていますけれども、ドイツはどうなっているのかというようなことを聞きたいわけですし、このことについてかねてより研究されています高橋先生にまずはご無理を申し上げてご報告をお願いしたわけでございます。

先生、どうぞよろしくお願ひします。

○高橋 大阪市立大学の高橋英治です。本日は

このような伝統のある研究会で報告することができ、大変光栄であります。

それでは、早速本題に移りたいと思います。

本日は、ドイツの経営判断原則について、その発展過程を概観した上で、現在どのような内容になっているのか、紹介していきたいと思ひます。

I. ドイツにおける経営判断原則の発展過程

初めに、簡単にドイツにおける経営判断原則の発展過程を振り返ってみたいと思ひます。

ドイツでは、経営判断原則は、まずは判例法理として認められ、その後に法律上の規定ができました。

ドイツにおいて初めて経営判断原則を正面から

認めたのは、1997年4月21日連邦通常裁判所アラグ・ガルメンベック判決です。

連邦通常裁判所の判事であったヘンツェは、アラグ・ガルメンベック判決について、米国法の経営判断原則を採用した判決であると分析しています。米国法の経営判断原則というのは、第1に「決定の前に十分に情報を得ていること」、第2に「取締役の措置が会社利益と利益相反関係に立っていないこと」、第3に「会社の最良の利益に沿っていること」だとされています。ヘンツェによれば、アラグ・ガルメンベック判決は、この3つの要件のほかに、さらに、第4の要件として「企業家リスクを負担する覚悟が無責任な態度を超えたものとなってはならないこと」、第5の要件として「取締役の行為がその他の理由から義務違反となってはならないこと」という2つの要件を加えたものです。ヘンツェは、これら5つの要件事実を充足した場合に、取締役は責任を負わないとするものであると解説しました。

ドイツの多数説は、アラグ・ガルメンベック判決は、ドイツの伝統的な企業家的裁量原則を米国の経営判断原則の影響のもとに定式化し直したものだと考え、本判決を支持しました。

1999年、ウルマーという学者が、「適切な情報を基礎に会社の利益のための企業家的行為によって損害が生じた場合、かかる行為が後の発展ないし認識により会社のために不利益となる場合でも、義務違反はない」という規定を新設すべきことを主張しました。そして、翌年2000年のドイツ法律家会議経済法部会決議では、経営判断原則を立法化すべきことが可決されました。

2004年1月には、「企業の誠実性及び取消権の現代化のための法律（UMAG）」の報告者草案が公表され、株式会社における経営判断原則を定めるため、次の規定を設けることが提案されました。

「取締役が企業家的決定において重過失なく適切な情報をもとに会社の福利のために行為すると認めることが許される場合、義務違反はない」。

この経営判断の定式における「重過失なく」という表現は、デラウェア州裁判所の経営判断原則

の定式をモデルとしたものです。つまり、デラウェア州裁判所は、「取締役の決定は、合理的に取得可能な全ての事実を考慮し重過失ない手続で決定が下された場合、裁判所により尊重される」としています。

これに対しては、「重過失」という主観的責任の要素が客観的義務違反の有無の判断で問題にされていることは理論的に問題がある、またドイツ民法は、若干の例外を除いて、責任基準については重過失を軽減していないという批判がありました。

結局、2005年9月22日に成立したUMAGでは、このような批判が受け入れられ、経営判断原則について「重過失なく」という要件が削除されました。米国法律協会の経営判断原則の定式をモデルにした現在の経営判断原則は、「取締役が企業家的決定において適切な情報を基礎として会社の福利のために行為したと合理的に認めることが許される場合、義務違反はない」という規定になりました。これは株式法の93条1項第2文です。

以上のような経緯で、ドイツ法に経営判断原則に明文の規定が設けられるに至ったわけですが、次に、この経営判断原則の内容についてお話ししていきたいと思います。

## II. ドイツ法上の経営判断原則の内容

株式法93条1項第2文が規定する経営判断原則は、5つの要件事実によって構成されています。第1が「企業家的決定であること」、第2が「会社の福利のために行為したと合理的に認めることが許されること」、第3が「特別な利益や外部の影響を受けた行為ではないこと」、第4が「適切な情報を基礎とした行為であると認めることが許されること」、第5が「善意なる行為であること」。

それでは、各要件事実について、判例・学説上どのように理解されているかについて検討していきたいと思います。

### 1. 企業家的決定

「企業家的決定」において重要な要素は「決定」

という点でありまして、これは情報を十分に得た上でさまざまなリスク要因を比較考量して複数の行為の選択肢から会社ないし企業の利益のために最善となる行為を選び取るという行為を指すとされています。善管注意義務及び忠実義務から要請された行為は、経営判断原則の適用の対象外です。適法な行為のみが経営判断原則の保護の対象となり、法律・定款違反の行為は経営判断原則の対象外です。

例えば、定款に記載された事業目的に従った行為をすることは取締役の義務ですので、これに違反する行為、すなわち定款の目的外の行為を行った場合については、経営判断原則は及びません。また、取締役がカルテル契約を締結するように申し込まれた場合にも、カルテル契約締結は、贈賄やマネーロンダリングと同じく明白な違法行為なので、経営判断原則は及びません。取締役としては、カルテル契約を拒否するほか選択肢はないわけです。仮にカルテル契約の摘発の可能性が低く、かつカルテルによってもたらされる利益が膨大になる場合でも同じです。

法律違反を犯したほうが会社の利益になる場合でも、法律違反である以上、経営判断原則が適用されることはありません。米国の事例になりますが、1994年に、荷物運送会社がニューヨーク市で駐停車禁止の標識に従わずに荷物運送事業を行った結果、150万ドルの罰金を科せられたという事件がありました。この事件はドイツでも知られており、仮にドイツで類似の事件が起こったとしたら、その会社の株主は罰金額相当の損害の賠償を求めて代表訴訟を提起することができるであろうと考えられています。なぜなら、会社は道路交通に関する法律上の一般法規に従う義務を負っており、取締役には法律に従わないという裁量は存在しないからです。

UMAG 政府草案理由書は、「一定の行為を執るよう決定が法律によって決められている場合、すなわち忠実義務、情報提供義務その他の法律定款に違反する行為」は、企業家的決定とは区別されるべきであり、「一般的な法律・定款違反行為に

はセーフ・ハーバーを与えるべきではない」と明言しています。

会社が第三者と契約を締結した場合に、契約上の債務を履行するか、あるいは債務をあえて履行せずに損害賠償義務を負うかを選択する場面では、経営判断の原則が及ぶと言われています。確かに、会社が第三者と契約を結ぶことによって契約上の義務が生じているのですが、その義務は会社のみを拘束するのであって、取締役を拘束する法律上の義務ではないと考えられています。その結果、取締役は、契約を履行するメリットを選んでもいいし、契約を履行せずに損害賠償を支払うことを選んでもいいという選択の自由を持つことになります。

第1の要件である「企業家的決定」に関しては、不確実性のある決定だけが対象になるのかどうかという論点があります。例えば、監査役会による取締役の報酬決定や取締役による計算に関する事項について、経営判断原則が適用されるのかどうかという問題です。

この点に関し、ヘファーは、取締役の裁量的決定を保護するという株式法 93 条 1 項第 2 文の趣旨からすると、「不確実性のある決定」のみが経営判断原則の保護の対象となると論じています。

これに対して、ホプトとマルクス・ロートは、将来の不確実な事象の展開とは無関係の事柄についても経営判断原則が認められてもよいと論じていて、この考え方であると、監査役会による取締役の報酬決定や取締役による計算に関する事項についても経営判断原則が適用され、それぞれ監査役会、取締役の裁量が認められることとなります。また、会社に利益が発生した場合、これを株主に配当すべきか、あるいは会社の長期的発展のために内部留保するかは、取締役の経営判断に属する事項であるということになります。

ホプトとマルクス・ロートは、取締役や監査役会による監督は企業家的決定ではないが、経営判断原則の適用は認められてもよいはずであると論じています。両氏は、取締役や監査役会による監督は、仮に法律上規定されている経営判断原則の

中に包摂できなくとも、経営判断原則の立法化以前から認められているドイツ法上の「企業家的裁量」の中に包摂できるはずであるというふうに述べています。

以上が、第1の要件である「企業家的決定」に関する議論です。

## 2. 会社の福利のための行為

「会社の福利のために行為したと合理的に認められることが許される」という要件における「会社の福利」とは「企業利益 (Unternehmensinteresse)」とほとんど同意義語でありまして、株主の利益だけではなく、会社債権者の利益、労働者の利益、あるいは公的利益も含まれます。この要件の中の「行為したと合理的に認められることが許される」という文言は、主観的要素であることを示しています。会社の利益のために冒険的行為をすることも国民経済的見地から認められるべきなので、このような主観的免責事由も認められていると解説されています。つまり、この要件の本質は、取締役が無責任な行為をしたものではないという点にあるというふうに言えるでしょう。

## 3. 利益相反のないこと

実は、「利益相反のないこと」、つまり「特別な利益や外部の影響を受けた行為でないこと」という要件は、株式法 93 条 1 項第 2 文の条文には書かれていません。UMAG 政府草案理由書は、「特別な利益や外部の影響を受けた行為でないこと」は「会社の福利のために行為したと合理的に認められることが許される」という要件に包摂し得ると考えたために、明文でこの要件について定めなかったようです。このような UMAG 政府草案理由書の考え方は理論的には正しいのですが、「特別な利益や外部の影響を受けた行為でないこと」は、経営判断原則の要件の一つとして重要ですので、やはり明文で示すべきであったという批判がなされているところではあります。

UMAG 政府草案理由書は、「取締役がその決定において企業利益以外の特別な利益の影響を受ける

とは、影響を受けて取締役の個人的利益のため、または取締役と近い関係にある個人や会社のために行為した場合を指す」と解説しています。つまり、取締役が自己ないし他の者との間に「利益相反のない状態」でなければ、経営判断原則は適用されません。

外部の特別な利益に左右されずに取締役が独立に決定した場合、取締役は会社の福利のために決定したと認められます。例えば、会社が取締役 A の妻である B から、B が所有する企業を買収する場合、A の買収決定には経営判断原則の適用がありません。取締役が個人的利益のために行った決定は、取締役のその個人的利益の追求が同時に会社の利益の追求となるという利益の並行関係がある極めて例外的な場合を除き、「利益相反のないこと」という要件を充足しないとされています。

## 4. 適切な情報を基礎とした行為であると合理的に認められることが許されること

この要件事実においては、考えられる限り全ての情報を収集する抽象的義務が定められているというわけではありません。「注意深い決定」、つまり決定の準備を徹底的に行い、具体的状況において適切なリスク算定を行うのに必要な情報の収集を事前に十分に行った上での決定が求められています。「注意深い決定」のためにどの程度の情報を集めたらよいかということは、個々の具体的状況によります。つまり、決定に至るまでの時間的経緯、決定の性質や意味、情報にアクセスするための事実上・法律上の可能性、収集された情報の有用性と情報収集のための費用との関係等の諸要因によって決定されると考えられています。

取締役に専門知識がない場合、外部の専門家に鑑定をしてもらうことがあります。決定のために鑑定書が必要かどうかということは、会社経営上の必要性や会社自身の情報収集能力等によります。ただし、ドイツ法では、ただ単に外部の専門家の鑑定意見を得たというだけでは、「適切な情報を基礎とした行為と認められることが許されること」という要件を満たすには十分ではないとされていま

す。しかし、連邦通常裁判所の判例や通説によれば、外部専門家につき「信頼の原則」が認められていて、取締役が専門知識がない場合、取締役が、状況判断のために必要な情報を与えるため助言者に適切に事情を説明した上で、その会社の信頼性テストをクリアした独立した専門知識を有する当該助言者の意見を得たのであれば、それを信頼してもよいとされています。

これに関連して、2008年7月14日連邦通常裁判所決定を紹介したいと思います。事案は、ある有限会社の業務執行者が迂回融資に関与し、ドイツ有限会社法に基づいて、会社に対する損害賠償責任を負うかどうか争われたものです。判決は、有限会社の業務執行者に関して、株式法93条1項第2文の経営判断原則のメリットを享受するためには、「有限会社の業務執行者が事実上及び法律上獲得できる情報源を全て調べ尽くしたこと」という条件を満たしていなければならない、と述べました。つまり、ここでは、「事実上及び法律上獲得できる情報源は全て調べ尽くしたこと」、こういう厳しい条件をつけて、これでなければ経営判断原則の適用はないというふうに言ったわけです。

これに対して、フライシャーは次のように批判しています。第1に、株式法93条1項第2文は、獲得すべき情報は「適切な」情報であるとしています。第2に、株式法93条1項第2文は、適切な情報に基づく決定であると「合理的に認めることが許されること」を要件としています。このように株式法では情報獲得に大きな裁量の幅を設けているのに、2008年7月14日の連邦通常裁判所決定によると、裁量の幅がなくなってしまうというわけです。フライシャーは、いくら連邦通常裁判所でも、UMAGの立法者が株式法93条1項第2文によって企業家的決定のための情報収集について企業家的裁量を認めたことを否定することはできないはずであると言っています。また、ホプトも、この決定は、取締役が個人責任を追究されないというセーフ・ハーバーを破壊するものであり、かつての連邦通常裁判所の判例に基づいて立法され

た株式法93条1項第2文に反すると明確に批判しています。

#### 5. 善意での行為

学説上、経営判断原則における善意での行為とは、会社の利益のため最善を尽くしたこと、言い換えれば英米法の“good faith effort”、つまり誠実努力を意味すると解説されています。ただし、経営判断原則上、取締役は会社の福利のために行動することを要請され、会社の福利のための行動は通常善意で行われるから、この「善意での行為」という要件事実は大きな意味を有しないとも言われています。

以上が、ドイツ法における経営判断原則の5つの要件です。

### III. ドイツ法上の経営判断原則と取締役の注意義務違反の類型

それでは、ドイツ法において経営判断原則の適用が問題とされる典型例を幾つか取り上げ、判例や学説の流れについて説明していきたいと思えます。

ドイツ法上、経営判断原則の適用が問題となり得る局面としては、主に次の5つがあります。①投機取引、②無担保融資、③企業買収、④会社に帰属する請求権の行使、⑤会社財産の浪費、⑥金融危機です

#### 1. 投機取引

もちろん、株式会社の取締役が投機的な取引を行うことは、禁じられているというわけではありません。ドイツでは、判例・学説上、投機取引には、株式会社の取締役が行うことができる「許されたリスク」がある取引と、株式会社の取締役が行うことができない「許されないリスク」がある取引とがあると考えられています。そして、個々の投機取引の全ての状況に鑑みて、その取引がどちらに該当するのかを区別することが重要であるとされています。

冒頭にご紹介したアラーク・ガルメンベック判



決の定式は「許されないリスク」の意味に関する先例とみなされていて、「企業家リスクを負担する覚悟が無責任な態様で度を超えたものとなる場合」、そのような取引を行うことは義務違反となると解されています。また、下級審裁判例では、例えばある取引が失敗に帰する可能性が明白に高い場合、また、事業のリスクと利益を上げる見込みを比較するとリスクが非常に大きい場合、そのような取引を行うことは企業の取締役の義務違反を構成すると判示されています。

## 2. 無担保融資

次に、無担保融資に関しては、取締役が無担保・無保証で会社の金銭で融資することは原則として義務違反となると解されています。

これに関してはかなり古くから判例があり、1885年4月28日ライヒ裁判所判決は、協同組合の事例につき、返済能力が十分でない借手に危険な与信行為を行うことを注意義務違反であると判示しました。1975年2月27日連邦通常裁判所判決も、ライヒ裁判所判決を受け継ぎ発展させ、同じく協同組合の事例について無担保で融資を行うことは注意義務違反を構成すると判示しています。連邦通常裁判所は、1997年のアラーク・ガルメンベック判決において、財務担当取締役が、担保を取り付ける前に郵便受けしかないような会社に5,500万マルクを貸し付けたことが、当該取締役の注意義務違反を構成するとしています。

ただし、下級審裁判例上、注意義務違反を構成すると判断されているのは、30万マルクを超える無担保・無保証貸付を行った場合、監査役会が取締役に対して保証なしに危険な融資を行うように仕向けた場合、企業の経営状態が悪いことを知りつつ無担保・無保証で金銭を貸し付けた場合などがあります。これに対して、業務提携契約に基づいて設立して間もない資金力のない会社は無担保・無保証で貸し付けることは、注意義務違反を構成しないとされた下級審判例もあります。

また、下級審裁判例の中には、株式会社の取締役ないし有限会社の業務執行者と近い立場にある

者に無担保・無保証で融資をした事例が見られません。例えばドイツでは、労働者貸付と言って、雇用者が労働者に対して銀行融資よりも有利な条件で貸し付けを行うことがあります。下級審判例では、ある有限会社の業務執行者が、その会社の労働者ではない妻に対して、市場金利より低利での労働者貸付を無担保・無保証で行った事例に対して、業務執行者の注意義務違反を構成すると判断したものが 있습니다。また、会社の取締役が間接的な大株主に対して無担保・無保証で融資をすることは、取締役の注意義務違反を構成すると解されています。

## 3. 企業買収

会社が他の会社の持分あるいは事業を買収する場合にも、買収を行う取締役には株式法93条1項の注意義務の規定は適用されます。これに関しては、1977年7月4日連邦通常裁判所判決があります。これは、ある公開合資会社の業務執行決定機関である役員会が、損失を出しているコーヒー豆焙煎の事業を行っている別会社への資本参加を決定したという事案で、裁判所は、役員である無限責任社員の注意義務違反を認めませんでした。なお、公開合資会社というのは、合資会社に有限責任社員として多数の出資者が参加している法人形態です。

現在、学説で議論になっているのは、企業買収に際して、取締役はデュー・デリジェンスを義務づけられるか否かということです。多数説は、企業買収を入念に準備しリスクを減少させるために、企業を買収するに際して取締役は原則として常にデュー・デリジェンスを実行しなければならないと説いています。このような考え方を採る下級審判例もあります。2006年6月22日オルデンプルク上級地方裁判所判決は、有限会社が経済的に疲弊した病院を清算して買収する際に、買収の対象となった会社に関する情報に不明確な点があったりした事案なのですが、この場合、買収する側の有限会社の業務執行者にデュー・デリジェンスを実行する義務を認めました。ただし、本判決は、

企業を買収する際に、取締役には常にデュー・デリジェンスを実行する義務があるとまでは言っていない。

#### 4. 会社に帰属する請求権の行使

通説上、取締役は原則として会社の第三者に対する請求権を行使するように配慮しなければならないと解されています。すなわち、取締役は、会社の請求権を請求期間内に行使し、その消滅時効を妨げる措置をとらなければなりません。また、取締役は、会社が有する債権につき債務を負っている者の財産状態が悪化した場合も、適切に対応しなければなりません。しかし、取締役は、会社に帰属する請求権を行使しないことに合理的な理由が存在する場合、その義務的裁量のもとで個別に請求権行使を断念しても構わないとされています。例えば、訴訟手続に時間がかかる、あるいは債務者の経済状態に疑問があり実際に債務者から債権を回収できるか不確定である場合などです。さらに進んで、会社がある債務者との取引関係を維持するために当該債務者への請求権を放棄することを認める学説も存在しています。

通説的見解は以上のとおりですが、メルテンスとカーンらの多数説、これはケルナー・コメントールというところで発表されているものですが、会社が有する請求権を行使するのは取締役の義務ではなく、その企業家的裁量の領域に属すると考えています。この説によると、会社の取締役は、会社が有する請求権を行使する費用がかかる場合とか、請求権を行使した場合に企業イメージがダウンし、デメリットが大きいと考えられる場合、これを行使しないことも許されるとされています。

#### 5. 会社財産の浪費

取締役は会社財産を浪費してはならないと解されています。会社財産の浪費は注意義務違反の典型例です。判例・学説上、会社財産の浪費が注意義務違反を構成するとされている事例としては、会社にとって全く無意味な契約の締結、無価値な

パテントの取得があります。また、コンピュータのハードウェアを 26 万マルクで購入できるにもかかわらず、76 万マルクでリースすることは浪費に当たるとされた事例もあります。

これに関連して、1996 年 12 月 19 日連邦通常裁判所判決を紹介したいと思います。事案は次のようなものでした。ある司法修習生が会社のアドバイザーになったのですが、この司法修習生がマーケティング等につき十分な資格や知識を持っていなかったため、そのアドバイスは会社にとって全く意味のないものでした。それにもかかわらず、会社はその司法修習生に対し 1 時間当たり 125 マルクの謝礼を支払い、会社に総額で 9 万マルク以上の損失を与えました。これに対し裁判所は、有限会社の業務執行者の義務違反（ドイツ有限会社法 43 条 1 項）に該当する可能性を認めました。一般的には、会社が行う取引が市場の条件と合致せず、不当に高いものあるいは安いものである場合に、会社財産の浪費が疑われます。

会社による寄附は、原則として取締役の裁量に属しています。しかし、寄附の額が会社の財産、財政及び収益状況から不相応であり、会社が支払い切れないものである場合、当該寄附は例外的に会社財産の浪費に該当します。

#### 6. 金融危機

最後に、金融危機に触れましょう。金融危機に際しては、ドイツでも、多くの銀行が会社の事業目的を逸脱して有価証券取引を行い、十分な情報を得ずに投資活動を行ったという疑いが向けられました。また、多くの銀行が十分なリスクマネジメントを行わずに、銀行自体の存在を危うくする危険な取引を行ったという疑いも向けられました。この場合、これらの疑惑が正しいかどうか、個別に検討する必要があります。

会社が、格付会社の助言のみを信じて投資活動を行った場合は、注意義務に違反すると解されています。フライシャーは、格付会社は、助言に当たり十分な独立性が確保されていないために、銀行の取締役は格付会社の助言の信頼性を検査する

義務を負っていると言うべきであり、ここには信頼の原則は適用されないと論じています。その根拠として、フライシャーは、2007年5月14日の連邦通常裁判所判決を挙げています。つまり、この判決では、信頼の原則が適用されるのは、助言者に独立性が確保されている場合に限られるとされているのに対し、格付会社の独立性には疑問があるというわけです。

フライシャーは、会社の存続を危険にさらす与信集中リスク (concentration risk) の引受けは禁じられているというわけではないが、これには正当化理由が必要であると言っています。そして、正当化理由として、リスクに見合ったプレミアムが得られる場合などを挙げています。

これに対して、下級審裁判例には、企業の存続を危険にさらすような与信集中リスクを引き受けること自体が禁じられているという立場に立つものもあります。また、実務家の見解では、企業の存続を危険にさらす行為が許されていると考えることから出発することは誤りであると言っているものがあります。その見解によると、経営者は、危険が実現する可能性も慎重に考慮した上で決定しなければならず、欧州の金融危機においては、金融市場崩壊の原因となった投機的金融商品を取り扱っていた銀行の取締役は、金融市場の崩壊を予測することができたはずであると主張しています。

#### IV. ドイツの経営判断原則に関する近時の判例

それでは、ドイツの経営判断原則に関する最近の判例を紹介したいと思います。

ドイツ法では、日本法とは異なって、株主代表訴訟を提起する場合、濫訴防止の観点から、裁判所の事前の許可が必要です。また、提訴要件として持株要件等の定めも存在します。そのため、経営判断原則に関する裁判例は、株主代表訴訟を契機としたものは少ないというのが現状です。

そのような中で、ドイツでは近年2つの裁判例が形成されています。これは株主代表訴訟を契機としたものではありませんけれども、その一つは

2012年2月7日連邦通常裁判所決定、もう一つは2013年1月15日連邦通常裁判所判決です。

##### 1. 2012年2月7日連邦通常裁判所決定

本件は、銀行の合併の事案です。まず、コメルツバンク株式会社がドレスナー銀行株式会社の全株式を取得しました。次に、企業再編法62条に基づいて、コメルツバンクの株主総会を経ずに、完全子会社であるドレスナー銀行を合併しました。なお、企業再編法62条1項では、吸収合併する会社が吸収合併される会社の株式の90%以上を保有する場合、吸収合併に際し、吸収合併する側の会社の株主総会は必要ないと規定されています。これに対してコメルツバンクの株主が、ホルツミュラー・ジェラティーネ原則——これは伊藤先生、船津先生の専門の領域ですけれども——からすると、コメルツバンクの株主総会決議が必要であったとして、訴訟提起に至りました。

ホルツミュラー・ジェラティーネ原則というのは、株主の影響力を希釈化する企業再編等の行為に関しては株主総会の承認を経なければならないというものです。ただし、連邦通常裁判所は、いかなる場合にこの原則の要件事実を満たすことになるのかについては、数量的基準を示していませんでした。

このコメルツバンクとドレスナー銀行の合併は、2008年8月31日から始まり、合併が登記された2009年5月11日をもって終了しました。ちょうど合併手続が進行している2008年9月に、米国大手証券業者リーマン・ブラザーズの破綻を契機とした世界的な金融危機が起これ、そのためにドレスナー銀行は多額の損失を被りました。コメルツバンクは、経営破綻寸前のドレスナー銀行を完全子会社化した上で吸収合併したことにより、莫大な負債を負うことになってしまいました。コメルツバンクの株主は、これらの複数の手続を経た吸収合併等がコメルツバンクの2008年事業年度に行われたことを捉えて、2009年5月15日、16日に行われたコメルツバンクの株主総会において合併を主導したコメルツバンクの取締役及び監査役

会構成員の責任解除決議の無効確認等を求めたわけです。

これに対する裁判所の判断は、次のとおりです。

まず、第一審の2009年12月15日フランクフルト地方裁判所判決は、本件企業再編にはコメルツバンクの株主総会決議が必要であったとし、原告であるコメルツバンクの株主の訴えを認めました。

しかし、第二審の判断は逆になりました。2010年12月7日のフランクフルト上級地方裁判所判決は、本件組織再編に際してコメルツバンクの株主総会決議は必要ないと判断し、その理由として経営判断原則を援用しました。すなわち、フランクフルト上級地方裁判所は、株式法93条1項第2文が定める経営判断原則によると、経営判断を行った時点において合理的な判断をすれば足りるというふうに言いました。合併の手續が開始された2008年8月31日当時は、リーマン・ブラザーズの破綻を契機とした世界的金融危機はまだ起こっていませんでした。そうすると、当時のドレスナー銀行の完全子会社化の判断は合理的であったと言える判断されたわけです。また、ドレスナー銀行の買収価格は、株式法93条1項第2文が定める経営判断原則によると、適切な情報を基礎としていなければならないと言えるが、本買収価格は十分な情報に基づいて決められており、明白に不適切であるとは言えないとしました。結論として、フランクフルト上級地方裁判所は、責任解除決議は明白かつ重大な法律・定款違反がなければ無効とはならないが、本件ではかかる明白かつ重大な法律・定款違反は認められないとして、原告の請求を退けました。

そして、2012年2月7日連邦通常裁判所決定も、コメルツバンクの株主である原告の訴えを退けました。その理由は次のとおりです。判決文の翻訳を抜粋して読み上げます。

「責任解除は基本的には株主総会の裁量権に属する。取締役及び監査役会の明白かつ重大な法律または定款違反があって初めて総会決議は決議内容の瑕疵を理由としてその裁量を逸脱することになる。持分の取得が裁判官による法発展に委ねら

れている不文の総会権限に属するか否か、あるいはいかなる程度の持分取得が不文の株主総会権限に属するののかについては争いがあり、明確でない。したがって、ドレスナー銀行の買収について、被告であるコメルツバンクの総会による承認を得ていなかった場合、取締役と監査役会が疑問のない法律状態からわざと目をそらしていることにはならない」。

連邦通常裁判所は、コメルツバンクの株主は、より直裁に総会決議を得ていないことに対して無効確認訴訟を提起するべきであったとしました。

2012年2月7日連邦通常裁判所決定は、株主総会による取締役の責任解除は株主総会の裁量に属し、取締役に重大な法律違反が存在したと言える場合でなければ、責任解除を認めた株主総会決議が無効であるということにはならないが、コメルツバンクが一度も株主総会を開催せずに、ドレスナー銀行を完全子会社化した上で吸収合併しても、ホルツミュラー・ジェラティーネ原則に従って、これらの組織再編につきコメルツバンクの株主総会の承認決議が必要である否かが判例法上明らかでない以上、重大な法律違反はなく、総会を開催しなかった取締役及び監査役会には有責性が認められず、責任解除決議は無効とは言えないとしました。

このコメルツバンクに関する連邦通常裁判所決定の後に、経営判断原則に関する判例として、2013年1月15日連邦通常裁判所判決が出ました。

## 2. 2013年1月15日連邦通常裁判所判決

本件は、株式会社が原告で、その会社の取締役を被告として損害賠償請求を求めた事件です。原告会社は抵当銀行でした。抵当銀行というのは、ドイツ語ではHypothekenbankといい、土地を抵当として貸付けを行ったり債券等を発行したりすることを事業目的とする株式会社等を指します。

原告会社は、合併により2001年1月1日に成立しました。被告は、この合併の後に原告会社の取締役となりました。被告は、その就任以後、原告会社のために抵当銀行業務以外にデリバティブ取

引を行ったのですが、その規模が非常に大きかったために問題となりました。原告会社が、計算上できる範囲を大きく超過した取引を行っていたわけです。

連邦金融監視局が作成させた特別報告書によると、このデリバティブ取引によって、原告会社には100万ユーロ単位の損失が生じる危険があったのですが、その損失可能性のために準備金が積み立てられたという事実もありませんでした。原告会社は、被告が行ったデリバティブ取引によって2億5,040万ユーロ以上の損害を被ったとして、その賠償を被告に請求しました。しかし、第一審では、訴えは認められませんでした。

第二審の2011年6月7日フランクフルト上級地方裁判所決定は、まず、株式法93条2項第1文の経営判断原則の条文に基づいて、取締役が義務に違反する場合には会社に対する損害賠償義務を負い、取締役が会社に与えた損害、及び業務執行者が義務違反行為をなした可能性が大であることについては会社が立証責任を負うという一般論を述べました。しかし、本件では、デリバティブ取引の違法性が原告により示されていないこと、デリバティブ取引によって被告が違法に原告に損害を与えた可能性が高いことが十分に立証されているとは言えないことから、訴えの主要部分が十分に根拠づけられていないとして、第一審判決と同じく、原告会社の訴えを認めませんでした。

そして、2013年1月15日に連邦通常裁判所の判決が下されたのですが、その判決の中では、立証責任について注目すべき判断がなされました。まず、取締役が義務に違反した「可能性が大」であることを会社が立証した場合、取締役が義務違反をしていないこと、あるいは過失のないこと、あるいは別の行動をとったとしても損害が生じていたことを証明する責任を取締役が負うとされました。さらに、かかる取締役の立証責任の領域には、取締役が原則的には広い企業家の裁量の幅を超えなかったという立証も含まれると判示し、被告となった取締役により立証されるべき新たな要件として企業家の裁量、すなわち経営判断原則が

挙げられました。

その上で、連邦通常裁判所は、本件デリバティブ取引に関しては、「金利デリバティブ取引は、抵当銀行の主要な業務から生じる金利リスクを保全するものとは言えず、かつ抵当銀行の許された附随的業務とも言えず、原告会社の事業目的、すなわち原告会社の事業によってカバーされるものとは言えない。事業目的によってカバーされない業務を営んだ機関は義務違反を行ったと言える」と判示したわけでした。

連邦通常裁判所は、かかる金利デリバティブ取引は、金利リスクを保全するためのマイクロヘッジ取引と言えない場合にはマクロヘッジ取引となるが、マクロヘッジ取引でも、金利リスクを保全するための取引であり、かつ営利目的でない許された附随的行為となっている場合には、定款所定の事業目的附随の行為、かつ定款目的を補助する行為として許されると判断しました。その上で、連邦通常裁判所は、本件の個々のデリバティブ取引が、マイクロヘッジ取引であるのか、あるいはマクロヘッジ取引でも許されない投機取引となっているのか、あるいはマクロヘッジ取引でありながら許された定款所定の事業目的附随の行為かつ定款目的を補助する行為となっているのかについては、原審によって確認されていないとしました。

そのため、連邦通常裁判所は、判決を下すには審理が成熟していないとして、事件につき新しい審理と決定を求めて、原審へ差し戻しました。その上で、連邦通常裁判所は、経営判断原則の適用可能性についても言及し、本件は企業家的決定の事案であり、被告の取締役が適切な情報をもとに会社の福利のために行うことが許される事案であった場合には免責されるべきことも付言しました。連邦通常裁判所による差し戻し後の結論を示す裁判例は、いまだ公表されていません。

以上、経営判断原則に関するドイツの状況を概観しましたが、これに対する日本の経営判断原則に関する判例の状況について、ごく簡単に触れていきたいと思います。

## V. 日本法における経営判断の発展過程

### 1. 判例の発展過程

戦後、取締役の経営判断の義務違反が争われた最初の最高裁判例は、昭和45年の八幡製鉄政治献金事件最高裁判決でしたが、この時点では、日本では経営判断原則の存在は十分に認知されていたとは言えず、この判決でも経営判断原則は適用されませんでした。

日本で経営判断原則に言及した裁判例としては、昭和51年1月18日神戸地裁判決が最初であると言われています。経営判断原則が本格的に下級審裁判例として登場するようになるのは、平成5年の商法改正によって、株主代表訴訟の提訴手数料が一律8,200円になった以降のことです。

初期の下級審裁判例は、米国法の影響を受けて、経営判断の過程を重視して取締役の責任の存否について判断するものが多くありました。例えば、証券会社による大口顧客に対する損失補填の独占禁止法違反が問題になった、野村証券損失補填株主代表訴訟事件の東京地裁平成5年9月1日判決がそうです。本判決では、経営判断原則の制度趣旨が明確に述べられ、取締役の経営判断の過程が著しく不合理であるか否かを問題とする経営判断原則に従って判断されました。結論としては、取締役の善管注意義務違反、独占禁止法違反を認めませんでした。

それから、いわゆるセメダイン事件の名古屋地裁平成7年9月22日判決も、おおむね東京地裁の経営判断原則を踏襲するものでした。それによって、経営判断の内容と過程の両方を審査する日本型の経営判断原則が下級審判例として定着していったわけです。

これに対して、東京都観光汽船株主代表訴訟事件の東京高裁平成8年9月29日判決では、経営判断に至る過程はほとんど問題にせず、損害発生の予測化可能性や経営判断の内容のみを問題にして、取締役としての裁量の範囲を逸脱しており、会社に対する善管注意義務・忠実義務に違反すると判示されました。これは上告審である最高裁平成12年9月28日判決によって支持されています。

さらに、北海道拓殖銀行栄木不動産事件についての最高裁平成20年1月28日判決は、取締役の善管注意義務・忠実義務違反を判断するに際して、追加融資の判断内容が著しく不合理であったか否かのみを問題にしました。また、同じ日の北海道拓殖銀行カプトデコム事件の判決においても、融資決定の過程の合理性については判断せずに、内容についてのみで判断しています。最高裁は、経営判断内容の著しい不合理のみを取締役の善管注意義務違反の存否に係る唯一の基準としている点で、また、「経営判断原則」という言葉を判決理由中に求めずに、経営判断原則の制度趣旨についても説明していないという特色があります。この2つの点で、最高裁判決の経営判断原則に対する態度は、下級審判例と一線を画し、独自の発展を遂げたというものであります。

ところが、刑事事件において「経営判断原則」という言葉を用いた裁判例が、北海道拓殖銀行特別背任事件の最高裁平成21年11月9日決定です。

続いて、民事事件では、非上場会社である子会社の株式を買い取る決定を行った取締役の善管注意義務違反を否定したアパマンショップホールディングス(HD)事件判決が出ました。最高裁平成22年7月15日判決です。最高裁は、「取締役の決定の過程、内容に著しく不合理な点がない」場合には取締役の善管注意義務違反はないとする経営判断原則の定式を示しました。

ここで、最高裁は、善管注意義務違反の存否を決する重要な要素として、「決定の過程」と「内容」を挙げているのですが、この「決定の過程」と「内容」との関係がどうなのか、はっきりと示していません。つまり、「決定の過程及び内容」あるいは「決定の過程または内容」というように示せば明確になるのですが、最高裁判決は、「決定の過程」と「内容」を並べて書き、読点でつなぐだけの曖昧な書き方をしています。私は、最高裁はあえてこのような曖昧な書き方をすることによって、この2つの要素は密接に相互に関連しているため、相関関係を有する両要素の総合的判断によって善管注意義務違反の存否が決定されるこ

とを示そうとしたのではないかというふうに推測しています。

すなわち、著しく不合理な内容の決定がなされた場合には、決定をなした取締役の注意義務違反を認めるという従来の最高裁の先例を維持しつつ、第1に、その前提となった事実の認識について不注意な誤りがあったかどうか、第2に、その事実の認識に基づく意思決定の過程・内容が会社経営者として著しく不合理であったかどうか、の2つの段階的判断をもって取締役の善管注意義務違反の判断基準とする従来の下級審裁判例の審査基準を取り込もうとしていたのではないかというふうにも考えられるわけです。ですから、アパマンショップ HD 事件最高裁判決以降の下級審裁判例では、アパマンショップ HD 事件最高裁判決の経営判断原則の定式をそのまま採用する裁判例もあれば、決定の過程と内容を「・」（中黒）でつなぐ裁判例もあります。その一方で、従来の下級審裁判例の経営判断原則を採用する裁判例も混在しています。

## 2. 株式会社の政治献金と経営判断原則

次に、今後の判例の展望として、株式会社の政治献金と経営判断原則について触れたいと思います。

いわゆる八幡製鉄政治献金事件は、判決の当時は経営判断原則に関する判例であることが意識されていませんでしたが、非常に興味深いことに、現在のドイツ法と共通する部分が多々あります。その意味でも、今後、経営判断原則を判断するに当たり重要な判例と位置づけられると考えられます。

最高裁はこのように言っています。「取締役が会社を代表して政治資金の寄附をなすにあたっては、その会社の規模、経営実績その他社会的経済的地位及び寄附の相手方など諸般の事情を考慮して、合理的な範囲内において、その金額等を決すべきであり、右の範囲を越え、不相応な寄附をなすがごときは取締役の忠実義務に違反するというべきであるが、原審の確定した事実に基づいて判断

するとき、八幡製鉄株式会社の資本金その他所論の当時における純利益、株主配当金等の額を考慮にいれても、本件寄附が、右の合理的な範囲を越えたものとする事はできないのである」。

これは、相当の範囲では政治献金あるいは寄附は許されるというドイツの学説に一致しているところですが。また、これは、自己または第三者のために政治資金を寄附することは忠実義務に反するという部分もドイツ法とは一致しているわけでありまして、これも将来においては、政治資金の寄附というものは、熊谷組政治献金事件の第二審のように、経営判断原則として扱われる可能性もあるのではないかと考えられます。

## VI. 日本法における経営判断原則の立法化の可能性

最後に、日本法における経営判断原則の立法化の可能性について述べて、報告を終わりたいと思います。

ドイツ法では経営判断原則は立法化されたのに対して、日本では、経営判断原則は判例法理の形態のままという違いがあります。

ドイツ法が米国の経営判断原則の継受へと向かった背景としては、当時のドイツの株式法において取締役の一般的責任を追及する株主代表訴訟が認められていなかったこともあって、取締役の責任追及の事例が極端に少なかったという事情があります。そのために、連邦通常裁判所民事第2部の当時の首席裁判官であったレーレヒトは、アラグ・ガルメンベック判決を下す前に、ハンブルクのマックスプランク外国私法国際私法研究所に対して、米国の経営判断原則に関する資料の提供を求めたと言われています。つまり、ドイツの裁判官は、判例法上の経営判断原則を導入する際に、米国の経営判断原則を参考にしたという事実がありました。

また、ドイツ法において経営判断原則が立法化された背景には、既に連邦通常裁判所により経営判断原則が定式化され、判例法として確立していたという前提があるわけです。

これに対して日本のアパマンショップ HD 事件最高裁判決は、子会社株式の買取りという特定の判断に特化した書きぶりになっているために、本判決をもって「経営判断の一般的な審査基準を最高裁が定立したと断言することはできない」とする見解が有力に主張されています。

最高裁も、これは伊藤先生の見解だったと思いますけれども、本判決を最高裁民事判決集（いわゆる「民集」）掲載判例としていないことからすると、少なくとも判決が出された当初は、本判決を民事事件で経営判断原則の定式を初めて示した先例として重要な意義を有するものとは認めていなかったものと推察されます。つまり、日本の最高裁の経営判断原則の定式は、その精密さにおいて、ドイツや米国の経営判断原則の定式と比較すると、大きく見劣りすると言わざるを得ません。

アパマンショップ HD 事件最高裁判決については、経営判断原則の定式は、取締役が経営上の措置をとった時点において、「その決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としても善管注意義務に違反するものではない」としましたが、これは非常に曖昧です。まず、両者の関係を単純に「かつ」で結び、決定の過程と内容の両方が著しく不合理な場合に善管注意義務に反すると解釈すると、次の問題が生じます。すなわち、最高裁は過去の判例において、著しく不合理な内容の判断は取締役の善管注意義務・忠実義務に違反するという前提に立っているにもかかわらず、「かつ」で結ぶと、内容が著しく不合理であっても、決定過程については合理的に判断されたということを理由として、取締役の善管注意義務違反が否定されることになってしまい、矛盾が生じます。

そこで、これを「または」でつないでしまうと、決定内容は合理的であるのに、決定過程が著しく不合理であれば、善管注意義務違反になってしまいます。

このように考えていくと、裁判所が経営判断の内容の審査を放棄しないという前提のもとでは、決定過程の過誤がいかなるものであったかを問わ

ず、経営判断の内容が問題になるべきであるということになるわけです。

そもそも経営判断原則は、取締役が経営判断に至る過程で情報収集等必要な手段を尽くした場合、当該判断の内容については義務違反がないとすることができるので、裁判官に対して、経営判断の内容の義務違反という非常に困難な判断をさせる負担を軽減するという役割を持っています。その意味で、取締役に対しては、経営判断の内容によって取締役の個人責任を問われたいとすることで、経営判断に広範な裁量領域を与え、リスクを恐れず革新に果敢に挑戦する企業家精神を育てるという制度でもあります。

個人的な私見としては、「かつ」で結んでも、「または」で結んでもうまくいかないのが、取締役の経営判断において利益相反がなく、誠実に会社の利益を追求する目的をもって、情報収集等のその判断を出された時点において適切であると合理的に認められる措置をとった場合、その経営判断は合理的であり、注意義務違反は存在しないと推定されるというルールを判例法上確立するべきではないかと思っています。

この立証責任の転換規定によって、責任追及者側、つまり原告が、取締役の経営判断がその過程においても、またその内容においても著しく不合理であったという主張をした場合に、被告の取締役側は、経営判断に至る情報収集等の手続を十分にとったということを立証すれば、その経営判断の合理性が推定されることになります。これに対して原告が経営判断の内容が著しく不合理であったということを立証できない限り、裁判官は、取締役個人に対して損害賠償責任から免責される旨の判決を下すことができるということになるわけです。要するに、経営判断原則に関して推定規定というものを設けるべきではないかというふうに考えているわけです。

経営判断原則は、このように企業の「革新」を促進する思想に基づいていますので、米国あるいはドイツの事例を参考に、より精密な判例法の展開をまず行って、判例が固まった後に立法化する



べきではないかというふうに結論としては思うわけです。

ご清聴ありがとうございました。

~~~~~

【討 論】

○森田 ありがとうございます。ドイツの経営判断原則の展開について詳細にご報告いただきました。

【経営判断原則を立法化する意義】

○森田 それで、私の個人的な興味かもしれませんが、高橋先生のきょうのご報告の中にはあまり出てこなかったのですが、資料としてお出しになっている論文の4ページ、メストメッカー先生が、取締役の裁量決定が事後的にその経済的効果という尺度によってはかられるべきでなく、内容によって、あるいはその結果によって判断されなければいけないとされている。ホプトもアメリカ的な経営判断原則が必要ではないかというようなことを言っている。そしてまた、ドイツでは裁判例もあり、そして立法もされたというご報告であったと思います。そうだとすると、あなたのお考えでは、ドイツでのこれらの一連の流れが、最近私が言っているように、経営判断原則が非常に経営者の裁量権を尊重することに役立つ状況になるのかどうか。米国はなっていると思いますが、ドイツでは、おっしゃったような条文をつくっても、そういう状況になるのか、ならないのか、どうでしょうか。

○高橋 それについては、判例法によってその状況は達成されていたのではないかという問題があると思います。

○森田 企業家的裁量がされていたと。

○高橋 企業家的裁量の判例が1990年代にアラグ・カルメンベック判決によって出ていたので、法律家の間では、企業家的裁量というものは判例法理として常識となっていたわけです。ですから、立法化される以前に、判例法理によって既

に実現されていて、このように立法化することはほとんど意味がないと、ボン大学のマルクス・ルター先生は、こういう立法化をされて喜ぶのは、法律学を勉強していない、経営学を学んだ会社の経営者だけであるなどと言っていたのを思い出します。

○森田 それはそうかもしれませんが、多分、日本でも経営判断原則を立法化すれば、こんなドイツようになる感じもするのですよ。そうすると、ただ、いつも問題になるのは結局、先生もおっしゃったように、判断過程と内容というふうになって、それは日本でもよく出てくるように、著しく不合理であったと、こういうわけですね。

○高橋 はい。

○森田 その著しく不合理というのは、やっぱり結果から見ているわけです。そうすると、保護なんていうのはほとんど不可能じゃないかと思うのですが、ドイツは企業家的裁量を認めているとおっしゃるけれども、そういうふうになりますかね。

○高橋 先ほどルター先生の議論を挙げましたけれども、また逆の側の議論もあるわけです。立法化されることによって、法律の明確性が非常に高まったというわけです。明確性が高まって、裁量というものが法律によって保障されることになったことに実は大きな意味があって、企業の活力、企業が裁量を持って活動するのに大きな意味があるということで、マックスプランク国際私法外国私法研究所のホルガー・フライシャー先生はそういう見解に立っていて、立法化されたことに明確性という意味があるという形で大いに評価していました。

日本でも、恐らく立法化されれば、そういう明確性という意味での積極的効果があると思います。

○森田 私ばかり聞いてもなにですので、ほかにご質問はございませんか。

【無担保融資と経営判断原則】

○片木 先ほど出ていました株式法93条1項第2文が、取締役が企業家的決定において適切な

情報を基礎として会社の福利のために行われたと合理的に認めることが許される場合、義務違反はない。この規定自体から見ると、あたかも情報収集過程がきちんとしていて、かつ利益相反がないと認められる場合には、決定の質そのものを問わないで義務違反はないと言っているような気もするのですね。

他方、その後の先生のご報告の中で、利益相反あるいはその他の場合、例えば無担保融資なんかにおいて、会社の取締役が大株主に対して無担保・無保証で融資することは、取締役の注意義務違反を構成すると解されているというふうな書き方をされていて、そうすると、逆に先ほど言っていた要件に該当しない場合には、決定の質を問わずに結果責任を問うているように、ぱっと読んだ限りでは読めてしまうのですけれども、そういう理解でよろしいのでしょうか。それとも、そういうふうに厳密には経営判断に該当しない場合においては、今度は結果の質を問うているのでしょうか。

○高橋 無担保融資の判例は、経営判断原則が立法化される以前の判決で、判例法理として形成されたものなので、無担保融資の場合において、ドイツの通説では、取締役の注意義務違反を構成して損害賠償請求が発生するのだというふうに解されたことからすると、やはり内容も注意義務違反に関しては問題になるということになると思います。

○片木 それは現在の法制度のもとでも、やはり……。

○高橋 現在の法制度のもとでもそうです。

○片木 経営判断原則が入ってくる場合でも、決定内容の質が日本と同じように問題になるという理解でよろしいということですね。

○高橋 はい。それは例えば、会社が過大な政治献金を与えるというような場合においても、その内容が会社の規模から見て過大であれば、注意義務違反を構成するのと同じだと思います。だから、いかに手段が合理的であっても、注意義務違反を構成すると思います。

#### 【立証責任の問題】

○加藤 今のご質問と関連するのですが、高橋先生が経営判断原則の要件として掲げられた5つの要件について、誰が立証責任を負うのかということが一つ目の質問です。二つ目は、その立証責任が満たされた場合の効果は何かということです。

三つ目ですが、ドイツは2005年に立法で経営判断原則を導入したわけですが、その際、米国の経営判断原則に関するいろいろなものを参考にしたということをご説明いただきました。ただ、その当時の米国の状況を思い出すと、既に、いわゆる経営判断原則が対象としていたような注意義務違反の責任については、デラウェア州を初めとして、定款で排除することが認められていました。そうすると、ドイツが米国を参考にしながら、定款で排除するという道を認めないで経営判断原則を立法化したのには、何か理由があるのか、これが三つ目の質問です。

最後に、ドイツでは経営判断原則は株式会社と有限会社に共通する原則として扱われているのですけれども、ドイツの株式会社というのは恐らく大規模な上場会社とイコールかもしれませんが、そういう大規模な上場会社の場合と有限会社のような、これはちょっと語弊があるかもしれませんが、かなり規模の大きいものだと思いますが、いわゆる閉鎖会社では、経営判断原則の位置づけは違うのではないかと。

つまり、経営判断原則の是非を考える際に、その当時は最善の経営判断であっても損害が生じることがあり得るのは仕方がないことなので、そのような損害を一体会社の関係者の誰に負担させることが妥当かという判断が入っていくと思います。上場会社の場合には、そのリスクの負担という点では、分散投資をすることができる株主のほうが経営者よりもすぐれていると言えるわけです。しかし、有限会社の場合には、少なくともそういうリスク負担という点では、社員と経営者というのはそんなに差がないのではないかと気がするので、すね。

そうすると、いわば企業家的裁量の範囲というもの、例えば株式が上場されているかどうかとか、そういった点で差があると考えたほうがいいのか、もしくは何かこの点についてドイツで議論があったら、ご教示いただけると幸いです。

○高橋 大変鋭い質問をどうもありがとうございます。

まず、立証責任の問題ですけれども、経営判断原則というのは、米国の判例法理を立法化したものです。ですから、要件事実を照らして、各要件がどのように立証責任を分配すべきであるのかというのは、立法化されたときに、既にホプト先生が、この立証責任については今後の検討課題であるというふうなことを言っていました。

その後、ミュンヘンの教授資格論文を現在書いている助手がいるのですけれども、彼がこの経営判断原則の立証責任についてある学会で報告をして、これについて日本との比較でも問題になるので、実は今月に日本に来て一緒に共同論文を書く予定でした。しかし、もしかしたらマンハイムで教授資格がとれるかもしれないということで、現在日本とドイツ、米国を比較して立証責任について研究する必要性は認めているのですけれども、そういった事情があったので、本当は現在日本に滞在していたはずなのですけれども、その点についての研究は進んでいません。

それと、定款で排除できるかということですが、加藤先生が的確に指摘されたように、経営破綻のリスクを的確に事前に察知できる能力を持った小規模会社の株主、それと大会社の株主とは違うかもしれないわけです。しかし、ドイツではこれを全く一緒くたに議論しているわけです。ですから、その点に恐らくドイツの経営判断原則の問題というのは出てくるのかもしれないと思っています。

現在のところ、株式法93条1項第2文は、株式会社だけではなくて、有限会社にも全く同じ形で類推適用されると言われています。ですけれども、加藤先生のおっしゃったような情報の格差を考えると、有限会社においてはまた別の形での適

用がされるという可能性もあると思います。

先週、ドイツの法律家会議で取締役の責任が問題になったのですけれども、そこでビジネス・ジャッジメント・ルールを有限会社にそのまま適用していいのかということが一つ問題になりました。しかし、まだ決議の結果が公表されていないので、そのドイツの法律家会議の結果を注目する必要があります。

明確に答えられなくてすみません。状況説明ということになってしまいました。

### 【吸収合併と経営判断原則】

○行澤 9ページから10ページに、ドイツの2012年の連邦通常裁判所の決定を紹介されていて、企業再編法62条1項の内容でちょっと確認したいのですが、吸収合併する会社が合併される会社の株式の90%以上を保有している場合、吸収合併に際し、吸収合併される側の会社の総会は必要ないと、これはよろしいですね。

○高橋 そうです。

○行澤 これは日本の規定(略式合併)等と同じと思いますが……。

○高橋 同じです。(注記 企業再編法62条1項では、正しくは、吸収合併する会社が吸収合併される会社の株式の90%以上を保有する場合、吸収合併する会社の株主総会が不要である旨を規定している。)

○行澤 問題になっているのは、コメルツバンクの株主総会決議が必要であったかどうかですね。しかし、コメルツバンクというのは、ドレスナー銀行を吸収合併した側ですね。そうすると、企業再編法62条1項はこの場合関係していない規定ですね。

○高橋 ちょっと待ってください。大きなミスをしたかもしれません。

○加藤 今の点は、ホルツミュラー・ジェラティネ原則に従って、株主総会決議が要求されるのはコメルツバンクについてということじゃないのですか。ですから、先生のご報告のとおりなのかなと思ったのですが。

○行澤 つまり、企業再編法 62 条 1 項の問題ではないと。

○高橋 そうです、そうではないです。ホルツミュラーのほうの問題です。一瞬ミスしたのかと思ってびっくりしたのですが、加藤先生、ありがとうございました。行澤先生のおっしゃるように企業再編法 62 条 1 項は、子会社の株式を 90 パーセント以上有する親会社が子会社を吸収合併する場合には、親会社の株主総会の決議は不要とする規定です。9 ページから 10 ページに紹介されている、ドイツの 2012 年の連邦通常裁判所の決定では、コメルツバンクは複数の回にわたりドレスナー銀行の株式を徐々に取得しています。コメルツバンクは初めから 90 パーセント以上の株式を有して子会社を吸収合併した訳ではないのです。したがって、加藤先生がおっしゃったように、コメルツバンクによるドレスナー銀行合併前のドレスナー銀行を完全子会社にまでするに至る株式取得につき、一般的な判例法上の規範であるホルツミュラー・ジェラティーネ原則、すなわち「株主権の重大な縮減がある場合には当該会社の株主総会の承認が必要とされる」という判例法理が、株式取得をする側の親会社であるコメルツバンクに適用されるか否か問題になったのです。（注記 ホルツミュラー・ジェラティーネ原則については、高橋英治『ドイツ会社法概説』417 頁以下（有斐閣、2012 年）を、企業再編法 62 条 1 項に基づく吸収合併については、同書 469 頁以下を参照して下さい。）

○行澤 ということは、「これに対して」というつながりがちょっとわかりにくいということですね。

○高橋 わかりにくいですね。

○行澤 そこでホルツミュラー・ジェラティーネ原則についてですが、こういう吸収合併の際に合併する側に株主総会決議が要するということは、明文規定としては置かれていないのですか。

○高橋 ないです。

○行澤 ありがとうございます。それともう一点だけよろしいでしょうか。2 ページで、これは

書きぶりだけの問題なのかもしれませんが、2 ページの最後のパラグラフで、要件の第 1 の「企業家的決定」の文章の下から 7 行目からですけれども、「善管注意義務及び忠実義務から要請された行為は、経営判断原則の適用の対象外です」と書かれています。善管注意義務違反かどうかは、お話を聞いている限り、ドイツ法では、例えば立証責任の分担の問題として処理されるのだと理解したのですが、そうするとそれはむしろ経営判断原則の問題になってくるのではないのでしょうか。

○高橋 善管注意義務及び忠実義務から要請された行為は対象外なのだけれども、それが入るかどうか経営判断原則では問題になるということですね。

○行澤 それはつまり当該行為が善管注意義務に当たるかどうか問われる場合に経営判断原則が問題となるというのがドイツ法の理解だということですね。

○高橋 そうということです。

#### 【情報提供義務等】

○行澤 ついでにもう一点聞いてよろしいですか。3 ページの上から 3 段落目、UMAG 政府草案理由書の中に、「一定の行為をとるよう決定が法律によって決められている場合、すなわち忠実義務、情報提供義務その他法律定款に違反する行為」とあるのですが、ここで情報提供義務としては、例えばどんなものが想定されているのでしょうか。

○高橋 株主総会における説明とか計算です。

○行澤 株主総会の説明等については、経営判断原則は適用されないと。わかりました、ありがとうございます。

○森田 企業家的決定というのは、将来に向けた判断ということなのではないでしょうか。

○高橋 はい。

○森田 現在の監督行為とか、そういうようなことは……。

○高橋 含まれていると考えています。将来だという人もいます。だけど、多数説は両方だと。

## 【企業家的決定——米国法との比較】

○飯田　そこに関連してですけれども、企業を買収するときには、企業家的決定として経営判断原則の対象になるということだと思っておりますが、企業を買収されるほうに回ったときには、これは企業家的決定に当たるのかどうかというのが、米国ではよく議論のあるところですね。経営判断原則が適用される範囲として、米国だったらユノカル基準があったり、レブロン基準があったりというような形で、経営判断原則とは違う基準を使うという局面もあるわけですが、そのような議論というのはドイツでは何かあるのでしょうか。

○高橋　全くありません。全く見ませんでした。コンメンタールでも全く見ませんでしたし、論文でも見ませんでした。

## 【不確実性のある決定とは】

○小出　先ほどの片木先生のご質問は、ドイツ法の経営判断原則について条文で明文化されているものの中では、経営判断の内容は問題になるのかということだったと思います。条文上は経営判断の過程だけ見ているように見えるけれども、内容はどうなのかということです。ドイツのこの条文の読み方の中では、企業家的決定である場合についてのみ経営判断原則の適用があるということだと思っておりますので、「企業家的決定」という要件の中に内容面の判断を読み込めるか、つまり、企業家的決定と呼べるような内容の決定をしていないと経営判断原則は適用されないというふうに読めるのかというのが、条文の読み方に関する私の質問です。

もう一つは、企業家的決定というのは非常に重要な要件であるように読めるのですが、これはやや細かい点かもしれませんが、先生のご報告原稿の3ページの下の方で、「不確実性のある決定」のみが企業家的決定に該当するかどうかの問題になっているという論点があるということについてです。ちょっとここが私はよくわからなくて、逆に言うと、「不確実性のない決定」というのはどういう決定があるのかなど。

ここに挙がっている報酬の決定とか配当額の決定というのは、報酬を払うことによってどれだけメリットがあるとか、ないしは配当を支払ったときに関して言うならば、その配当の支払いが会社にとってどういう影響を与えるのかという意味では、やはり不確実性のある決定のように思えるのですが、ドイツでここを分けているというのは、どういう意味合いがあるのか。

逆に言うと、例えば普通に物に対して対価を支払うとか、ないしは寄附をするのだから、金額を決めて払っているわけですから、その意味では不確実性はないように思うのですが、それらと報酬ないしは配当額の決定とはどう違うのかというあたりについて、ドイツの考え方を教えていただければというのが2つ目の質問です。

○高橋　企業家的決定について、注意義務違反の部分が内容についても問題になるという点についてですけれども、「企業家的決定」という言葉によってそれが入ってくるという見解は、おっしゃるとおりだと思います。

第2点目の、企業の「不確実性のある決定」というのは、ドイツの株式法の大家の一人であるヘファーは、将来にわたる決定についてという意味で使っているようです。それに対して、ホプトとロートは、将来にわたる不確実性だけではなく、現在における不確実性も問題になり得ると言っているわけです。

○小出　ありがとうございました。そうしますと、これはどちらが通説の見解かは私もよくわかりませんが、私個人的には、ホプト先生のおっしゃるとおり、その2つにあまり区別ができないように思うのですが、そのような見解もドイツでは有力であるということでもよろしいのでしょうか。

つまり、逆に言いますと、配当とか報酬決定について経営判断原則は適用されないという考え方は、ドイツではかなり支持があるということなんでしょうか。

○高橋　配当とかは経営判断原則は適用されないというのは、やはり考えるとちょっとおかしい

わけですよ。ですから、これは恐らく言葉じりの問題ではないですかね。言葉じりで、将来に関する不確実性という形でヘファーが言っていて、ホプトとロートが言っているというふうに言っていますけれども、実際にこのコンメンタールを書いたのはロートという若い人で、今では教授ですけれども、助手時代に書いたコンメンタールなので、ちょっとしたところを捉えて、自分の学説のよさを際立たせたいという気持ちも恐らくあってか、現在のこういう反応みたいなものを書いているのですけれども、あまり筋のいい議論ではないということは確かかもしれません。

○小出 どうもありがとうございました。

### 【立証責任の転換とは】

○前田 ご報告の最後のほうのところで、立法論として、我が国でも取締役の責任について、立証責任を転換するための明文規定を置いてはどうかというご提言をなされました。この立証責任の「転換」という場合、初めのほうに立証責任についての議論がありましたけれども、どの部分が転換になるのかということを確認させていただければと思います。

つまり、取締役の責任については、主観的要件と客観的要件が密接で、なかなか明確に分けられない部分があります。具体的には、高橋先生のおっしゃる経営判断に至る情報収集等の十分にとったこと、つまり、合理的な過程を経たことについて立証責任を取締役の側に課すべきであって、ここが立証責任の転換になるという理解でよろしいのでしょうか。

○高橋 それは気軽に立法論として書いたのですけれども、まず、経営判断原則による経営の抗弁を要件事実の中でどのように位置づけるかというのが、まず大きく問題になると思うのです。これは注意義務違反に関するものなのか、つまり客観的意味の抗弁なのか、それとも主観的意味での過失がないという抗弁というふうに見るべきなのかという問題に大きく分かれると思います。私は、法学教室で「取締役の任務懈怠」という論文

を書いたときには、過失に関するものなのだとしたわけです。そうすると、これだけの過程について合理性のないことを立証すれば、取締役の過失が推定されることになるのかと思うのですけれども、その点は、その立証責任の構造まではよく考えていなかったことは素直に認めざるを得ません。

○森田 このことに関して、所有と経営が分離している会社については、業務執行権は取締役会にありますよね。そうすると、取締役会が業務決定しているというふうであれば、株主には業務執行権はないわけですから、そのない人がこうあるべきだというような根拠は全くないと思うのですよ。私の場合はそう思っているけれども、なかなか一般の支持は得られないみたいですが、要するに、経営判断原則というけれども、もともと経営判断ができる人は誰かといったら、経営者ですね。ところが、おっしゃるように有限会社とかそういうところでは、日本でも株主総会が何でも決定できるようになっていますから、業務執行権も株主にあるというようなイメージであってもおかしくないと思うのですよ。ただ、所有と経営が分離しているような会社にあっては、そういうことをもともと言い出す権利が株主にあるのかというように思ったりしているのですけれどね。

○高橋 そうですね。そうすれば私の考えと近いのですけれども。

○森田 ちょっとそんなふうに思いました。だから、立証責任の転換とおっしゃる場合、アメリカ法的に考えたら、それは浪費であるという挙証がされるべきだと。浪費であるという挙証がされれば、それは誰でも浪費かどうかは判断できるわけですから、ベターな業務執行ということではないと。だから、そういうふうな位置づけで私は考えているのですけれどね。

○高橋 私は、手順をしっかりとやれば、内容の合理性が……。

○森田 取締役会決議でないとダメですか。代表取締役が「ああ、そうや、これでいいやんか。いこう」とやったときに、資料をみんな集めた、

しかしみんなとディベートはしていない、そういうのはどうですか。

○高橋 それは、株主は手続をやっていないということで、合理的でないという立証責任を向こうにやることはできる。つまり、代表取締役のほうが、この決定は本当に着実に合理的なのだということを立証しなければいけないということですね。

○森田 ということは、結果責任が起これるということで、責任を負わなくてはならなくなりますね。つまり、失敗は明らかですからね。著しく不合理になるわけですね。

○高橋 失敗だったら、やはり責任はありますね。だから、その場合には、そうしなくなかったら、手続のほうをしっかりとっておかなければならないわけですね。

○森田 ということは、取締役会決議みたいな形の手続をみんな守りなさい、守りなさいというのが立法からのお知らせになるわけですね。

○高橋 そういうことになりますね。ちょっと変ですかね。(笑)

#### 【ドイツの5要件は必要か】

○岸田 加藤先生のご質問と関係するのですけれども、日本の場合、判例法理というのは、将来、裁判によって変えることもできますし、読み方についてもいろいろな考え方があり得ると思います。しかし、立法化すると、それで一応固定化します。93条1項第2文の5つの要件というのは、法律ではなくて解釈として5つの要件が必要だとおっしゃったのですけれども、法律ができますとひとり歩きしてこんなものは要らない、そうであるとは言っていないということももちろんあり得ると思うのです。そうすると、この簡単な条文をどう解釈するかは別の問題になるのですけれども、その点はいかがでしょうか。条文を読んで、この5つの要件が本当に必要なかどうか、それをちょっと教えてください。

○高橋 例えば、日本で「企業家的決定」と言っても、これは何を指すのかはわかりませんね。

だから、日本の場合は「企業家」という言葉は要らないのではないですかね。まずは、それは言えると思います。

それと、やはり利益相反という点は、条文上示す必要があるということ。それと、善意の行為であるということも必要ないのではないのでしょうか。この中には、会社の利益のためにベストを尽くしたということ、あるいは適切な情報を基礎とした行為であるということやはり必要だと思います。これはだから、必要なものと必要でないものが少し混在しているのではないかなと、93条1項第2文についてはそう思います。おっしゃるとおりだと思います。

○岸田 こういう法律ができますと、後はひとり歩きして、つまり、93条1項第2文の規定だけでこれから裁判を行うわけですね。そうすると、今おっしゃったような要件というのは、また別に解釈できる余地があるわけです。日本の経営判断原則というのは、別に法律に規定はなくて、判例法理ですから、最高裁が、アパマンショップHD事件について、これは特殊な例だから違う、その解釈は間違っていると行って判断を覆すことも十分あり得るわけです。しかし、法律は、一旦できると、改正しない以上は変わらないので、おっしゃったように5つの要件が本当にこれからも生きていくのかというのが私の質問です。

○高橋 ですから、やはり経営判断原則を立法化する場合には、突如立法府が上から立法化するというのではなくて、ある程度最高裁の見解が固まった後に、その判例法理をもとに何らかの形で立法化していくということで、まずはアパマンショップHD事件のより突っ込んだ判例というものを期待して、それをもとに経営判断原則をこれから立法化していくというのであれば、意味があると思います。

○森田 何で立法でつくったらダメなのですか。

○高橋 急に立法化したら、やはり岸田先生が言われたようにひとり歩きする可能性は大いにあるので、判例法理ができてからというのが筋なのではないかと。

○森田 そんなこと言ったら、企業再編の立法なんかできませんよ。(笑)

○高橋 どうですかねえ。

### 【経営判断原則と法創造】

○船津 お聞きしたいのですが、日本の場合、経営判断原則とは一体何なのだというときに、最近あまり言われなくなったかもしれませんが、通常民法の債務不履行責任とどう判断が違ってくるのかということがやはり問題になってくると思います。ドイツの場合は、立法の前に判例があったということになると思うのですが、その判例が出たときに、それは一般的な民事法の一般原則の会社法的なあらわれというレベルで捉えられたようなものであるのか、それとも、どちらかという新たな法創造というか、新たな立法をしているのと同じようなことを判例でやってしまったというように考えられているのか、それはどちらなのでしょう。

仮に法創造であるということであるとすれば、それがなぜ必要だったのかということもあわせてお聞かせいただければと思います。

○高橋 アラーグ・ガルメンベック判決で経営判断原則が導入されたときは、この言葉がドイツでそのままビジネス・ジャッジメント・ルールと言われていたのです。ですから、この判決は、過去の民法の取締役の債務不履行責任の議論を全く意識していない判決であって、その意味で、会社法が出した中で通用している判決であったということは言えると思います。

ですから、日本では、一元論と二元説という形で、取締役の過失等について、注意義務に関して主観的なものか、客観的なものかという形の二元論に関する争いが起こっていますけれども、ドイツでもこの点はまだ現在もはっきりしていなくて、民法の過失の客観化という議論が会社法の過失の客観化にどのような影響を及ぼしているのかということは、私もドイツである学者と議論して、いろいろなコンメンタールを調べたのですが、みんなこの議論を外しているのですね。わからないか

ら、伝統的な議論の部分は外して、現在のようなビジネス・ジャッジメント・ルールをそのまま議論しているの、民法の議論との接合性が意識されるような論文が出てくると、これが恐らく変わってくると思います。

○龍田 経営判断原則がよく問題になるのは、取引先や子会社などに融資をする際に、融資先の財務状態を巡って、これ以上注ぎ込むと資金が無駄になりはしないか、そうではなく相手が立ち直ってくれば過去の分も含めて回収できるかもしれない、というような局面ではないかと思えます。どこが限界かを判断するのは容易でなく、数量的な基準を求めるのも難しいでしょう。判断に必要な情報を適切に収集したかどうかは問われますが、融資先の財務状態なり資金状態なりをよく調べたかどうかということは判定できても、その状態でさらに融資を追加するのがよいか、打ち切ってつぶれるに任せるのがよいかとなりますと、市場の趨勢や景気の動向なども関係し、判断が非常に難しいように思えます。判例がある程度重なりますと、基準らしきものも出てくるかもしれませんが、それすら見えない段階で抽象的に立法をしてもあまり意味がないように思われますがね。

○森田 それで、この制度としての要件効果論みたいにちょっと最近考えています。高橋先生が報告された中だと、責任解除の無効というのがありました。昔、商法の284条にあったあれですかね。

○高橋 あれですね。

### 【株主代表訴訟と経営判断原則】

○森田 それでいくと、例えば責任が仮にあったとしても、責任解除ということで、経営者としてはそんなにビビらなくてもいい。そういうトータルなシステムとして考えたときに、個別判断としては、龍田先生がおっしゃったように非常に難しい、誰にも判断できないような問題だとしても、ドイツ法では、今お聞きしたところでは、株主代表訴訟の提訴要件が非常に厳しいので、トータルのシステムとしては、ドイツ社会において株主代



表訴訟によって取締役の責任が問われるという確率は非常に低くなる。ただ、経営判断原則のところだけをとると、それはもともと難しい判断の問題で、よくわからないと。

だけど、システムだから、代表訴訟というシステムをどう考えるか。日本は非常に緩やかですね、正直言って。しかも、昭和56年改正で責任解除条文も削除しましたね。そうすると、日本は、グローバルなスタンダードで考えたときに、ドイツよりもはるかに厳しい状況、責任追及可能性が高い国になっているように思います。ロースクールで要件効果論で教えているけれども、社会システムとして日本の資本主義的な展開がどうなるかといったことが抜けてしまっており、それは非常によくない状況ではないかと思うのです。

だから、きょう先生にちょっと確認したかったのだけれども、昔日本にあった商法284条のような規定は、ドイツはまだあるわけですね。

○高橋 ありますね。

○森田 代表訴訟の要件はどれくらい厳しいのですかね。

○高橋 代表訴訟は、1%か10万ユーロの株式を持っていないと提起できないということで、提起数は非常に少ないです。ただ、提起数は少ないけれども、最近、代表訴訟を契機にして何百億の負債を抱える取締役が出てきてしまったのです。2件ぐらいそういう事件が出てきてしまって……。

○森田 それは大きな会社ですか。

○高橋 大きな会社で。だから、龍田先生が先ほどおっしゃったような債権とか、そういういろんな企業のトータルの判断の中で、数億円の本当に一生かかっても払えないような損害賠償を、厳しい要件を付したにもかかわらず負うという事件が出てきてしまって、先週ハノーバーで開かれたドイツ法曹会議では、日本の取締役の定款による制限等を挙げて、ドイツ法も責任制限に関する立法を設けるべきではないかということが議論され始めているということです。

確かに森田先生がおっしゃるように、トータルとしては日本の代表訴訟は厳しいけれども、ドイ

ツは、経営判断原則があって、代表訴訟の要件が厳しくて、さらに責任制限を設けるという形に向かっていて、より企業経営者側がしやすい環境を整えているというのは、事実としてあると思いますね。

#### 【経営判断原則と立法家へ向けた学者の役割】

○森田 それで、学者の役割としても、ドイツでは法曹会議で決議したと言われましたね。その正式な名前は何ですか。

○高橋 Deutscher Juristentag。

○森田 法律家の……。

○高橋 法律家の会議、ドイツ法曹会議です。

○森田 日本で言うと、どんなところになるのですか。

○高橋 これはただ、日本で言うと、私法学会が決議をする感じですね。

○森田 私法学会は、そんなことはしてこなかったですね。(笑)

○龍田 もう少し公的じゃないの。

○高橋 もっと公式ですね。

○龍田 株式法でもつくる時は、まずJuristentagで決議して、それからBundestagへ持っていくでしょう。

○森田 そしたら、法制審議会ぐらいになるのですか。

○龍田 いや、もうちょっと範囲は広いでしょう。僕も詳しくは知らんけれども。

○高橋 龍田先生のおっしゃるとおり、私法学会というのはちょっと限定し過ぎました。江頭憲治郎先生がいつか、私法学会もJuristentagのように決議をすればいいのではないかということを行ったもので、それに引きずられて行ってしまったのですけれども、法律家の弁護士も含まれるし、裁判官も参加します。

○森田 米国のALIが、立法ではありませんけれども、プリンシプルズをつくったときにも、何回もABAの会議で承認を受けてきたというふうに聞いていますけどね。

○龍田 私はクラスアクションとか団体訴訟に

については詳しくないのですが、ドイツにも団体訴訟はあるのですね。

○高橋 団体訴訟、クラスアクションはあります。

○龍田 クラスアクションとは違うのでしょうか。

○高橋 ちょっと違いますね。

○龍田 アメリカでは、訴訟の種と原告にできそうな株主などを探し出してきて、クラスアクションを専門にやる弁護士がかなりいるようですが、ドイツにもいるのでしょうか。

○高橋 テレコム事件が起こって、それによって損害を受けた人たちを契機にクラスアクションという制度が設けられました。しかし、米国とはちょっと違っていると言われています。

○龍田 立法で対処しなければならないほど、ひどいことはないのでしょうかね。

○高橋 はい。

#### 【ドイツにおける濫用的株主代表訴訟の抑制策】

○山下 森田先生から、株主が取締役の経営判断について代表訴訟その他の訴訟で口を出すのがどうかというのがあったのですが、ドイツでも結局は、少数株主権で取締役を訴えることができていたところ、それが近年、非常に限定的ながら代表訴訟がドイツでもできたということで、その代表訴訟であるか否かを問わず、取締役が訴えられるケースがドイツでも増えています。そこで、取締役を保護するためには経営判断原則の解釈あるいは立法で認める必要がある。さらに、最近、先ほどのお話のように高額の賠償を認める判決が出たりすると、次に取締役の責任を制限するというか、そういう制度の議論があるというお話でした。

結局、議論の方向としては何となく日本と似ていて、根っこにある取締役が訴訟で訴えられることを何か少なくしていこうという、そちらのほうの改正というのは、あまりアイデアはないといえますか、あるいは米国の経営判断原則のように、実際は手続上ほとんど裁判所は経営判断の中身は審査しない、そういうふうな方向での議論というのは、やはりドイツでもあまりない。一応取締役

の責任はそれとして、追及されるべきものは追及されて、裁判所も内容の審査をする、その行き過ぎたところは責任制限あたりで少し軽くする、そういう全体の方向は日本と似たようなことかと思うのですけれども、やはり森田先生的な、そもそも訴えられること自体を何とかしないといかんといい意見は、ドイツではあまりないのでしょうかね。

○高橋 ないですね。ドイツでは、濫用的株主ないし強盜的株主と正井章作先生がお話しになった、つまり訴訟をちらつかせて会社から金銭をかすめとるとというのが非常に多くなったので、これをどうして防止しようというのがまず頭にあったわけで、それを防止するために、許可要件を非常に厳しくしたわけですね。許可要件をつけて、裁判所の許可を得なければ代表訴訟を提起できないというふうにしたわけですねけれども、ただし、これは去年のたしか Juristentag だと思えるのですけれども、許可要件をこれからなくしていくべきだという議論がミュンヘン大学のマティアス・ハーバザック先生の鑑定書なんかで出ているので、たしかそこで可決されると思ったのですけれども、立法化されれば、恐らくこれで増えてくる可能性はあると思います。

#### 【会社に帰属する請求権の行使】

○森田 ご報告の8ページの4つ目、「会社に帰属する請求権の行使」ですが、例えば取締役が職務懈怠をしたということ、会社は損害賠償請求権を持ちますね。そうすると、会社に帰属する請求権になり、それを行使するかどうかというのは、企業家的裁量に属するのですかね。

そうすると、これを使うと、私が日ごろ学生なんか言っている言い方では、経営判断原則のバージョン2と同じだと思うのですよ。バージョン2というのは、ある行為について経営判断原則が許されるかということ、例えば賄賂行為であれば、それは絶対認められません。ところが、それを後から訴訟をするかどうかという企業家的判断をするときに、もう面倒くさいし、取り立てもできな

い、やめておこうという判断を社外取締役がすることをイメージしています。それは4つ目の会社に帰属する請求権の行使の判断で代表訴訟は落とせると、こういうふうになるのかなと思うのですが、そんな議論はないのですか。

○高橋 ここに書いているのは、やはり請求権を行使することによって、会社に受けるデメリットが大きい場合には……。

○森田 もちろん、そうです。取れるものなら取ったらいいと思いますけどね。

○高橋 少数説ですけれども、そういうことを言っている学説はありますね。ただ、通説は、請求権を行使するのが原則であるという形ですね。

#### 【経営判断原則と企業のガバナンス】

○森田 結局、民法的な善管注意義務という概念から出発すると非常に難しいと思いますし、それから、例えば基本的な委任関係の善管注意義務というところから出発していると思うのですけれども、それが営利をしなさいというようなところと同じ基準がそもそも当てはまるのかというところがまずもって疑問なのです。というのは、企業経営ではリスクテイクしないとダメですからね。

そういうところと、例えば民法で、お父さんが交通事故で亡くなったから、遺産をちゃんと守ってあげて子供の学費とかはそこからちゃんと出していくと、こういうふうな状況の善管注意義務とは全然異なる性質じゃないかと思うのです。ですから、それをそのまま当てはめているという状況自体が問題でもあると思うのです。それはリスクテイクのところではまさにそれが顕著に出てくると思います。

今、社外取締役制度とかと言っていますが、日本では社外監査役制度によって厳しく監視することが行われてきました。ところが、アメリカのほうは、会社法はそんなことはできなかったから、訴訟委員会で社外取締役が経営者の責任を落とすこととして、そういう社外取締役が流行して、今日本でやってきているわけです。

だから、民事責任のことを抜きにしてガバナ

スだけを論じるのは、僕としてはどうもおかしいなと思いますね。だから、細かい条文解釈論じゃなくて、何かもうちょっと制度論としてのガバナンスであり、取締役責任問題でありというふうにするわけです。ドイツでは、じゃあガバナンスはどうなるのかというようなことは、次に船津先生がやってくれることになっているのですが、総合的によその国はどうなっているかということを知りたかったわけです。それをきょうは高橋先生がドイツの経営判断原則について報告していただいたのですが、僕が期待しているほどにはおいしい話ではなかったようですね。(笑)

#### 【社外取締役と経営判断原則】

○飯田 社外取締役に関連して細かい話ですけれども、4ページの第3の要件で、利益相反のないことという要件が経営判断原則適用の要件の一つであるということだと思のですが、このときに、例えば社外取締役が意思決定をすれば、この利益相反のないことという要件は満たしていくというような、それこそまた米国的な発想ですけれども、そういう解釈論の可能性等は、ドイツでは何か議論があるのでしょうか。

○高橋 社外取締役の設置ということについては、2003年にEU行動計画書が上場企業に勧告したのですが、まだ強制はされていないわけですね。ですから、ドイツの株式会社には社外取締役の制度をEU法にならって入れているところはあるのですけれども、これは国内法上の義務ではないので、会社法上での制度ではないわけです。ですから、利益相反のないことに関して、実際にあるところもあるし、ないところもあるという状況で、社外取締役の制度はまだ実際にドイツで根づいているとは言えず、これに関する議論はありませんでした。

#### 【経営判断原則における無責任とは】

○行澤 細かいことばかり聞いて恐縮ですけれども、ドイツ法における無責任な行為とか、あるいは6ページの下の方で、許されたリスクか、

許されないリスクかが客観的に定まるという前提のもとで、「企業家リスクを負担する覚悟が無責任な態様で度を越えたものとなる場合」は許されざるリスクだということですが、ドイツ法の文脈において「無責任」という概念はどういうふうに理解されているのかが気になりました。特に取締役が「企業家リスクを負担する覚悟」というのは、あんまり無茶なことをしたら責任追及されるぞという程度の意味なのか、それとも、企業としてどう考えても不合理、どう考えても理不尽と、そこまでのことを言うのでしょうか。

○高橋 それは企業として全く不合理だという意味です。

○行澤 その会社にとって極めて不合理なことを取締役がやってしまうという場合には経営判断原則は適用されない、許されないリスクだと、こうなるわけですね。

○高橋 はい。

○行澤 ということは、「無責任」ということは、会社が損失を被ることが極めて蓋然的であるにもかかわらず、そういうことをやってしまうということですね。

○高橋 そのとおりです。個人的な判断でやってしまうということです。

○行澤 しかし、その場合でも、やはり取締役会における慎重な審議や、専門家の意見を聞いていけば、やはり状況は変わってくると。

○高橋 変わります。

#### 【議論の総括】

○森田 ほかにございませんか。

ALI のコーポレート・ガバナンスの条文の序文に書いてあったけれども、経営者の責任を最も効率よく緩和していこうというような趣旨で経営判断原則のバージョン2というものが米国でつくられたけれども、ドイツはまだそこまで進んでいないみたいだし、僕らが立法するとすればドイツ法のようになるかなと思うし、そういう意味でいろいろ参考になりました。どうもありがとうございました。

○高橋 どうもありがとうございました。

○森田 本日はこれで終了したいと思います。

次回は、船津先生に、ドイツにおける最近のコーポレート・ガバナンスについて、10月24日にご報告いただくことになっています。

「ドイツにおける経営判断について」2014年9月26日 JFX 金融商品取引法研究会報告資料

大阪市立大学教授 高橋英治

- 一 はじめに——本稿の目的
- 二 ドイツにおける経営判断原則の発展過程
  - 1 判例法理確立前の状況
  - 2 判例法理としての経営判断原則の確立
  - 3 経営判断原則の立法化
- 三 ドイツ法上の経営判断原則の内容
  - 1 企業家的決定
  - 2 会社の福利のための行為
  - 3 利益相反のないこと
  - 4 適切な情報を基礎とした行為
  - 5 善意での行為
- 四 ドイツ法上の経営判断原則と取締役の注意義務違反の類型
  - 1 投機取引
  - 2 無担保融資
  - 3 企業買収
  - 4 会社に帰属する請求権の行使
  - 5 会社財産の浪費
  - 6 金融危機
- 五 ドイツの経営判断原則に関する近時の判例
  - 1 二〇一二年二月七日連邦通常裁判所決定
  - 2 二〇一三年一月五日連邦通常裁判所判決
- 六 日本法における経営判断の発展過程
  - 1 立法上の枠組みの変遷
  - 2 日本の経営判断原則に関する判例の展開
- 七 おわりに——日本法における経営判断原則の立法化の可能性

一 はじめに——本稿の目的  
 二〇世紀において最も影響力にあった経済学者の一人であったヨーゼフ・アドルフ・シュンペーターは、経済発展の担い手は「企業家 (Entrepreneur, Unternehmer)」である

とみた。シュンペーターは、その主著「経済発展の理論」発表後、一九二七年、国家学小辞典の「企業家」の項目を執筆し、企業家が経済発展に果たす役割について次にように解説した。

「国民経済の状況は、三種類の要素により、一つの状況から次の状況へと変化し・・・『経済の発展』がもたらされる。・・・その最も重要な要素が、個人の多くが経済的経験および実証済みの慣れたルーティーン以上のものを求め、それぞれの現状の経済生活の中で新しい可能性を認識し、その実現を要求することから生ずる推移である。・・・経済の分野における新しい可能性の認識とその要求の実現は、企業家の本質的機能の一部である<sup>1)</sup>。

シュンペーターは、企業家の中心課題を、国内生産力を従来とは違う仕方で活用することとあり、具体的には、①新しい生産物の創出等、②新しい生産方法の導入、③新しい工場組織の創出、④新しい販売市場の開拓、⑤新しい買付先の開拓にあるとした。シュンペーターは、これらの五つの機能を「新結合 (neue Kombination)」と呼び、企業家が「新結合」を達成する場合、旧来のデーターは役に立たず、試算の可能性は質的に大きく、また企業家を取り巻く法律等の環境は、抵抗を示すと論じた。一九三五年、米国・ハーバード大学に活動拠点を移していたシュンペーターは、企業家による経済発展の原動力を「革新 (innovation)」という言葉で表現した<sup>5)</sup>。

シュンペーターが活動していた米国では、企業家による「革新」のための活動を会社法が積極的に支援した。すなわち、米国は古くから経営判断原則を導入し<sup>6)</sup>、企業家が革新を行いやすい法環境を整えた。ドイツと日本も、一九九〇年代以降、本格的に経営判断原則を導入した。ドイツと日本における経営判断原則の導入は、それぞれの国が当時経済的に成功していた米国の会社法をモデルにして一方的に法継受を行った結果、両国において会社法の内容が近接したという現象、すなわち「会社法の収斂」に属する<sup>7)</sup>。

本稿は、ドイツの経営判断原則の発展・法解釈の現状・法解釈の分析・検討すること

<sup>1)</sup> Schumpeter, *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, Leipzig 1912, 邦訳として、シュンペーター、中山伊知郎＝東畑精一訳『経済発展の理論：企業者利潤・資本・信用・利子及び景気の回轉に関する一研究』(岩波書店、一九五一年)。  
<sup>2)</sup> Schumpeter, in: Elster/Wieser (Hrsg.), *Handwörterbuch der Staatswissenschaft*, Jena 1927, S. 483, 邦訳として、J.A.シュンペーター、清成忠男訳『企業家とは何か』三〇頁以下 (東洋経済新報社、一九八八年)。  
<sup>3)</sup> Schumpeter, in: Elster/Wieser (Hrsg.), *Handwörterbuch der Staatswissenschaft*, S. 483.  
<sup>4)</sup> Schumpeter, in: Elster/Wieser (Hrsg.), *Handwörterbuch der Staatswissenschaft*, S. 483.  
<sup>5)</sup> Schumpeter, *The Analysis of Economic Change*, Reprinted from *Review of Economic Statistics*, May 1935, 2-10, in: Clemence (Edit.), *Essays on Entrepreneurs, Innovations, Business Cycles, and the Evolution of Capitalism*, New Jersey 1989, S. 138.  
<sup>6)</sup> 米国では一九世紀末から取締役会の経営判断を尊重する裁判例が存在することにつき、近藤光男『会社支配と株主の権利』一六六頁以下 (有斐閣、一九九三年) 参照。  
<sup>7)</sup> 高橋英治「日本とドイツの会社法の『継受』と『収斂』」商事法務一九八四年二八頁以下 (二〇一二年) 参照。

ドイツで取締役の経営上の判断が争点になった裁判例は一九九〇年代後半から存在するが、それらは協同組合の取締役に關するものであった<sup>12</sup>。商社会社の業務執行者の経営上の裁量が本格的な問題となった初めての連邦通常裁判所判決は、一九八六年一月一〇日連邦通常裁判所判決<sup>13</sup>であった。本判決の事案は次のとおりであった。本件被告(Y)は、有限会社である本件原告(X社)の業務執行者であり、同時にX社の子会社であるパナマ法上の株式会社(A社)の取締役であった。A社の取締役でもあったBは、Bが資本参加している別会社が所有しているヨットと飛行機の維持費を勝手にA社に負担させていた。Yは、Bが別会社所有のヨットの維持費をA社に負担させていることを知り、かつ、これによって生じたA社のBに対する損害賠償請求権をBが履行できない状態にあることを知りつつ、これを放置していた。後にBは支払不能になり、A社とその親会社であるX社に損害が生じた。YはA社の親会社であるX社から損害賠償を求められた。

連邦通常裁判所は、YはBの支払不能が明らかになった時点から、YはA社のBに対する損害賠償請求権が生じることを防がなければならず、「これを怠った場合、許される企業家のリスク (zulässigen unternehmerischen Risiken) の枠を明らかに超越している<sup>14</sup>」と判示して、X社の業務執行者としてのYの注意義務違反を認めた。本判決において、有限会社の業務執行者に認められる経営上の裁量は、「許される企業家のリスクの枠」という言葉で表現されていた。

メストマツカーは、一九五八年に発表した教授資格論文において、取締役の裁量決定が事後的にその経済的結果という尺度によってはかられるべきでなく、この意味で、米国法上の経営判断原則が、ドイツ法においても参考にされるべきであると論じた<sup>15</sup>。ポフトは、一九六六年、米国法律協会(American Law Institute)が一九九二年に採択した『コーポレート・ガバナンスの原理・分析と勧告<sup>16</sup>』の経営判断原則の定式につき、ここで示されている米国法の考え方が、ドイツ法よりも、会社実務に近く、経済的観点からも正しいと論じた<sup>17</sup>。

ドイツ連邦司法省は、一九九六年に公表された KonTraG<sup>18</sup> 報告者草案において、ホプ

(Aktenstück Nr. 21), bei: Schubert/Hommelhoff, Hundert Jahre modernes Aktienrecht, ZGR-Sonderheft 4, Berlin 1985, S. 462.

<sup>12</sup> 高橋英治『ドイツと日本における株式会社法の改革——コーポレート・ガバナンスと企業結合法制』二一六頁以下(商事法務、二〇〇七年)参照。

<sup>13</sup> BGH AG 1987, 126.

<sup>14</sup> BGH AG 1987, 126, 127.

<sup>15</sup> Mestmäcker, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, Karlsruhe 1958, S. 213.

<sup>16</sup> American Law Institute (ALI), Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, St. Paul 1994. なお、邦訳および共同研究として、証券取引法研究会国際部会編『コーポレート・ガバナンス』(日本証券経済研究所、一九九四年)がある。

<sup>17</sup> Hopt, Die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat – Zugleich ein Beitrag zur corporate governance-Debatte, FS Mestmäcker, Baden-Baden 1986, S. 920.

<sup>18</sup> 「企業傾城におけるコントロールと透明化に関する法律 (Gesetz zur Kontrolle und

により、日本法への示唆を得ることを目的とする。  
本稿は、まず、ドイツにおける経営判断原則の発展過程を概観し(二)、現行法で経営判断原則を定める株式法九三條一項二文を構成する各要件事実を検討し(三)、経営判断が原則の適用が問題となる取締役の注意義務違反が問題となる局面を類型として示し(四)、経営判断原則に関する最新の裁判例を紹介する(五)。続いて、日本法における取締役の義務に關する立法上の枠組みの変遷を示した上で(六1)、日本における経営判断原則の判例上の発展と展望を示す(六2)。最後に、日本法がドイツ法のように経営判断原則を立法化する可能性について検討する(七)。

二 ドイツにおける経営判断原則の発展過程  
ドイツにおいては経営判断原則は、かつては判例法理であったが、現在では立法上の規定が設けられている(株式法九三條一項二文)。以下においては、その発展過程を概観する。

1 判例法理確立前の状況  
ドイツ法における株式会社の取締役の責任規定の源流は、一八六一年ドイツ普通商法典(ADHGB)の二四一條二項にある。本条では「委任の限界を超えてもしくは本法律もしくは会社契約に反して行為する取締役は、発生した損害に対して人的かつ連帯的責任を負う」と規定されていた。

一八八四年改正ドイツ普通商法典<sup>9</sup>二四一條二項は、取締役の注意義務の基準を明文によって定め、「取締役は通常の事業者 (ordentlicher Geschäftsmann) の注意義務をもって業務執行を行わなければならない」と規定した<sup>10</sup>。一八八四年改正法の草案理由書は、本規定が置かれた理由につき、取締役の義務を正確に表現し、取締役の責任の範囲に關する疑問を解消するためであると説明した<sup>11</sup>。

<sup>8</sup>—ハバ一年ドイツ普通商法典のテキストとしては、Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch und Allgemeine Deutsche Wechselordnung nebst den dazu gehörigen Einführungsgesetzen und Vollzugsverordnungen und den übrigen auf das Handelsrecht bezüglichen Gesetzen für das Großherzogthum Baden, Karlsruhe 1862を参照した。

<sup>9</sup> RGBl. 1884, S. 123. この資料は、Schubert/Hommelhoff, Hundert Jahre modernes Aktienrecht, ZGR-Sonderheft 4, Berlin 1985, S. 560 ff.; Schubert/Schmiedel/Krampe (Hrsg.), Quellen zum Handelsgesetzbuch, Band I Gesetze und Entwürfe, Frankfurt a. M. 1986. にも収録されている。

<sup>10</sup> 取締役の注意義務の基準は、一九三七年株式法により、「通常のかつ誠実な事業指揮者 (ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter) の注意義務と変更された(一九三七年株式法八四條一項一文)。一九三五年株式法は、一九三七年株式法の義理をそのまま受け継ぎ、取締役は「通常のかつ誠実な事業指揮者」の注意義務を負うと定め(一九六五年株式法九三條一項一文)、現在に至っている。現行ドイツ法では、この取締役の注意義務に關する株式法九三條一項一文を基本原則として、例外的に義務違反が生じない特別として経営判断原則が同項二文として設けられている。

<sup>11</sup> Allgemeine Begründung zum Entwurf eines Gesetzes, betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 7. März 1884

トの論文を引用しつつ、「企業決定の領域においては、企業管理者に広い裁量の余地が与えられなければならない<sup>19</sup>」とした。

## 2 判例法理としての経営判断原則の確立

一九九七年四月二日連邦通常裁判所アラウ・グ・ガルメンベック判決<sup>20</sup>は、ドイツ法史上初めて経営判断原則を正面から認めた判決であった。本件は、取締役がなした信用取引につき、これを注意義務違反と判断した監査役会構成員が当該取締役の責任を追及しようとして監査役会決議にかけたが、責任追及が否決されたため、かかる監査役会決議の違法を理由とする無効確認を裁判所に求めた事例である。連邦通常裁判所は、原告である監査役会構成員の訴えを斥けた原判決を破棄し、事件を控訴審裁判所に差し戻したが、本判決において、経営判断原則の定式を示した。すなわち、連邦通常裁判所は、「取締役の損害賠償義務が考慮されるのは、責任意識を持って、企業利益のみに沿って、決定をするに際して注意深く調査したことに基づいてなされた企業行為が活動上の限界を明白に超え、もしくは企業家リスクを負担する覚悟が無責任な態様で度を越えたものとなり、もしくは取締役の行為がその他の理由から義務違反とならざるを得ない場合である<sup>21</sup>」と判示した。

連邦通常裁判所判事ヘンツェは、アラウ・グ・ガルメンベック判決を解説し、本判決が米国の経営判断原則を採用したと主張した<sup>22</sup>。すなわち、ヘンツェは、本稿で引用したアラウ・グ・ガルメンベック判決の判断は、米国法律協会の経営判断原則、すなわち、①決定の前に十分に情報を得（「決定をするに際して注意深く調査した」こと）、かつ②取締役の措置が会社利益と利益相反関係に立たず（「責任意識をもった行為である」こと）かつ③会社の最良の利益に沿った（「企業利益のみに沿った」）決定である、という三つの要件に、④企業家リスクを負担する覚悟が無責任な態様で度を越えたものとなつてはならない、⑤取締役の行為がその他の理由から義務違反となつてはならない、という二つの要件を加え、これら五つの要件事実を充足した場合に、取締役は責任を負わないとするものであると解説した。

ドイツの多数説は、アラウ・グ・ガルメンベック判決が企業家裁量原則を米国の経営判断原則の影響の下に定式化したと考え<sup>23</sup>、本判決を支持した<sup>24</sup>。ホプトは、一九九九年、株

式会社の取締役の責任規定の解釈に、米国法の考え方を積極的に採り入れ、株式会社の取締役の義務を、注意義務（duty of care: Sorgfaltspflicht）と忠実義務（duty of loyalty: Treuepflicht）とに大別して、注意義務の範囲を画する原理として経営判断原則を位置づけた。ホプトは、①事案について個人的な重要な利害関係を有さない、②事案について十分に情報を得ている、③企業の最大の利益に沿って行動していると追体験可能なかたちで信じたこと、という三つの要件を満たした場合、米国法では取締役は裁判所の審査を免れるが、これらの要件はドイツ株式法九三條の取締役の免責基準としても通用すると主張し<sup>25</sup>、アラウ・グ・ガルメンベック判決が、米国法上認められている経営判断原則を別の表現で認めたとした。

## 3 経営判断原則の立法化

経営判断原則の立法化を最初に提唱したのはウルマーであった。氏は、一九九九年、「適切な情報を基礎に会社の利益のための企業家的行為によって損害が生じた場合、かかる行為が後の発展ないし認識により会社のために不利益となる場合でも、義務違反はない<sup>26</sup>」という規定を新設すべきことを主張した。二〇〇〇年のドイツ法律家会議経済法部会決議では、経営判断原則を立法化すべきことが、賛成四六票・反対一〇票で可決された<sup>27</sup>。

二〇〇四年一月に公表された「企業の誠実性及び取消権の現代化のための法律（UMA G）」の報告者草案<sup>28</sup>は、株式会社に於ける経営判断原則を定める次の規定を設けることを提案した。

「取締役が企業家的決定において重過失なく適切な情報をもとに会社の福利のために行為すると認めることが許される場合、義務違反はない。」

この経営判断の定式における「重過失なく」という表現は、アラウ・グ・ガルメンベック判決の定式——「取締役の決定は、合理的に取得可能なすべての事実を考慮し重過失ない手続で決定が下された場合、裁判所により尊重される<sup>29</sup>」——をモデルとしたものであった。これに対して、米国法律協会は、経営判断原則の情報面での要素を「取締役や役員が所与の状況下で適切であると合理的に信じる程度で経営判断に関わる事項につき情報

shareholders' derivative action, ZHR 163 (1999) 300; Kindler, Unternehmensrecht, Ermessen und Pflichtenbindung, ZHR 162 (1998), 106 f.

<sup>25</sup> Hopt in: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), Großkommentar AktG, 4. Aufl., Berlin 1999, § 93 Rdnr. 83.

<sup>26</sup> Ulmer, Die Aktionärsklage als Instrument zur Kontrolle des Vorstands- und Aufsichtsratshandels, ZHR 163 (1999), 299.

<sup>27</sup> Verhandlungen des dreundschaftsrichtigen Deutschen Juristentages, Band II/2 (Sitzungsberichte-Diskussion und Beschlussfassung), München 2000, O 226 ff.

<sup>28</sup> Referententwurf Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts – UMAG.

<sup>29</sup> Brehm v. Eisner 746 A.2d 244, 246 (Del. 2000).

Transparenz im Unternehmensbereich vom 27. 4. 1998-KonTraG)。

<sup>19</sup> Referententwurf zur Änderung des Aktiengesetzes (KonTraG), ZIP 1996, 2136.

<sup>20</sup> BGHZ 135, 244 – ARAG/Garmenbeck, 本判決につき、布井千博「取締役に対する民事責任の追及と監査役会の提訴義務——ARAG/Garmenbeck 事件を素材として」奥島孝康教授選集『比較会社法研究』三八一頁（成文堂、一九九九年）参照。

<sup>21</sup> BGHZ 135, 244, 253 f.

<sup>22</sup> Henze, Prüfungs- und Kontrollaufgaben des Aufsichtsrates in der Aktiengesellschaft, NJW 1998, 3309.

<sup>23</sup> Schneider in: Scholz Kommentar zum GmbH-Gesetz, 9. Aufl., Köln 2000, § 43 Rdnr. 45a.

<sup>24</sup> Ulmer, Die Aktionärsklage als Instrument zur Kontrolle des Vorstands- und Aufsichtsratshandels: Vor dem Hintergrund der US-Erfahrungen mit der

から要請された行為は、経営判断原則の適用の対象外となる<sup>37</sup>。適法な行為のみが経営判断原則の保護の対象となり、法律・定款違反の行為は経営判断原則の対象外である<sup>38</sup>。例えば、定款に記載された事業目的に従った行為をなすことは取締役の義務であり、これに違反する行為が不法な目的外行為を行った場合は、経営判断原則が及ばない<sup>39</sup>。また、取締役がカルテル契約を締結するように申し込まれた場合にも、カルテル契約締結は贈賄やマネーロンダリングと同じく明白な違法行為であるから経営判断原則が及ばず、取締役はカルテル契約締結を拒否する以外選択肢はない<sup>40</sup>。これは、当該カルテルが摘発される可能性が低く、かつカルテルによって会社にもたらされる利益が莫大なものとなる場合でも同じである<sup>41</sup>。

法律に違反した方が会社の利益になる場合でも、かかる行為は法律違反である以上、経営判断原則の適用はない。例えば、荷物運送会社(United Parcel Service of America, Inc.)が、一九九四年、ニューヨーク市で駐車禁止の標識に従わずに荷物運送事業を行った結果、荷物運送会社がニューヨーク市に対して支払った罰金が一五〇万ドルに上った事件<sup>42</sup>はドイツでも知られており<sup>43</sup>、会社は道路交通に関する法律上の一般法規に従う義務を負っているものであり、この点について取締役は法律に従わない裁量が存在しないのであるから、ドイツで、同様の違法駐車にかかる罰金を荷物運送会社が支払った場合について、当該会社の株主が罰金額相当の損害の賠償を求めて代表訴訟を提起したら、かかる訴えはドイツ法上認容されるべきであると解釈されている<sup>44</sup>。

UMAG政府草案理由は、「一定の行為を執るよう決定が法律によって決められている場合、すなわち忠実義務、情報提供義務その他の法律定款に違反する行為」は、企業家的決定とは区別されるべきであり、「一般的な法律・定款違反行為にはセーフ・ハーバーを与えるべきではない<sup>45</sup>」と明言している。例えば、取締役が新株の発行価格を決定する場合、あるいは複数の企業買収の申し込みから一つの申し込みを選び、株式法五三a条が定める株主平等取扱い原則に違反しない範囲で裁量が認められる<sup>46</sup>。

<sup>37</sup> Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 67.

<sup>38</sup> Hüffer, AktG, 10. Aufl., §93 Rdnr. 4f.

<sup>39</sup> Krieger/Säler-Cocconi, in: Karsten Schmidt/Marcus Lutter, AktG, 2. Aufl., Köln 2010, §93 Rdnr. 12.

<sup>40</sup> Lutter, Die Business Judgement Rule und ihre praktische Anwendung, ZIP 2007, 843.

<sup>41</sup> Schäfer, Die Binnenhaftung von Vorstand und Aufsichtsrat nach Renovierung durch das UMAG, ZIP 2005, 1256

<sup>42</sup> Robert Frank, Urban Scourge Of Delivery-Truck Drivers Is "No Parking", Wall Street Journal, 21 June, 1995 at B1; Dean Chang, Daily News (New York), 25 June, 1995 at Pg. 3.

<sup>43</sup> Fleischer, Aktienrechtliche Legaltätspflicht und „nützliche“ Pflichtverletzungen von Vorstandsmitgliedern, ZIP 2005, 149.

<sup>44</sup> Lutter, ZIP 2007, 844.

<sup>45</sup> Begründung Regierungsentwurf UMAG BR-Drucks. 3/05, S. 17.

<sup>46</sup> Vgl. BGHZ 21, 354, 357; Goette, Leitung, Aufsicht, Haftung – zur Rolle der

を得ていること<sup>30</sup>と定式化した。UMAG報告者草案の経営判断原則の定式に対し、フライシャーは、「重過失」という主観的責任の要素が客観的義務違反の有無の判断で問題にされていることは理論上問題があるとして、重過失で義務違反をなした取締役に責任を課すのではなく、「不合理に」義務違反をなした取締役に責任を課すという方向で明文化が行われるべきであるとした<sup>31</sup>。

ウルマーも、フライシャーに賛同し、UMAG報告者草案の経営判断原則が重過失を規律として免責を決定することに對して、ドイツ民法は若干の例外を除いて責任規律を重過失に軽減していないと批判し<sup>32</sup>、UMAG報告者草案の経営判断原則の定式から「重過失なく」という文言を削除することを提案した。

二〇〇五年九月二日に成立したUMAGにより導入された株式法九三條一項二文は、ウルマーとフライシャーの批判を受け入れ、経営判断原則につき、「重過失なく」という要件を削除し、米国法律協会の経営判断原則の定式をモデルとして<sup>33</sup>、「取締役が企業家的決定において適切な情報を基礎として会社の福利のために行為したと合理的に認められることが許される場合、義務違反はない」と規定した<sup>34</sup>。

### 三 ドイツ法上の経営判断原則の内容

株式法九三條一項二文が規定する経営判断原則は、①企業家的決定、②会社の福利のために行為したと合理的に認められることが許されること、③特別な利益や外部の影響を受けた行為でないこと、④適切な情報を基礎とした行為であると認めることが許されること、⑤善意なる行為、という五つの要件事実によって構成されている<sup>35</sup>。以下においては、これらの各要件事実が、判例・学説上、どのように理解されているかについて検討する。

#### 1 企業家的決定

「企業家的決定」において重要な要素は「決定」という点であり、これは情報を十分に得た上で様々なリスク要因を比較考量して複数の行為の選択肢から会社らしい企業利益のために最善となる行為を選びとるという行為を指す<sup>36</sup>。普通注意義務および忠実義務

<sup>30</sup> American Law Institute (ALI), Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, §4.01(c), S. 139.

<sup>31</sup> Fleischer, Die "Business Judgement Rule": Vom Richterrecht zur Kodifizierung, ZIP 2004, 689.

<sup>32</sup> Umer, Haftungsfreistellung bis zur Grenze grober Fahrlässigkeit bei unternehmerischen Fehlentscheidungen von Vorstand und Aufsichtsrat? DB 2004, 862.

<sup>33</sup> Hopf/M. Roth, in: Hopf/Wiedemann, Großkommentar AktG, 4. Aufl., Berlin 2006, §93 Abs 1 Satz 2, 4 nF Rdnr. 44.

<sup>34</sup> UMAGにおける経営判断原則につき、マルクス・ロート、早川勝訳「ドイツの経営判断原則と取締役の責任——ドイツ株式法の近時の改正」同志社大学アールワイドビジネスレビュー7巻2号105頁以下(2006年)。

<sup>35</sup> Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., München 2010, §93 Rdnr. 66; Hüffer, AktG, 10. Aufl., München 2012, §93 Rdnr. 4e.

<sup>36</sup> Hüffer, AktG, 10. Aufl., München 2012, §93 Rdnr. 4f.



会社が第三者と契約を締結した場合、契約上の債務を履行するかあるいは債務をあえて履行せずに損害賠償義務を負うべきかについては、経営判断の原則が及ぶ<sup>47</sup>。なぜなら、この場合会社が第三者と締結する契約から生じる義務は会社のみを拘束し、かかる義務は取締役に関わる法律上の義務ではないからである。すなわち、取締役は契約を履行するメリットを選ぶか契約を履行しない場合の損害賠償を選ぶのか選択する自由をもつといわれる<sup>48</sup>。

ヘアァーは、取締役の裁量の決定を保護するという株式法九三條一項二文の趣旨からすると、「不確実性のある決定」のみが経営判断原則の保護の対象となると論じる<sup>49</sup>。これに対し、ホプトとマルクス・ロートは、将来の不確実な事象の展開とは無関係の事柄についても経営判断原則が認められてもよいと論じる<sup>50</sup>。両氏によると、例えば、監査役会による取締役の報酬決定や取締役に関する計算に関する事項についても、経営判断原則が適用され、それぞれ監査役会、取締役の裁量が認められるべきである<sup>51</sup>。すなわち、監査役会は、報酬の相当性の要請等(株式法八七條)の法律で定められた枠内で取締役の報酬を決定する裁量を有する。また、会社に利益が発生した場合、これを株主に配当するべきか、あるいは、会社の長期的発展のために内部留保するかは、取締役の経営判断に属する事項である。

ホプトとマルクス・ロートは、監督は、企業の決定ではないが、経営判断原則の適用が認められてもよいはずであると論じる<sup>52</sup>。両氏は、取締役や監査役会による監督は、仮に法律上規定されている経営判断原則の中に包摂できなくとも、経営判断原則の立法化以前から認められている「企業家的裁量」の中に包摂できるはずであるという<sup>53</sup>。

#### 2 会社の福利のための行為

「会社の福利のために行為したと合理的に認められることが許される」という要件における「会社の福利」とは「企業利益」とほとんど同意義語であり、株主の利益だけではなく、会社債権者の利益、労働者の利益、あるいは公的利益も含まれる<sup>54</sup>。同要件の中の「行為したと合理的に認められることが許される」は主観的要素である。会社の利益のために冒険的行為を

Rechtsprechung bei der Sicherung einer modernen Unternehmensführung, FS 50

Jahres BGH, Köln 2000, S. 134; Fleischer, Börsenführung von Tochtergesellschaften, ZHR 165 (2001), 528 ff., 533 f.

<sup>47</sup> Lutter, ZIP 2007, 843.

<sup>48</sup> Lutter, ZIP 2007, 843.

<sup>49</sup> Hüfner, AktG, 10. Aufl., §93 Rdnr. 4f.

<sup>50</sup> Hopt/M. Roth, in: Hopt/Wiedemann, Großkommentar AktG, 4. Aufl., §93 Abs 1 Satz 2, 4 nF Rdnr. 18 f.

<sup>51</sup> Hopt/M. Roth, in: Hopt/Wiedemann, Großkommentar AktG, 4. Aufl., §93 Abs 1 Satz 2, 4 nF Rdnr. 18 f.

<sup>52</sup> Hopt/M. Roth, in: Hopt/Wiedemann, Großkommentar AktG, 4. Aufl., §93 Abs 1 Satz 2, 4 nF Rdnr. 19.

<sup>53</sup> Hopt/M. Roth, in: Hopt/Wiedemann, Großkommentar AktG, 4. Aufl., §93 Abs 1 Satz 2, 4 nF Rdnr. 51.

<sup>54</sup> Henze, Leitungsverantwortung des Vorstands – Überwachungspflicht des Aufsichtsrats, BB 2000, 212.

することも国民経済的見地から認められるべきであるから、かかる主観的免責事由も認められていると解説されている<sup>55</sup>。この要件の本質は無責任な行為ではなかったという点にある<sup>56</sup>。

#### 3 利益相反のないこと

「特別な利益の影響を受けた行為でないこと」とは、株式法九三條一項二文の条文には書かれていないが、UMAG政府草案理由書から、この要件は導かれる<sup>57</sup>。すなわち、UMAG政府草案理由書は、「取締役がその決定において企業利益以外の特別な利益の影響を受けるとは、影響を受けて取締役の個人的利益のため、または、取締役と近い関係にある個人や会社のために行為した場合を指す<sup>58</sup>」と解説する。この要件は取締役が自己ないしその他の者との間に「利益相反のない状態」を指す。例えば、会社が取締役の妻から当該妻が所有する企業を買収する場合、当該取締役の買収決定には経営判断原則の適用がない<sup>59</sup>。取締役が個人的利益のために行った決定は、取締役のその個人的利益の追求が同時に会社の利益の追求となるという利益の並行関係がある極めて例外的な場合を除き、この要件を充足しない。

外部の特別な利益に導かれずに取締役が独立に決定した場合、取締役は会社の福利のために決定したと認められる。UMAG政府草案理由書は、「特別な利益や外部の影響を受けた行為でないこと」は「会社の福利のために行為したと合理的に認められることが許される」という要件に包摂しようと考えたため、明文でこの要件について定めなかった<sup>60</sup>。このUMAG政府草案理由書は理論的には正しいが、「特別な利益や外部の影響を受けた行為でないこと」は、経営判断原則の要件の一つとして實際上重要な地位を占めているから、株式法九三條一項二文において明文で示すべきであったという批判がなされている<sup>61</sup>。

#### 4 適切な情報を基礎とした行為

「適切な情報を基礎とした行為であると合理的に認められることが許されること」の要件事実においては、考えられる限りすべての情報を収集する抽象的義務が定められているのではなく、「注意深い決定」(＝決定の準備を徹底的に行い具体的状況において適切なリスク算定を行うのに必要な情報の収集を事前に十分に行った上での決定)が求められている。「注意深い決定」に必要な情報は、個々の具体的状況に依存する。すなわち、「注意深い決定」に必要な情報は、①決定に至るまでの時間的経緯、②決定の性質や意味、③情

<sup>55</sup> Hopt/M. Roth, in: Hopt/Wiedemann, Großkommentar AktG, 4. Aufl., §93 Abs 1 Satz 2, 4 nF Rdnr. 30.

<sup>56</sup> Hopt/M. Roth, in: Hopt/Wiedemann, Großkommentar AktG, 4. Aufl., §93 Abs 1 Satz 2, 4 nF Rdnr. 32 ff.

<sup>57</sup> Begründung Regierungsentwurf UMAG BR-Drucks. 3/05, S. 20.

<sup>58</sup> Begründung Regierungsentwurf UMAG BR-Drucks. 3/05, S. 20.

<sup>59</sup> Brömmelmeier, Neue Regeln für die Binnenhaftung des Vorstands – Ein Beitrag zur Konkretisierung der Business Judgment Rule, WM 2005, 2068.

<sup>60</sup> Begründung Regierungsentwurf UMAG BR-Drucks. 3/05, S. 20.

<sup>61</sup> Brömmelmeier, Neue Regeln für die Binnenhaftung des Vorstands – Ein Beitrag zur Konkretisierung der Business Judgment Rule, WM 2005, 2068.

は大きな意味を有しないといわれている<sup>71</sup>。

四 ドイツ法上の経営判断原則と取締役の注意義務違反の類型

ドイツ法上、経営判断原則の適用となりうる局面としては、①投機取引、②無担保融資、③企業買収、④会社に帰属する請求権の行使、⑤会社財産の浪費、⑥金融危機、があり、各局面につき判例・学説上の議論が蓄積されている。

1 投機取引

株式会社取締役が投機的な取引を行うことは、禁じられているというわけではない。判例・学説上、投機取引には、株式会社の取締役が行うことができる「許されたリスク」がある取引と株式会社の取締役が行うことができない「許されないリスク」があり、個々の投機取引のすべての状況に鑑みて、当該取引が、どちらに該当するのかわけが区別することが重要であると考えられている<sup>72</sup>。アラウグ・ガルメンパツク判決の定式は「許されないリスク」の意味に関する先例とみなされており、「企業家リスクを負担する覚悟が無責任な態様で度を越えたものとなる場合」、かかる取引を行うことは義務違反となると解されている。下級審裁判例では、例えば、ある取引が失敗に陥る可能性が明白に高い場合<sup>73</sup>、あるいは、事業のリスクが利益をあげる見込みと比較して過大に大きい場合<sup>74</sup>、かかる取引を行うことは取締役の義務違反を構成すると判示されている。

2 無担保融資

取締役が無担保・無保証で会社の金銭で融資することは原則として義務違反を構成すると解されている。一八八五年四月二八日ライヒ裁判所判決は、協同組合の事例につき、返済能力が十分にない借手に危険な身信行為を行うことを注意義務違反であると判示した<sup>75</sup>。一九七五年二月二七日連邦通常裁判所判決は、右ライヒ裁判所判決を受け継ぎ発展させ、同じく協同組合の事例につき、無担保で融資を行うことは注意義務違反を構成すると判示

<sup>71</sup> Spindler, in: Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Aufl., München 2008, §93 Rdnr. 56; Hopt/M. Roth, in: Hopt/Wiedemann, Großkommentar AktG, 4. Aufl., §93 Abs 1 Satz 2, 4 nF Rdnr. 42; Fleischer, in: Spindler/Sülz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 76.  
<sup>72</sup> Vgl. OLG Düsseldorf ZIP 2010, 28, 32; BGHZ 69, 207, 213 ff.; OLG Jena NZG 2001, 86, 87; Krieger/Sailer-Coceani, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., Köln 2010, §93 Rdnr. 13; Lutter, Bankkrise und Organhaftung, ZIP 2009, 199.  
<sup>73</sup> BGHZ 135, 244, 253 f.  
<sup>74</sup> OLG Jena NZG 2001, 86, 87.  
<sup>75</sup> Wiesner, in: Hoffmann-Becking (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrecht, Band 4 Aktiengesellschaft, 3. Aufl., München 2007, §25 Rdnr. 8; Fleischer, in: Fleischer (Hrsg.), Handbuch des Vorstandsrechts, 1. Aufl., München 2006, §7 Rdnr. 64.

<sup>76</sup> RGZ 13, 43, 46 ff.

報にアクセスするための事実上・法律上の可能性、④収集された情報の有用性と情報収集のための費用との関係等の諸要因によって決定される<sup>82</sup>。

外部の専門家の鑑定書が必要か否かは、会社経営上の必要性や会社自身の情報収集能力等に依存して決定される。ドイツ法では、外部の専門家の鑑定意見を得ただけでは、「適切な情報を基礎とした行為と認めることが許されること」という要件を満たすには十分でない<sup>83</sup>。連邦通常裁判所判例<sup>84</sup>・通説<sup>85</sup>は、外部専門家につき「信頼の原則」を認めており、取締役に専門知識がない場合、取締役が、状況判断のために必要な情報を与えるため助言者に適切に事情を説明した上で、その会社の信頼性テストをクリアした独立した専門知識を有する当該助言者の意見を信頼してもよいとする。

二〇〇八年七月一四日連邦通常裁判所決定は、迂回融資に関与した有限会社の業務執行者がドイツ有限会社法四三条二項に基づき会社に對する損害賠償責任を負うかが争われた事案であったが、有限会社の業務執行者も株式法九三条一項二文の経営判断原則を享受できる条件として「有限会社の業務執行者が事実上および法律上獲得できる情報源をすべて調べ尽くしたこと<sup>86</sup>」を挙げた。フライシャーは、かかる判示は、①株式法九三条一項二文が、「適切な」情報の獲得義務について言及しているという点、②本項二文が適切な情報に基づく決定であると「合理的に認めることが許されること」としている点で、情報獲得に大きな裁量の幅を設けている株式法九三条一項二文に反すると批判する<sup>87</sup>。すなわち、氏は、連邦通常裁判所といえども、UMAGの立法者が株式法九三条一項二文によって企業家的決定のための情報収集につき企業家的裁量を認めたことを、判例法によって否定することはできないはずであるという<sup>88</sup>。ホプトも、二〇〇八年七月一四日連邦通常裁判所決定の右判示が、(取締役が個人責任を追及されない)セーフ・ハーバーを破壊するものであり、かつての連邦通常裁判所の判例に基づいて立法された株式法九三条一項二文に反すると批判する<sup>89</sup>。

5 善意での行為

学説上、経営判断原則における善意での行為とは、会社の利益のため最善を尽くしたと、言い換えれば英米法の“good faith effort”(誠実努力)を意味すると解説されている<sup>90</sup>。しかし、経営判断原則上、取締役は会社の福利のために行動することを要請され、会社の福利のための行動は通常善意で行われるから、この「善意での行為」という要件事実

<sup>82</sup> Fleischer, in: Spindler/Sülz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 73.  
<sup>83</sup> Fleischer, in: Spindler/Sülz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 73.  
<sup>84</sup> BGH NZG 2007, 545, 547.  
<sup>85</sup> Fleischer, in: Spindler/Sülz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 73.  
<sup>86</sup> BGH NJW 2008, 3361, 3362.  
<sup>87</sup> Fleischer, in: Spindler/Sülz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 75.  
<sup>88</sup> Fleischer, in: Spindler/Sülz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 75.  
<sup>89</sup> Hopt, Die Verantwortlichkeit von Vorstand und Aufsichtsrat: Grundsatz und Praxisprobleme – unter besonderer Berücksichtigung der Banken, ZIP 2013, 1801.  
<sup>90</sup> Hopt/M. Roth, in: Hopt/Wiedemann, Großkommentar AktG, 4. Aufl., §93 Abs 1 Satz 2, 4 nF Rdnr. 42 f.

した<sup>77</sup>。連邦通常裁判所は、一九九七年のアララーグ・ガルメンベンツック判決においても、担保を取り付ける前に、財務担当取締役が郵便受けのみがあるにすぎない会社に五五〇〇万マルクを貸し付けたことが、当該取締役の注意義務違反を構成するとした。下級審裁判例上、注意義務違反を構成すると判断されているのは、三〇万マルク超の無担保・無保証貸付<sup>78</sup>、保証なく危険な融資をなすように監査役会が取締役に對して仕向けること<sup>79</sup>、企業の経営状態が悪いことを知りつつ無担保・無保証で金銭を貸し付けること<sup>80</sup>等がある。これに對して、業務提携契約に基づき、設立して間もない資金力のない会社に無担保・無保証で貸し付けられることは、注意義務違反を構成しないと解されている<sup>81</sup>。

下級審裁判例では、株式会社取締役ないし有界限会社の業務執行者と近い立場にある者に、無担保・無保証で融資をすることが問題となっている。例えば、有界限会社の業務執行者が、その妻（当該会社の労働者ではない）に、市場金利より低利での労働者貸付<sup>82</sup>を無担保・無保証で行うことは、業務執行者の注意義務違反を構成すると解されている<sup>83</sup>。また、会社の取締役が、間接的な大株主に對して無担保・無保証で融資をすることは、取締役の注意義務違反を構成すると解されている<sup>84</sup>。

### 3 企業買収

会社が他の会社の持分あるいは事業を買収する場合にも、買収を行う取締役に株式法九三条一項の注意義務の規定は適用される。一九七七年七月四日連邦通常裁判所判決は、公開会社<sup>85</sup>につき、当該会社の業務執行決定機関である役員会（Vorweltsrat）が、当該会社が、損失を出しているコーヒー豆焙煎の事業を行っている別会社への資本参加を決定したことにつき、役員である無限責任社員は注意義務違反を認めなかった<sup>86</sup>。

現在、学説は、企業買収に際して取締役はデュー・デリジェンスを義務づけられるか否かについて議論している。多数説は、企業買収は、企業買収を入念に準備しリスクを減少させるために企業を買収するに際して取締役は原則として常にデュー・デリジェンスを実行しなければならぬと説く<sup>87</sup>。二〇〇六年六月二日オルデンブルク上級地方裁判所判決も、有限会社

<sup>77</sup> BGH WM 1975, 467, 468.

<sup>78</sup> OLG München ZIP 1998, 23, 24 f.

<sup>79</sup> BGH NJW 1980, 1629 f.

<sup>80</sup> LG Hamburg AG 1982, 51, 52 f.

<sup>81</sup> OLG Celle AG 2008, 711, 713.

<sup>82</sup> OLG Hamm ZIP 1995, 1263, 1266 ff.

<sup>83</sup> OLG Düsseldorf GmbHR 1995, 227 f.

<sup>84</sup> OLG Hamm ZIP 1995, 1263, 1266 ff.

<sup>85</sup> 合資会社に多数の出資者が参加している法形態である（高橋英治『ドイツ会社法概説』七五頁以下（有斐閣、二〇一二年）参照）。

<sup>86</sup> BGHZ 69, 207, 213 f.

<sup>87</sup> Böttcher, Verpflichtung des Vorstands einer AG zur Durchführung einer Due

Diligence, NZG 2005, 52; Fleischer, Der Zusammenschluss von Unternehmen im

Aktienrecht, ZHR 172 (2008), 543; Hüffer, AktG, 10. Aufl., München 2012, §93 Rdnr. 4b;

Kiehte, NZG 1999, 983; Spindler, in: Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar

zur Aktiengesetz, 3. Aufl., München 2008, §93 Rdnr. 59; Werner, Haftungsrisiken bei

Unternehmensakquisition: die Pflicht des Vorstands zur Due Diligence, ZIP 2000, 990

ff.

<sup>88</sup> OLG Oldenburg NZG 2007, 434, 436.

<sup>89</sup> OLG Oldenburg NZG 2007, 434, 436.

<sup>90</sup> Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 88.

<sup>91</sup> KG GmbHR 1959, 257; RZG 156, 291, 297. 前者の一九五九年五月五日ベルリン上級地方裁判所判決は、「被告は、有限会社の業務執行者として、連帯債務者に對する請求権を適時に行使して、適切な措置により当該請求権の時効の成立を阻止する義務があった」と判

示している（KG GmbHR 1959, 257）。

<sup>92</sup> BGHZ 94, 55, 58.

<sup>93</sup> Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 88.

<sup>94</sup> Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 88.

<sup>95</sup> Wiesner, in: Hoffmann-Becking (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrecht, Band 4 Aktiengesellschaft, 3. Aufl., München 2007, §25 Rdnr. 8.

<sup>96</sup> Mertens/Cahn, in: Zolner/Noack (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Aufl., Köln 2010, §93 Rdnr. 89. Krieger/Sailer-Cocceani, in: Karsten Schmidt/Marcus Lutter, AktG, 2. Aufl., Köln 2010, §93 Rdnr. 12; Lutter, ZIP 2007, 843.

が経済的に疲弊した病院を清算して買取する際に、買取対象会社につき存在する情報に不正確な点がある等の場合につき、買取する側である当該有限会社の業務執行者にデュー・デリジェンスを実行する義務を認めた<sup>88</sup>。ただし、本判決は、企業を買収する際に常にデュー・デリジェンスを実行する義務を取締役が負うとまでは判示していない<sup>89</sup>。

### 4 会社に帰属する請求権の行使

通説は、取締役は、原則として会社の第三者に對する請求権を行使するように配慮しなければならぬと解されている<sup>90</sup>。すなわち、取締役は会社の請求権を請求期間内に行使し、その消滅時効を妨げる措置をとらなければならない<sup>91</sup>。また取締役は、会社が有する債権につき債務を負っている者の財産状態が悪化した場合、適切に対応しなければならぬ<sup>92</sup>。しかし、取締役は、会社に帰属する請求権を行使しないことに合理的理由が存在する場合、その義務的裁量の下で、個別に、請求権行使を断念してよい<sup>93</sup>。例えば、訴訟手続に時間がかかる、あるいは債務者の経済状態に疑問があり実際に債務者から債権を回収できるか不確実である場合がこれに該当する<sup>94</sup>。会社がある債務者との取引関係を維持するために当該債務者への請求権を放棄すること認める学説も存在する<sup>95</sup>。

かかる通説的見解に對し、メルテンスとカーンら多数説は、会社が有する請求権を行使するのは取締役の義務でなく、その企業家的裁量の領域に属するとする<sup>96</sup>。この説によると、会社の取締役は、会社が有する請求権を行使する費用あるいは行使した場合の企業イメージの低下等のデメリットが行使した場合のメリットを上回る場合、これを行使しないことも許される。

### 5 会社財産の浪費

取締役は会社財産を浪費してはならないと解されている<sup>97</sup>。判例・学説上会社財産の浪費

zum Aktiengesetz, 3. Aufl., München 2008, §93 Rdnr. 59; Werner, Haftungsrisiken bei Unternehmensakquisition: die Pflicht des Vorstands zur Due Diligence, ZIP 2000, 990 ff.

<sup>88</sup> OLG Oldenburg NZG 2007, 434, 436.

<sup>89</sup> OLG Oldenburg NZG 2007, 434, 436.

<sup>90</sup> Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 88.

<sup>91</sup> KG GmbHR 1959, 257; RZG 156, 291, 297. 前者の一九五九年五月五日ベルリン上級地方裁判所判決は、「被告は、有限会社の業務執行者として、連帯債務者に對する請求権を適時に行使して、適切な措置により当該請求権の時効の成立を阻止する義務があった」と判

示している（KG GmbHR 1959, 257）。

<sup>92</sup> BGHZ 94, 55, 58.

<sup>93</sup> Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 88.

<sup>94</sup> Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 88.

<sup>95</sup> Wiesner, in: Hoffmann-Becking (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrecht, Band 4 Aktiengesellschaft, 3. Aufl., München 2007, §25 Rdnr. 8.

<sup>96</sup> Mertens/Cahn, in: Zolner/Noack (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Aufl., Köln 2010, §93 Rdnr. 89. Krieger/Sailer-Cocceani, in: Karsten Schmidt/Marcus Lutter, AktG, 2. Aufl., Köln 2010, §93 Rdnr. 12; Lutter, ZIP 2007, 843.

<sup>97</sup> Fleischer, Die „Business Judgement Rule“ im Spiegel von Rechtsvergleichung und Rechtsökonomie, FS Wiedemann, München 2002, S. 845 f.

には疑問がある」と指摘する<sup>108</sup>。

フライシャーは、会社の存続を危険に晒す信用集中リスク (concentration risk) の引受は禁じられているというわけではないが、これには正当化理由が必要であると解し<sup>109</sup>、正当化理由としては、リスクに見合ったプレミアムが得られるのか等を挙げる<sup>110</sup>。しかし、下級審裁判例には、企業の存続を危険に晒すような信用集中リスクを引き受けること自体が禁じられているという立場に立つものもある<sup>111</sup>。また、実務家の見解として、企業の存続を危険に晒す行為が許されていると考えると考えことから出発することは誤りであり、経営者はかかる危険が実現する可能性も慎重に考慮した上で決定しなければならず、欧州の金融危機においては、金融市場崩壊の原因となった投機的金融商品を取り扱っていた銀行の取締役が、金融市場の崩壊を予測することも決して不可能ではなかったはずであると説くものがある<sup>112</sup>。

#### 五 ドイツの経営判断原則に関する近時の判例

日本法とは異なり、ドイツ法上の株主代表訴訟 (株式法一四八条四項) では、濫断防止の観点から裁判所の許可が前置されており (株式法一四八条一項)、また、提訴要件として持株要件等の定めも存在するため (株式法一四八条一項一文)、経営判断原則に関する多数の裁判例を形成する契機とはなっていない<sup>113</sup>。近時、株主代表訴訟以外の法的手段を契機として、経営判断原則に関し、以下のような裁判例が形成された。

##### 1 二〇一二年七月連邦通常裁判所決定

本事件は、コメルツバンク株式会社 (以下「コメルツバンク」という) が複数の手続きを経てドレクスナー銀行株式会社 (以下「ドレクスナー銀行」という) の全株式を取得し、組織再編法六二条<sup>114</sup>に基づき、コメルツバンクの株主総会を総ずに、完全子会社であるドレクスナー銀行を合併したこと (以下「本件組織再編」という) に対して、コメルツバンクの株主が、ホルツミュラー・ジュラティエーネ原則<sup>115</sup>からするとコメルツバンクの株主総会決

<sup>108</sup> Fleischer, NJW 2010, 1505.

<sup>109</sup> Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 92.

<sup>110</sup> Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., §93 Rdnr. 83.

<sup>111</sup> OLG Düsseldorf WM 2009, 1655, 1656.

<sup>112</sup> Balthasar/Hamelmann, Finanzkrise und Vorstandshaftung nach §93 Abs. 2 AktG: Grenzen der Justizialität unternehmerischer Entscheidungen, WM 2010, 589, 590.

<sup>113</sup> 高橋・前掲書注 (85) 一六〇頁。

<sup>114</sup> 企業再編法六二条一項は、吸収合併する会社が吸収合併される会社の株式の九〇パーセント以上を保有する場合、吸収合併する側の会社の株主総会は必要なく吸収合併することができると規定する。

<sup>115</sup> ホルツミュラー・ジュラティエーネ原則とは、株主の影響力を希釈化する組織再編等行為は株主総会の承認を経なければならないというものであるが、連邦通常裁判所は、いかに

が注意義務違反を構成するとされている事例は、会社にとっても全く無意味な助言契約の締結<sup>98</sup>、無価値なパテントの取得<sup>99</sup>、コンピュータのハードウェアを二万マルクで購入できるともかわらず七万マルクで購入すること<sup>100</sup>等である。一九九六年一月九日連邦通常裁判所判決は、助言者である司法修習生がマーケティング等につき十分な資格や知識を有していないため、その助言が全く会社に利益をもたらさなかったにもかかわらず、一時間当たり二五マルクの謝礼が支払われ、会社に総額で九万九千九百九十九マルク二五ペニの損失を与えた事例につき、有限会社の業務執行者の義務違反 (ドイツ有限会社法四三一条一項) の可能性を認めた<sup>101</sup>。一般的には、会社が行う取引が市場の条件と合致せず、不当に高いものであるいは安いものである場合に、会社財産の浪費が疑われる。

会社による寄付は原則として取締役の裁量に属する。しかし、寄付の額が、会社の財産、財政および収益状況から不相応であり、会社が支払いきれないものである場合、当該寄付は例外的に会社財産の浪費に該当する<sup>102</sup>。

#### 6 金融危機

金融危機に際して、ドイツでも、多くの銀行が会社の事業目的を逸脱して有価証券取引を行い、十分な情報を得ずに投資活動を行ったという疑いが向けられた<sup>103</sup>。また多くの銀行が十分なリスクマネージメントを行わずに、銀行自体の存在を危うくする危険な取引を行ったという疑いも向けられた<sup>104</sup>。この場合にも、これらの疑惑が正しいかは、個別に検討する必要があると考えられている。格付会社の助言のみを信じて投資活動を行うことは、注意義務に違反すると解されている<sup>105</sup>。フライシャーは、格付会社は、助言に当たり十分な独立性が確保されていないため、銀行の取締役は格付会社の助言の信頼性を検査する義務を負っているというべきであり、ここには信頼の原則は適用されないと論じる<sup>106</sup>。その根拠として、氏は、二〇〇七年五月一日連邦通常裁判所判決<sup>107</sup>によると、信頼の原則が適用されるのは、助言者に独立性が確保されている場合に限り、格付会社の独立性

<sup>98</sup> BGH NJW 1997, 741, 742.

<sup>99</sup> Fleischer, in: Fleischer (Hrsg.), Handbuch des Vorstandsrechts, 1. Aufl., §7 Rdnr. 71.

<sup>100</sup> BGH NZG 1998, 796, 797. 本件ではリース契約に關わった株式会社の取締役の監査役

会での解任決議の無効確認訴訟および当該取締役の損害賠償責任追及訴訟の事案である。

<sup>101</sup> BGH NJW 1997, 741, 742.

<sup>102</sup> Fleischer, FS Wiedemann, S. 845 f.

<sup>103</sup> Vgl. OLG Düsseldorf ZIP 2010, 28, 30 f.

<sup>104</sup> Vgl. OLG Düsseldorf ZIP 2010, 28, 31 f.

<sup>105</sup> Lutter, ZIP 2009, 199; Spindler, Sonderprüfung und Pflichten eines Bankvorstands in der Finanzkrise, NZG 2010, 284; Fleischer, Aktuelle Entwicklungen der

Bankgeschäftsführung und Finanzkrise, NJW 2010, 1505.

<sup>106</sup> Fleischer, NJW 2009, 2342.

<sup>107</sup> BGH NJW 2007, 2118, 2120. 本判決では、経済検査人の助言に対する信頼が争点になり、連邦通常裁判所は、会社が債務超過の状態にあるか知りたかと思っている株式会社の取締役が、有資格の独立の助言者に助言を求めることは許されると判示されている。

「責任解除は基本的に株主総会の裁量権に属する。取締役および監査役会の明白かつ重大な法律または定款違反があったら始めて総会決議は決議内容の瑕疵を理由としてその裁量を逸脱することになる。持分の取得が裁判官による法発限に委ねられている不文の総会権限に属するか否かあるいはいかなる程度の持分取得が不文の株主総会権限に属するのかわからない、明確でない。したがって、ドレスナー銀行の買収について、被告であるコメルツバンクの総会による承認を得ていなかった場合、取締役と監査役会が疑問のない法的状態からわざわざ目をそらしていることにはならない<sup>122</sup>」。

連邦通常裁判所は、コメルツバンクの株主が、取締役が必要な株主総会を得ていないことを理由として訴訟を提起しようとするならば、より直裁に総会決議を得ていないことに対して無効確認訴訟を提起するべきであったとした。

二〇一二年七月七日連邦通常裁判所決定は、株主総会による取締役の責任解除は株主総会の裁量に属し、取締役に重大な法律違反が存在しないと、責任解除を認めた株主総会決議が無効であるということにはならないが、コメルツバンクが、一度も株主総会を開催せずに、ドレスナー銀行の完全子会社化した上で吸収合併しても、ホルツミュラー・ジュエリーネ原則に従ってこれら組織再編につきコメルツバンクの株主総会の承認決議が必要である否かが判例法上明らかでない以上、重大な法律違反はなく、総会を開催しなかった取締役および監査役会には有責性が認められず、責任解除決議は無効とはならないとした。

## 2 二〇一三年一月一五日連邦通常裁判所判決

本件は、株式会社原告 (X社) となつて被告 (Y) である取締役に對して損害賠償請求を求めた事件である。X社は、抵当銀行 (Hypothekbank)<sup>123</sup>であり、合併により二〇一〇年一月一日に成立した。Yは右合併後、X社の取締役となつた。Yは、その就任以後、X社のために、抵当銀行業務以外に、デリバティブ取引 (以下「本件デリバティブ取引」という) を行い、その額はX社の計算上なしうる範囲を大きく超過した。連邦金融監理局が作成させた特別報告書によると、右デリバティブ取引によりX社に100万ユーロ単位の損失が生じる危険があったが、その損失可能性のために準備金が積み立てられた事実もなかった。X社は、Yが行つたデリバティブ取引によってX社は二億五〇〇四〇万三九四九ユーロ七〇セントの損害を被つたとして、その賠償をYに請求した。第一審では、訴えは認められなかった。

第二審の二〇一一年六月七日フランクフルト上級地方裁判所決定<sup>124</sup>では、取締役が義務に違反する場合には会社に損害賠償義務を負い (株式法九三条二項一文)、取締役が会社に与えた損害および業務執行者が義務違反行為をなした可能性が大きいことについては会

<sup>122</sup> BGH ZIP 2012, 515.

<sup>123</sup> 抵当銀行とは土地を抵当として貸付を行いあるいは債券等を発行する等を事業目的とする株式会社等を指す (ドイツ抵当銀行法一条)。

<sup>124</sup> OLG Frankfurt AG 2011, 595.

議が必要であつたのではないかととして、訴えたというものである。

かかるコメルツバンクによるドレスナー銀行の完全子会社化した上での吸収合併は、二〇〇八年八月三日から始まり合併が登記された二〇〇九年五月一日に終了した。その間、二〇〇八年九月に米国大手証券業者リーマンブラザーズの破綻を契機とした世界的金融危機が起きた。ドレスナー銀行は多額の損失を被つた。コメルツバンクは、経営破綻寸前のドレスナー銀行を完全子会社化した上で吸収合併したことにより莫大な負債を負うことになった。コメルツバンクの株主は、これらの複数の手続きを経た吸収合併等が、コメルツバンクの二〇〇八年事業年度に行われたことをとらえて、二〇〇九年五月一日・六日に行われたコメルツバンクの株主総会において、合併を主導したコメルツバンクの取締役および監査役会構成員の責任解除決議の無効確認等を求めたのである。

第一審の二〇〇九年一月一五日フランクフルト地方裁判所判決<sup>125</sup>は、本件組織再編にコメルツバンクの株主総会決議が必要であつたとし、原告たるコメルツバンクの株主の訴えを認めた。しかし、第二審の二〇一〇年七月七日フランクフルト上級地方裁判所判決<sup>126</sup>は、本件組織再編に際してコメルツバンクの株主総会決議が必要ではなかったとし、その理由として経営判断原則を援用した。すなわち、フランクフルト上級地方裁判所は、株式法九三条二文が定める経営判断原則によると、経営判断を行った時点において合理的な判断をすれば足りるのであり、二〇〇八年八月三日当時、米国大手証券業者リーマンブラザーズの破綻を契機とした世界的金融危機はなく、ここからすると、当時のドレスナー銀行の完全子会社化の判断は合理的であつたといえる<sup>127</sup>。また、ドレスナー銀行の買収価格も、株式法九三条二文が定める経営判断原則によると、適切な情報を基礎としていなければならないといえるが、本買収価格は十分な情報に基づいて決めておられ、明白に不適切であるとはいえない<sup>128</sup>。フランクフルト上級地方裁判所は、責任解除決議は明白かつ重大な法律・定款違反がないと無効とはならないが、原告の見解とは異なり、かかる明白かつ重大な法律・定款違反は認められないと結論づけた<sup>129</sup>。

二〇一二年七月七日連邦通常裁判所決定<sup>130</sup>は、コメルツバンクの株主である原告の訴えを斥けた。その理由は、次のとおりであつた。

なる場合この要件事実を満たすことになるのかについて数種の基礎を示してはいなかった (高橋・前掲書注 (12) 一四八頁)。ホルツミュラー判決につき、神作裕之「純粋持株会社における株主保護 (中) —— ドイツ法を中心として」商事法務一四三〇号一三頁以下 (一九九六年)、伊藤靖史「子会社の基礎的変更への親会社株主の関与—— ドイツにおけるコンツェルン形成・指揮強制に関する議論を参考に」同志社法学五一巻二号五九頁以下 (一九九九年)。ジェラフ・ネ判例につき、船津浩司『「グループ経営」の義務と責任』二〇頁以下 (商事法務、二〇一〇年) 参照。

<sup>125</sup> LG Frankfurt/M., ZIP 2010, 429.

<sup>126</sup> OLG Frankfurt/M., ZIP 2011, 75.

<sup>127</sup> OLG Frankfurt/M., ZIP 2011, 75, 80.

<sup>128</sup> OLG Frankfurt/M., ZIP 2011, 75, 82.

<sup>129</sup> OLG Frankfurt/M., ZIP 2011, 75, 76.

<sup>130</sup> BGH ZIP 2012, 515.

社が立証責任を負うとしつつ、本件デリバティブ取引の違法性が原告により示されており、これにより Y が違法に原則に損害を与えた可能性が大であることが十分に立証されているとはいえず、訴えの主要部分が十分に根拠づけられていないとして、X 社の訴えを認めなかった<sup>124</sup>。

二〇一三年一月一五日連邦通常裁判所判決<sup>124b</sup>は、取締役が義務に違反した可能性が大であることを会社が立証した場合、取締役が義務違反をしていないこと、あるいは過失のないこと、あるいは損害は別の行動をとったとしても生じていたことを証明する責任を取締役が負うとし、かかる取締役の立証責任の領域には、取締役が原則的には広い企業家の裁量の幅を超えなかったという立証も含まれると判示し、被告により立証されるべき新たな要件として企業家の裁量すなわち経営判断原則を挙げた。

その上で、連邦通常裁判所は、「利子デリバティブ取引は、担当銀行の主要な業務から生じる利子リスクを保全するものとはいえず、かつ、担当銀行の許された附随的業務ともいえ、X 社の事業目的すなわち X 社の事業によってカバーされるものとはいえない。事業目的によってカバーされない業務を営んだ機関は義務違反を行ったといえる<sup>127</sup>」と判示した。

連邦通常裁判所は、かかる利子デリバティブ取引は、利子リスクを保全するためのマイクロヘッジ取引といえない場合には、マイクロヘッジ取引となるが、マイクロヘッジ取引でも、利子リスクを保全するための取引でありかつ営利目的でない許された附随的行為となっている場合には、定款所定の事業目的附随の行為かつ定款目的を補助する行為として許されるとした<sup>128</sup>。その上で、連邦通常裁判所は、本件の個々のデリバティブ取引が、マイクロヘッジ取引であるのか、あるいは、マイクロヘッジ取引でも、許されない投機取引となっているのか、あるいはマイクロヘッジ取引でありながら許された定款所定の事業目的附随の行為かつ定款目的を補助する行為となっているのかについては、原審によって確認されていないとした<sup>129</sup>。

連邦通常裁判所は、判決を下すには審理が成熟していないとして、事件につき新しい審理と決定を求めて、原審へ差戻した<sup>130</sup>。その上で、連邦通常裁判所は、経営判断原則の適用可能性についても言及し、本件が企業家的決定の事案であるから、Y が適切な情報をもとに会社の福利のために行為することが認められることが認められる事案であった場合には免責されるべきことも付言した<sup>131</sup>。

六 日本法における経営判断の発展過程

<sup>125</sup> OLG Frankfurt AG 2011, 595, 599.

<sup>126</sup> BGH AG 2013, 259.

<sup>127</sup> BGH AG 2013, 259-Rz. 16.

<sup>128</sup> BGH AG 2013, 259, 260-Rz. 19.

<sup>129</sup> BGH AG 2013, 259, 260-Rz. 20.

<sup>130</sup> BGH AG 2013, 259, 261-Rz. 34.

<sup>131</sup> BGH AG 2013, 259, 261-Rz. 35.

日本において、経営判断原則は判例法理の形態を探る。その発展過程を検討する前に、日本において取締役の義務に関する一般規定はどのように発展してきたのか、米国の影響以下で経営判断原則の考え方が裁判例によって採用される前には、取締役が個人責任を追究されない「裁量の領域（＝セーフ・ハーバー）」を認めるべきであるという議論はどのような発展段階にあったのかを示したい（1）。総じて、日本の裁判例における経営判断原則の発展を概観し（2（1））、将来の展望を示す（2（2））。

1 立法上の枠組みの変遷

(1) ロエスレル草案

日本の会社法の基礎を形成した明治一七年のロエスレル草案は、取締役の義務について次のように規定した。

「取締役は、その職務義務を果たし、定款および会社の決議を遵守する人的な義務を負う（ロエスレル草案二七条）<sup>132</sup>」。

ロエスレル草案の理由書は、取締役が職務を果たす場合に用いるべき注意義務につき、次のように解説する。

「取締役はその職務を行うに際して、通常の商人（ordentlicher Handelsmann）の勤勉さと注意を用い、その機能を果たすに際して必要な知識を有し、かつ会社の利益を自己の利益のように追求する義務を負う（ロエスレル草案二七条理由書）<sup>133</sup>」。

ロエスレルは、取締役の対会社および第三者責任について論じた箇所、経営判断原則に つながる考え方を次のように示した。

「取締役が職務義務に違反した結果会社あるいは第三者に損害が生じた場合、責任を負う。例えば、違法配当の場合、あるいは取締役が法の定める手続きに従わなかった結果として会社の行為が無効になる場合がある場合等の法律違反の場合に、取締役は責任を負う。取締役が適法に職務を執行した結果として会社が債務を負う場合、取締役は責任を負わない。すべての商業行為に結びつく危険は、会社のみが負担するのであり、取締役が個人財産によって負担するものではない（傍線引用者、ロエスレル草案二二八条理由書）<sup>134</sup>」。

本理由書は、一般的な商業リスクが実現した場合には、取締役の職務義務違反に基づく損害賠償責任は発生しないとしており、その職務義務違反を免れるためには、取締役が情報収集等に努めなければならないとまでは説明しておらず、この点では、経営判断原則そ

<sup>132</sup> Roesler, Entwurf eines Handels-Gesetzbuches für Japan mit Commentar, Band 1, Tokio 1884, S. 51.

<sup>133</sup> Roesler, Entwurf eines Handels-Gesetzbuches für Japan mit Commentar, Band 1, S. 325.

<sup>134</sup> Roesler, Entwurf eines Handels-Gesetzbuches für Japan mit Commentar, Band 1, S. 325 f.

ムルコトニ付テハ善良ナル管理人タルノ注意ヲ為ス責ニ任ス」に従つて、かかる解釈を提示したと推測される。

### (3) 明治三二年新商法

明治三二年新商法は、明治三二年旧商法一八八条の規定を無用の規定とみた。明治三二年商法修正案理由書は、明治三二年旧商法一八八条に相当する規定を置かなかつた理由につき、「取締役が会社ニ対シテ職務上ノ義務ヲ尽クシ定款並ニ株主總會ノ遵守スルノ責任アルハ当然言フヲ俟タルナリ」従テ別ニ明文ヲ以テ之ヲ規定スルノ必要アルヲ見ス（明治三二年商法一七七条理由書<sup>139)</sup>と説明した。明治三二年商法修正案理由書は、取締役が法令または定款に違反した場合には会社または第三者に対して責任を負うことは当然であるから規定を置く必要がないが、取締役が株主總會決議に基づいて法令または定款違反の行為をなした場合、第三者に対して責任を負うのかについては、明確ではないから、かかる場合に取締役の対第三者責任は消滅しないことを明確に示す必要があるという。かかる経緯から、明治三二年商法は、「取締役が法令又ハ定款ニ反スル行為ヲ為シタルトキハ株主總會ノ決議ニ依リタル場合ト雖モ第三者ニ対シテ損害賠償ノ責ヲ免レルコトヲ得ス」という規定を新設した。

明治三二年新商法制定当初の注釈書は、取締役と会社との法律関係の性質につき、取締役が法律行為を行うときは委任としてよみが、事実上の労務に服する場合には雇用というべきであり、「取締役が会社ニ対スル法律関係ノ性質ハ此委任雇用両者ノ関係ヲ具備スルモノト云フ得ベシ<sup>140)</sup>と解説した。これに対し、明治期に日本の商法学者の基礎を築いた岡野敬次郎博士は、明治三二年新商法下での取締役と会社との法律関係につき「委任ニ非ス雇用ニ非ス一種特別ノ契約ナリ<sup>141)</sup>と論じた。これらの学説は、梅博士の解釈論とは異なり、取締役が負う注意義務の内容については全く言及しなかつた。

明治三二年旧商法および明治三二年新商法の立法過程においては、取締役の職務義務違反の判断に際して、一定の裁量を認めるべきであるという議論はなされなかつた。この意味において、これらの立法下で、経営判断原則に関する議論は、ロエスレル草案の時点に比べて後退した。

### (4) 明治四四年改正——善管注意義務論の確立

明治四四年商法改正は、「会社ト取締役トノ関係ハ委任ニ関スル規定ニ從フ（明治四四年商法一六四二条二項）と定めた。明治四四年の「改正商法理由」は、本条項の趣旨につき「本条改正ノ要点ハ取締役ト会社トノ間ノ法律関係ハ委任ニ関スル民法ノ規定ニ從ヒテ之ヲ定

<sup>139)</sup> 『商法修正案理由書』一五四頁（博文館、一八九八年）。

<sup>140)</sup> 丸山長渡著述、西川一男参訳『改正商法要義』二四八頁（同文館、一八九九年）。

<sup>141)</sup> 岡野敬次郎『会社法』四〇四頁以下（有斐閣、一九二九年）。

ものを説明したものでない。すなわち、本理由書は、取締役の職務を果たすに際して用いるべき注意義務の基準（通常の商人の勤勉さと注意）を事業リスクの観点から説明したものである。しかし、本理由書の説明には、取締役の責任が結果責任ではなく、取締役に、その個人的責任を追及されざるべき領域が認められるべき点であるとして、経営判断原則の端緒となる考え方が既に現れていた。

### (2) 明治三二年旧商法

明治三二年旧商法は、ロエスレル草案二七条を受け継いで、同法一八八条として次の規定を置いた。

「取締役ハ其職分上ノ責務ヲ尽クスコト及ヒ定款並ニ会社ノ決議ヲ遵守スルコトニ付キ会社ニ対シテ自己ニ其責任ヲ負フ」。

しかし、かかる規定によつて、取締役はその職務を行うに際して用いるべき注意義務の程度に関する基準は明確になつていなかった。このため、法学者においても次のように見解が分かれた。

法制局参事官・法律取調報告委員でありロエスレル商法草案の下調を分担した岸本辰雄は<sup>135)</sup>、明治三二年旧商法立案担当者解説書において、ロエスレル草案の理由書に基き、明治三二年旧商法一八八条の解説をした。すなわち、岸本は、明治三二年旧商法一八八条の要求する注意義務につき「取締役ハ先ヅ会社ニ対シテ正整ナル商人カ自己ノ事務ニ於テ為スト同シキ勤勉注意ヲ為スノ責務アリ<sup>136)</sup>と解説した。これは、司法省翻訳のロエスレル草案とは表現こそ異なるが、その意味を岸本なりに表現した注釈であり、ロエスレル草案理由書に忠実な解釈であった。井上操も、明治三二年刊の『商法講義』において、若干ニュアンスこそ違つてはいるが大体に於いて岸本と同じ見解を執り、取締役の注意義務を「確實なる商人の為すべき勤勉注意<sup>137)</sup>と表現した。

これに対し、梅謙次郎博士は、『日本商法講義』において、「取締役ハ法定代理人ナリ（幾分か合意ニ依ルト雖トモ先ヅ法定ナリ）既に代理人ナルヲ以テ普通代理人ノ責任ヲ負ハサルベカラズ而シテ普通代理人ナル者ハ其委任ノ事項ニ就テハ善良ナル管理人ノ注意ヲナスコトヲ要ス所謂善良ナル管理人ノ注意トハ第一、越権行為ヲ許サズ第二、権限内ノ行為ニ屬スルモ十分会社ノ利益ヲ計ラサルヘハカラス過失、悪意アルトキハ固ヨリ損害賠償ヲ為スコトヲ免レシ<sup>138)</sup>と説いた。梅博士は、取締役の注意義務につき「これを善良なる管理者の注意義務である」と説いた。梅博士は、取締役は会社との関係では法定代理人であるから、代理人の義務について規定する明治三二年旧民法二二九条（代理人ハ委任事件ヲ成就セシ

<sup>135)</sup> 志田朝太郎『日本商法典の編纂と其改正』四三頁（明治大学出版部、一九三三年）。

<sup>136)</sup> 岸本辰雄『商法正義』四四〇頁（新法注釈会出版、出版年不明、復刻版信山社、一九五五年）。

<sup>137)</sup> 井上操『日本商法講義』一三三頁（大阪国文社、一八九〇年）。

<sup>138)</sup> 梅謙次郎講述『日本商法講義』六五五頁以下（和仏法律学校、一八九六年、復刻版信山社、二〇〇五年）。

営上の裁量を与えて企業家精神を発揮しやすすい法的環境を整えるということよりも、むしろ連法意識に欠ける取締役の違法行為をどのようにして抑止するのかがということに向けていた。

(5) 昭和二五年改正以降の展開——取締役の忠実義務の規定の新設から平成一七年会社法まで

昭和二〇年、日本は敗戦を迎えた。法務総裁・法務調査意見長官の下に、商法改正準備会が設置され、GHQ・経済科学局反トラストカルテル課との交渉し、日本の戦後の商法の基礎を築く草案が起草された<sup>147</sup>。

そもそも、取締役の責任規定の改正は、日本側の改正予定には盛り込まれていなかった。昭和三年一〇月七日、商法改正準備会での検討を踏まえて、法務庁から「株式会社法改正の根本方針<sup>148</sup>」が示されたが、そこでの中心は米国の授権資本制度 (authorized capital stock system) および無額面株式 (non par value stock) を導入し、経済界の要請に応え、外資導入の一助とするという点にあった。昭和三年一月一五日、経済科学局反トラストカルテル課との協議においては、商法改正を日本経済の復興の一助とするという視点は全く欠けており、商法改正の目的は、当初、①会社構造の民主化、②外国からの資本投資の容易化に置かれた<sup>149</sup>。当時、取締役が善意で行った行為が結果として会社に損害をもたらした場場合に取締役が免責されるべきと事項の法理は知られていたが<sup>150</sup>、その考え方を取締役の法令定款違反行為の責任を条文中上失責任と明示して導入することは昭和二五年商法改正の目標とはならなかった。むしろGHQ側は日本の会社経営が無責任に行われていなか不信任感を抱いていたのであり、昭和二四年の初頭から、株主の権利の強化を改正の目標とした。その一環として米国から要請された商法改正事項は取締役の責任の厳格化であった。経済科学局反トラストカルテル課との協議においては、模範として、受託者責任としての性格を有する一九四七年イノイ事業会社法取締役の責任規定が示された<sup>151</sup>。

昭和二四年五月一二日法務調査意見長官「商法の一部を改正する法律案<sup>152</sup>」では、「取締

<sup>147</sup>中東正文『商法改正 [昭和二五年・二六年] GHQ/SCAP文書 日本立法資料全集 本巻九一』解八 (信山社、二〇〇三年)。

<sup>148</sup> 鈴木竹雄『商法とともに歩む』六〇五頁以下 (商事法務研究会、一九七七年)。

<sup>149</sup>中東・前掲書注 (147) 解一六。

<sup>150</sup> バラントアインは、一九二七年、米国の代表的な会社法の解説書において、「通常の注意深い人が、同様の状況下で私であったであろう注意の程度を払った場合でも注意義務違反を負わなければならない」と論じていた (Ballantine, Ballantine on Corporations, Chicago 1927, S. 362)。

同様に、グランジエは、一九〇〇年、取締役と役員向けの会社法ハンドブックにおいて、「取締役は『善意で行った過誤 (honest mistake)』については責任を負わない。例えば、誠実に契約に入ったが、後にその結果が会社に不利益をもたらした場合等である」と論じていた (Grange, Corporation Law for Officers and Directors, New York 1940, S. 410)。

<sup>151</sup>中東・前掲書注 (147) 解一七。  
<sup>152</sup>中東・前掲書注 (147) 頁九〇。

ムベキモノナルコトヲ明カニシテ其法律関係ノ性質ノ不明ナリシガ為メニ生ジタル疑義ヲ解カントコトヲ図リタルニ在リ<sup>153</sup>」と説明した。ここにおいて、取締役の注意義務については、民法一六七条の受任者の注意義務に関する規定が適用される結果として、取締役はその業務執行に際し「善良なる管理者」の注意義務を負うことにつき条文上の疑義がなくならなかった。

同時に明治四四年改正商法は、「取締役が其任務ヲ怠リタルトキハ其取締役ハ会社ニ対シ連帯シテ損害賠償ノ責ニ任ス (同法一七七条一項)」と定めた。この規定の趣旨につき、立案担当者は、取締役が任務懈怠した結果会社に損害を与えた場合には民法の規定に従い会社に對して損害賠償を負うと解釈されていたが、この規定によると取締役の連帯責任という結論を導くことができなかつたため、本条を設け、取締役は任務懈怠があつた場合本取締役は連帯責任を負うと定めたと説明した<sup>154</sup>。

この改正を受けて、松本蒸治博士は、「取締役は会社と委任関係を有するを以て、善良なる管理者の注意を欠き其任務を怠りたる場合に於て会社に對して損害賠償の責めに任ずる<sup>155</sup>」と説明した。

昭和一三年改正商法二六六条一項は、明治四四年改正商法一七七条一項を文言上の変更なく受け継いだ。田中耕太郎博士は、昭和一三年商法二六六条一項につき、「取締役が会社の業務を執行するには……積極的に会社企業のために合目的考慮を怠らず、善良なる管理者の注意を以て之を為すことを要する (民六四四条独株八四条一項参照)……取締役が其の任務を怠りたるときは取締役は会社に對して損害賠償を任ずる (商二六六条一項) 是れ委任契約の不履行に関する一般私法の原則に對する特則である<sup>156</sup>」と論じた。

戦前の日本の商法学を代表する同学者の見解においては、取締役の違法行為を防止するため、取締役の任務懈怠責任の適用を明確にするという問題意識は顕著であつたが、取締役の業務執行に関する裁量を認め、取締役が個人として損害賠償責任を問われない「裁量領域 (ニセーフ・ハーバー)」を積極的に認め、取締役を通じて革新の役割を果たさせ、もって国民経済の発展に資するという意識は希薄であつた。昭和一二年、当時の日本を代表するエコノミストであつた高橋亀吉は『株式会社亡国論』を著して、「破綻を暴露するに至つた銀行会社の殆んど総ては、重役の汚職、腐敗の暗影を宿さざるはなし<sup>157</sup>」と戦前期の日本の株式会社におけるコーポレート・ガバナンスの欠如を厳しく批判した。高橋亀吉が指摘したように戦前期の日本の株式会社においては、取締役が私欲の充足のためには違法行為も辞さないという態度が顕著であつた。かかる日本のコーポレート・ガバナンスの状況認識も反映して、当時の日本の会社法学的取締役に対する規制の考え方は、取締役に経

<sup>153</sup> 法律新聞社編纂『改正商法理由』一六八頁 (法律新聞社、一九〇一年)。

<sup>154</sup> 法律新聞社編纂『改正商法理由』一九四頁 (法律新聞社、一九〇一年)。同様の説明をするものとして、柳川勝二『改正商法正解』二六五頁以下 (法令審議会、一九一四年)。

<sup>155</sup> 松本蒸治『日本会社法論』三〇五頁 (藏松堂書店、一九二九年)。

<sup>156</sup> 田中耕太郎『改正会社法概論』五七八頁以下 (岩波書店、一九三九年)。

<sup>157</sup> 高橋亀吉『株式会社亡国論』二二二頁 (萬里閣書房、一九三七年)。



義務の規定が判例<sup>158</sup>・通説<sup>159</sup>受任者としての取締役の善管注意義務と同質であると解釈されることにより、取締役の責任の厳格化は、取締役の基本的義務である法定款違反責任(昭和二年改正商法二六六条一項五号)の解釈に関しては、実現しなかった。

その後、平成一七年会社法の下で、取締役の対会社損害賠償責任は、その規定ぶりからすると、明治四四年商法改正時の表現に戻り、「取締役は・・・その任務を怠ったときは、株式会社に対し、この規定によって生じた損害を賠償する責任を負う」と規定され(会社法四二三条一項)。この規定を巡って、過失を前提とする責任とみるべきかあるいは注意義務違反のみが任務懈怠を構成するとみるべきか(いわゆる二元説・一元説の対立)および経営判断原則の要件事実上の位置づけが、新たな法解釈上の問題となっている<sup>160</sup>。

2 日本の経営判断原則に関する判例の展開

(1) 判例の発展過程

戦前期において日本の取締役の損害賠償責任が追及された事例は取締役の違法行為にかかわるものであり、株主代表訴訟の制度が存在しなかった戦前期においては、取締役の経営判断が会社に損失をもたらしたことにつき、当該取締役の善管注意義務違反の有無が争われた事例は存在しなかった。

日本における経営判断原則に言及した裁判例<sup>161</sup>は、取締役の忠実義務違反を理由とした取締役の解任が争われた神戸地判昭和五・六・一八下民集五八号三七八頁を嚆矢とする<sup>162</sup>。本判決は、取締役の忠実義務は「全智全能な経済人の能力」を要求するものではないとして取締役の解任請求を認めなかった。経営判断原則が本格的に下級審裁判例として登場するのは、株主代表訴訟の提訴手数料を一律八二〇〇円とした平成五年の簡法改正以降であった。初期の経営判断原則の下級審裁判例は、米国法の影響から経営判断の過程を重視して取締役の責任の存否について判断していた。証券会社による大口顧客に対する損失補填の独禁法違反が問題になった野村證券損失補填株主代表訴訟事件東京地判平成五・九・一六判例時報一四六九号二五頁は、経営判断原則を明確に念頭に<sup>163</sup>において<sup>164</sup>次のように判示した。

<sup>158</sup>最判昭和四五・六・二四民集二四巻六号六二五頁  
<sup>159</sup>鈴木竹雄『会社法(第三版)』二八九頁注一(有斐閣、一九九四年)、大隅健一郎=今井宏『会社法論中巻(第三版)』一六四頁以下(有斐閣、一九九二年)。  
<sup>160</sup>高橋英治「取締役の任務懈怠責任」法学教室三六二号二頁以下(二〇一〇年)参照。  
<sup>161</sup>日本の経営判断原則に関する裁判例の発展状況を包括的に網羅し、判例の流れを示す優れた著作として、近藤光男編『判例法理・経営判断原則』(中央経済社、二〇一二年)。  
<sup>162</sup>近藤編・前掲書注(161)二七頁以下参照。  
<sup>163</sup>東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社訴訟I(第三版)』二三九頁(判例タイムズ社、二〇一一年)。

役ハ法律者ハ定款ノ規定又ハ總會ノ決議ヲ遵守シ且且会社ノ為賦実ニ<sup>153</sup>業務ヲ執行スル義務ヲ負フ此ノ場合ニ於テハ株主及債権者ノ利益ヲモテ考慮スルコトヲ要ス」という内容の現在の取締役の忠実義務に相当する条文の草案が示された。

昭和五年改正商法二五四条ニは、「取締役ハ法令及定款ノ定並ニ總會ノ決議ヲ遵守シ会社ノ為忠実ニ其ノ職務ヲ履行スル義務ヲ負フ」と規定し、現在の取締役の忠実義務の規定(会社法三五五条)の元が成立した。改正に関与した鈴木竹雄博士と石井照久博士は、取締役が会社の利益を積極的に追求する義務を負っていることを強調され、本規定は「取締役は、・・・積極的に会社のため目的考慮を怠らず、忠実に職務を執行しなければならぬ<sup>154</sup>(傍線引用者)」ことを定めたものであると説明した。また同氏は、かかる一般的忠実義務は取締役が会社と委任関係に立つ以上当然であって、従来ももちろん認められたが、新法は取締役の権限を強化した反面として、右規定を新設し、この点を明確化したと説明した。大隅健一郎博士と大森忠夫博士は、右規定は、受任者の義務と内容的な差異はないとするが、米国法では取締役は法的にも受託者の地位を有するものと解されているが、右規定がかかる米国法の法理の導入を予想しているといえるかもしないとして、取締役は会社財産の処理に付き最大の善意を行使しなければならず、その地位を自己の私的利益を促進するために使用してはならないという解釈論上の結論を導き出したことを示唆した<sup>155</sup>。大隅、大森両博士のこの最後の推言は、後の米国法の影響を受けた解釈学説である善管注意義務と忠実義務の二分説を基礎づけるものとなった。

昭和五年簡法改正は、取締役の対会社損害賠償責任については規定の形式を一変させた。すなわち、同法二六六条一項は、「左ノ場合ニ於テハ其ノ行為ヲ為シタル取締役ハ会社ニ対シ連帯シテ・・・第五号ニ在リテハ会社ガ蒙リタル損害額ニ付・・・賠償ノ責ニ任ズ・・・五 法令又ハ定款ニ違反スル行為ヲ為シタルトキ」と規定した。鈴木竹雄博士と石井照久博士は、本項五号は「概括条項」であり、本号にいう「法令」には「具体的な職務を定める規定のほか、忠実義務ないし受任者の善管義務を定める規定をも包含するものと解しなければならぬ<sup>156</sup>」、明治四四年改正法の任務懈怠責任は本条項に包含されると説明した。

大隅、大森両博士は、昭和五年改正商法二六六条一項五号につき「理論上は取締役の会社に対する責任の一般原則を示す・・・法令又は定款に違反する行為とは、故意又は過失により右のような法令または定款の規定に違反する場合をいう<sup>157</sup>」と解説し、取締役の法定款違反の責任は過失責任であることを明らかにした。

GHQ側の要請で取締役の責任の厳格化のために制定されたと推測される取締役の忠実

<sup>153</sup> 英文草案では「誠実ニ」という訳語に“with integrity”が当てられている(中東・前掲書注(147)資七九参照)。  
<sup>154</sup> 鈴木竹雄=石井照久『改正株式会社法解説』一六一頁(日本評論社、一九五〇年)。  
<sup>155</sup> 大隅健一郎=大森忠夫『逐条改正会社法解説』二三五頁以下(有斐閣、一九五一年)。  
<sup>156</sup> 鈴木=石井・前掲書注(154)一七一頁。  
<sup>157</sup> 大隅=大森・前掲書注(155)二九八頁。

の対象とする日本型経営判断原則が出現し、下級審判例として定着した<sup>165</sup>。

最高裁は経営判断の過程も問題にする下級審判例の考え方は一線を画した。すなわち、取締役による支援融資の義務違反が争点になった事例では、融資の判断内容の合理性のみを問題とした。すなわち、東京都観光汽船事件東京高判平成八・九・二九金融・商事判例一一〇五〇二頁では、役員構成等が類似する赤字続きの会社への金融支援を行った代表取締役等に損害賠償を求めた代表訴訟が提起された事案であったが、東京高裁は、経営判断に至る過程をほとんど問題にせず、損害発生の可能性や経営判断の内容のみを検討し、取締役としての裁量の範囲を逸脱しており、会社に対する善管注意義務・忠実義務に違反すると判断したが<sup>166</sup>、最判平成二・九・二八金融・商事判例一一〇五〇一六頁は、この原審判決を支持し、控訴を棄却した。銀行の支店が行った過振りによって生じた損失填補を目的に行った取引先（B不動産）への追加融資につき取締役の責任を認められた北海道拓殖銀行栄木不動産事件最判平成二〇・一・二八判例時報一九九七号一四三頁は、「B不動産に対し本件不動産を担保とすることを条件に本件追加融資を行うことを決定した被上告人らの判断は、本件過振りが判明してから短期間うちにその対処方針及び本件追加融資に依るべきかを決定しなければならぬという時間的制約があったことを考慮しても、著しく不合理なものとわざるを得ず、被上告人らには取締役としての忠実義務、善管注意義務違反があったというべきである（傍線引用者）」と判断した。経営破綻した銀行への追加融資の善管注意義務・忠実義務違反を認められた北海道拓殖銀行カプトコム事件最判平成二〇・一・二八判例時報一九九七号一四八頁は「(融資を決定した)被上告人らの判断は、当時の状況下において、銀行の取締役によって一般的に期待される水準に照らし、著しく不合理なものといわざるを得ず、被上告人らには銀行の取締役としての忠実義務、善管注意義務違反があったというべきである（傍線引用者）」と判断した。これらの支援融資の注意義務・忠実義務違反に関する最高裁の裁判例は、①判断内容の著しい不合理のみを取締役の善管注意義務違反の存否にかかるとする唯一の基準としている、②経営判断原則について全く言及していないという点で、同時期の下級審判例とは傾向を異にしていた。

しかし、最高裁においても、まず刑事事件において「経営判断原則」という語を初めて用いた裁判例が出現した。すなわち、回収可能性がないことを知りながら財政難の取引先に無担保融資を行った銀行の取締役特別背任罪の成立が認められた北海道拓殖銀行特別背任事件最決平成二・一・一一・九刑集六三卷九号一一一七頁は次のように判断した。

「銀行の取締役が負うべき注意義務については、一般の株式会社取締役と同様に、受任者の善管注意義務（民法644条）及び忠実義務（平成17年法律第87号による改正前

<sup>165</sup>近藤編・前掲書注(161)七〇頁〔古川朋雄〕参照。

<sup>166</sup>北村雅史教授は、東京高判平成八・九・二九金融・商事判例一一〇五〇二頁を、経営判断原則を適用していない事例と位置づける（北村雅史「最近の判例に見る株主代表訴訟」小林秀之＝近藤光男編『新しい株主代表訴訟』八五頁（弘文堂、二〇〇三年））。高橋英治「関連会社に対する支援金供与と経営判断原則」商事法務一七四七号五六頁（二〇〇五年）参照。

「取締役は会社の経営に善良な管理者の注意をもって忠実にその任務を果たすべきものであるが、企業の経営に関する判断は、不確実かつ流動的で複雑多様な諸要素を対象にした専門的、予測的、政策的な判断能力を必要とする総合的判断であるから、その裁量の幅はおおすく広いものとなり、取締役の経営判断が結果的に会社に損失をもたらしたとしても、それだけで取締役が必要な注意を怠ったと断定することはできない。会社は、株主総会で選任された取締役に経営を委ねて利益を追及しようとするのであるから、適法に選任された取締役がその権限の範囲内で会社のために最良であると判断した場合には、基本的にその判断を尊重して結果を容認すべきであり、このように考えることによって、初めて、取締役を委縮させることなく経営に専念させることができ、その結果、会社は利益を得ることが期待できるのである。

このような経営判断の性質に照らすと、取締役の経営判断の可否が問題となった場合、取締役であればそのときのような経営判断をすべきであったかをまず考えよう。これとの対比によって実際に行使された取締役の判断の可否を決定することは相当でない。むしろ、裁判所としては、実際に行使された取締役の経営判断そのものを対象として、その前提となった事実の認識について不注意な誤りがあったかどうか、また、その事実に基づく意思決定の過程が通常の企業人として著しく不合理なものでなかったかどうかという観点から審査を行うべきであり、その結果、前提となった事実認識に不注意な誤りがあり、又は意思決定の過程が著しく不合理であったと認められる場合には、取締役の経営判断は許容される裁量の範囲を逸脱したものととなり、取締役の善管注意義務又は忠実義務に違反するものとなる」と解するのが相当である（傍線引用者）。

本判決は、経営判断原則という言葉こそ用いなかったが、経営判断原則の制度趣旨を明らかにし、取締役の経営判断の過程が著しく不合理であるかを否かを問題とする経営判断原則に従って判断し、結論として取締役の善管注意義務違反・独禁法違反を認めなかった。

その後、系列ノンバンクに対する支援にかかるとする代表訴訟につき担保提供が命じられた事例である名古屋地判平成七・九・二二金融法務事情一四三七号四七頁は、「経営判断の前提となった事実認識に不注意な誤りがあったとか、その事実に基づく意思決定過程が著しく不合理であったという事情は認められず、取締役の経営判断に許容される裁量を逸脱したとは言えない」として、取締役の経営判断過程の著しい不合理のみを問題とする野村證券損失補填株主代表訴訟事件東京地裁判決で展開された経営判断原則を踏襲した。その直後のセメダイン事件東京地判平成八・二・八資料版商事法務一四四号一一五頁では、業績の悪化した合弁事業を買収した会社の取締役の義務違反が認められなかった事例であるが、「その前提となった事実の認識に重要かつ不注意な誤りがなく、意思決定の過程・内容が企業経営者としてとくに不合理・不適切なものといえない限り」、注意義務・忠実義務違反はないと判断した<sup>164</sup>。ここにおいて、経営判断の過程だけではなく、内容の合理性も審査

<sup>164</sup> 東京地判平成八・二・八資料版商事法務一四四号一一五頁。

事件最高裁判決が、従来の下級審裁判所の経営判断原則の審査基準<sup>107</sup>を導入したとみる見解が有力に主張された<sup>108</sup>。本判決以降の下級審裁判例においては、アパマンショップHD事件最高裁判決の経営判断原則の定式を踏襲するものが多数を占めるが<sup>109</sup>、本判決以前に下級審裁判例で主流であった経営判断の定式を採用するものも存在する。すなわち、さいたま裁判平成二三・九・二金融・商事判例一三七六号五四頁は、前掲東京地判平成八・二・八資料版商事法務一四四号一五頁の判示を踏襲し、「株式会社における取締役の判断が善管注意義務及び忠実義務に違反するかどうかは、取締役の経営上の判断、その性質上、将来の企業経営や経済情勢についての予測等、不確実な事情を前提とする判断とならざるを得ないことからすれば、その判断の前提となつた事実の調査及び検討について特に不意な点がなく、その意思決定の過程及び内容がその業界における通常の経営者の経営上の判断として特に不合理又は不適切な点があつたかどうかという点を基準として判断すべきである。(傍線引用者)」と判示した。

近時、アパマンショップHD事件最高裁判決の経営判断原則の定式をそのまま採用する下級審裁判例も現れている。すなわち、ノヴァ・あずる監査法人等事件大阪高判平成二六・二・二七金融・商事判例一四四一号一頁では、破産した英会語学校(上場株式会社)の元役員(P1ら)は不法行為責任および会社役員としての対第三者責任の成否が争点となつたが、大阪高裁はP1の取締役としての資金流回避義務違反についてはこれを認めず、「新規店舗の開張による事業の拡大というような経営計画の基本方針については、将来予測にわたる取締役の経営上の専門的判断にゆだねられているというべきであり、その判断の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としての善管注意義務に違反するものではないと解される。・・・被控訴人P1が平成一六年以降事業の拡大を加速させたようとした経営判断については、その過程や内容に著しく不合理な点があるとはいえず、そのような経営判断をしたことにつき取締役としての善管注意義務違反があるとはいえない(傍線引用者)」と判示した。

アパマンショップHD事件最高裁判決以降、下級審裁判例において、本判決の経営判断原則の公式を採用するものと、本判決以前の下級審裁判例の公式を踏襲するものが混在している点に、最高裁による経営判断原則のより踏み込んだ定式化の必要性がみとれる。

## (2) 今後の判例の展望——株式会社の政治献金と経営判断原則

<sup>107</sup> 東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社訴訟I(第二版)』二四二頁(判例タイムズ社、二〇〇八年)。

<sup>108</sup> ものとして、善合誠一「アパマンショップ株主代表訴訟最高裁判決の意義」商事法務一九一三号七頁(二〇一〇年)、北村雅史「非上場会社の株式の買取りと経営判断の原則」ジュリスティック四二〇号一三九頁(二〇一一年)。

<sup>109</sup> 東京地裁平成二三・一・二七LEX/DB:二五四七〇〇三八〇、大阪高判平成二六・二・二七金融・商事判例一四四一号一頁。

の簡法254条の3、会社法355条)を基本としつつも、いわゆる経営判断の原則が適用される余地がある。しかし、銀行業が広く預金者から資金を集め、これを原資として企業等に融資することを本質とする免許事業であること、銀行の取締役は金融取引の専門家であり、その知識経験を活用して融資業務を行うことが期待されていること、万一銀行経営が破たんし、あるいは危機にひんした場合には預金者及び融資先を始めとして社会一般に広範かつ深刻な混乱を生じさせること等を考慮すれば、融資業務に際して要求される銀行の取締役の注意義務の程度は一般の株式会社取締役の場合に比べ高い水準のものであると解され、所論が「経営判断の原則が適用される余地はそれだけ限定的なものにとどまるといわざるを得ない。(傍線引用者)」。

続いて、非上場会社である子会社の株式を買い取る決定を行った取締役の善管注意義務違反を否定したアパマンショップHD事件最判平成二二・七・一五判例時報二〇九一〇九一〇頁において、最高裁は、次のように判示して「決定の過程、内容が著しく不合理な点がない限り取締役の善管注意義務違反はない」とする経営判断原則の定式を示した。

「本件取引は、AをBに合併して不動産賃貸管理等の事業を担わせるという参加人のグループの事業再編計画の一環として、Aを参加人の完全子会社とする目的で行われたものであるところ、このような事業再編計画の策定は、完全子会社とすることのメリットの評価を含め、将来予測にわたる経営上の専門的判断にゆだねられていると解される。そして、この場合における株式取得の方法や価格についても、取締役においても、株式の評価額のほか、取得の必要性、参加人の財務上の負担、株式の取得を円滑に進める必要性の程度等も総合考慮して決定することができ、その決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としての善管注意義務に違反するものではないと解すべきである。

・・・買取価格を1株当たり5万円と決定したことが著しく不合理であるとはいえない。そして、本件決定に至る過程においては、参加人及びその傘下のグループ企業各社の全般的な経営方針等を協議する機関である経営会議において検討され、弁護士の見解も聴取されるなどの手続が履践されているのであって、その決定過程にも、何ら不合理な点は見当たらない。

以上によれば、本件決定についての原告人らの判断は、参加人の取締役の判断として著しく不合理なものということはできないから、原告人らが、参加人の取締役としての善管注意義務に違反したということではできない。(傍線引用者)」

本判決が、善管注意義務違反の存否を決する重要な要素である「決定の過程」と「内容」との関係で、「かつ」あるいは「または」という明確な表現を用いずに、あえて「」でつなぐ曖昧な判示をしたのが問題となる。最高裁は、あえて、かかる曖昧な判示方法を採用することにより、これら二つの要素がそれぞれ別個に判断されるものではなく、従来の下級審裁判例が判示してきたように、両要素の総合的判断により取締役の義務違反の存否は決定されることを示そうとしたとも考えられる。このため、学説上、アパマンショップHD

判示し、政治献金を行うか否かの判断に経営判断の原則の適用を認めている<sup>172</sup>。この判決については、上告および上告受理申立がなされているが、最高裁は、上告を棄却し、上告受理申立を受理しない決定をしている<sup>173</sup>。今後、最高裁は、株式会社政治献金につき、アパマンショップHD事件最高裁判決の経営判断原則の定式に従い、会社による政治献金の決定の過程、内容に著しい不合理な点がない限り、政治献金を決定した取締役の注意義務違反を認めないとする可能性がある。

七 おわりに——日本法における経営判断原則の立法化の可能性

ドイツ法と日本法においては、経営判断原則の存在形態に大きな違いが見られる。すなわち、ドイツ法では経営判断原則は立法化されたのに対し、日本法では、経営判断原則は判例法理の形態を採っている。すなわち、アパマンショップHD事件最高裁判決は、取締役が経営判断を行った時点において、「その決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としても善管注意義務に違反するものではない」と判示する<sup>174</sup>。

ドイツ法が米国の法の経営判断原則の継受へと向かった背景としては、当時のドイツの株式法において取締役の一般的責任を追及する株主代表訴訟が認められていなかったこともあり、取締役の責任追及の事例が極端に少なく、ドイツ法の経験の少なさを補うために、外国法の原理を参照せざるを得なかったという事情が大きく働いた。連邦普通裁判所民事第二部の当時の首席裁判官であったレーレヒトは、アララグ・ガルメンベック判決を下す前に、ハンブルクのマックスプランク外国私法国際私法研究所に対して米国の経営判断原則に関する資料の提供を求めた<sup>175</sup>。これは、ドイツの裁判官が、判例法上の経営判断原則を導入する際に、米国の経営判断原則を参考にした事実を示す。

ドイツ法において経営判断原則が立法化された背景には、既に連邦普通裁判所により経営判断原則が定式化され、判例法として確立していた事実にも注目されるべきである。

日本法において経営判断原則を定式化したといわれる<sup>176</sup>アパマンショップHD事件最高裁判決は、子会社株式の買取という特徴の判断に特化した書きぶりになっているため、本判決をもって「経営判断の一般的な審査基準を最高裁が定立した」と断言することはできない。

<sup>172</sup> 近藤編・前掲書注(161) 二八六頁以下〔加藤真朗〕。

<sup>173</sup> 最決平成一八・一・一四資料版商事法務二七四号一九二頁。

<sup>174</sup> 最判平成二二・七・一五判例時報二〇九号九〇頁。

<sup>175</sup> Hopf/M. Roth, in: Hopf/Wiedemann, Großkommentar-AktG, 4. Aufl., §93 Abs 1 Satz 2, 4 mF. Rdmr. 6.

<sup>176</sup> 「本判決（アパマンショップHD事件最高裁判決を指す・引用者注）は、最高裁が、民事事件において初めて、取締役の経営判断について善管注意義務違反があったか否かを裁判所が審査する際の基準として、いわゆる経営判断原則を明確に位置つけた判決である」（吉原和志「取締役の注意義務と経営判断原則」江頭憲治郎＝岩原伸作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選（第二版）』一〇八頁（有斐閣、二〇一一年））。

将来の日本の経営判断原則の判例の展開に関する展望として、判決が出された当時においては経営判断原則に関する判例であると意識されていなかったが、今後経営判断原則の判例となりうる日本の会社法上の重要判例について、ドイツ法から示唆を受けて考察する。

日本では、八幡製鉄株式会社の代表取締役が同社を代表して時の政権与党であった自由民主党に対して三五〇万円の政治献金を行ったことにつき、同社の株主が取締役の忠実義務に違反するとして株主代表訴訟を提起した事件に対する判決である八幡製鉄政治献金事件最判昭和四五・六・二四民集二四巻六号六二五頁は、結論的には政治献金を行った代表取締役の責任を認めなかったが、会社の政治献金に際しての取締役の義務違反の存否を決する定式を次のように示した。

「取締役が、その職務上の地位を利用して、自己または第三者の利益のために、政治資金を寄附した場合には、いうまでもなく忠実義務に反する・・・取締役が会社を代表して政治資金の寄附をなすにあつては、その会社の規模、経営実績その他社会的経済的地位および寄附の相手方など諸般の事情を考慮して、合理的な範囲内において、その金額等を決すべきであり、右の範囲を越え、不相当な寄附をなすときは取締役の忠実義務に違反する。」

この日本の最高裁の定式は、寄附の額が、会社の財産、財政および収益状況から不相当であり、会社が支払いできないものである場合、当該寄附は例外的に会社財産の浪費に該当し、取締役の注意義務違反を構成するというドイツの通説の見解に一致する<sup>170</sup>。

ドイツの通説上、会社の政治献金は取締役の経営上の裁量に委ねられた事項、すなわち取締役の経営判断事項であるとする<sup>171</sup>。利益相反がある場合、経営判断原則は適用されない。今後の会社の政治献金に対する最高裁の判例の発展方向として、経営判断原則の活用という方向が考えられる。すなわち、最高裁が、①利益相反性のある政治献金は忠実義務違反となる、および②会社の政治献金は「合理的な範囲内」においては許される、という判示部分に当時認められていなかった経営判断原則の萌芽を認め、会社の規模・経営実績等に照らし著しく不相当な寄附がなされた場合、あるいは取締役が自己の政治的欲求を實現するため、換言すれば個人的利益追求のための利益相反が認められる政治献金に限り、取締役の注意義務違反を認めるという方向である。同じく自由民主党に対して政治献金を行った代表取締役に関する株主代表訴訟事件である熊谷組政治献金事件では、第二番の名古屋高裁金沢支部平成一八・一・一一判例時報一九三七号一四三頁が、八幡製鉄事件政治献金事件の最高裁定式を採用するとともに、「仮に政治献金について経営判断原則が適用されるとしてもYらは注意義務を怠つた」とする株主の主張に対して、取締役らに「前提事実における不注意な誤りやその判断に至る過程に著しい不合理があるとはいえない」と

<sup>170</sup> Fleischer, FS Wiedemann, S. 845 f.

<sup>171</sup> Fleischer, FS Wiedemann, S. 845 f.

決定の立場が基本としては維持されるべきであるということになる。

結局、最高裁は、アバマンシヨップHD事件判決の「決定の過程、内容」の著しい不合理性の判示によって、取締役の普管注意義務違反の存否の認定は、決定内容の著しい不合理に、決定過程における何らかの不合理の要素を総合して判断するという立場に立っていき、取締役の普管注意義務違反の判断にかかわらせざるべきである。

そもそも、経営判断原則はドイツや日本のように事実認定と法律判断が同一の法廷によってなされる国においては、取締役が経営判断に至る過程で情報収集等、必要な手段を尽くした場合は、当該判断の内容については、義務違反がないとすることで、裁判官に後付けで経営判断の内容の義務違反の有無についての非常に困難な判断させる負担を軽減するとともに、取締役に対しては、経営判断の内容によって取締役の個人責任を問われたいとすることで、経営判断に広範な裁量領域を与え、リスクを恐れず革新に果敢に挑戦する企業家精神を育てる制度である。従来の最高裁判例では、取締役の判断内容が著しく不合理である場合には、普管注意義務違反を認めるという立場が採られてきた。判断内容の合理性については主張・立証があった場合に裁判官は判断すべきであると考え、以上の最高裁の立場は堅持されるべきことになる。一定の手続きを踏んだ場合には、取締役の義務違反を否定するといふドイツ法の考え方を生かしつつ、経営判断原則が本来有する裁判官の思考の節制および合理化と取締役の経営の自由の確保という二つの機能を果たさせるためには、取締役の経営判断において、利益相反がなく、誠実に、会社の利益を追求するために、情報収集等当該判断が出された時点において適切であると合理的に認められる措置を採った場合、当該経営判断は合理的であり注意義務違反は存在しないと推定されるというルールを判例法上確立するべきである。この立証責任転換規定により、責任追及者側(原告)が取締役の経営判断が、その過程においても、またその内容においても、著しく不合理であるという主張をしてきた場合、被告の取締役側は、経営判断に至る情報収集等の手続を十分に採ったことを立証することで、その経営判断の合理性が推定され、それにもかかわらず取締役の責任追及者が経営判断の内容が著しく不合理であったということを責任追及者(原告)が立証できない限り、裁判官は、取締役個人に対し損害賠償責任からの免責の判決を下すことができるとすべきである。

経営判断原則が基づく企業の「革新」を促進する思想は国民経済の発展にとってプラスとなる。会社が新事業を立ち上げる際、企業人は、新事業の失敗を無用に恐れれば、やがて挑戦する心を忘れ、革新は行われなくなる。シュンペーターも論じたように、革新の志をもつ経営者がいない社会は、経済発展の担い手が存在しないことを意味し、かかる社会はやがては停滞・没落へと向かう。日本の最高裁も、下級裁判所に対して積極的に法律解釈の指針を示していくという役割を果たすべく、経営判断原則につき、経営者が誠実に違法でなくかつ利益相反のない状態で会社の利益を追求した結果、会社に損失をもたらしても、経営者個人の責任を追及されないという内容の法理であり、取締役は、個人責任までは追

い<sup>177</sup>とする見解が有力に主張されている。最高裁も、本判決を最高裁民事判決集(民集)搭載判例としていないことからしても、少なくとも判決が出された当初は本判決を民事事件で経営判断原則の定式を初めて示した先例として重要な意義を有するものとは認められていなかったものと推察される。現在の日本の最高裁の経営判断原則の定式は、その精密さの点から、ドイツや米国の経営判断原則の定式との比較の観点から、大きく見劣りする。また、経営判断原則の定式と最高裁自身が明らかにしていないため、その判決の趣旨が不明である。将来、最高裁は、経営判断原則につき、アバマンシヨップHD事件最高裁判決より踏み込んだ判決を下すべきである。

アバマンシヨップHD事件最高裁判決が示す経営判断原則の定式は、取締役が経営上の措置を執った時点において、「その決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としても普管注意義務に違反するものではない」というものであるが、決定の過程の合理性に関する判断と決定内容の合理性に関する判断とが、いかなる関係に立つのか明確でない<sup>178</sup>。両者の関係を単純に「かつ」で結びつた問題が生じる<sup>179</sup>。すなわち、最高裁は過去の判例において著しく不合理な内容の判断は取締役の普管注意義務・忠実義務に違反するという前提に立っているにもかかわらず<sup>180</sup>、この「かつ」の基準によると、著しく不合理な内容の判断がなされた場合についても、決定過程については合理的に判断されたとしたこととを理由として、取締役の普管注意義務違反が否定されることになってしまった。そこで、アバマンシヨップHD事件最高裁判決の示す経営判断原則の定式は、決定の過程「または」その内容が著しく不合理である場合について、取締役の普管注意義務違反を肯定する趣旨であると考える余地が生じる。しかし、かかる解釈を採ると、内容は合理的であった経営判断を、決定過程が著しく不合理であったことを理由として、普管注意義務違反としてしまう。このように考えていくと、裁判所が経営判断の内容の審査を放棄しないという前提の下では、決定過程の過誤がいかなるものであったかを問わず、判断内容が著しく不合理であれば、取締役の普管注意義務は肯定されるべきであるという従来の最高裁

<sup>177</sup> 田中亘「経営判断と取締役の責任——アバマンシヨップHD株主代表訴訟事件」ジュリスト一四四二号一〇三頁(二〇一二年)。

<sup>178</sup> 伊藤靖史「アバマンシヨップ株主代表訴訟上告審判決」商事法務二〇〇九号五三頁以下(二〇一三年)参照。

<sup>179</sup> 平成二六・四・一〇金融・商事判例一四四三二二頁は、「外国に設立した完全子会社に對し、果たして又どの程度の信用を供与して事業展開を図るか等は、・・・将来の予測に係る経営上の専門的判断に委ねられていると解される。このような場合、取締役は、・・・その判断の過程及び内容が著しく不合理なものであった場合に、普管注意義務の責任を負う(傍線引用者)」と判示する。「本決定(アバマンシヨップHD事件最高裁判決)を指すのが過程と内容の双方について『著しく不合理』という緩やかな基準で審査したことは適切であり、今後とも、経営判断の事例は一般的にこの基準によって審査することが適切であると主張」する学説として、田中・前掲注(177)ジュリスト一四四二号一〇三頁。

<sup>180</sup> 裁判平成二〇・一・二八判例時報一九九七号一四八頁(北海道拓殖銀行資本不動産事件)、裁判平成二〇・一・二八判例時報一九九七号一四八頁(北海道拓殖銀行サブドコム事件)。

及されない「裁量の領域 (=セーフ・ハーバー)」を認めたものであるという経営判断原則の趣旨を判決文中で示した後、この法理の定式を——ドイツおよび米国等の諸外国における同法理の発展を参考にしながら——(例えば右に論じたような仕方)より精密に展開するべきである。かかる経営判断原則に関するリーディングケースが出された後に、諸外国の経営判断原則の内容を参考にした上で、日本法が経営判断原則の立法化に向かうことが推奨される<sup>181</sup>。日本において経営判断原則が立法化される場合、複数の判決例によって微妙に変遷しうる経営判断原則の定式の個々の要素のあり方についての論争は収束し、法律で定められた経営判断原則を構成する各要件事実に関する判例・学説が蓄積されることにより、その適用基準が明確化するであろう。

<sup>181</sup> 森田章教授は、「不定量の財産増加のためには、ドイツで立法されたように経営裁量権を確立する立法こそが有益である」と論じる(森田章『日本の資本主義と会社法——グローバルな基準への飛言』八四頁(中央経済社、二〇一四年))。

2014年9月26日 JPX 金融商品取引法研究会報告

ドイツにおける経営判断原則

大阪市立大学教授 高橋英治

本日は、ドイツの経営判断原則について、その発展過程を概観した上で、現在、どのような内容になっているかご紹介していきたいと思っております。

では、初めに、簡単に、ドイツにおける経営判断原則の発展過程を振り返ってみたいと思います。

ドイツでは、経営判断原則は、まずは判例法理として認められ、その後法律上の規定ができました。

ドイツにおいて、初めて経営判断原則を正面から認めたのは、1997年4月21日連邦通常裁判所アラダー・ガルメンベック判決です。

連邦通常裁判所の判事であったヘンツェは、アラダー・ガルメンベック判決について、米国の経営判断原則を採用した判決であると分析しています。

米国の経営判断原則というのは、第一に、「決定の前に十分に情報を得ていること」、第二に「取締役の措置が会社利益と利益相反関係に立たないこと」、第三に「会社の最良の利益に沿っていること」だとされています。

ヘンツェによれば、アラダー・ガルメンベック判決は、この3つの要件の他に、さらに、第四の要件として、「企業家リスクを負担する覚悟が無責任な態様で度を越えたものとなつてはならないこと」、第五の要件として「取締役の行為がその他の理由から義務違反となつてはならないこと」という二つの要件を加えたものです。ヘンツェは、これら五つの要件事実を充足した場合に、取締役は責任を負わないとするものでであると解説しました。

ドイツの多数説は、アラダー・ガルメンベック判決は、企業家的裁量原則を米国の経営判断原則の影響の下に定式化したものだと考え、本判決を支持しました。

1999年、ウルマーという学者が、「適切な情報を基礎に会社の利益のための企業家的行為によって損害が生じた場合、かかる行為が後の発展ないし認識により会社のために不利益となる場合でも、義務違反はない」という規定を新設すべきことを主張しました。そして、翌年2000年のドイツ法律家会議経済法部会決議では、経営判断原則を立法化すべきことが可決されました。

2004年1月には、「企業の誠実性及び取消権の現代化のための法律（UMAG）」の報告者草案が公表され、株式会社における経営判断原則を定める次の規定を設けることが提案されました。

「取締役が企業家的決定において重過失なく適切な情報をもとに会社の福利のために行

為すると認めることが許される場合、義務違反はない。」

この経営判断の定式における「重過失なく」という表現は、デラウェア州裁判所の経営判断原則の定式をモデルとしたものです。つまり、デラウェア州裁判所は、「取締役の決定は、合理的に取得可能なすべての事実を考慮し重過失ない手続きで決定が下された場合、裁判所により尊重される」としています。

これに対しては、「重過失」という主観的責任の要素が客観的義務違反の有無の判断の問題にされていることは理論上問題がある、また、ドイツ民法は若干の例外を除いて責任基準を重過失に軽減していない、という批判がありました。

結局、2005年9月22日に成立したUMAGでは、このような批判が受け入れられ、経営判断原則につき、「重過失なく」という要件が削除されました。米国法律協会の経営判断原則の定式をモデルとして、「取締役が企業家的決定において適切な情報を基礎として会社の福利のために行為したと合理的に認めることが許される場合、義務違反はない」という規定になりました。これは、株式法の93条1項第2文です。

以上のような経緯で、ドイツ法に経営判断原則の明文が設けられるに至ったわけですが、次に、この経営判断原則の内容について、お話していきたいと思っております。

株式法93条1項第2文が規定する経営判断原則は、五つの要件事実によって構成されています。第一が、「起業家的決定であること」。第二が「会社の福利のために行為したと合理的に認めることが許されること」。第三が「特別な利益や外部の影響を受けた行為ではないこと」。第四が「適切な情報を基礎とした行為であると認めることが許されること」。第五が「善意なる行為であること」。

それでは、各要件事実について、判例・学説上、どのように理解されているかについて検討していきたいと思っております。

要件の第一が、「企業家的決定」です。

「企業家的決定」において重要な要素は「決定」という点であり、これは情報を十分に得た上で様々なリスク要因を比較考量して複数の行為の選択肢から会社らしい企業的利益のために最善となる行為を選びとるという行為を指すとされています。普通注意義務および忠実義務から要請された行為は、経営判断原則の適用の対象外です。適法な行為のみが経営判断原則の保護の対象となり、法律・定款違反の行為は経営判断原則の対象外です。

例えば、定款に記載された事業目的に従った行為をすることは取締役の義務です。これに違反する、すなわち目的外の行為を行った場合には、経営判断原則は及ばません。また、取締役がカルテル契約を締結するように申し込まれた場合にも、カルテル契約締結は、贈賄やマネーロンダリングを同じく明白な違法行為なので、経営判断原則は及ばません。取締役としては、カルテル契約を拒否するほか選択肢はないのです。仮に、カルテル締結の可能性が低く、かつ、カルテルによってたらされる利益が莫大なもの

なる場合でも同じです。

法律違反を犯した方が会社の利益になる場合でも、法律違反である以上、経営判断原則が適用されることはありません。アメリカの事例になりますが、1994年に、荷物運送会社が、ニューヨーク市で駐車禁止の標識に従わずに荷物運送事業を行った結果、150万ドルの罰金を科せられたという事件がありました。この事件はドイツでも知られており、仮にドイツで類似の事件が起こったとしたら、その会社の株主は罰金額相当の損害の賠償を求めて代表訴訟を提起できると考えられています。なぜなら、会社は道路交通に関する法律上の一般法規に従う義務を負っており、取締役には法律に従わないという責務は存在しないからです。

UMAG政府草案理由は、「一定の行為を執るよう決定が法律によって決められている場合、すなわち忠実義務、情報提供義務その他の法律定款に違反する行為」は、企業家的決定とは区別されるべきであり、「一般的な法律・定款違反行為にはセーフ・ハーバーを与えざるべきではない」と明言しています。

会社が第三者と契約を締結した場合に、契約上の債務を履行するか、あるいは債務をあえて履行せずに損害賠償義務を負うかを選択する場面では、経営判断の原則が及ぶと言われています。確かに、会社が第三者と契約を結ぶことによつて、契約上の義務が生じているのですが、その義務は会社のみを拘束するのであって、取締役を拘束する法律上の義務ではないと考えられています。その結果、取締役は、契約を履行するメリットを選んでもいいし、契約を履行せずに損害賠償を支払うことを選んでもいいという、選択の自由をもつこととなります。

第一の要件である「企業家的決定」に関しては、不確実性のある決定だけが対象になるかどうか、という論点があります。例えば、監査役会による取締役の報酬決定や取締役による計算に関する事項について、経営判断原則が適用されるかどうか、という問題です。

この点に関し、ヘアアアは、取締役の裁量的決定を保護するという株式法93条1項第2文の趣旨からすると、「不確実性のある決定」のみが経営判断原則の保護の対象となると論じています。

これに対し、ホプトとマルクス・ロートは、将来の不確実な事象の展開とは無関係の事柄についても経営判断原則が認められてもよいと論じていて、この考え方だと、監査役会による取締役の報酬決定や取締役による計算に関する事項についても、経営判断原則が適用され、それぞれ監査役会、取締役の裁量が認められることとなります。また、会社に利益が発生した場合、これを株主に配当するべきか、あるいは、会社の長期的発展のために内部留保するかは、取締役の経営判断に属する事項であるということになります。

ホプトとマルクス・ロートは、取締役や監査役会による監督は、企業的決定ではないが、経営判断原則の適用が認められてもよいはずであると論じています。両氏は、取締役や監査役会による監督は、仮に法律上規定されている経営判断原則の中に包摂できなくとも、経営判断原則の立法化以前から認められている「企業家的裁量」の中に包摂できるはずで

あると述べています。

以上が、第一の要件である「企業家的決定」に関する議論です。

次に、第二の要件、「会社の福利のための行為」についてです。会社の福利のために行為したと合理的に認められることが許される」という要件における「会社の福利」とは「企業利益」とほとんど同意義語であり、株主の利益だけではなく、会社債権者の利益、労働者の利益、あるいは公的利益も含まれます。この要件の中の「行為したと合理的に認められることが許される」という文言は、主観的要素であることを示しています。会社の利益のために冒険的行為をすることも国民経済的見地から認められるべきなもので、このような主観的免責事由も認められていると解説されています。つまり、この要件の本質は取締役が無責任な行為をしたのではない、という点にあるといえるでしょう。

第三の要件、「利益相反のないこと」の説明に移りたいと思います。

実は、「利益相反のないこと」つまり「特別な利益や外部の影響を受けた行為でないこと」という要件は、株式法93条1項第2文の条文には書かれていません。UMAG政府草案理由は、「特別な利益や外部の影響を受けた行為でないこと」は「会社の福利のために行為したと合理的に認められる」という要件に包摂しようと考えたため、明文でこの要件について定めなかったようです。このUMAG政府草案理由書の考え方は、理論的には正しいのですが、「特別な利益や外部の影響を受けた行為でないこと」は、経営判断原則の要件の一つとして実質上重要な地位を占めているので、やはり明文で示すべきであったという批判がなされているところではあります。

UMAG政府草案理由は、「取締役がその決定において企業利益以外の特別な利益の影響を受けるとは、影響を受けて取締役の個人的利益のため、または、取締役と近い関係にある個人や会社のために行為した場合を指す」と解説しています。つまり、取締役が自己ないしその他の者の間に「利益相反のない状態」でなければ、経営判断原則は適用されません。外部の特別な利益に左右されずに、取締役が独立に決定した場合、取締役は会社の福利のために決定したと認められます。

例えば、会社が取締役Aの妻であるBから、Bが所有する企業を買収する場合、Aの買収決定には経営判断原則の適用がありません。取締役が個人的利益のために行った決定は、取締役のその個人的利益の追求が同時に会社の利益の追求となるという利益の並行関係がある極めて例外的な場合を除き、「利益相反のないこと」という要件を充足しないとされています。

では次に、第四の要件である「適切な情報を基礎とした行為であると合理的に認められることが許されること」について、説明します。

この要件事実においては、考えられる限りすべての情報を収集する抽象的義務が定められているというわけではありません。「注意深い決定」、つまり、決定の準備を徹底的に行



会社の福利のための行動は通常善意で行われるから、この「善意での行為」という要件事実は大きな意味を有しないともいわれいます。

以上が、ドイツ法における経営判断原則の5つの要件です。

それでは、ドイツ法において、経営判断原則の適用が問題とされる典型例をいくつか取り上げ、判例や学説の流れについて説明していきます。

ドイツ法上、経営判断原則の適用が問題となりうる局面としては、主に次の5つがあります。①投機取引、②無担保融資、③企業買収、④会社に帰属する請求権の行使、⑤会社財産の浪費、⑥金融危機です

初めに、投機取引についてです。

もちろん、株式会社が取締役が投機的な取引を行うことは、禁じられているというわけではありません。ドイツでは、判例・学説上、投機取引には、株式会社の取締役が行うことのできる「許されたリスク」がある取引と、株式会社の取締役が行うことができない「許されないリスク」がある取引とが考えられています。そして、個々の投機取引のすべての状況に鑑みて、その取引が、どちらに該当するのかを区別することが重要であるとされています。冒頭にご紹介したアララグ・ガルメンベック判決の定式は「許されないリスク」の意味に関する先例とみなされていて、「企業家リスクを負担する覚悟が無責任な態度を超えたものとなる場合」、そのような取引を行うことは義務違反となると解されています。また、下級審裁判例では、例えば、ある取引が失敗に陥る可能性が明白に高い場合、あるいは、事業のリスクと利益をあげる見込みを比較するとリスクが非常に大きい場合、そのような取引を行うことは取締役の義務違反を構成すると判断されています。

次に、無担保融資に関しては、取締役が無担保・無保証で会社の金銭で融資することは原則として義務違反となると解されています。

これに関しては、かなり古くから判例があり、1885年4月28日ライヒ裁判所判決は、協同組合の事例につき、返済能力が十分でない借手に危険な身信行為を行うことを注意義務違反であると判断しました。1975年2月27日連邦通常裁判所判決も、右ライヒ裁判所判決を受け継ぎ発展させ、同じく協同組合の事例につき、無担保で融資を行うことは注意義務違反を構成すると判断しています。連邦通常裁判所は、1977年のアララグ・ガルメンベック判決において、財務担当取締役が、担保を取り付けの前に、郵便受けしかないような会社に5500万マルクを貸し付けたことが、当該取締役の注意義務違反を構成するとしています。

下級審裁判例上、注意義務違反を構成すると判断されているのは、30万マルクを超え

6

い具体的状況において適切なリスク算定を行うのに必要な情報の収集を事前に十分に行った上での決定が求められています。「注意深い決定」のために、どの程度の情報を集めたらいいのか、ということは、個々の具体的状況によります。つまり、決定に至るまでの時間的経緯、決定の性質や意味、情報にアクセスするための事実上・法律上の可能性、収集された情報の有用性と情報収集のための費用との関係等の諸要因によって決定されると考えられています。

取締役が専門知識がない場合、外部の専門家に鑑定を依頼してもらうことがあります。決定のために鑑定書が必要かどうかということは、会社経営上の必要性や会社自身の情報収集能力等によります。ただし、ドイツ法では、ただ単に、外部の専門家の鑑定意見を得たというだけでは、「適切な情報に基づいた行為と認めることが許されること」という要件を満たすには十分でないといえます。しかし、連邦通常裁判所の判例や通説によれば、外部専門家につき「信頼の原則」が認められていて、取締役に専門知識がない場合、取締役が、状況判断のために必要な情報を与えるため助言者に適切に事情を説明した上で、その会社の信頼性テストをクリアした独立した専門知識を有する当該助言者の意見を得たのであれば、それを信頼してもよいとされています。

これに関連して、2008年7月14日連邦通常裁判所決定を紹介したいと思います。事案は、ある有限会社の業務執行者が迂回融資に関与し、ドイツ有限会社法に基づいて、会社に対する損害賠償責任を負うかどうか争われたものです。判決は、有限会社の業務執行者に関して、株式法93条1項第2文の経営判断原則のメリットを享受するためには、「有限会社の業務執行者が事実上および法律上獲得できる情報源をすべて調べ尽くした」という条件を満たしていなければならない、と述べました。

これに対して、フライシャーは、次のように批判しています。第一に、株式法93条1項第2文は、獲得すべき情報は、「適切な」情報であるとしています。第二に、株式法93条1項第2文は、適切な情報に基づき決定であると「合理的に認めることが許されること」と要件としています。このように、株式法では、情報獲得に大きな裁量の幅を設けているのに、2008年7月14日の連邦通常裁判所決定によると、裁量の幅がなくなってしまうと云うのです。フライシャーは、いくら連邦通常裁判所でも、UMAGの立法者が株式法93条1項第2文によって企業家的決定のための情報収集につき企業家的裁量を認めたことを否定することはできないはずであると言っています。また、ホプトも、この決定は、取締役が個人責任を追究されないという、セーフ・ハーバーを破壊するものであり、かつての連邦通常裁判所の判例に基づいて立法された株式法93条1項第2文に反すると批判しています。

次は、最後の要件である、「善意での行為」です。

学説上、経営判断原則における善意での行為とは、会社の利益のため最善を尽くしたことを、言い換えれば英米法の“good faith effort”つまり誠実努力を意味すると解説されています。ただし、経営判断原則上、取締役は会社の福利のために行動することを要請され、

5

る無担保・無保証貸付を行った場合、監査役会が取締役に對して保証なしに危険な融資を行うように仕向けた場合、企業の経営状態が悪いことを知りつつ無担保・無保証で金銭を貸し付けた場合などがあります。これに對して、業務提携契約に基づき、設立して間もない資金力のない会社に無担保・無保証で貸し付けることは、注意義務違反を構成しないとされた下級審判例もあります。

また、下級審判例の中には、株式会社の取締役でないし有限会社の業務執行者と近い立場にある者に、無担保・無保証で融資をした事例が見られます。例えば、ドイツでは、労働者貸付と言って、雇用者が労働者に対して銀行融資よりも有利な条件で貸し付けを行うことがあります。下級審判例では、ある有限会社の業務執行者が、その会社の労働者ではない妻に對して、市場金利より低利での労働者貸付を無担保・無保証で行った事例に對して、業務執行者の注意義務違反を構成すると判断したものがあります。また、会社の取締役が、間接的な大株主に對して無担保・無保証で融資をすることは、取締役の注意義務違反を構成すると解されています。

次に、三つ目の企業買収に對して判例の状況を説明します。

会社が他の会社の持分あるいは事業を買収する場合にも、買収を行う取締役に株式法93条1項の注意義務の規定は適用されます。これに關しては、1977年7月4日連邦通常裁判所判決があります。これは、ある公開合資会社の業務執行決定機関である役員会が、損失を出しているコーヒー豆焙煎の事業を行っている別会社への資本参加を決定したという事案で、裁判所は、役員である無限責任社員は注意義務違反を認めませんでした。なお、公開合資会社というのは、合資会社に多数の出資者が参加している法形態です。

現在、學説で議論になっているのは、企業買収に際して、取締役はデュー・デリジェンスを義務づけられるか否かということです。多数説は、企業買収を入念に準備しリスクを減少させるために、企業を買収するに際して取締役は原則として常にデュー・デリジェンスを履行しなければならぬと説いています。このような考え方を採る下級審判例もあります。2006年6月22日オルデンブルク上級地方裁判所判決は、有限会社が経済的に疲弊した病院を清算して買収する際に、買収の対象となった会社に関する情報に不正確な点があったりした事案なのですが、この場合、買収する側の有限会社の業務執行者にデュー・デリジェンスを履行する義務を認めました。ただし、本判決は、企業を買収する際に取締役には、常にデュー・デリジェンスを履行する義務があるとまでは言っていない。

次に、四つ目、「会社に帰属する請求権の行使」についてです。

通説上、取締役は、原則として会社の第三者に對する請求権を行使するように配慮しなければならぬと解されています。すなわち、取締役は会社の請求権を請求期間内に行使し、その消滅時効を妨げる措置をとらなければなりません。また、取締役は、会社が有す

る債権につき債務を負っている者の財産状態が悪化した場合も、適切に対応しなければなりません。しかし、取締役は、会社に帰属する請求権を行使しないことに合理的理由が存在する場合、その義務の裁量の下で、個別に、請求権行使を断念してもかまわないとされています。例えば、訴訟手続に時間がかかる、あるいは債務者の経済状態に疑問があり実際に債務者から債権を回収できるか不確実である場合などです。さらに進んで、会社がある債務者との取引関係を維持するために当該債務者への請求権を放棄することを認める学説も存在しています。

通説の見解は以上のとおりなのですが、メルテンズとカーラの多数説は、会社が有する請求権を行使するのは取締役の義務でなく、その企業家的裁量の領域に属すると考えています。この説によると、会社の取締役は、会社が有する請求権を行使する費用が掛かる場合とか、請求権を行使した場合に企業イメージがダウンし、デメリットが大きいと考えられる場合、これを行わないことも許されるとされています。

次に、5番目の「会社財産の浪費」です。

取締役は会社財産を浪費してはならないと解されており、会社財産の浪費は注意義務違反になります。判例・學説上、会社財産の浪費が注意義務違反を構成するとされている事例は、会社に對して全く無意味な契約の締結、無価値なバテントの取得、また、コンピュータのハードウェアを26万マルクで購入できるにもかかわらず76万マルクで購入することが浪費に当たるとされた例もあります。これに關連して、1996年12月19日連邦通常裁判所判決を紹介したいと思います。事案は次のようなものでした。ある司法修習生が、会社のアドバイザーになったのですが、その人がマーケティング等につき十分な資格や知識を持っていなかったため、そのアドバイザーは全く会社にとって意味のないものでした。それにもかかわらず、会社は、1時間当たり125マルクの謝礼を支払い、会社に総額で9万マルク以上の損失を与えました。これに對し、裁判所は、有限会社の業務執行者の義務違反（ドイツ有限会社法四三条一項）に該当する可能性を認めました。一般的には、会社が行う取引が市場の条件と合致せず、不当に高いものあるいは安いものである場合に、会社財産の浪費が疑われます。

会社による寄付は原則として取締役の裁量に属しています。しかし、寄付の額が、会社の財産、財政および収益状況から不相当であり、会社が支払いきかないものである場合、当該寄付は例外的に会社財産の浪費に該当します。

最後に、「金融危機」に触れましょう。

金融危機に際しては、ドイツでも、多くの銀行が会社の事業目的を逸脱して有価証券取引を行い、十分な情報を得ずに投資活動を行ったという疑いが向けられました。また多くの銀行が十分なリスクマネージメントを行わずに、銀行自体の存在を危うくする危険な取引を行ったという疑いも向けられました。この場合、これらの疑念が正しいかどうか、個別に検討する必要があります。

行為に関しては株主総会の承認を経なければならぬというものです。ただし、連邦通常裁判所は、いかなる場合にこの原則の要件事実を満たすことになるのかについて、数量的基準を示していませんでした。

このコメルツバンクとドレスナー銀行の合併は、2008年8月31日から始まり、合併が登記された2009年5月11日をもって終了しました。ちょうど合併手続きが進行している2008年9月に、米国大手証券業者リーマンブラザーズの破綻を契機とした世界的金融危機が起こり、そのためにドレスナー銀行は多額の損失を被ったのです。コメルツバンクは、経営破綻直前のドレスナー銀行を完全子会社化した上で吸収合併したことに より莫大な負債を負うことになってしまいました。コメルツバンクの株主は、これらの複 数の手続きを経た吸収合併等が、コメルツバンクの2008年事業年度に行われたことを とらえて2009年5月15日・16日に行われたコメルツバンクの株主総会において、 合併を主導したコメルツバンクの取締役および監査役会構成員の責任解除決議の無効確認 等を求めたのです。

これに対する裁判所の判断は、次のとおりです。  
まず、第1番の2009年12月15日フランクフルト地方裁判所判決は、本件組織再 編にはコメルツバンクの株主総会決議が必要であったとし、原告であるコメルツバンクの 株主の訴えを認めました。

しかし、第2番の判断は逆になりました。2010年12月7日フランクフルト上級地 方裁判所判決は、本件組織再編に際してコメルツバンクの株主総会決議は必要ないと判断 し、その理由として経営判断原則を援用しました。すなわち、フランクフルト上級地方裁 判所は、株式法93条1項第2文が定める経営判断原則によると、経営判断を行った時点 において合理的な判断をすれば足り、と言いました。合併の手術が開始された2008 年8月31日当時は、米国大手証券業者リーマンブラザーズの破綻を契機とした世界的金 融危機はまだ起こっていませんでした。そうすると、当時のドレスナー銀行の完全子会社 化の判断は合理的であったといえる、と判断したのです。また、ドレスナー銀行の買収価格 は、株式法93条1項第2文が定める経営判断原則によると、適切な情報に基づいてい なければならぬといえるが、本買収価格は十分な情報に基づいて決められており、明白 に不適切であるとはいえないとしました。結論として、フランクフルト上級地方裁判所は、 責任解除決議は明白かつ重大な法律・定款違反がないと無効とはならないが、本件ではか かる明白かつ重大な法律・定款違反は認められず、原告の請求を斥けました。

そして、2012年2月7日連邦通常裁判所決定も、コメルツバンクの株主である原告 の訴えを斥けた。その理由は、次のとおりです。判決文の翻訳を抜粋して読み上げます。  
「責任解除は基本的には株主総会の裁量権に属する。取締役および監査役会の明白かつ重 大な法律または定款違反があつて始めて総会決議は決議内容の瑕疵を理由としてその裁量 を逸脱することになる。特分の取得が裁判官による法発展に委ねられる不文の総会権 限に属するか否かあるいはいかなる程度の持分取得が不文の株主総会権限に属するのにか については、争いがあり、明確でない。したがって、ドレスナー銀行の買収について、被告

10

会社が、格付会社の助言のみを信じて投資活動を行った場合は、注意義務に違反すると 解されています。プライシヤは、格付会社は、助言に当たり十分な独立性が確保されて いないため、銀行の取締役は格付会社の助言の信頼性を検査する義務を負っているとい うべきであり、ここには信頼の原則は適用されないと論じています。その根拠として、フ ライシヤは、2007年5月14日連邦通常裁判所判決を挙げます。つまり、この判決で は、信頼の原則が適用されるのは、助言者に独立性が確保されている場合に限られるとさ れているのに対し、格付会社の独立性には疑問があると言っています。

フライシヤの考えによれば、会社の存続を危険に晒す与信集中リスク (concentration risk) の引受けは禁じられているというわけではないが、これには正当化理由が必要であると 言います。そして、正当化理由として、リスクに見合ったプレミアムが得られる場合など を挙げています。

これに対して、下級審裁判例には、企業の存続を危険に晒すような与信集中リスクを引 き受けること自体が禁じられているという立場に立つものもあります。また、実務家の見 解ですが、企業の存続を危険に晒す行為が許されると考えるところから出発することは 誤りだとするものがあります。その見解によると、経営者は、危険が実現する可能性も重 重に考慮した上で決定しなければならず、欧州の金融危機においては、金融市場崩壊の原 因となった投機的金融商品を取り扱っていた銀行の取締役は、金融市場の崩壊を予測する ことができたと主張しています。

それでは、ドイツの経営判断原則に関する最近の判例をご紹介します。  
ドイツ法では、日本法とは異なって、株主代表訴訟を提起する際、濫訴防止の観点から 裁判所の許可が必要です。また、提訴要件として持株要件等の定めも存在します。そのた め、経営判断原則に関する裁判例は比較的少ないのが現状です。

そのような中で、ドイツでは、近年、二つの裁判例が形成されています。  
一つは、2012年2月7日の連邦通常裁判所決定、もう一つは2013年1月15日連 邦通常裁判所判決です。

まず、2012年2月7日の連邦通常裁判所決定を取り上げていきましょう。

本件は、銀行の合併の事業です。まず、コメルツバンク株式会社がドレスナー銀行株式 会社の全株式を取得しました。次に、組織再編法62条に基づいて、コメルツバンクの株 主総会を経ずに、完全子会社であるドレスナー銀行を合併しました。なお、企業再編法6 2条1項では、吸収合併する会社が吸収合併される会社の株式の90パーセント以上を保 有する場合は、吸収合併に際し、吸収合併する側の会社の株主総会は必要ないと規定されて います。これに対して、コメルツバンクの株主が、ホルツミュラー・ジェラティナー原則 からするとコメルツバンクの株主総会決議が必要であったとして、訴訟提起に至りました。 ホルツミュラー・ジェラティナー原則というのは、株主の影響力を希釈化することを

9

決の中では、立証責任について注目すべき判断がなされました。まず、取締役が義務に違反した「可能性が大」であることを会社が立証した場合、取締役が義務違反をしていないこと、あるいは過失がないこと、あるいは別の行動をとったとしても損害が生じていたことを証明する責任を取締役が負うとされました。さらに、かかる取締役の立証責任の領域には、取締役が原則的には広い企業家の裁量の幅を超えなかったという立証も含まれると判示し、被告となった取締役により立証されるべき新たな要件として企業家の裁量すなわち経営判断原則が挙げられました。

その上で、連邦通常裁判所は、本件のデリバティブ取引に関しては、「利子デリバティブ取引は、抵当銀行の主要な業務から生じる利子リスクを保全するものとはいえず、かつ、抵当銀行の許された附随的業務ともいえず、原告会社の事業目的すなわち原告会社の事業によってカバーされるものとはいえない。事業目的によってカバーされない業務を営んだ機関は義務違反を行ったといえる」と判示したのです。

連邦通常裁判所は、かかる利子デリバティブ取引は、利子リスクを保全するためのマイクロヘッジ取引といえない場合には、マイクロヘッジ取引となるが、マイクロヘッジ取引でも、利子リスクを保全するための取引でありかつ営利目的でない許された附随的行為となつている場合には、定款所定の事業目的附随的行為かつ定款目的を補助する行為として許される場合と判断しました。その上で、連邦通常裁判所は、本件の個々のデリバティブ取引が、マイクロヘッジ取引であるのか、あるいは、マイクロヘッジ取引でも、許されない投機取引となっているのか、あるいはマイクロヘッジ取引でありながら許された定款所定の事業目的附随的行為かつ定款目的を補助する行為となつているのかについて、原審によって確認されていないとしました。

そのため、連邦通常裁判所は、判決を下すには審理が成熟していないとして、事件につき新しい審理と決定を求めて、原審へ差戻しました。その上で、連邦通常裁判所は、経営判断原則の適用可能性についても言及し、本件は企業家的決定の事案であり、被告の取締役が適切な情報をもとに会社の福利のために行為することが許される事案であった場合には免責されるべきことも付言しました。連邦通常裁判所による差し戻し後の結論を示す裁判例は、未だ公表されていません。

以上、経営判断原則に関するドイツの状況を概観しましたが、これに対する日本の経営判断原則に関する判例の展開について、ごく簡単に振り返ってみたいと思います。

## (1)

戦後、取締役の経営判断の義務違反が争われた最初の最高裁判例は、昭和45年の八幡製鉄政労金事件最高裁判決でしたが、この時点では、日本では経営判断原則の存在は十分に認知されていたとは言いがたく、この判決でも経営判断原則は適用されませんでした。

日本で経営判断原則に言及した裁判例としては、昭和51年1月18日の神戸地裁判決が最初であるといわれています。経営判断原則が本格的に下級審裁判例として登場するよ

であるコメルツバンクの総会による承認を得ていなかった場合、取締役と監査役会が疑問のない法律状態からわざと目をそらしていることにはならない」。

連邦通常裁判所は、コメルツバンクの株主は、より直截に総会決議を得ていないことに對して無効確認訴訟を提起するべきであったとしました。

2012年2月7日連邦通常裁判所決定は、株主総会による取締役の責任解除は株主総会の裁量に属し、取締役に重大な法律違反が存在したと言える場合でなければ、責任解除を認めた株主総会決議が無効であるということにはならないが、コメルツバンクが、一度も株主総会決議を開催せずに、ドレズナー銀行の完全子会社化した上で吸収合併しても、ホルツミュラー・ジュテアイーネ原則に従ってこれらの組織再編につきコメルツバンクの株主総会の承認決議が必要である否かが判例法上明らかでない以上、重大な法律違反はなく、総会を開催しなかった取締役および監査役会には有責性が認められず、責任解除決議は無効とはならないとした。

このコメルツバンクに関する連邦通常裁判所決定の後に、経営判断原則に関する判例として、2013年1月15日連邦通常裁判所判決が出ました。

本件は、株式会社が原告で、その会社の取締役を被告として損害賠償請求を求めた事件です。原告会社は、抵当銀行でした。抵当銀行というのは、ドイツ語ではHypothekbankといひ、土地を抵当として貸付を行ったり、債券を発行したりすることを事業目的とする株式会社等を指します。原告会社は、合併により2001年1月1日に成立した後、原告被告は、この合併の後に、原告会社の取締役となりました。被告は、その就職以後、原告会社のために、抵当銀行業務以外に、デリバティブ取引を行ったのですが、その規模が非常に大きかったために問題となりました。原告会社が、計算上でできる範囲を大きく超過した取引を行っていたのです。連邦金融監視局が作成させた特別報告書によると、このデリバティブ取引によって、原告会社には100万ユーロ単位の損失が生じる危険があったのですが、その損失可能性のために準備金が積み立てられたという事実もありませんでした。原告会社は、被告が行ったデリバティブ取引によって2億5040万ユーロ以上の損害を被ったとして、その賠償を被告に請求しました。しかし、第一審では、訴えは認められませんでした。

第二審の2011年6月7日フランクフルト上級地方裁判所決定は、まず、株式法93条2項第1文に基づいて、取締役が義務に違反する場合には会社に対する損害賠償義務を負い、取締役が会社に与えた損害および業務執行者が義務違反行為をなした可能性が大であることについては会社が立証責任を負うという一般論を述べました。しかし、本件では、デリバティブ取引の違法性が原告により示されていないこと、デリバティブ取引によって被告が違法に原告に損害を与えた可能性が高いことが十分に立証されているとはいえないことから、訴えの主要部分が十分に根拠づけられていないとして、第一審判決と同じく、原告会社の訴えを認めませんでした。

そして、2013年1月15日に、連邦通常裁判所の判決が下されたのですが、その判

22年7月15日判決です。最高裁は、「取締役の決定の過程、内容に著しく不合理な点がない」場合には取締役の善管注意義務違反はないとする経営判断原則の定式を示しました。

ここで、最高裁は、善管注意義務違反の存否を決する重要な要素として、「決定の過程」と「内容」を挙げているのですが、この「決定の過程」と「内容」との関係がどうか、かはっきりと示していません。つまり、「決定の過程及び内容」とか、「決定の過程または内容」というように示せば明確になるのですが、際高裁判決は、「決定の過程」と「内容」を並べて書き、読点(とてん)でつなぐだけの曖昧な書き方をしています。私は、最高裁は、あえて、このような曖昧な判示方法を採ることにより、この二つの要素は密接に相互に関連しているため、相関関係を有する両要素の総合的判断により善管注意義務違反の存否が決定されることを示そうとしたのではないかと、思っています。すなわち、著しく不合理な内容の決定がなされた場合には、決定をなした取締役の注意義務違反を認めるといふ従来の最高裁の先例を維持しつつ、第一に、その前提となった事実の認識について注意的な限りがあったかどうか、第二に、その事実の認識に基づく意思決定の過程・内容が会社経営者として著しく不合理であったかどうか、の二つの段階的判断をもって取締役の善管注意義務違反の判断基準とする従来の下級審裁判例の審査基準を取り込もうとしていたのではないかと推定できると言っているのではないのでしょうか。

アパマンショップHD事件最高裁判決以降の下級審裁判例では、アパマンショップHD事件最高裁判決の経営判断原則の定式をそのまま採用する裁判例もあれば、決定の過程と内容を「・(中黒)」でつなぐ裁判例もあります。その一方で、従来の下級審裁判例の経営判断原則を採用する裁判例も混在しています。

(2)次に、今後の判例の展望として、株式会社政治献金と経営判断原則について触れたいと思います。

いわゆる八幡製鉄政治献金事件は、判決の当時は経営判断原則に関する判例であることが意識されていませんでしたが、非常に興味深いことに、現在のドイツ法と共通する部分が多々あります。その意味でも、今後、経営判断原則を判断するにあたり重要な判例と位置づけられると考えられます。

八幡製鉄政治献金事件は、八幡製鉄株式会社の代表取締役が同社を代表して時の政権と党であった自由民主党に対して350万円の政治献金を行ったことにつき、同社の株主が取締役の忠実義務に違反するとして株主代表訴訟を提起した有名な事件です。

その一部を抜粋しながら引用します。  
最高裁は、忠実義務を定める平成17年改正前商法の規定について、「善管義務を敷衍し、かつ一層明確にしたこととどまらぬ。」「取締役が、その職務上の地位を利用して、自己または第三者の利益のために、政治資金を寄附した場合には、いまでもなく忠実義務に反する。」「取締役がその点につき何ら立証するところがない。」「取締役が会社を代表して政治資金の寄附をなすにあつては、その会社の規模、経営実績その他社会的経済的地位および

うになるのは、平成5年の商法改正によって、株主代表訴訟の提訴手数料が一律8200円になった後のことです。

初期の下級審裁判例は、アメリカ法の影響を受けて経営判断の過程を重視して取締役の責任の存否について判断するものが多くありました。

例えば、証券会社による大口顧客に対する損失補填の独禁法違反が問題になった、野村證券損失補填株主代表訴訟事件の、東京地裁平成5年9月1日判決がそうです。

本判決では、経営判断原則の制度趣旨が明確に述べられ、取締役の経営判断の過程が著しく不合理であるか否かを問題とする経営判断原則に従って判断されました。結論としては、取締役の善管注意義務違反・独禁法違反を認めませんでした。

いわゆるセメダイン事件の平成7年9月22日名古屋地裁判決も、おおむね東京地裁の経営判断原則を踏襲するものでした。

その直後の東京地裁平成8年2月8日判決は、業績の悪化した合弁事業を買収した会社の取締役の義務違反が認められなかった事例となりますが、この判決の中では、経営判断の過程だけではなく、判断内容の合理性も審査の対象とされました。このような日本型経営判断原則が下級審判例として定着していきました。

これに対して、東京都観光汽船株主代表訴訟事件の東京高裁判決(平成8年9月29日)では、経営判断に至る過程はほとんど問題にされず、損害発生の可能性や経営判断の内容のみを検討し、取締役としての裁量の範囲を逸脱しており、会社に対する善管注意義務・忠実義務に違反すると判断されました。この事件の上告番である最高裁平成12年9月28日判決は、この原審判決を支持しました。

さらに、北海道拓殖銀行栄木不動産事件についての平成20年1月28日最高裁判決は、取締役の善管注意義務・忠実義務違反を判断するに際して、追加融資の判断内容が著しく不合理であったか否かのみを問題にしました。また、同じ日の北海道拓殖銀行カブトデコム事件の判決でも、融資決定の過程の合理性については、忠実義務・善管注意義務違反の判断に際しては、義務違反の存否を判断する要素とされていません。

最高裁の取締役の融資に関する対会社責任に関する裁判例においては、第一に、「判断内容の著しい不合理のみを取締役の善管注意義務違反の存否にかかるとする唯一の基準としている」、第二に、「経営判断原則という言葉を判決理由中において用いず、かつ、経営判断原則の制度趣旨についても説明していない」という特色があります。この二つの点で、最高裁判決の経営判断原則に対する態度は、下級審判例と一線を画し、独自の発展を遂げていたといえます。

しかし、最高裁では、最初に、刑事事件において、「経営判断原則」という言葉を用いた裁判例が出現しました。すなわち、回収可能性がないことを知りながら財政難の取引先に無担保融資を行い、銀行の取締役が特別背任罪の成立が認められた北海道拓殖銀行特別背任事件です。最高裁の平成21年11月9日決定になります。

続いて、民事事件では、非上場会社である子会社の株式を買い取る決定を行った取締役の善管注意義務違反を否定したアパマンショップHD事件判決が出ました。最高裁の平成

な点がない限り、政治献金を決定した取締役の注意義務違反を認めないとする可能性があると思われまます。

七 最後に、日本法における経営判断原則の立法化の可能性について述べ、講演を終わりたいと思います。

ドイツ法では経営判断原則は立法化されたのに対し、日本では、経営判断原則は判例法の形態のまま、という違いがあります。

ドイツ法が米国法の経営判断原則の継受へと向かった背景としては、当時のドイツの株式法において取締役の一般的責任を追及する株主代表訴訟が認められていなかったこともあって、取締役の責任追及の事例が極端に少なかったという事情があります。ドイツ法の経験の少なさを補うために、外国法の原理を参照せざるをえなかったことが大きく影響しました。連邦通常裁判所民事第2部の当時の主席裁判官であったレーレヒトは、アラード・ガルメンベック判決を下す前に、ハンブルクのマックスブラUNK外国私法国際私法研究所に対して米国の経営判断原則に関する資料の提供を求めました。つまり、ドイツの裁判官は、判例法上の経営判断原則を導入する際に、米国の経営判断原則を参考にしようとしたという事実がありました。

ドイツ法において経営判断原則が立法化された背景には、既に連邦通常裁判所により経営判断原則が定式化され、判例法として確立していたという事実があります。

日本法において経営判断原則を定式化したといわれるアバマンジョップHD事件最高裁判決は、子会社株式の買取りという特定の判断に特化した書きぶりになっているため、本判決をもって「経営判断の一般的な審査基準を最高裁が定立したと断言することはできない」とする見解が有力に主張されています。最高裁も、本判決を最高裁民事判決集（いわゆる「民集」）搭載判例としていないことからしても、少なくとも判決が出された当初は、本判決を民事事件で経営判断原則の定式を初めて示した先例として重要な意義を有するものとは認めていなかったものと推察されます。現在の日本の最高裁の経営判断原則の定式は、その精密さにおいて、ドイツや米国の経営判断原則の定式と比較すると大きく見劣りするといわざるをえません。また、残念ながら、経営判断原則の定式であると最高裁自身が明らかにしていないため、その判決の趣旨が不明確なところがあります。将来的には、最高裁は、経営判断原則につき、アバマンジョップHD事件最高裁判決より踏み込んだ判決を下すべきであると思います。

アバマンジョップHD事件最高裁判決の示す経営判断原則の定式は、取締役が経営上の措置を執った時点において、「その決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としても善管注意義務に違反するものではない」というものですが、先ほど指摘しましたように、決定の過程の合理性に関する判断と決定の内容の合理性に関する判断とが、いかなる関係に立つのか明確ではありません。

両者の関係を単純に「かつ」で結び、決定の過程と内容の両方が著しく不合理な場合に

寄附の相手方など諸般の事情を考慮して、合理的な範囲内において、その金額等を決すべきであり、右の範囲を越え、不相当な寄附をなすときは取締役の忠実義務に違反するということであるが、原審の確定した事実に基づいて判断するとき、八幡製鉄株式会社の資本金その他所論の当時における純利益、株主配当金等の額を考慮にいれても、本件寄附が、右の合理的な範囲を越えたものとするとはできないのである。」

この判示の思考過程は、会社の政治献金は取締役の経営判断事項であるとするドイツの通説の思考過程と一致しています。

ドイツの経営判断原則の定式からすると、経営判断原則の適用のためには、「利益相反のないこと」という要件を満たさなければなりません。ドイツ法でも、会社の寄附が取締役の個人的利益を追求するためになされた場合には、利益相反があると見て、経営判断原則の適用はありません。最高裁が、本件政治献金について、「自己または第三者の利益のために、政治資金を寄附した場合には、いままでもなく忠実義務に反する」と言っているのは、これと同じ考え方です。

また、本判決の「その会社の規模、経営実績その他社会的経済的地位および寄附の相手方など諸般の事情を考慮して、合理的な範囲内において、その金額等を決すべきであり、右の範囲を越え、不相当な寄附をなすときは取締役の忠実義務に違反する」というべきである」というくだりは、寄附の額が、会社の財産、財政および収益状況から不相当であり、会社が支払いきれいなものである場合、当該寄附は例外的に会社財産の浪費に該当し、取締役の注意義務違反を構成するというドイツの通説の見解に一致します。

今後、会社の政治献金に対する判例の発展方向としては、経営判断原則を活用するという方法もひとつの方向なのではないでしょうか。すなわち、八幡製鉄政治献金事件の、「会社の規模、経営実績その他社会的経済的地位および寄附の相手方など諸般の事情を考慮して、合理的な範囲内において、その金額等を決すべきである」という最高裁定式を維持しつつ、かかる判断には経営判断の原則が適用され、会社の規模・経営実績等に照らし著しく不相当な寄附がなされた場合、あるいは取締役が自己の政治的欲求を実現するため、換言すれば個人的利益追求のための利益相反が認められる政治献金に限り、取締役の注意義務違反を認めるという立場です。

これと同種の事件として、熊谷組政治献金事件がありますが、その第2審の名古屋高裁金沢支部は、平成18年1月11日判決において、八幡製鉄事件政治献金事件の最高裁定式を採用しています。さらに、株主が「仮に政治献金について経営判断原則が適用されるとしても被告らは注意義務を怠った」と主張したのに対して、被告の取締役らに「前掲事実における不注意な誤りやその判断に至る過程に著しい不合理があるとはいえない」と判示している、政治献金を行うか否かの判断に経営判断原則の適用を認めていると解されます。この判決については、上告および上告受理申立がなされましたが、最高裁は、上告を棄却し、上告受理申立を受理しない決定をしました。

今後、最高裁は、株式会社の政治献金につき、アバマンジョップHD事件最高裁判決による経営判断原則の定式に従い、会社による政治献金の決定の過程、内容に著しい不合理

の過程においても、またその内容においても、著しく不合理であるという主張をしてきた場合、被告の取締役側は、経営判断に至る情報収集等の手続を十分に採ったことを立証すれば、その経営判断の合理性が推定されることとなります。これに対して、原告が、経営判断の内容が著しく不合理であったという内容を立証できない限り、裁判官は、取締役個人に対し損害賠償責任からの免責される旨の判決を下すことができると考えるべきでしょう。

経営判断原則は、企業の「革新」を促進する思想に基づいていますが、この思想は国民経済の発展にとつてプラスとなります。会社が新事業を立ち上げる際、新事業の失敗を無用に恐れれば、やがて挑戦する心を忘れ、革新は行われなくなってしまう。シュンペーターも論じたように、革新の志をもつ経営者がいない社会は、経済発展の担い手が存在しないことを意味し、やがては停滞・没落へと向かいます。

日本の最高裁も、下級裁判所に対して積極的に法律解釈の指針を示していくという役割を果たすべきです。経営判断原則とは、経営者が、誠実に、違法ではなく、かつ利益相反のない状態で会社の利益を追求した結果、会社に損失をもたらしても、経営者個人の責任を追及されないという内容の法理であり、取締役には、個人責任までは追及されない「裁量の領域、つまりセーフ・ハーバーを認めたものです。最高裁は、この経営判断原則の趣旨を、民事判決において示した後、この法理の定式を、ドイツおよび米国等の諸外国における同法理の発展を参考にしながら、より精密に展開するべきでしょう。

そのような経営判断原則に関するリーディングケースが出された後に、諸外国の経営判断原則の内容を参考にした上で、日本法が経営判断原則を立法化することが望まれます。

全館注意義務に反すると解釈すると、次の問題が生じます。すなわち、最高裁は過去の判例において、著しく不合理な内容の判断は取締役の善管注意義務・忠実義務に違反するという前提に立っています。それにもかかわらず、「かつ」で結ぶという基準によらず、内容が著しく不合理であっても、決定過程については合理的に判断されたということとを理由として、取締役の善管注意義務違反が否定されることになってしまい、矛盾が生じます。

そこで、アバマンシヨップHD事件最高裁判決の示す経営判断原則の定式は、決定の過程「または」その内容（あるいはこれらの両方）が著しく不合理である場合について、取締役の善管注意義務違反を肯定する趣旨であると考えられます。しかし、かかる解釈を採ると、決定内容は合理的であるのに、決定過程が著しく不合理であれば善管注意義務違反になってしまう。このように考えていくと、裁判所が経営判断の内容の審査を放棄しないという前提の下では、決定過程の過誤がいかなるものであっても、かつ判断内容が著しく不合理であれば、取締役の善管注意義務は肯定されるべきであるという従来の最高裁決定の立場が基本としては維持されるべきであるということになるでしょう。

結局、最高裁は、アバマンシヨップHD事件判決の「決定の過程、内容」の著しい不合理性の判示によって、取締役の善管注意義務違反の存否の認定は、決定内容の著しい不合理に、決定過程における何らかの不手際の要素を総合して判断するという立場に立つていくと解すべきこととなります。それでは、決定内容が著しく不合理であった場合、どのような要因があれば、取締役の注意義務違反に影響を与えるというべきでしょうか。

そもそも、経営判断原則は、取締役が経営判断に至る過程で情報収集等、必要な手段を尽くした場合、当該判断の内容については義務違反がないとすることができるので、裁判官に対して、経営判断の内容の義務違反という非常に困難な判断をさせる負担を軽減するという役割を持つています。それとともに、取締役に対しては、経営判断の内容によって取締役の個人責任を問われないとすることで、経営判断に広範な裁量領域を与え、リスクを恐れず革新に果敢に挑戦する企業家精神を育てるという制度でもあります。

従来の最高裁判例では、取締役の判断内容が著しく不合理である場合には、善管注意義務違反を認めるという立場が採られてきました。判断内容の合理性について主張・立証があった場合、裁判官はこれについて判断すべきであると考えれば、以上の最高裁の立場は堅持されるべきこととなります。しかし、一定の手続きを踏んだ場合には、取締役の義務違反を否定するというドイツ法の考え方を生かし、経営判断原則が本来有する裁判官の思考の節約および合理化と、取締役の経営の自由の確保という二つの機能を果たさせる必要があるのではないのでしょうか。そのためには、取締役の経営判断において、利益相反がなく、誠実に、会社の利益を追求する目的をもって、情報収集などのその判断が出された時点において適切であると合理的に認められる措置を採った場合、その経営判断は合理的であり注意義務違反は存在しないと推定されるというルールを判例法上確立するべきです。

この立証責任転換規定により、責任追及者側、つまり原告が、取締役の経営判断が、そ





日本取引所グループ金融商品取引法研究会

ドイツのコーポレートガバナンスコード

2014年10月24日(金) 15:00~17:01

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所15階第一会議室にて

出席者(五十音順)

|    |    |                     |
|----|----|---------------------|
| 飯田 | 秀総 | 神戸大学大学院法学研究科准教授     |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授          |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授  |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授          |
| 岸田 | 雅雄 | 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授   |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授     |
| 小出 | 篤  | 学習院大学法学部教授          |
| 近藤 | 光男 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |
| 洲崎 | 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部准教授         |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 松井 | 秀征 | 立教大学法学部教授           |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院法学研究科准教授     |
| 森田 | 章  | 同志社大学大学院司法研究科教授     |
| 森本 | 滋  | 同志社大学大学院司法研究科教授     |
| 山下 | 友信 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授   |

【報 告】

ドイツのコーポレートガバナンスコード

同志社大学法学部准教授

船 津 浩 司

目 次

- |                           |                                           |
|---------------------------|-------------------------------------------|
| I. 基礎的確認事項——ドイツの株式会社の機関構造 | 2. 株主及び株主総会                               |
| II. 規準の位置付け——総論的議論        | 3. 取締役と監査役会の協働                            |
| 1. 規準策定に至る経緯              | 4. 取締役                                    |
| 2. 規準策定の狙い                | IV. 日本（法）への示唆——「コードの機能」を中心に               |
| 3. 規準の概要                  | 1. 情報提供機能と規律付け機能の峻別の必要性とその難しさ             |
| 4. 設定主体と改訂プロセス            | 2. comply or explain に乗せていない／乗らない規律付けのあり方 |
| 5. エンフォースのメカニズム           | 3. 規律付けがもたらす情報提供効果                        |
| 6. 規準への批判                 | 討論                                        |
| III. 各論的検討（抄）             |                                           |
| 1. 緒言                     |                                           |

○森田 時間が参りましたので、本日は、「ドイツのコーポレートガバナンスコード」というテーマで、同志社大学の船津先生に報告をお願いしております。

この前は高橋先生にドイツの議論を紹介していただきまして、今回は船津先生に紹介していただくということです。僕がお願いしたのは、コードじゃなくて、ガバナンスの動向ということでしたので、テーマがちょっと違いますが、よろしく願いいたします。

○船津 同志社大学の船津でございます。よろしく願いいたします。

冒頭の森田先生のお話ですが、やはりコードを見ればガバナンスがある程度わかるのではないかという趣旨で、また近時、我が国でもコードを策定しようという動きがあるということですので、

コードに絞ったほうがいいのかなどということ、こういうテーマにさせていただきました。

お手元には、10ページのレジюмеと、あと別紙ということで「ドイツコーポレートガバナンス規準（仮訳：参照条文付き）」というものを配付させていただきます。この別紙のほうは、一応私のほうで2013年版——2014年版も同じですけども——を翻訳したものです。したがって、私が訳をつけて、かつ私が調べた範囲で参照条文をつけておりますので、このコードの条文がこの法律の条文に対応するというようなドイツの公式の見解を示すものではないことをまずご理解いただきたいと思います。

それから、この別紙の見方ですが、普通の字体で書いているものは、普通の単なる叙述ということになるかと思えます。それに対してイタリックというか斜字体で書かれているものは、後ほど

ご説明します提案 (Anregung) であつたり、勧告 (Empfehlung) であつたりという中身になっております。それから、下線をつけているのは、私が今回ちょっとご説明しようとしている規定の一部ですので、特に強調しているということでございます。

前置きが長くなりましたが、それでは、報告を始めさせていただきたいと思ひます。

本報告では、ドイツにおけるコーポレートガバナンスの近年の動きとして、特に上場会社を対象として、いわゆる「遵守せよ、さもなければ説明せよ (comply or explain)」の規律に対して、法的な位置付けも与えられているドイツコーポレートガバナンス規準 (Deutscher Corporate Governance Kodex: 以下「規準」または「DCGK」といひます。) をめぐる動向を整理することで、同じく公的主体が主導して comply or explain のコーポレートガバナンスコードを策定しようとしている我が国における論点と課題を整理してみたいと思ひております。

## I. 基礎的確認事項——ドイツの株式会社の機関構造

まず、基礎的確認事項ということ、今さら私が申し上げるべき内容ではないのかもしれませんが、ガバナンスコードを知る上で、その対象となっている株式会社の機関構造というものを一応おさらいしておきたいと思ひます。

ドイツの株式会社というのは、具体的な経営執行に当たる Vorstand——慣例上、「取締役」と訳すことにいたします——と、それを監督する Aufsichtsrat——慣例に従って「監査役会」と訳します——とから成る二層式経営システムになっています。

取締役は、法律上1人であってもよいのですが、通常は複数人選任されております (DCGK 4. 2. 1 参照)。取締役は、企業を自己の責任において指揮するということが定められており、監査役会は、取締役を選任・監督し、企業にとって根本的に重要な意義を有する決定については、同意留保制度

(株式法 111 条 4 項 2 文) を用いて拒否権を発動することができます。監査役会の構成員は株主総会において株主により選任されますが、共同決定法が適用される場合には、監査役会の3分の1あるいは2分の1は、労働者によって選出された代表者によって構成されます。

取締役と監査役会という2つの執行機関の兼任は禁止されており (株式法 105 条 1 項)、人的には完全に分離されている点にドイツの特徴があると言われております。アングロサクソンの一層式モデルが、監督と執行を分離していない自己規律的なモデルだと表現されるのに対して、ドイツの二層式モデルは他者規律 (Fremdkontrolle) 的なモデルであると言われております。もっとも、アングロサクソンモデルも、業務執行取締役と非業務執行取締役を区別するような運用があるのだから、ドイツ型二層式モデルとアングロサクソン型一層式モデルとは、実際上の差異は小さくなっているのではないかというようなこともドイツにおいて言われております。

## II. 規準の位置付け——総論的議論

### 1. 規準策定に至る経緯

まず、この規準策定に至る経緯ですが、ドイツにおいてコーポレートガバナンスが盛んに議論されるようになったのは、1990年代に入って生じた企業不祥事がきっかけと言われております。2000年6月にコーポレートガバナンス政府委員会 (Regierungskommission Deutscher Corporate Governance) が設置されまして、この委員会が2001年7月に報告書を提出しました。この委員会の委員長が Theodor Baums という学者でして、その委員長の名前をとって、バウムス委員会とかバウムス報告書という言い方をすることがあります。

このバウムス報告書は、ドイツのコーポレートガバナンスに関する種々の提案をしていまして、一部は透明化・開示法 (TransPuG) といった法律による法改正につながる提案もしておりますが、そのバウムス報告書の中に、ドイツのコーポレートガバナンス規準の策定及びそのための委員会の設

置が提言されていました。

このバウムス報告書を受けて、2001年9月に、「ドイツコーポレートガバナンス規準政府委員会（Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex）」が設置されました。以下、これを「規準委員会」と略称します。

この規準委員会が2001年12月にDCGK草案を公表し、これに対して出された意見等を踏まえて、2002年2月26日にDCGKを確定しました。

これと歩調を合わせて、2002年7月19日の透明化・開示法による法改正におきまして、DCGKに法的根拠を与える株式法161条の改正がなされました。

## 2. 規準策定の狙い

### (1) 「コーポレートガバナンス」の定義

まず、コーポレートガバナンスの規準ということで、コーポレートガバナンスとは何なのかということが問題になるわけですが、バウムス報告書によりますと、コーポレートガバナンスの原則とは、「企業の指揮(Leitung)と監督(Überwachung)についての行動準則(Verhaltensmaßstäbe)」であるとされています(バウムス報告書)。

### (2) なぜ「ドイツコーポレートガバナンス規準」が必要か

なぜコーポレートガバナンスの規準が必要かという点に関しましては、バウムス報告書では、イギリスやフランス、あるいはOECDといった外国のコーポレートガバナンスの規準あるいは報告書の存在を示した上で、近時の機関投資家はそれらの規準への配慮を要求していることから、ドイツにおいてもそのような最善慣行規準が必要であるとの認識が高まっているのだと、まず諸外国の動向を述べております。

それからもう一つは、特に国際的な資本市場で資金を調達する会社については、ドイツの二層式モデルの特殊性をわかりやすい形で示す必要があるということも述べております。それまでのドイツ企業の資金調達は内部留保と銀行借入れであっ

たものが、1990年ごろから国際金融市場が資金調達先となった結果、他人資本にしる、自己資本にしる、資本をめぐる競争が国際的な標準で測定されるようになってきたという認識がされてきて、この国際的な標準の中にコーポレートガバナンスをめぐる規律も含まれるのだという認識を示しております。

また、政府主導でなぜこの規準を策定したのかという点につきましては、DCGKの策定の以前から、私的な位置付けで2つの団体がコーポレートガバナンス原則を公表していました。しかしながら、両者はその性格を異にするものであり、また2つの異なる規準が併存していたということが、政府による一つの規準の策定を進めさせた一つの要因であると考えられます。

### (3) 規準の機能

具体的な規準の中身に入りたいわけですが、その前に、まず規準というのはどういう機能を有するのかということについて、一応言われているところをご説明したいと思います。

まずは、規準の策定の究極の目的は、先ほどの規準設定の歴史というか必要性のところでも申し上げたとおり、国内外の投資家にとってドイツを魅力的な投資先にするにあると言われていて、そのために規準に与えられた役割としては2つ、①コミュニケーション機能(Kommunikationsfunktion)と②規律付け機能(Ordnungsfunktion)に分類されています。

#### ① コミュニケーション機能(Kommunikationsfunktion)

これは恐らく、情報提供機能と言い直してもいいのだらうと思います。まず、コミュニケーション機能として、ドイツのコーポレートガバナンスのモデルをコンパクトに叙述することで、特に外国の人に分かりやすいものとするという機能が言われています。これは、ドイツの二層式ボード制や共同決定制度など、国際的に見て独自の制度が存在していること、また、コーポレートガバナンスにかかわる規定が、株式法、有限会社法、共同

決定法、それから有価証券取引法、有価証券取得買収法などの多くの法律に散らばっていることから、外国人にとって見えにくいものになっているのではないかという懸念が根底にあります。規準のコミュニケーション機能により、ドイツに対するファイナンシャル・エンゲージメントの魅力を向上させることが目的であると言われています。

## ②規律付け機能 (Ordnungsfunktion)

コミュニケーション機能と同じく重要な機能を有するものとして、「優れた責任ある企業経営 (gute und verantwortungsvolle Unternehmensführung) の標準 (Standard)」を策定することが挙げられています。これは別紙の1ページの上から3行目にも書かれていることで、これがまさに規準の規律付けの機能だというふうに言われています。

この規律付け機能の観点からは、規準の内容は2つに区分されるとします。一つは、株式法等の法律自身が選択肢を認めている場合において、どのような選択をとるのが望ましいかを述べるものです。例えば、具体的な経営執行に当たる取締役 (Vorstand) は、株式法上は1名でも複数名でもよいとなっていますが、規準では複数名から構成されることを勧告しています (DCGK 4. 2. 1)。

また、もう一つの内容というのは、法規定の補完ないし具体化規定と言われていまして、例えば、監督機関である監査役会の監督機能を高めるために内部的にどのようなことをすればよいかなどは法律上規定されていませんが、監査役会は定期的にその活動の効率性を検証するといったことを勧告していまして、これが具体的な例と言われています (DCGK 5. 6)。

そして、この規律付け機能を、少なくとも立法によるよりは迅速、柔軟に働かせることができる点において、法律ではなく、規準 (Kodex) という形で規律付けするほうが良いと言われています。もっとも、後ほど申し上げますとおり、規準委員会や規準の役割は、法改正提案等を含むものではなく、したがって、規律付け機能も「法律の枠内で」という限界が伴います。どういう方向に規律

付けるのかという規律付けの方向に関しましては、まさに前述の「優れた責任ある企業経営」ということになるかと思いますが、より具体的な指標は「企業価値」であるとされています。

もっとも、この場合の企業価値は、「株主価値 (shareholder value)」を指向するものではなく、取引先や従業員などを含めた「ステークホルダー」を指向するものであると解されています。その趣旨は、別紙の1ページの下線を引いた部分ですが、「本規準は……企業の存続及びその持続的価値創造に配慮することについての取締役及び監査役会の義務を明らかにする」というような形で書かれています。

## 3. 規準の概要

### (1) 構成 (形式面)

規準の内容に入りたいわけですが、まず、規準の概要を見ておきたいと思います。形式面としての構成は7つの部分に分けられることになろうかと思っています。大まかに言いますと、コードの目的などを述べた「緒言」、それから株主の権利内容の叙述と株主総会のあるべき運営などを述べた「株主と株主総会」、ドイツのガバナンスの特徴である二層式機関の実効性を高める施策を述べた「取締役と監査役会との共同」、取締役と監査役会のそれぞれあるべき構成やその役割などを述べた4章「取締役」、5章「監査役会」、それから、会社のあるべき情報開示の一般論を述べた6章「透明性」及び会計情報に特化した7章「計算と決算監査」から構成されています。

### (2) 構成 (内容面)

内容面の分類というか構成ですが、規準は、大きく分けて現行法の状況を記述した部分と勧告あるいは提案といった内容を含むものに分かれます。

#### ①現行法の記述部分

まず、現行法の記述部分については、現行法の状況を「わかりやすく」記述することを目的とすると言われていまして、したがって、法的な厳密

さよりも理解しやすさを優先した表現となっていると言われていました。

## ②勧告 (Empfehlung)

規準の胆となる部分が Empfehlung ですが、日本語では「勧告」と訳すことにします。これはドイツ語の文言上、「soll」あるいは「sollen」という話法の助動詞が用いられている部分でして、英語ですと「shall」といった助動詞が充てられています。

私の語感ですと、Empfehlung というと推薦や勧めといったものでして、したがって Empfehlung に従うか否かは、それを受け取った人の任意だと私自身は理解しています。後ほど述べますとおり、Empfehlung については、それに従うか否かについて comply or explain メカニズムが働くこととなりますが、少なくとも DCGK の立場としては、Empfehlung に強制力を持たせるという趣旨までは含意していないとされています。その限りで、まさに従うか否かは任意であるといえるかと思いません。

他方で、DCGK における Empfehlung は、sollen という必然や予定をあらわす助動詞を用いた規定ですから、これまでの我が国における有力な翻訳と同様に、「推奨」ではなく、「勧告」と訳したほうがいいのかと考えています。ただ、翻訳が混乱しかねませんので、sollen を用いている規定については「soll 規定」という呼び方をすることが今後あるかと思いません。

この「soll 規定」は、最新版 (2014 年 6 月 24 日版) の DCGK では 105 あると言われていました。

## ③提案 (Anregung) 部分

もう一つの重要な規範的部分が「提案 (Anregung)」というものでして、これはドイツ語の文言上、「sollte」「sollten」という話法の助動詞が用いられている部分です。接続法第 2 式の助動詞でして、英語では「should」といった助動詞が使われています。語感としては、「したほうがよい」といった婉曲的な表現であり、「推奨」と訳されることもありますけれども、Empfehlung との違いを明確にするために、ここでは「提案」

と訳したいと思います。これも同様に「sollte 規定」と呼ぶことがあります。

この「sollte 規定」については、それに従うか否かについて法律上の comply or explain はかかってきません。しかしながら、だからといって適用対象となる会社の取締役や監査役会がこれらを見做していいというわけではなく、少なくともそれらを採用するか否かを十分討議することが求められるとされており、これはあくまでも心構えのレベルだとは思いますが、そのように言われています。

最新版 (2014 年 6 月 24 日版) の DCGK では、sollte 規定は 6 つあるとされています。

### (3) 適用対象

ここでご説明するのは、DCGK 自身が書いている適用対象ということとして、後ほどご説明する株式会社法 161 条の適用対象とは切り離して考える必要があるのですが、結局のところ、結論として DCGK は、後ほど述べます株式会社法 161 条の対象となる会社を対象とした規準とされています。すなわち、ドイツ国内に本拠 (Sitz) を有する上場会社等を直接の名宛人とします。

ドイツの会社としては、ドイツに本拠を有している以外にも、ドイツに上場しているという適用対象のとり方もあり得るところではありますが、ここでは、ドイツに本拠を有している会社が適用対象とされています。他方、上場会社の定義としては、外国の規制市場のみに上場している会社であっても、ドイツ法上、上場会社となりますので、外国でのみ上場している会社も DCGK の適用対象となります。現時点で 570 ほどの会社が適用対象となると言われています。

## 4. 設定主体と改訂プロセス

先ほど申し上げたとおり、規準は委員会によって策定されていますが、策定後も規準委員会は存続して継続的な見直しが任務とされています。ここで、規準委員会の概要と改訂プロセスを見ておきたいと思います。

### (1) 規準委員会の構成

委員は、財界、学界等から選ばれまして、政治家が委員に入ることはありません。それから、委員の選任、責任及び委嘱機関や委員会の進め方に関する法規制はなされていません。人事はドイツ連邦法務大臣の裁量に委ねられているとされています。委員会の進め方等の法規制も存在していません。

委員会の構成の傾向としては、従来、取締役というような立場の方が多かったのに対して、近時は学者及び監査役員が多いと言われています。それからもう一つの傾向として、最近は性差への配慮がなされているという指摘があります。後ほど述べますとおり、DCGKはダイバーシティ、とりわけ女性への配慮を提言してまして、まさに設定主体自体が率先垂範しているということが言えるかと思います。

### (2) 任務等

規準委員会の任務は、コードの設定、検証及び改訂です。

規準委員会の委員は、前述のとおり、連邦法務大臣から選任されるものの、連邦法務省は法的な観点のみについて審査権限を有するとされてきて、例えば既存の法律との整合性の確認をするのみであると言われています。他方で、規準委員会の任務として、法改正の提言は含まれません。これは、規準に説得力を与えるためであると説明されています。

同様の理由から、争いのある解釈問題を解決しようとするようなことは、規準委員会として自制しているとされています。あくまで法律の範囲内で可能な裁量の選択肢を具体化し、その遂行を提案するのが規準委員会の役割であるとされています。それから、規準の遵守を監督することは任務ではないし、個別企業のガバナンスがよいか悪いかとか、株式法 161 条の表明義務の内容の適切性といったものを表明することもないと言われています。

しかしながら、近時、2009年の司法大臣のコメントなどでは、規準委員会は自ら将来的な最善実務慣行を定式化すべきだというようなことを述べていまして、規準委員会及びその策定する規準が果たす役割は、規準委員会の設置当初からは大きく拡大しているのだという評価も見られるところです。

### (3) 改訂

改訂につきましては、定期的に見直しが行われます。2008年までは年1回、2009年からは年2回の会合が持たれて、改訂の必要性について検討がなされます。今年も含めて、2004年と2011年を除き毎年何らかの改訂がなされていまして、改訂し過ぎではないかという実務家の不満があると言われています。

改訂に際して、これまでパブリックコメントに付されることはありませんでしたが、2012年からパブリックコメントの手続が入りました。それから、規準が改訂されると、英語、フランス語、スペイン語、イタリア語に翻訳されて、規準委員会のホームページで公開されます。

## 5. エンフォースのメカニズム

### (1) 総論

規準のエンフォースメントのメカニズムを見ておきたいと思います。後ほど述べますとおり、株式法の規定で一定の会社については、規準の so11 規定に対して comply or explain のルールが採用されていますが、先ほど申し上げましたとおり、少なくとも準公式の立場としては、so11 規定の部分について遵守を義務付けようとか、あるいは理由がある場合にしか乖離は許されないのだといった考え方は、コードの立場としても、また株式法の立法者の意図としてもないのだということになっています。

強制する気がないのに、なぜ「エンフォースのメカニズム」というタイトルで説明するのかというあたりは若干問題があるような気もしますが、とりあえず、実質的にエンフォース機能を果たし

ている株式法 161 条についてご説明したいと思えます。

(2) 株式法 161 条による「遵守せよ、さもなければ説明せよ (comply or explain)」

#### ①株式法 161 条の規定の内容とその経緯

上場会社 (及び株式が一定程度流通することが予想される会社) の取締役及び監査役会は、DCGK の「勧告 (Empfehlung)」部分 (so11 規定) に合致していること、あるいは合致していない場合は、その旨及びその理由について年度ごとに表明する (erklären) こととされています (株式法 161 条 1 項)。この表明は、インターネットにより公衆に開示されなければならないと定められています (同 2 項)。

これは、2002 年の段階では、合致しているかどうかだけを言えばよかったです、2009 年以降、株式法上、乖離の理由を説明しなければならないとされています。

#### ②表明義務の名宛人

この株式法 161 条により説明が求められる対象というのは、「取引所上場された会社 (börsennotierte Gesellschaft)」及びそれ以外の会社で一定の要件を満たす会社の「取締役及び監査役会」とされています。ここで取引所上場されたというのは、株式法 3 条 2 項に定義がありまして、要するに、有価証券取引法 2 条 5 項にいう「組織化された市場 (organisiertes Markt)」、EU 的な概念で言いますと「規制市場」ということになろうかと思えます。それが一応原則ということになっています。

細かい話、オープンマーケットには適用がないとかといったことについては、時間がなさそうなので、飛ばさせていただきたいと思えます。

原則として「取引所上場された会社」だということにして、あと、「取引所上場された会社」ではないが「対象」となる会社というのが 2009 年にできまして、それは、他の証券、社債等が規制市場に上場されていて、かつ株式について自らの意思で MTF での取引が行われるようになった会社に

ついては表明義務 (株式法 161 条 1 項 2 文) が適用されるとされています。

表明義務の具体的な名宛人は、取引所上場された会社とか、あるいは MTF での取引がある会社の取締役及び監査役会となっていて、会社自身ではありません。したがって、理論的には、それぞれの機関が独自に表明しなければならないことになりますが、通常は両者の表明は一致しますので、連名で書くことになっているようです。規準に合致しない部分については、例えば将来的にどういった対応を示すということを言わなければいけないわけですが、それについては、各機関の多数決によって決せられて、少数意見等はつけられないというふうに言われています。

#### ③表明の内容

この表明の内容ですが、対象となるのは勧告、so11 規定だけですので、規準の so11 規定を過去において遵守していたかどうかということ、それから、将来的にその so11 規定を遵守するかどうか、あるいは遵守しないで乖離する意図があるかどうかということの説明することになります。乖離をする場合については、該当する勧告の条文を個別に挙げて、乖離する理由を記載しなければならないとされています。

#### ④決算監査人による監査

商法典の 285 条 16 号で、対応表明がなされたかどうか、されている場合には、株主はどこでそれを見ることができるのかというのが附属明細書の記載事項とされていますので、表明がなされたか否かというのが決算監査人の監査の対象となります。表明内容自体は、附属明細書の必要的記載事項ではないので、表明が正しいか否かとか、会社が基準の勧告を遵守しているか否かといったものは、決算監査人の監査対象にはなっていません。

#### ⑤遵守状況のレポート

それからもう一つ、遵守するかどうかといったことの圧力に関してですが、開示がされているので、一体どういう会社がどのような表明をしているのかということも、一応気になるところではあるかと思えます。これにつきましては、ベル



リンのコーポレートガバナンスセンターが実態調査を行っているようです。傾向としては、遵守率は結構高いということですが、小規模企業ほど遵守率が低く、それはコスト負担と遵守能力の問題ではないかということが言われています。

もう一つ、レポートの内容から言われていることとしては、提案から勧告、solite 規定から sol 規定に格上げされた規定は遵守率が高くなる、そういう研究がされていまして、この結果から、comply or explain というのは、solite 規定にはかからないけれども、sol 規定にはかかるということで、comply or explain のメカニズムが遵守への強いプレッシャーになっているという評価がこのレポートから導き出されているところです。

### (3) 株式法 161 条違反の効果

#### ①決議取消の瑕疵

株式法 161 条がそういう形で表明を求めています。その表明に関する違反の効果です。株式法 161 条に基づく comply or explain の規定というのは、株式法上の規定ですから、sol 規定と異なる運用を行っていたにもかかわらず、そのことやその理由を表明しなかった場合には、法律違反ということになります。したがって、この法律違反が株主総会決議に影響している場合には、理論的には決議取消事由となることになろうかと思えます(株式法 243 条 1 項参照)。

対応表明に関する違反を理由として決議取消しが問題となる議案としては、責任解除決議があると言われています。株式会社における責任解除決議(株式法 120 条)というのは、法的な効果としてはあまり重要ではないと言っていますが、実務的には、評判を維持する観点から非常に重要視されているとも言われています。責任解除決議の取消しは、重大な義務違反につき過失があるのに、法令・定款を基本的に遵守したのだということで責任解除の決議がされた場合に問題となります。連邦通常裁判所の判例では、遵守に関する表明が重大な点において会社の実務に合致していない、ということが、決議取消しを認める基準になると

言われています。

判例において決議取消しが認められた事例というのがありまして、これはいずれも、監査役会による利益相反についての株主総会への報告義務(DCGK 5. 5. 3)について、利益相反があるのに報告をしていなかった事例であると言われています。

取消しが認められた判例は不遵守だったのに遵守したと言っていたという事例であったわけですが、不遵守を表明したけれども、その理由が十分示されていないという場合に、決議取消しの瑕疵を帯びるかについては、学説上争いがあるようです。

さらに近時は、利益相反についての株主総会の報告について、監査役員の選任決議の取消しが認められるという考え方を示した下級審判決も出されているようです。

これら一連の取消しを認める判例の態度に対しましては、この規準がプリンシプルベースのものであり、不明確な概念規定も存在する中で、それを会社が自己の責任において解釈して適用するという性質のものであるにもかかわらず、規準違反を法令違反として厳格に決議取消し等の効果に結びつけることは、柔軟性という規準の長所を失わせるものであって、よろしくないという批判がなされているところです。

#### ②民事責任

##### a. 会社に対する責任

株式法 161 条違反が取締役・監査役会の義務違反(株式法 93 条 2 項 1 文、116 条 1 文)になることは異論がないために、これらの者の会社に対する責任が問題となり得ますが、義務違反と相当因果関係のある会社の損害がどのようなものかというのが問題になります。

表明義務違反が資本コストの上昇等を招いて、それによって資金調達時に会社に無駄な支出をさせたのだというような損害が理論的には考えられるかもしれませんが、これを会社側が証明するのは相当困難であり、理論的な可能性にとどまると言われています。

決議取消しの訴えが提起された場合、そのことによって生じた訴訟費用といったものが現実的に会社の損害として考えられるものというふうに言われています。

#### b. 投資家に対する直接責任

他方で、直接責任といえますか、投資家に対する責任というものもあり得るかと思えます。実態と異なる表明をした場合に、それを信頼した投資家が取締役等に対して損害賠償を請求することができるかというのが問題になります。

民法上の不法行為責任により責任の成否が判断されることになるかと思えますけれども、ドイツ不法行為法特有の事情というもので、ここで制限がかかってくることになろうかと思えます。すなわち、問題となっている、違反した法律というのが保護法規に該当し、請求者がその保護対象範囲に含まれる者かどうかということの問題とする民法 823 条 2 項を用いた場合には、comply or explain の根拠規定である株式法 161 条、これは投資家としての株主を保護する規定ではないから、この規定を用いることは難しいとされています。したがって、民法 826 条の「故意の良俗違反」、すなわち会社の機関が故意に欺罔の意図をもって瑕疵ある説明を行った場合など極めて例外的な場合にのみ認められる可能性があるというふうに言われています。

#### (4) 株式法 161 条違反のない、純粋な DCGK 不遵守

他方、以上と区別すべき問題として、きちんと株式法 161 条は守っていた、comply or explain はしているけれども、そもそも勧告や提案に従っていないこと自体が何らかの法的な効果を生むのではないかというのが一応問題となります。勧告の不遵守は義務違反の目安となるといった見解もあるようですが、結論としては、comply or explain の趣旨からすると、説明している限り不遵守は当然許されるというのが通説です。

ただ、業務規程などにコードの遵守を掲げたり、あるいは遵守していますと対応表明をした

りした場合については、その規定は守らなければいけないというのが別の問題として存在すると言われています。

#### 6. 規準への批判

##### (1) 規準の憲法適合性

規準が憲法違反ではないかというような意見があります。これは、すなわち規準が議会の立法によらず会社の機関の行動を強制し、一定の義務を課し、企業運営についての国家的規制を私的団体に委ねるもので、民主主義の原則の要請、及び議会による立法権を侵害するのではないかという疑義が呈されています。また、憲法が保障する職業の自由（基本法 12 条 1 項）を法律の根拠なしに制限するものではないかという批判もあります。そのような法的疑義から、2011 年ごろには規準委員会を解散させるべきだといった議論すら上がっていたようです。

憲法違反にならないのだという立場からしますと、三権分立や立法権を侵害しているという意見に対しては、そもそも規準自体は、市場が期待している行動様式を示しているにすぎないので、立法府による立法が必要となる重要な規範の設定には当たらないと。他方、161 条はその重要な規範に該当し得るけれども、それはちゃんと株式法という立法府によるルール設定がされているので大丈夫だということです。また、規準の作成に当たる規準委員会は、行政府からは独立して運営されているわけですから、行政による立法権の侵害はないのだということを言います。

これに対しては、株式法 161 条がコーポレートガバナンス規準を明記していることから、コーポレートガバナンスに関するルールの策定を規準委員会に授権したのだということについては、根拠として株式法 161 条を挙げることができるかもしれないけれども、そもそもコーポレートガバナンス自体の内容が不明確なので、純粋に政治的に動機付けられた勧告までも導入できる大きな裁量権がこの規準委員会に白地で与えられているということになるのではないかと、といった懸念がありま

す。例えば、規準委員会でCSRを取り扱うとか、環境について取り扱うということが果たしてコーポレートガバナンスの中に含まれるのかどうかということ自体がよくわからない中で、ひょっとしたらこの規準委員会でそういった内容を定められてしまうのではないかということがこの懸念にあるようです。

職業の自由という点につきましては、規準に肯定的な見解は、そもそも遵守するか乖離するかは自由意思に委ねられているのだから侵害はないと言うわけですがけれども、規準に否定的な見解としては、乖離状態を表明して乖離の理由を明らかにするという事は、市場等にネガティブなシグナルを与えかねない行為なので、それを回避するために規準の遵守を強制されるという事実上の強制力があるのだから、これは職業の自由を侵害するのだと言っています。

これらの批判的な議論があるわけですが、実際に適用の対象である経済界はどう言っているかというと、「規準は実務において有効性が実証されており、広く受けられている」といっており、批判的議論には与しないという態度のようです。

## (2) comply or explainの実態への批判

### ①乖離を妨げているとの批判

comply or explainへの批判ということですが、前述のとおり、実態としては乖離しにくい状況になっているということが指摘されています。2009年から乖離の理由説明まで株式法上求められるということになりますと、乖離しにくいという状況に一層拍車をかけることになるのではないかとはいふふうにも言われてきております。

これに対応して2012年には、緒言におきまして「規準の勧告からの乖離をより良く説明することは、よき企業経営の利益に適う」という文言を挿入しました。要するに、離れてもいいということ正面から認めているわけです。この程度で遵守の圧力が弱まるかは疑問だという評価もありますが、乖離してもいいという、「乖離の文化」と言うようすけれども、そういった乖離の文化

を守ろうとする姿勢だけはコードの中において鮮明にされていると言えるかと思えます。

### ②規準から制定法への移行

他方で、そのような乖離の文化とは相入れない現象として、遵守率が悪いルールについて規準を直ちに制定法に持ってくる、そういうことがしばしば行われてきたようです。comply or explainという形で代替的方策を認める規準の立場を没却するものであるというふうな批判がされています。そういった立法動向によって、規準や規準委員会の存在意義自体が問われることになると言われていいます。

## III. 各論的検討(抄)

以下では、私に関心を持った機関に関する規準の内容について若干検討をしていきたいと思います。

### 1. 緒言

#### ○金融危機による揺り戻し

別紙の1ページの真ん中あたりを見ながらお聞きいただければと思いますが、DCGKは、「緒言」に続いて「株主総会」、それから「取締役会」という順番です。これに対して株式法における機関の登場順は、「取締役」「監査役会」「株主総会」となっています。規準の構成として、機関として真っ先に——「取締役」よりも先に——「株主総会」を持ってきた時点で、DCGKの株主重視の姿勢があらわれていると評価されています。さらに2009年の改訂以前は、「会社に必要な自己資本を提供し、かつ企業家の危険を担う株主の権利を明らかにする」のがこの規準だとされていました。それも株主重視のあらわれだったと思われます。

しかしながら、2009年の改訂によりまして、下線を引いた「本規準は」以下の部分ですが、「社会市場経済の原則と調和しつつ、企業の存続及びその持続的価値創造に配慮することについての取締役及び監査役会の義務を明らかにする」という形に修正されています。これは、金融危機の影響で株主利益、すなわち短期的利益から長期的利益

の重視を明確化する趣旨でこういう改訂がなされたと言われています。

## 2. 株主及び株主総会

ここは、議決権行使の促進とプロ株主の存在という話を書いていますけれども、時間の関係上飛ばさせていただきます。要するに、最近プロ株主というものがドイツにもいて、それに対応するのが大変だというような、どこかで聞いたような話がドイツでもあるということで、おもしろいなと思って書かせていただいた次第です。

## 3. 取締役と監査役会の協働

ドイツは、「株主利益」の最大化ではなく、より広いステークホルダーを考慮する「企業利益」が指導原理であると言われています。DCGK の3.1は、取締役と監査役会の協働に関して、その旨を明確に述べています。その取締役と監査役会の協働に関しては、「意思決定等における協働」と「情報提供における協働」という2つに分けられて、情報提供は、一方的情報提供とディスカッションとに分けられるかと思えます。

### ①監査役会の、取締役に対する位置付け

DCGK の3.2の規定「取締役は、企業の戦略的方針を監査役会と同調させ、監査役会と、戦略の実施の状態を、定期的な間隔で検討する。」をご覧くださいませでしょうか。これは株式法90条1項1文1号を言い換えたものであるとされています。従来、監査役会は、過去の状況についての回顧的検証を行う機関として理解されてきましたけれども、それでは十分機能を果たせない。平たく言えば、動き出すのが遅いとか間に合わないということだと思いますが、機能を果たせないということ踏まえて、近時は、助言とか、begleitende Kontrolle——「伴走的統制」と訳すのがいいのかどうか分かりませんが、そういった機能が強調されるようになってきています。株式法90条1項1文というのは、本来、取締役の監査役会に対する報告義務に関する規定ですけれども、規準の3.2は、それを現代的な理解で言い換えたもの

という位置付けになりそうです。

それから、ディスカッションという点につきましては、規準の3.5で、「良き企業経営は、取締役と監査役会との間ならびに取締役内及び監査役会内での開かれた議論を前提とする。」とされています。これも soll とか sollte とかいう助動詞は使われていませんので、現行法の状況を説明した部分ということになるかと思いますが、とりわけ監査役会と取締役との間の開かれた議論に関しては、それに直接該当する株式法の条文はないように見受けられます。

緒言において監査役会の助言機能に言及してみたり、あるいは3.2において監査役会と取締役との戦略的討議に関して述べたりしているということとあわせて考えるならば、かつての執行機関からは完全に独立した機関による回顧的監督、そういった像から、ディスカッションパートナーとしての監査役会、あるいは討議を通じた監督といった現代的な二層式ガバナンスこそが、このDCGKが認識する当然の法状況ということになるのではないかと思います。

ただ、そういったディスカッションパートナーとしての監査役会とか討議を通じた監督というものの自体が実はベストプラクティスであって、本当にみんなやっているのだろうかという疑問が私自身には残ります。

### ②内部の議論の充実

ドイツのコーポレートガバナンスの問題点として、監査役会で充実した議論ができないということが言われていました。具体的には、監査役会内における議論として、人数が多過ぎてオープンな議論がしにくいとか、共同決定法適用会社については、株主代表と従業員代表とのオープンな議論がしにくいということが言われています。

この問題に関して、規準はまず、取締役内部、それから監査役会内部でのオープンな議論ができる文化を醸成するという意味で、守秘義務の徹底といった勧告をしていますし、規準の3.6では、監査役会について取締役を排除した形で開催する機会を設けることを勧告しています。

後者につきましては、批判の対象となる取締役がいると議論がしにくいとか、取締役に対するあらゆる批判の結果、監査役が不利益を被るかもしれないといった懸念まで述べられています。そういった懸念があるということは、監査役会が取締役を選任する（＝監査役会が取締役の上にいる）という法律上の構造とは異なる実情を示していると、私自身は理解しているところです。

共同決定の問題に関しては、DCGK 3. 6 の第1文で、株主代表と労働者代表が監査役会の会議をその都度別々に、場合によっては取締役員とともに準備することができるかと書かれています。しかしながら、これに対応する株式法等の条文は見当たりません。また、そのような運用が実務上の慣例というわけでもないようです。

他方で、従業員代表のみが事前に集まって執行側の者に説明させるなどして準備を行うといった実務は行われていたようです。かつて、この分離して準備するという規定は、分離して準備するのが「望ましい」とされていた提案の規定でした。その意図は実質的には、株主代表だけで集まって事前に準備することを提案するものだったと言われています。しかしながら、そういった提案は、議論の活性化には役立ち得る反面、株主代表と従業員代表という監査役会の分裂構造を固定化するおそれがあり、そういった複雑なややこしい内容だということに対する批判も多かったことから、2012年の改訂の際に、「sollte」から「können」というふうに文言が変更されまして、「提案」という位置付けから単なる「ヒント」という位置付けに変更されたと言われています。

③の企業買収防衛策と④D&O 保険については、申しわけありませんが、省かせていただきたいと思えます。

#### 4. 取締役

一般的な義務の方向性というのは、明確に「ステークホルダー論」を採用していること（DCGK 4. 1. 1）は繰り返し述べているところです。

私がおもしろいなと思えたのは、企業内の

多様性（ダイバーシティ）への配慮ということで、DCGK 4. 1. 5 では、幹部職の多様性への「配慮」を勧告しています。ここでの多様性というのは、国際的な多様性と女性への配慮という2点が念頭に置かれています。特に後者については、EUの動きがあつたりしますので、それに対応してOJTを進めるための幹部職の経験といったものが想定されているようです。

この規定に関しては、「配慮する」とか「努力する」といったことが勧告されています。したがって、結果が求められているのではなくて、行為が求められているにすぎないと考えざるを得ないと思います。しかしながら、このような勧告の対応を comply or explain に文字どおり当てはめてしまいますと、努力しているのだと考えれば、それでどのような施策をとったかを説明する必要はないということになります。したがって、そのような努力が外部に表出され、認識可能となっているということが comply を表明する前提であるといった解釈がされています。

もう時間がないようですので、ドイツ法の紹介を続けて、私の意見は言わないほうが世の中のためなのかもしれませんが、一応検討させていただいた部分について、若干の気づきを申し上げたいと思います。

#### IV. 日本（法）への示唆——「コードの機能」を中心に

ここで、ドイツにおけるコードというもののあり方から日本法、あるいは日本への示唆を取り出すとしたらどういうものがあるかということを見ていきたいと思えます。

ここでは、コードの機能という視点に絞って若干検討させていただきたいと思えます。

##### 1. 情報提供機能と規律付け機能の峻別の必要性とその難しさ

###### （1）峻別の必要性

まず、コードの機能として、ドイツ法では、情報提供機能と規律付け機能があるということが指

摘されており、これはそのとおりだろうと思うわけですが、我が国においても両方を視野に入れて議論が進んでいるように思われます。しかしながら、情報提供機能と規律付け機能というのは、相反する方向を向き得るということには注意をする必要があろうかと思えます。とりわけ提供の対象となる情報が「理想的な現実」である限りは、「今ある状況」は改善の必要がないことになり、改善の必要がある状況は「理想的な状況」ではないという関係に立つと思われます。

もちろん、今ある理想的な状況については情報提供し、それとは別に、改善の必要のある状況については規律付けを行うという形で、情報提供機能と規律付け機能とを理論的に分けることは可能かもしれません。ドイツにおいては、DCGKで「so11(en)」あるいは「so11te(n)」とされた規定は規律付け機能を有する、それ以外の現行法の状況を叙述した規定は情報提供機能を果たすというふうに解する限りは、この2つの機能を規定上きっちり峻別していると言えますので、そういったコードのあり方というのは、我が国においても考えられる一つの姿かなと思うわけです。

## (2) 情報提供機能≠現行法の叙述

他方で、「今ある法状況」、それは恐らく「今ある理想的状況」あるいはそれに近いだろうと思うわけですが、その「今ある法状況」を示すことが、「今ある企業の実態」を反映したというふうに考えるのは、あまりにも世間知らずと言うほかないと思えます。したがって、現行法の状況の叙述のみでは、今ある企業の状態を知りたいと欲する投資家に対する情報提供としては不十分だと言えるかと思えます。

しかしながら、公的主体により作成された情報提供媒体としてのコーポレートガバナンスコードという観点からしますと、法が定めているにもかかわらず、それに反する運用がなされているような実態、すなわち違法状態について主として海外に向けて情報発信することは、現実的に不可能であるかもしれません。逆に言えば、この問題は、

設定主体が私的団体であれば実現可能なのかもしれないと思えます。

## (3) 現行法の叙述の規律的效果

そうであるとしても、現に守られているとは言いがたい法状況を叙述することには何の意味もないのかとも思われるわけですが、そうとも限らないのかとも思えます。ルールの内容を簡素化して述べることで、まさにそのルールの名宛人になっている者に対する注意喚起を行うという規律付け効果があり得るからだと思えます。それは、そういったことを述べれば結果として規律付けられるという、そういう関係かもしれませんが、ドイツにおいては、そのような効果をまさに狙って現行法の叙述をしているのではないかと見られる規定もあるように私には思えます。

例えば、先ほど言いました共同決定制度について、前文で、従業員代表監査役は、株主選任監査役と同様に、企業利益を図ることが義務付けられているというふうに述べられています。この規定を情報提供機能だけから理解しますと、海外投資家に対して、共同決定制度のもとでも、株主利益を含めた企業利益かもしれませんけれども、きちんと株主利益を重視している、そういう現状があるから安心して投資してほしいというアピールと捉えることができるように思われます。

一応そういうものと理解してもいいのですが、他方で、私から見ますと、規準の断片に共同決定制度に対する牽制の姿勢といったものも見出すことができるように思われます。すなわち、監査役会において従業員代表と株主代表との分離された事前準備という先ほど見ました勧告は、従業員代表だけで集まって事前に準備しているという実務が行われている中で、株主代表もそれに対抗する力をつけさせることを意図しているように思われます。したがって、従業員代表と株主代表とが同じ方向を向いていないという可能性を示唆するようにも——私がウラを読み過ぎなのかもしれませんが——捉えられなくもないと思われます。そうであるとするならば、監査役は等しく

企業利益を図ることが義務付けられているという叙述そのものが、実は従業員代表監査役に対する、あるいは株主代表もそうかもしれませんけれども、それに対する規律付け機能が期待されているというふうに読めるような気がします。

## 2. comply or explain に乗せていない／乗らない規律付けのあり方

以上を前提としますと、単なる現行法の叙述という形式をとりながら、実際には、ベストプラクティスや目指すべき方向を示しているものが存在するという事になるかと思えます。私の目からは、そのような叙述による規律付けのタイプとしては、少なくとも内容として comply or explain に乗せる気がない規律と、comply or explain に乗せにくい規律があるというふうに思われます。

### (1) comply or explain に乗せる気のない規律付け

乗せる気がない規律というのは、例えばステークホルダー論などは、誰の目から見ても明らかだから乗せないということだとは思いますが、ただ、そのような見解がドイツの通説的な見解であるとしても、実は暗黙のうちにポリシーの選択を行っている、異論がないと言ってこういう叙述をしているけれども、実はそこでポリシーの選択を行っている可能性があるように思えます。先ほどの例で言いますと、株主価値主義ではなく、ステークホルダー主義をとるのだという選択が行われていると考えられます。

しかしながら、全ての企業が100%異論なく当該ポリシーを受け入れているのであればそれでも構いませんけれども、一部にそのポリシーに異論を持つ企業とか利害関係人があるとすれば、その者に対して選択されたポリシーに向けた規律付け効果が与えられるというのは、これはなかなか問題ではないかという気がしています。そのポリシー選択の正統性がまさに問われるべきであり、したがって、設定主体の法的あるいは能力的な正統性が確保されている必要があるように思われます。

### (2) comply or explain に乗せにくい規律付け

もう一つ、comply or explain に乗せにくい規律付けはどのようなものかといいますと、それを目指すべき目標自体には異論は少ないかもしれないけれども、それを実現する方策が特定化・言語化できないために、抽象的な叙述にとどまっているというものです。

目標の実現に向けたルートが多様で、一つを特定してその遵守を規律付けるということはあまり効果がないと考えられますので、目指すべき目標だけを取り出して叙述するという発想は、ポリシーの選択の正統性の問題を度外視すれば、合理的であるというふうに私は考えます。しかしながら、抽象的な目標を企業側で具体化する作業が求められているのだとすれば、開示による規律においても企業に具体的な方策を考えさせるような仕組みをつくるのがより合理的・効果的であると思われるので、そういう意味では、むしろ comply and explain というような仕組みを設けるほうがよいような気がしています。

## 3. 規律付けがもたらす情報提供効果

仮に規律付け機能のみを念頭に置いてコードを作成した場合であったとしても、comply or explain による規律付けを前提とし、かつその explain が公にされる限りは、乖離だとか不遵守といった存在、それからその割合といったものが明らかになるわけです。まさにそういった情報が公に提供されるということになります。

また、今ある現実が理想的でないから、そういった規律付けルールをするのだという観点に立ちますと、規律付けルールがあること自体が、今ある現実が理想から離れていることについて情報を提供しているというふうにも考えられます。例えば、規準の3.6で監査役会について取締役を排除した形で開催する機会を設けるといった勧告があるわけですが、ドイツの監査役会は、現状では取締役からの影響を相当程度受けている可能性を、この規定から読み取ることができるように思われ

ます。

我が国のコーポレートガバナンス原則作成の段階の議論では、ガバナンス規準の内容というのは相当厳しいものであってよいということが述べられています。その理由は、そもそも厳しくしないと企業は成長しないのだという信念もあるわけですが、方法論として、comply or explain だから厳しくしても構わないという考え方、それから、見た目をよくする必要があるから厳しくしたほうがいいのだという考え方があります。

comply or explain だからというのは、規律付け機能を念頭に置いてそのように言っているのだと思いますし、他方、見た目をよくする必要があるという議論は、コードをマクロレベル、すなわち国のレベルでの情報提供の仕組みと捉えているように思われます。しかしながら、コードの規律付け機能と情報提供機能のどちらを重視するのか、また、情報提供機能のうちでも、企業のあり方に対する国としての姿勢を示すというマクロレベルでの情報提供か、個別の会社がどのような運営を行っているのかというミクロレベルの情報提供のどちらの機能を重視するかによって、コードの水準・内容は変わるような気がしています。

一体ドイツの議論とどうつながるのだというのはちょっとはしりましたので、若干つながりが見えにくいところがあったかもしれませんが、私の報告は以上でございます。ご指導のほど、よろしく願いいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○森田 ありがとうございます。ドイツのコーポレートガバナンスの状況についてもかなり詳細にご紹介いただき、かつ、今タイムリーなテーマでありますところのコードのあり方についてのご議論もしていただいたと思います。

それでは、皆さんからご質問、ご意見をどうぞ。

#### 【コードのエンフォースメント】

○北村 詳細なご報告、ありがとうございます。エンフォースメントに関してお聞きします。

comply or explain といえばイギリスが先輩格ということで、それを念頭に置きながらお聞きしていたのですが、ご承知のように、イギリスの場合は、コードを遵守するか、あるいは遵守しない場合は説明するというのが、証券取引所のルールとしてあるわけです。そのルールをつくる機関と上場会社を監視する機関が、1年半前まではいずれもFSAという一つの機関でした。上場会社が提出する報告書の中で、comply していないのにcomply していると記載されていたり、comply していないと記載されているのに explain がされていなかったりするときには、一応監視機関がそれを監督できるような体制になっています。それに対する違反については、証券取引所における様々な罰則が適用されます。実際にFSAはそういう権限をほとんど行使したことがないと述べている文献を読んだことがあります。一応そういうシステムにはなっています。

それに対して、ドイツの場合は、コーポレートガバナンスコードは取引所ルールとは必ずしもリンクしていないと理解しているのでしょうか。とくに、comply or explain に係る表明の正しさというのは、単に株主とか投資家だけが判断すべきもので、それが正しいか正しくないかをチェックするような機関はないということでしょうか。エンフォースメントとして、決議取消しの訴えで対処するとのことですが、上場会社を対象にしているのに、結局株式法だけの話になっているのがやや違和感がないわけではないので、ちょっとその点をお伺いできればと思います。

○船津 私が見た限りでは、そういったリンクはないと認識してしまっていて、株式法上のものが基本的なエンフォースの構造だと理解をしています。

#### 【コードと決議取消し訴訟の関係】

○伊藤 株式法 161 条は表明義務というのを定めていて、この表明はインターネット開示しなければいけないという規定ですね。それで、この条



文の違反が、例えば遵守していないのに遵守したと表明したことが、決議の取消しにつながるのなぜか、また、どのようにつながるのかというところを伺いたいです。

例えば株式法 120 条の責任解除決議の取消しが認められたことがあるというご報告でしたが、そもそも 161 条は、総会の場所で表明せよといったルールではなくて、インターネット開示せよというルールですし、120 条のほうは、条文自体は「株主総会は責任解除について決議する」としか書いていないわけです。それにもかかわらずこの 120 条の決議の瑕疵が生じるというのは、例えば「Entlastung」ということの解釈から来るものなのではないでしょうか。例えば法令違反が行われなかったことが Entlastung の前提であるとか、そういうふうな解釈がされているのだろうかということです。

それから、監査役の選任決議のほうがもう一つわからなくて、なぜ監査役の選任決議が取消事由を帯びることになるのでしょうか。例えば、監査役が前の任期のときに何か悪いことをやっていたのが開示されていなくて、それが選任される場合の決議の取消事由になるとか、そんな話かもしれませんが、それでもやはり取消事由を帯びる理由がわからないのです。

仮にドイツでこういうときに取消しが認められるとして、根本的にそれはどこから来るのだろうかということに気がなります。ぱっと見で考えつくのは株式法 243 条 1 項で、この条文は非常に抽象的です。ただ単に、法律または定款の違反を理由として決議を取り消し得るとしか書いていなくて、日本の 831 条よりももっと抽象的な条文なので、あるいはその解釈のあたりから日本とは違うのかということに気がなります。

なぜこんなことが気になるのかということ、もちろん日本でコードをつくったら同じ問題が生じますし、今年の会社法の改正で 327 条の 2 という規定が入って、一定の会社は、社外取締役を選任することが相当でない理由を株主総会で説明しなければいけないことになりました。立案担当者などは、この説明をちゃんとしなかったら選任決議に

取消事由が生じる可能性があると言っています。私は常々、そんな解釈はおかしいと思ってまして、ちょっとそのこともあって、なぜこういう義務の違反が決議の瑕疵につながってしまうのか、ドイツの場合、どういうプロセスでそうなるのかを伺えたらと思います。

○船津 後ほどお調べいただくことを前提に申し上げますと（笑）、責任解除決議というのは、どうも法令・定款を基本的に遵守したということ的前提として決議ができるということのようです。なので、株式法 161 条という法令を守っていないのに責任解除決議をしたということが取消原因だということになるかと思えます。

○伊藤 解釈論でそうなる。

○船津 そういうことだと思えます。

監査役の選任決議に関しては、さらに争いがあるところでして、これは下級審でこんな変な判決が出てきている、というのが学説の評価のようで、本当にそこは影響するのですかというのが、やはり根本の批判のようです。別にきちんと提案されたものであればそれでいいじゃないか、上程された議案がこの人を選ぶという形で出ていて、それで手続を法令にのっとってやっていたのであれば、それで瑕疵はないじゃないかというのは、批判としてはあるところです。

○伊藤 ありがとうございます。

○森田 責任解除決議というのは、解除決議が取り消されたからといって、特に効果は何もないのでしょうか。

○船津 決議されても意味がないし、決議が取り消されても意味がない。

○森田 そういうレベルの話で、選任の場合はどうなのですか。

○船津 やり直せということになりますかね。

○森田 そうなると、大分質的に違いますね。

○伊藤 その責任解除のことをもう少し伺いたいのですが、161 条の違反そのものを理由に、責任解除の決議が取り消されるのでしょうか。あるいは利益相反について株主総会に報告していなかったということを理由に、責任解除の決議が取り

消されるのでしょうか。

○船津 それは株式法 161 条の違反ということで、表明したのにその表明が間違っていたのが違法で、そういう違法なことをする人間の責任を解除する決議は取り消されるべきだと、そういう流れです。

○伊藤 責任解除の前提として、そこまでの法令違反がないことが要求されるという解釈なのですね。わかりました。

○船津 当初は、コードのエンフォースメントの話で議論して深めていこうと思って検討していたのですが、日本とは全然構造が違う可能性があるんで、それを話してもあまり役には立たないかなと思いましたので、ここはさらっと流しておりました。すみません。

#### 【コードの不遵守と取締役・監査役の義務違反】

○洲崎 エンフォースメントの話が出たので、関連する質問をさせていただきます。純粋なコードの不遵守があった場合の話です。純粋なコードの不遵守といっても、一応しかるべき機関、委員会が実務としてはこういうことが望ましいとして定めたそのルールに従っていなかったということですよ。そのルールに従わなかった結果、例えば社長の暴走を許してしまい、結果的に会社に損害が生じたとケースはどうなるのか。確かに法には違反していないけれども、あるべき実務には反していたとはいえそうです。そのようなルールに違反していたということが、取締役や監査役の善管注意義務違反につながり得るのではないかと。ドイツの場合は株主代表訴訟がないので、あまりそのような議論につながらないのかもしれませんが、日本だと、ルールに従っていれば暴走をとめられたのではないかとということになると、善管注意義務違反や忠実義務違反の判断のところでは影響してることがあるのではないかと気がするのですが、そのあたりはいかがでしょうか。日本でこのようなスキームが導入された場合に、そのような影響がないのかということについてお教えいただければと思います。

○船津 まず、ドイツにつきましては、争いは実際あるところではあると思いますが、やっていたことが例えば義務違反を推定するとかというような使われ方はしないのだというのが、恐らくは多数説だろうと思います。

私自身の考えとして、ルールの建て付けにもよるとは思うのですが、やはりルールの内容次第じゃないかという気がして、ルールで一律に述べられているから全部守らなければならないとか、それに違反していたら任務懈怠が推定されるのだというような議論はできない。やはりコード自体の意味はあまりないのかなという気はしております。

#### 【コードの正統性】

○岸田 先ほどちょっとおっしゃいましたコードの憲法上のものと関係しますが、このような制度・コードを、守らなければいけないというのは、ドイツ独特の考え方ではないかと思えます。というのは、取締役とか監査役の問題で、ドイツには共同決定法という、労働者が経営参加する制度があり、それが国際的に海外の投資家を阻んでいると思うのです。しかし政治的に、ドイツではそういう法律を改正することはできませんので、コードで、緩やかな拘束力でもって徐々にそういうものを形骸化し改正しようとしているのではないかとされます。このように、コードは法律ではないにもかかわらず拘束力を持つというのは、ドイツ的な考え方ではないかと思えますが、いかがでしょうか。

○船津 そのあたりの評価は非常に難しいのかなという気がして、後で申し上げました分離して準備とかというあたりに牽制のにおいを感じるというのは、あくまで私個人のコードを見た感触として、実際その評価としては、コードの内容として決めているところがほとんどないということなので、共同決定法・共同決定制度には基本的にさわっていないという評価のほうが恐らく強いのではないかと気がしています。

○岸田 先ほどおっしゃったように、このよう

な内容であれば、本来法律を改正すればいいのに、曖昧な憲法上の疑義があるようなコードで拘束力を持たせていこうという、そういう発想自体が、やはり明確には規定できないからではないかと、そういうことを申し上げたのです。

○久保 私も岸田先生と同じような感想を持ちまして、民主国原理のようなドイツ独特の考え方でどう折り合いをつけているのだろうというのは、ちょっと気になったわけです。

それと関連して質問しようと思うのですが、この規準委員会というものの国法上の位置付けについては、これが公的主体として位置付けられているのか、私的主体として位置付けられているのか。あるいは、規準委員会が何らかの決定を行ったときに、最終的に例えば法務大臣なり、あるいは金融庁か知りませんが、そういったところの認可みたいなものが要求されているのでしょうか。

というのは、会計基準について、やはり民間団体の規律を入れましょうというときに、やはりこのあたりは問題になって、結局どのように対応したかということ、最終的に民間団体がつくった会計基準に対して承認みたいなものを与えて、それによって遵守が基礎付けられると。そこで民主的コントロールというのが入ってきて、だからそれに従えというふうに言えるというのが綱渡り的に出てきたわけですが、先ほどの船津先生の最後の報告の中で、遵守は求められていなくて、乖離することも許されるのだと言いつつ、実際には一種の強制力のようなものが伴うのだと。これで規律付けしていこうという意図があるのだとすると、ますます民主的コントロールという議論との関係というのが問題になってくるのではないかという気がします。そういった観点からすると、このDCGKをつくるときに、どこまで公の手が入ってくる可能性があるのかと、そのあたりを教えていただけたらと思いますが、いかがでしょうか。

○船津 会社法の知識すら怪しいのに憲法について議論ができるかという問題はありますが、まず位置付けとしては、規準委員会と訳しましたが、Regierungskommissionなので、規準政府委員会と

いう形にして、しかも連邦法務大臣による人選がされているという点で、明らかに国の行為ということになるかと思います。

あと、コードについての承認といったものが公式にあったかどうかはわかりませんが、正統性の一つの根拠としてよく言われているのは、官報による公示がされるということです。法律上、「官報で公示されたコード」に従ったかどうかを表明しなさいという規定になっていますので、恐らく官報の掲載の段階の何らかのプロセスというのが、一応国の行為として、公的な位置付けが与えられている根拠になるのではないかと思います。

○久保 私もそんなに憲法の議論ができるわけではありませんから。ただ、他方で、7ページのところだと、委員会にある程度独立性が付与されているようなところもあるのですが、そこら辺は何か折り合いをつけるのか。独立性、つまり、コーポレートガバナンスみたいなことに関して政府からちょっかいを出すというか、例えば法務大臣の「私の考えはこうです」みたいなことが入ってくることを防ごうとか、そのような考え方というのはあるのですか。

○船津 ありますね。私もここは後でもう少しきちんと調べたいと思いますけれども、憲法適合性の話になったときには、規準委員会と立法権の関係の話、それから規準委員会が連邦法務省の手先だと見た場合の立法権と行政権の関係の話、さらに行政権内の関係というか、規準委員会という独立の委員会と行政庁との関係という、恐らく3面の部分についてそれぞれ問題になると言われています。

ただ、その3つの問題に対する説明は、私もつらつら何となくごまかして挙げたのですが、それら3つの根拠というのが本当に整合しているのかなど。立法との関係では、ちゃんと根拠があるからいいんですと言っている。それに対して行政については、行政からは独立しているからいいんですというような言い方をしている。じゃあ、立法から委員会は独立しているのか、していないのか、どういう関係にあるのかというのはいま一つ見え

ないところがありますので、私もそのあたりは、その3つの説明が整合しているのかというのは、何となく疑問に思っています。

○久保 ありがとうございます。

#### 【explainの客観的正しさ】

○前田 先ほどのエンフォースメントの話に戻って恐縮ですが、この comply or explain のルールのもとでは、遵守しなければ理由を説明しなければならず、理由を説明していなければ、先ほどの議論にありましたように、ひょっとすると決議の効力に影響しかねないし、取締役の責任も生じるおそれがある。そうすると、理由をどう説明するかが重要な問題になると思うのですが、この理由は、開示規制と割り切ってしまうと、自分が主観的に信じるところを表明すればそれでいいのか、あるいは客観的に合理的な理由でなければならないのか。船津先生がご説明くださったところでは、レジユメの4ページの下で、「重大な理由」までは要求されないということだったのですけれども、これは、理由に客観的な合理性までは必要ないという意味に理解してよろしいのでしょうか。

○船津 恐らく、公式の見解としてはそうだろうと思います。

○前田 そうすると、理由を説明していないということが現実に問題になってくるのは、全く何も言っていない、つまり、遵守していないのに理由を何も表明していないという場合に、現実には限られてくるのかもしれないですね。

○船津 不十分な説明が取消事由に該当するかどうかは争いがあるというのは、恐らくは、じゃあ誰が判断するのかという話と、あと、コード自体が解釈を要するような抽象的な文言であるのに、それを後付けでおまへの解釈は間違っていたと言われるのは非常に辛いというので、そこはあまりぎちぎちに考えるべきではないというのが、取消訴訟に関しての批判ということになるかと思えます。

#### 【コードの遵守状況】

○飯田 コードを見ることでガバナンスの動向を知るといったことだったので、その点について伺います。コードの遵守率というところでご説明がありまして、質疑応答を聞いている限りでは、これは大体において守られているというニュアンスに受け取ったのですが、そのような理解でよいのかというのが一点です。

それと関連して、恐らくドイツの特徴として、株式の保有構造において、分散型というよりは、支配株主がいるような会社が多いと聞いていますけれども、株式の保有構造の違いによって、その遵守の割合とか、あるいは遵守していることの項目によっての違いとか、何か違いがあってもおかしくないかなという気がするのですが、その辺についてもご存じだったら教えていただきたいと思います。

3点目としては、レジユメの7ページで、comply or explain でありつつ、実際はなかなか乖離しにくいということでした。その根拠として、理由を説明させられるという仕組みが乖離しにくくするのだということでしたけれども、その理由の説明の内容について、今まさに前田先生との応答であったようなものだとしますと、開示の理由の中身が不十分だったとしたら、例えば株主がその会社に投資するのはやめようということで株価が下がっていくというようなメカニズムが働いてそうなのかな、それとも何か別の理由を求めたことで、やはり事実上の強制力みたいなものが働くのかという、そこのメカニズムが少し理解できなかったもので、そこをもう少し教えていただければということですので、よろしくお願ひします。

○船津 まず、遵守率という点ですけれども、ベルリンコーポレートガバナンスセンターが毎年出しているレポートがありまして、全体としてどう遵守しているかというあたりはともかくとしまして、遵守率の悪いものはやはりあるということです。やはりそれは報酬関係で、調べたところだと、報酬関係のものが5割を切っています。

○飯田 報酬関係というのは、開示をするとい

うことですか。

- 船津 報酬の相当性だとかのあたりの……。
- 伊藤 遵守率が悪過ぎたから、その後法律になったのですよ。
- 洲崎 個別開示ですよ、一人一人の報酬の。
- 船津 個別開示の話に加えて、さらに2014年バージョンだと、例えば別紙の9ページの5行目、「2013年12月31日以降に開始する事業年度についての報酬報告書においては、以下の事項が描写されるものとする(sollen)」ということでつらつらと書いていまして、私の訳が正しいかわかりませんが、老齢年金とかの年金費用を開示せよといったことが要求されているのですが、そういったあたりのcomplyの率は非常に低いということのようです。

それから、飛ばしましたけれども、もう一点特徴的なものとして、5割弱の遵守率だったかと思えますけれども、レジュメの9ページの④D&O保険のところ、これは何かというと、監査役員のD&O保険について自己負担部分を設けろというのがあるのです。これについては、私はよくわかりませんが、ドイツ以外の国ではそんな自己負担部分なんてD&O保険にはないのだ、という認識がドイツではされているようです。にもかかわらず——取締役については法律で最低限度幾らというのは決まっているわけですが——監査役については、適切な額の自己負担率を設けなさいということで法律に上乘せをしているという状況です。それについては、ドイツ独特の理由というべきでしょうか、ドイツでしかやっていないような自己負担を、例えばドイツ以外の国の監査役員に求めると人が集まらなくなるということがあるので、遵守率が低くなっているというようなことが言われています。

2番目の分散構造かどうかというあたりについては、そういったことを考えて調査をそこまで細かくやっていたかどうかはわからないということにして、規模、DAXなどのインデックス、そういう指標の銘柄ごとの遵守率というのは出てきますけれども、それが分散構造とどう関係するの

かというのは、正直、照らし合わせてみないとわからないところかと思います。

3点目ですが、少なくともドイツにおける認識としては、やはり理由を説明するのが面倒だから、もういいや、守っちゃえと。本当に守っているかどうかわかりませんが、とりあえず乖離の説明はしないという運用がやはり多いということのようです。やはり説明こそが圧力だというような理解が一般的ではないかと思えます。

○飯田 そうすると、いいかげんな説明をすると、それは非常に何かダメージを、つまり、会社のレピュテーションが落ちるとか、何かそういうものが事実上伴っているのだということなんでしょうか。法律上の担保があるとかということではないのではないかという印象を持ったものですから。

○船津 そうですね、その可能性もありますね。

○伊藤 D&Oの自己負担は、日本で言う縮小支払い割合とはまた違うやつということですか。

○船津 ちょっとよくわかりませんが。

○伊藤 今、東京海上日動の約款を見てみたのですけれども、95%なので、5%は一応自己負担しなきゃいけないので、そういうのよりはもっとこれは多くなっているということなのですかね。

○船津 取締役のほうで……。

○森本 10%と書いてあった。

○船津 10%でしたか。そのようになっていますので、それと同じぐらいが監査役としても求められる、ということなので、ちょっと多いのかなという気はしますね。

#### 【コードの規定内容の変化】

○森本 先ほどの飯田先生の質問と関連付けられないわけではないと思いますが、6ページの⑤遵守状況のレポートで、提言から勧告に格上げされた規定は遵守率が高くなる傾向にあるということですね。これは当たり前なことだとは思いますが、その冒頭において、勧告が105で、提言が6つという説明がありました。勧告があまりに多いというように感じます。普通、もうちょっと近接

しているほうが滑らかかなと思うのですが、ともかく、これはどんどん提言が勧告に移ってきた結果なのかどうかお教えいただければと思います。それから、最近勧告に移行したところで、我々にとって非常に興味のあるようなものをいくつか言っていたかとありがたいなということです。

10年の経緯で勧告と提言の数というかどうかというバランスになるのか関心があります。今ある勧告を5つ確認したのですが、提言以上のことはできていない。4時間から6時間ぐらいがといったことは、これは勧告にならないと思うのですが、例えば買収防衛策については、むしろ近く勧告になるのかなと思ったりもします。そこら辺の最近の状況を教えていただくとありがたいなと思ったということです。

○船津 まず、増えている、どんどん格上げされているということは言われていまして、2012年の改訂で5つほど格上げされたということまでは覚えています、具体的にどれだったかというのは、すぐには出ません。申しわけございません。

○森本 格上げの理由とかもあるのでしょうか、そこら辺を確認することにより向こうのコーポレートガバナンスの感じ方なんかの流れがわかるかなと思って、わかればお教えいただきたいと思ったわけです。どうもありがとうございました。

(船津補足：2012年の改訂では、監査役会を取締役抜きで開催すること(DCGK 3.6第2項)、監査役会長は監査委員とはならないこと(DCGK 5.2第2項)ならびに監査委員長の独立性(DCGK 5.3.2)及び取締役からのスライド就任の制限(DCGK 5.3.2)が単純に格上げされ、業績連動型監査役報酬を支給する場合の持続的成長志向の目標の設定(DCGK 5.4.6第2項)は規定内容を一部変更して格上げされている。)

#### 【日本における責任解除決議の廃止】

○森本 先ほど免責決議の話がありましたが、日本でも、昭和56年商法改正までは284条に規定されていました。ドイツでは、先ほど確認したのですが、この点についてはこの30年、新しい4項

という規定はついていますが、それ以外は同じです。私の理解によると、これは利益処分案と一緒に審議して、過去1年間誠実に取締役・監査役は仕事をしましたよというある意味での確認的な決議であって、この決議をしたからといって、当然に損害賠償責任がなくなるものでもない。直接的効果は導かない決議なのですが、これは決議しなければなりません。株主の多数の人が誠実に仕事をすると確認する機会を確保することにより、幅広く違法なことをすることを防止する、そのような趣旨の規定のように思われます。その限りで全く意味がないわけではありませんが、実際どのような意味があるのかということで、日本では昭和56年に廃止されたわけです。時間つぶしの発言ですが。(笑)

#### 【表明を行う主体とその責任】

○近藤 結局、161条では、この表明義務の主体が取締役・監査役ということになっていて、会社が名宛人になっていないということは、やはりこれは取締役・監査役に責任を持って表明させるという趣旨かと思うのですけれども、そうすると、会社自体は全く主体として出てこないということで、例えば会社が投資家に対して責任を負うと、そういう場面は全然考えていないという、そういう理解でよろしいでしょうか。

○船津 理論上は役員らの違法行為による法人の責任ということで、日本でいうところの会社法350条でしたか、あれを使えるというような話は理論的にはあるという指摘はあります。

○川口 今の点に関してですが、先ほど取締役や監査役会が機関として独自に表明をするという際に、それは多数決で行い、少数意見はつかないということでした。しかし、そのメンバーが民事責任を負わされるといときに、反対であった少数者も同じように拘束されて責任を負うということになるのでしょうか。

取締役や監査役会が、会社や投資家に対して民事責任を負うという場合、表明に反対の役員らの保護を考える必要はないのかという質問です。

○船津 どうなのでしょう。(笑) そのあたりの運用は、あくまで理論的にどうかという話で、具体的にこういう事案で、というような話はありませんので、ちょっとそのあたりは議論があるかと言われますと……。ひな形はやはりあるのですけれども、ひな形だと、連名というか、取締役と監査役会とがサインをしてという形になっているだけですので、もし意見が異なれば、少数者としては、何か別の方法でしないといけないということになるのだらうとは思いますが、理論的な話なので、あまりよくわからないというところです。

○北村 近藤先生と川口先生のおっしゃったこととの関係で確認させていただきたいと思います。規制の名宛人が取締役と監査役会になっていながら、ひな形では連名で出すことになっているというお話でした。これは、本来、取締役と監査役会のそれぞれが comply しているのか、していないときにどのように説明するのかを考えるべきであるということなのか、あるいは双方で話し合って連名で出せということになっているのか。つまり、comply or explain の表明をするのは取締役で、監督するのが監査役会であるとすれば、表明の内容が変わっていてもいいと思うのですが、そういうことはあまり原則的ではないと理解しているのですか。

○船津 実務的な原則としては、会社としてどうかというような表明の様式になっているように思います。ただ、法的にはそれぞれが名宛人なので、法的には区分する可能性はあるということだと思います。

#### 【投資家利益とステークホルダー利益】

○小出 すごく難しい議論があったのですが、私はすごく簡単な質問というか、初歩的な質問をさせていただきます。

レジュメの2ページのCのところ、規準の策定の究極の目的というのは、国内外の投資家にとってドイツを魅力的な投資先にするためであるというふうに書いてあるのですが、投資家にとって魅力的なコーポレートガバナンスをつくるという

のに、なぜ国がしゃしゃり出てくるのかというのがよくわからなくて、そうであれば、例えば証券取引所とか、そのような投資家のほうをもっと見ているところがあるのではなからうか。それがなぜドイツでは国がしゃしゃり出てきてやっているのかというのが1つ目の質問です。

2つめは、一方で国内外の投資家にとってとっていながら、他方で3ページの規律付け機能のほうでは、企業価値は株主ではなくてステークホルダー指向だというふうに書いてあります。投資家にとって魅力的な投資先にするという目的と、ステークホルダー指向での規律付けというのはつながるのだらうかというのが2つ目の質問です。

3つ目ですが、ステークホルダー指向の規律付け機能があるのだとして、そのエンフォースメントはどうやっているのだらうかということで、誰がエンフォースをする主体になるのか。株式法のほうに乗っけてやるのは難しいような気がするのですが、そのようなステークホルダー方向についての規律付けの遵守というのはどのような形で担保されているのかというのが3つ目の質問です。

○船津 まず1点目ですが、恐らく、コーポレートガバナンスコードということで、ハードなのかソフトなのかという問題はありますけれども、国の法律ではないようなルールで規律すること自体が、ドイツでは画期的なことだったと捉えられているようです。したがって、それがいきなり設定主体が私的なものでよいのかというのがやはりあるのかなと、ちょっと経緯自体はよくわかりませんが、恐らくそういったところがあったのではないかとこのように推測するところです。

2点目ですが、すみません、ちょっと書き方がおかしかったと言わなければならないのでしょうか。規準の機能のところ、規準策定の究極の目的として書いていますのは、規準設定当時の議論でして、他方で規律付け機能ということで書いていますのは、先ほどもご説明しましたように、揺り戻し後のものも含めてということになります。ただ、——2002年

当時からステークホルダーのことを書いているところはあるわけですが——実は 2002 年の株主に極めて重きを置くバージョンのほうがドイツとしては異例だったのではないかと私自身は考えております。

それから 3 点目ですが、ステークホルダーがその利益についてエンフォースする仕組みというご質問ということでよろしいでしょうか。やはりまず挙げるべきは共同決定というあたりかもしれませんが、それ以外に何かステークホルダーの利益をエンフォースする仕組みがあるかと言われますと、ちょっと私自身もよくわからないところがあります。申しわけありません。

○小出 ありがとうございます。

#### 【コードの実務的運用状況と多様性確保】

○松井 8 ページ、9 ページあたりで若干コメントと簡単な質問をさせていただきたいと思います。1 つ目は、監査役会と取締役の協働の話で、船津先生がご報告の中で、実際どれぐらいできているのだろうかという疑問を提起されたので、それに対するコメントです。

実際に取締役と監査役会の協働というのは頻繁に行われていて、具体的には監査役会の議長が取締役との情報交換を基本的に月 1 回ぐらいのレベルでやっているようです。かつ、監査役会は人事や報酬に関する委員会も持っていることが多いので、これに関する情報は常に取締役から取り入れているわけです。恐らく DCGK の 3.5 というのは、そういう実態を前提にしているのだらうと思われまますので、どれぐらいやっているのだらうかという質問に対しては、多分、各会社が工夫して情報交換の仕組みを持っているということなのだらうと思います。

もう一つは、最近取り込まれたダイバーシティの話ですが、これはどういう位置付けで入っているのだらうかというのが質問になります。先ほどの小出先生の質問と多分重なるのですが、ステークホルダーを重視しなさいという延長線上にこれが入っているのでしょうか。あるいは

は、やはり企業価値を高めるためには多様な人材が入っていたほうがいいのであり、そういう株主利益につながる話で入っているのでしょうか。今ドイツでは、この点についてどういう位置付けで理解されているのかというのを教えていただければと思います。

○船津 これは正直言ってわかりません。(笑) 日本でなぜ今コーポレートガバナンスコードを策定しなければならないのですか、それはどういう趣旨ですかという質問と結構近いような、いろんな人のいろんな思惑が入っていて、少なくとも方向付けは決まっているけれども、その制度趣旨というのはそれぞれ思い描いているものが違うというような気がしております。コメントだけになりまして申し訳ありません。

#### 【コードの設定に対する国家の関与】

○山下 先ほどの小出先生の質問の延長のようなことですが、一応形式上は株式法という法律に根拠がある。コードではあれ、法律上の根拠がある。そういうことに関連して、先ほどの総会決議の取消事由になるかと、そういう議論に及んでくるかなと思うのですが、なぜドイツでそうなるのかということ、例えば最初の北村先生のご質問にあった、イギリスではそれは取引所がやっていますというようなことを考えると、ドイツでは、そういう経済団体とか取引所といったところの規制機能があまり強くないので、仕方なく政府が出て行くのかなという気もしているのですが、そのあたりはいかがかということが一つです。

そのまた延長で、仮に日本で何か一定の強制をするわけではないけれども、こういうことを誘導したいというとき、どういうテクニックを使うかというので、最近ちょっと小耳に挟んだのは、労働関係だと、男女雇用機会均等法で、どれぐらい女性を雇用しているか企業が公表をしていかなければいけない。絶対この比率までにしなさいという厳しい規制ではなくて、状況を開示させるというタイプの規制ですが、国の法律を通じてそういうことをするわけで、ドイツのコードもそれと似



たようなものだとすると、やはり国が出て行くべきなのか。それとも、そういうことはやめて、純粹に取引所あるいはその他の経済団体の機能に任せるべきなのか、そこらあたり、船津先生のご感想はいかがでしょう。

○船津 1点目につきましては、私もよくわからないところはあるわけですが、少なくとも一つ言えるのは、取引所というのは、半公式的な、半ば国のような存在だというふうにドイツでは理解されているのではないかという気がしております。したがって、適用の対象自体も、上場会社という場合には、いわゆる取引所に関する企業だけを対象にしているといったあたりに、非常に公共性といいますか、国が関与しているという点に強い規律付けの区分を置いているというような気がしております。それからあと性質として、やはりコーポレートガバナンスというのは別に資本市場に限られないというところがもう一つあるかと思えます。

もう一つのご質問について、私が申し上げてどうなるかという問題はあるかとは思いますが、最後のところでご説明をしたかったことを山下先生に拾っていただいてありがたいなと思っているわけですが、結局のところ、comply or explain に乗るルール規定と乗らないルールとがあるのではないかということで、先ほどの女性比率がどうなったかを開示するというのは、むしろ女性を活用するということについて comply しつつ、さらにどれだけ増えたかということ explain しているというような形ではないかと。したがって、具体的な努力、目指す目標が決まっていて、それに向けて何かするということがあるのであれば、各会社で決めるべき選択肢がたくさんあるのだということであれば、それはそういう形の方法というものもあるのかなという気もしております、逆にそれに comply or explain をかけてしまうと、「努力してます、努力してます」と言って終わってしまうのではないかなという気がしております。

じゃあ、それを私的な主体でやったほうがいいのか、公的な主体でやったほうがいいのかという

点につきましては、非常に難しい問題だとは思いますが、少なくとも会社とはどういう存在であるべきか、とか何を重視するのかといったあたりというのは、国全体にかかわるポリシーの選択の話になるのではないかと。そういうポリシーの選択をする主体として、私的な団体であっていいのかというのは、やはり問題ではないかなという気がしております。

以上でよろしいでしょうか。

○森田 もう時間が来ましたので、よろしいでしょうか。

要するに今回のご報告では、いわゆるコーポレートガバナンスのディスクロージャーということだけではなくて、いろんなマイノリティーの問題とか、そういったことについての開示も含めたような問題で、しかも最後に山下先生がご指摘になったように、それは株式法での話になっておるといってもまたおかしな話だなと思うのですが、株式法を本当に社会化しなければいかんのかもしれませんが、そういう興味深いお話をどうもありがとうございました。

時間が参りましたので、終わらせていただきます。

2014年10月24日

## ドイツのコーポレートガバナンスコード

同志社大学 軌津浩司

### はじめに

上場会社を対象とし comply or explain に關する法的な根拠づけも与えられているドイツコーポレートガバナンス規準 (Deutscher Corporate Governance Kodex；以下「規準」または「DCGK」という) を巡る動向を整理。

### I. 基礎的確認事項～ドイツの株式会社の機関構造

- ・ 二層式経営システム＝経営執行に当たる Vorstand (取締役) とそれを監督する機関である Aufsichtsrat (監査役会)
- ・ 取締役は、法律上一人であってもよいが、通常は、複数人選任される (DCGK4.2.1 参照)。取締役は、企業を自己の責任において指揮。
- ・ 監査役会は、取締役を選任し、監督し、企業にとつて根本的意義を有する決定については同意留保制度 (株式法 111 条 4 項 2 文) を通じて拒否権を有する。監査役員は株主総会において株主により選任されるが、共同決定法が適用される場合には、監査役会の 3 分の 1 または 2 分の 1 は、労働者によって選出された代表者によつて構成
- ・ 監査役会と取締役という二つのボードの兼任は禁止 (株式法 105 条 1 項) ～「他者規準 (Fremdkontrolle)」のモデルであるといわれる…実際にはアングロサクソンモデルと近づく？

### II. 規準の位置付け～総論的議論

#### 1. 規準策定に至る経緯

2000年6月：コーポレートガバナンス政府委員会 (Regierungskommission Deutscher Corporate Governance) を設置 (Theodor Baums を委員長とする。以下、「パウ

ムス委員会)

2001年7月：報告書 (以下、「パウムス報告書」) を提出～ドイツの CG 規準の設定およびそのための委員会の設置を盛り込む

2001年9月：「ドイツコーポレートガバナンス規準政府委員会 (Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex)」(以下、「規準委員会」) 設置

2001年12月：DCGK 草案を公表、それに対して出された意見を踏まえて、

2002年2月26日：DCGK を確定

2002年7月19日：開示法において DCGK に法的根拠を与える株式法 161 条の改正

#### 2. 規準策定の狙い

##### A. 「コーポレートガバナンス」の定義

「コーポレートガバナンス」の原則とは、「企業の指揮 (Leitung) と監督 (Überwachung) についての行動準則 (Verhaltensmaßstäbe)」(パウムス報告書)

##### B. なぜ「ドイツコーポレートガバナンス規準」が必要か？

###### ① 「コーポレートガバナンス規準」の必要性

パウムス報告書～外国の CG 規準の策定の動き、国際金融市場での資金調達先の必要性

###### ② 政府主導の「規準」策定の必要性

- 二つの私的規準の存在
- ・ フランクフルトグループ～既存の法的規準を原則として具体的なコーポレートガバナンスの推奨
  - ・ ベルリングループ～経営経済学的な観点からの提案

→ 「政府による」(一つの) 規準」の策定を進めさせた一つの要因

##### C. 規準の機能

規準の策定の究極的目的＝「国内外の投資家にとつてドイツを魅力的な投資先とする」と

##### ① コミュニケーション (情報提供) 機能 (Kommunikationsfunktion)

ドイツの CG モデルをコンバクトに叙述することで、特に外国の人に分かりやすいものとするという機能～国際的に見て独特の制度 (二層式ボード制や共同決定制度等) と、CGにかかわる法規定の分散＝外国の人間にとつて見えにくいものとなっているのではないかと

なお、2013年時点で合計すると570ほどのドイツの会社がドイツの規問市場に上場

4. 設定主体と改訂プロセス  
規準委員会は常設委員会化

A. 規準委員会の構成

委員～財界、学界および公的団体から選ばれる(政治家が委員になることはない)。委員の選任等に法規制なし(人事はドイツ連邦法務大臣の裁量の範疇)  
近時は、監査役会構成員に重点、性差への配慮

B. 任務等

① 任務と方針

規準委員会の任務～DCGKの設定、検証および改訂。法改正提言を含まず。争いのある法律問題の解釈の解決を目指す。遵守の確認等も含まず。

※連邦法務省は法的な観点のみ(例:株式法、有価証券取引法等との整合性確認)関与。

② 規準委員会の役割の拡大?

将来的な最善業務慣行規準の定式化?

C. 改訂

定期的な見直し(2009年までは年1回(通常初夏)、2009年からは年2回(1月と初夏))

2004年と2011年を除き毎年改訂

2012年の改訂からパブリックコメントに付されるように

D. 規準の翻訳の公開

英語、フランス語、スペイン語、イタリア語に翻訳され、規準委員会のHPで公開

5. エンフォースのメカニズム

A. 総論

株式法により Comply or explain ルールが採用～準公式の注釈書によれば、DCGKとしても(これから述べる株式法161条としても)、勧告(soll 規定)の遵守義務付けや、乖離のために重大な理由を要求する意図はない

いう懸念

② 規律付け機能 (Ordnungsfunktion)

「優れた責任ある企業経営 (gute und verantwortungsvolle Unternehmensführung) の標準 (Standard)」を策定すること (DCGK 緒言第1段参照)

・ 株式法自身が選択肢を認めている場合において、どのような選択をとるのが望ましいかを述べるもの (例: 取締役 (Vorstand) は複数名から構成されることを勧告 (DCGK4.2.1))

・ 法規定の補完ないし具体化規定 (例: 監査役会は定期的にその活動の効率性を検証することを勧告 (DCGK5.6))。

※ただし、「法律の枠内で」

規律付けの方向～「優れた責任ある企業経営」→具体的な指標としては「企業価値」ただし、この場合の企業価値は、「株主」ではなく「ステークホルダー」指向: 短期的利益とは区別された「企業の存続およびその持続的価値創造 (nachhaltige Wertschöpfung) に配慮することについての取締役および監査役会の義務」を明らかにする (緒言参照) のが DCGK

3. 規準の概要

A. 構成 (形式面)

7部構成。

B. 構成 (内容面)

① 現行法の記述部分

現行法の状況を「わかりやすく」記述～法的厳密さよりも理解しやすさを優先

② 勧告 (Empfehlung) 部分

「soll (en)」(英語では “shall”) ~comply or explain メカニズムが働く「勧告」

2014年6月24日版のDCGKでは、105のsoll規定

③ 提案 (Anregung) 部分

「sollte (n)」(英語では “should”) ~法律上のcomply or explainが掛からない「提案」

2014年6月24日版のDCGKでは、6つのsollte規定

C. 適用対象

適用は本拠 (Sitz) をドイツ国内に有する上場会社等を直接の名宛人とする。具体的な会社類型は、後述する株式法161条の適用対象と一致 (緒言参照)。

B. 株式法 161 条による「遵守せよ、さもなければ説明せよ (comply or explain)」

① 株式法 161 条の規定の内容とその経緯

- ・ 上場会社 (および株式が一定程度流通することが予想される会社) の取締役および監査役会は、DCGK の「勧告 (Empfehlung) 部分 (soll 規定) に合致していること、あるいは、合致していない場合にはその旨およびその理由について年度毎に表明する (erklären) (株式法 161 条 1 項)、
  - ・ 表明は、インターネットにより公衆に開示しなければならぬ (同 2 項)。
- 2002 年段階では株式法 161 条の規定として乖離理由の説明は求められず  
説明義務は 2009 年の貸借対照表現代化法 (BilMoG) による改正から

② 表明義務の名宛人

「取引所上場された会社 (börsennotierte Gesellschaft)」およびそれ以外の会社で一定の要件を満たす会社の「取締役及び監査役会」

a. 「取引所上場された」の意義

「取引所上場された」= 株式法 3 条 2 項と「組織化された市場 (organisiertes Markt : 有価証券取引法 2 条 5 項参照)」

オープンマーケット (Open Market) は含まない～私法上の組織だから (?)

「取引所上場された会社」に限る理由～全ての会社に妥当する行動規範を策定するのは困難、小さな会社にとっては遵守コストや説明コストが高くなる

b. 「取引所上場された会社」ではないが対象となる会社

「取引所上場され」ていない会社であっても、他の証券 (例えば社債など) が組織化された市場に上場されており、かつ、株式については自らの意思で MTF での取引が行われるようになった会社については、株式法 161 条の表明義務が適用 (株式法 161 条 1 項 2 文) = 実質的にオープンマーケット銘柄にも適用対象が一部拡大

c. 「取締役及び監査役」

表明義務の名宛人は、a および b で述べた会社の取締役および監査役会 (会社自身ではない) → それぞれの機関が独自に表明

③ 表明の内容

- ・ 規程の勧告を過去において遵守したかどうかに関する回顧的な認識の表明
- ・ 将来的に規程の勧告を遵守するかどうか、または乖離する意図があるかどうかについての意思の説明

乖離する場合には、該当する勧告を個別に指定し、乖離する理由を記載

④ 決算監査人による監査

⑤ 遵守状況のレポート

提言 (sollte 規定) から勧告 (soll 規定) に格上げされた規定は、遵守率が高くなる傾向 → comply or explain のメカニズムが遵守への強いプレッシャーに?

C. 株式法 161 条違反の効果

① 決議取消しの理

DCGK の soll 規定とは異なる運用を行っていたにもかかわらず、そのことやその理由を表明していなかった場合には、株式法 161 条違反 → 法令違反の決議として取消しの可能性 (株式法 243 条 1 項)

- ・ 責任解除決議 (株式法 120 条) → BGH Urt. v. 16. 2. 2009, BGHZ 180, 9; BGH Urt. v. 21. 9. 2009, ZIP 2009, 2051. いずれも、監査役会による利益相反についての株主総会への報告をしていなかった (DCGK 5.5.3 参照) 事例
- ・ 監査役員選任決議

→ DCGK 違反を法令違反として厳格に決議取消等の効果と結びつけることは、柔軟性と  
いう規程の長所を失わせるものであり、慎重であるべきであるとの批判

② 民事責任

a. 会社に対する責任

株式法 161 条違反 = 取締役・監査役会の会社に対する義務違反 (株式法 93 条 2 項 1 文、116 条 1 文) だが、会社の損害は何か?

- ・ 資本コスト上昇
- ・ 決議取消の訴訟費用

b. 投資家に対する直接責任

実態と異なる表明をした場合に、それを信頼した投資家が取締役等に対して損害賠償を請求することができるか? → ドイツ法特有の要件を満たす必要性

- ・ 民法 823 条 ~ 困難
- ・ 民法 826 条 (故意の良俗違反) ~ 可能だが例外的

D. 株式法 161 条違反のない、純粋な DCGK 不遵守

勧告の不遵守は義務違反の目安となるといった見解 → 説明をしていない限り不遵守は当然

施策を勧告しておらず、実施は各会社に委ねられている

**②プロ株主の存在**

冗長な説明・プロ株主の存在～一般株主にとっては魅力的でない  
 2009年の株式法改正を踏まえて、現行法の状況を示すものとして「総会の指揮者は、株主総会の迅速な進行に配慮する」(DCGK2.2.4)、提案(solite規定)として「その際、通常総会は遅くとも4-6時間で終了するという事実に沿うことが望ましい(solite)」

**3. 取締役と監査役会の協働**

ドイツは、株主利益最大化ではなく、より広いステークホルダーを考慮する「企業利益」が指導原理(DCGK3.1参照)

**①監査役会の、取締役に対する位置付け**

DCGK3.2=株式法90条1項1文1号の言い換え  
 「執行機関から独立した機関による回顧的監視」から、「ディスカッションパートナーとしての監査役会」「討議を通じての監督」といった現代的な二層式ガバナンスこそが、DCGKが認識する「当然の法状況」(その表れとしてのDCGK3.5) …しかし、それ自体「ベストプラクティス」では？

**②内部の議論の充実**

「監査役会で充実した議論ができていない」  
 ・ 多人数すぎてオープンな議論がしにくい  
 ・ 株主代表と従業員代表とのオープンな議論がしにくい  
 →対処としてのDCGK3.5第2文、3.6、5.3.2など。  
 DCGK3.5第1文も議論の充実に関する規定～かつてこの規定は提案(solite規定)←株主代表と従業員代表という監査役会の分裂構造を固定化するおそれ～2012年の改訂により単なるヒント(Hinweis)という位置付けに変更

**③企業買収防衛策と取締役/監査役会/総会**

DCGK3.7第2文  
 規程でルールの逆転を狙う勢力も存在～規程の「ベストプラクティス」としての性質を踏まえて、「望ましい(solite規定)」という提案の形に

許される。  
 ただし、、、業務規程に「DCGK勧告の遵守」を義務として設けた場合、対応表明において「受け入れ」を表明した勧告

**6. 規程への批判**

**A.規程の憲法適合性**

・民主主義原則の要請および議会による立法権を侵害←株式法161条で立法化、委員会の独立性←「コーポレートガバナンス」の名の下に、広範な内容を規程委員会が策定可能  
 ・職業の自由(基本法12条1項)を、法律の根拠なしに制限するもの←乖離が許容されているのであって制限はされていない←事実上の制限効果はある  
 ※産業界「実務において有効性が実証されており、広く受け入れられている」

**B. comply or explain の実態への批判**

**①乖離を妨げているとの批判**

実質的に乖離がしにくい状況→2012年に「規程の勧告からの乖離をより良く説明することとは、良き企業経営の利益に合う」(緒言参照)旨を挿入

**②規程から制定法への移行**

遵守率が悪いルールについて、規程を直ちに制定法に取り込む動き←「規程」や「規程委員会」の存在意義が問われる

**III. 各論的検討(抄)**

以下では、特に機関に関連する規程の具体的な規定を取り出して、若干の検討

**1. 緒言**

**金融危機による揺り戻し**

「会社に、必要な自己資本を提供し、かつ企業家の危険を担う株主の権利」→(金融危機)→「社会的市場経済の原則と調和しつつ、企業の存続およびその持続的価値創造に配慮することについての取締役および監査役会の義務」

**2. 株主および株主総会**

**①議決権行使の促進**

ドイツの株主総会の問題点のひとつは、その出席者の少なさ  
 DCGK2.3.2では、議決権行使の容易化や代理人選任の便宜を図るなどが勧告～具体的な

1. 情報提供機能と規律付け機能の峻別の必要性とその難しさ  
 情報提供機能と規律付け機能とは相反しうる～提供の対象となる情報が「理想的な現実」である限りは、「今ある状況」は改善の必要がなく、改善の必要のある状況は「今ある状況」ではない

①峻別の必要性  
 今ある（理想的）状況について情報提供し、改善の必要のある状況は規律付けを行うと考えるのが理論的～ドイツでは、「soll (en)」「solite (n)」＝規律付け機能、それ以外＝情報提供機能を果たすと解する限りは、両機能は明確。だが、、、

②情報提供機能≠現行法の叙述  
 今ある法状況（与理想的状況）≠今ある現実  
 今ある法状況に反するような「今ある現実」を描写するのは公的主体には難しい？

③現行法の叙述の規律的效果？  
 今ある現実≠「今ある法状況」と理想的状況  
 法状況の叙述が規律付けを狙ったものである可能性

2. Comply or explain に乗せていない／乗らない規律付けのあり方  
 規律付けが必要だが comply or explain に乗せず「現行法の状況の説明」とされている叙述はなぜ存在するか？

①comply or explain に乗せる気のない規律付け  
 理想形に対するコンセンサスがあると考えられているため～そこにはポリシー選択が隠れている可能性（例：株主価値主義 v.s. ステークホルダー主義）～ポリシー選択の正統性如何

②comply or explain に乗せにくい規律付け  
 理想形を実現する方策を特定化・言語化できないが故に抽象的な「叙述」にとどまっているもの（例：監査役員の能力）～むしろ comply and explain が望ましい？…同様のことは「努力義務」（例：ダイバーシティ）のエンフォースにも言えそう

3. 規律付けがもたらす情報提供効果  
 ・ explain が公にされる限りは、乖離／不遵守の存在やその割合などが明らかにか  
 ・ 規律付け規定の存在そのものが、「できていない」証拠  
 ～コードは、理想を示すハイレベルなものであるべきか、現実を即したものであるべきか

以上

④D&O 保険  
 役員賠償責任保険に自己負担部分を設けること（株式法 93 条、DCGK3.8 第 2 段落）～このような定めはドイツ独特の制度であるとの理解  
 監査役員の勧告の遵守率が低い（DAX 銘柄で 50%、全体でも 50%を切っている）～「ドイツ特有の事情」であるから外国人が監査役員となる場合にまでそれを求めづらいたいという事情

4. 取締役  
 ①一般的な義務の方向性  
 明確に「ステークホルダー論」を採用（DCGK4.1.1）。

②ガイドライン、コンプライアンスプログラムの整備  
 DCGK4.1.3 は、企業内部のガイドラインの存在を前提とするが、ガイドライン作成の勧告や提案はない（リスクマネジメントに関する DCGK4.1.4 も同様）  
 ・ 倫理規程や CSR ガイドラインはコーポレートガバナンスを超える問題  
 ・ コンプライアンスプログラムは必要不可欠とはいえず

③企業内の多様性（ダイバーシティ）への配慮  
 DCGK4.1.5 では、幹部職の多様性への「配慮」を勧告＝結果が求められているのではなく、行為が求められているにすぎない～ただし「配慮」や「努力」が外部に表出され認識可能となっていることが「comply」を表明する前提であるとの解釈も

5 監査役会  
 規程は監査役会制度を重視しているとの評価  
 監査役員の能力に対する要求（DCGK5.4.1）は、効率的な監督のための当然の要請～だが「能力」に関する具体的な内容は示されず

IV. 日本（法）への示唆～「コードの機能」を中心に  
 同じく「comply or explain」のメカニズムを利用するとされる日本版 CG コードへの示唆  
 主として、「コードの機能」という観点から検討

【別紙】

## ドイツコーポレートガバナンス規準（仮訳：参照条文付き）

## 1 緒言

本ドイツコーポレートガバナンス規準（以下、「本規準」という）は、ドイツの上場会社の指揮（Leitung）と監督（Überwachung）（企業経営：Unternehmensführung）に関する重要な法律上の規定を記述し、そして国内外で承認されている、優れた責任ある（gut und verantwortungsvolle）企業経営の標準（Standards）を含むものである。本規準は、ドイツのコーポレートガバナンスシステムを、透明性があり、かつ事後検証可能な（nachvollziehbar）ものとする。本規準は、国内外の投資者、顧客、労働者および公衆の、ドイツの上場会社の指揮と監督への信頼を促進しようとする。

**本規準は、社会的市場経済の原則（Prinzipien der sozialen Marktwirtschaft）と調和しつつ、企業の存続およびその持続的価値創造（nachhaltige Wertschöpfung）に配慮することについての取締役および監査役会の義務（Verpflichtung）を明らかにする。**

ドイツの株式会社には、法律上、二層式の経営システム（ein duales Führungssystem）が定められている。

取締役は、企業を自己の責任において指揮する（株式法 76 条 1 項）。取締役の構成員は、企業の指揮について共同して責任を負う（株式法 77 条 1 項 1 文）。取締役議長（Vorstandvorsitzende）（株式法 84 条 2 項参照）は、取締役員（Vorstandmitglieder）の職務（Arbeit）を調整する。

監査役会は、取締役を選任し、監督し（株式法 111 条 1 項）、**取締役に動置する**とともに、企業にとつて根本的意義を有する決定に直接に参加する（株式法 111 条 4 項 2 文）。監査役会長（Aufsichtsratsvorsitzende）は、監査役会における職務を調整する。

監査役会の構成員は、株主総会において株主により選任される（株式法 101 条）。国内で、500 人または 2000 人を超える労働者（Arbeitnehmer）を有する企業では、労働者も監査役会において代表され、その場合、監査役会の 3 分の 1 または 2 分の 1 は、労働者によって選出された代表者によって構成される（三分の一参加法 1 条 1 項 1 号・4 条 1 項、共同決定法 1 条 1 項 2 号・1）、2000 人を超える労働者を有する企業では、実務上常に（praktisch immer）持分所有者の代表である監査役会長（共同決定法 27 条 1 項 2 文の効果）が、決議を決定づける二つ目の議決権を有する（共同決定法 29 条 1 項 1 文）。**株主によって選出された持分所有者代表と労働者代表とは、等しく、企業利益（Unternehmensinteresse）に義務づけられている。**

欧州会社（SE）は、国際的に広まっている統一的な指揮機関（管理会：Verwaltungsrat）による経営システムを決定することについての可能性を代替的に開いている（SE 規則、SE

【別紙】

施行法）。SE における企業家的共同決定の形成は、基本的に企業指揮者（Unternehmensleitung）と労働者サークル（Arbeitnehmerkreis）との間の合意により確立される（SE 参加法 22 条以下）。EU 加盟国における労働者も含まれている。

ドイツ企業における公正な外観の原則（True-and-Fair-View-Prinzip）を指向しており（規準の後段の規定をアングロサクソン風に表現）、そして実情に合致した企業の財産状態、財務状態および収益状態の姿を伝えなければならない（hat zu vermitteln）（商法 264 条 2 項 1 文前段）。

規準の勧告（empfehlen）は、本文では、「するものとする（soll, shall）」という語の使用によって明らかになされている。会社は、その推奨から逸脱する（abweichen）ことができ（können）が、その場合には、それを毎年公表し、逸脱を根拠づける義務を負う（「遵守せよ、さもなければ説明せよ（comply or explain）」）。このことは、会社が分野または企業に特有の必要性を考慮することを可能にする。**規準の勧告からの逸脱をより良く説明することとは、良き企業経営の利益に遡る。**それにより、規準は、ドイツの企業体制の柔軟性および自己規準に貢献する。さらに、規準は、公表することなく逸脱することが可能な提案（Anregung）を含んでいる；それについて、規準は、「することが望ましい（sollte, should）」という概念を用いている。それらの言葉で特徴付けられていない規準の残りの部分は、法規定と法解釈の説明である。

上場会社それ自身のみならず、そのコンツェルン企業にも妥当する規準の規準については、「会社（Gesellschaft）」に代わって、「企業（Unternehmen）」の概念が用いられる。

規準は、第一次的には、上場会社及び株式法 161 条 1 項 2 文の意味での資本市場にアクセスを有する会社（Gesellschaften mit Kapitalmarktzugang）に向けられている。資本市場を指向しない会社（nicht kapitalmarktorientierten Gesellschaften）は、規準を顧慮すること（Beachtung）が推奨される（empfohlen）。

規準は、原則として、一年に一回、国内外の発展の背景を踏まえて再検討され、かつ必要な場合にはそれに適合される。

## 2 株主および総会

## 2・1 株主

## 2・1・1

株主は、定款に従った可能性の範囲で総会前及び総会中にその権利を行使し、かつ、総会において議決権を行使する（株式法 118 条 1 項）。

## 2・1・2

各株式は、原則として一個の議決権を有する（株式法 12 条 1 項 1 文）。複数議決権（株

## 【別紙】

式法 12 条 1 項 2 文) または優先議決権 (「黄金株」ならびに上限付き議決権は、存在しない (株式法 134 条 1 項 2 文の反対解釈)。

## 2・2 株主総会

## 2・2・1

取締役は、総会に、年度決算書、状況報告書、コンツェルン決算書およびコンツェルン状況報告書を提出する (株式法 173 条)。総会は、利益処分ならびに取締役及び監査役会の責任解除について決定し (株式法 119 条 1 項 2 号 3 号)、また、通常は監査役会における持分所有者の代表及び決算監査人を選任する (株式法 119 条 1 項 4 号が原則だが、保険会社は監査役会が選任するなどの例外があるため、「通常は」の文言がかかる)。

さらに、総会は、会社の定款および目的、定款の変更 (株式法 179 条 1 項)、企業契約 (株式法 293 条 1 項、295 条 1 項) および組織変更 (たとえば合併につき組織変更法 65 条、73 条) といった重要な企業策的措置 (それ以外につき株式法 119 条 2 項とホルツミュラー原則)、新株式 (株式法 182 条)、転換社債および新株引受権付社債の発行 (株式法 221 条) ならびに自己株式の取得の授権 (株式法 71 条 1 項 7 号 8 号) について決定する。株主総会は、取締役員の報酬体系の同意 (Billigung) について決議できる (kann) (株式法 120 条 4 項)。

## 2・2・2

新株式の発行に際して、株主は、原則として基本資本に対する自己の持分に対応する新株引受権を有する (株式法 186 条 1 項、例外は同 3 項による総会特別決議による排除)。

## 2・2・3

各株主は、総会に出席し (株式法 118 条)、議事日程の対象について発言し (自明であり明文の規定なし)、事実に関連した質問 (株式法 131 条 1 項 1 文) および提案をする権利を有する (株式法 126 条)。

## 2・2・4

総会の指揮者は、株主総会の迅速な進行に配慮する。その際、通常総会は遅くとも 4-6 時間で終了するという事実に沿う (英: *guided*) ことが望ましい (*sollte*)。

## 2・3 総会の招集、書面選挙、議決権の代理人

## 2・3・1

株主の総会は、取締役によって、少なくとも一年に一回、議事日程を表示して、招集されなければならない (*sein zu-V*) (株式法 175 条 1 項、124 条 1 項 1 文)。少数派株主は、総会の招集及び議事日程の拡大を求める権利を有する (株式法 122 条 1 項)。招集通知 (*Einberufung*) 並びに法律により総会につき要求された、事業報告書を含む報告書及び資料

1 Kremer, DCKG Kommentar, 5. Aufl., Rn.250. あえて条文をあげれば 118 条の出席権の中に含まれる。

## 【別紙】

料は、株主に直接引き渡すのではない限り、株主が容易に到達できるように、会社のインターネットのサイトで、議事日程とともにアクセス可能としなければならない (*sein zu-V*) (株式法 175 条 2 項 4 文)。同様のことは、書面選挙が提供されている場合において、そのために用いられる様式 (Formular) についても当てはまる (おそらく当然のこととして解釈?)。

## 2・3・2

**会社は、株主に對し、その権利の個人的な行使及び憲法権代理を容易にするものとする (soll)。** **取締役は、株主の指図に従って議決権を行使する代理人の選任について配属するものとする (soll)；代理人は、株主総会の間でも、アクセス可能な状態となっていることが望ましい (sollte)。**

## 2・3・3

会社は、株主が、現代的情報伝達媒体 (たとえば、インターネット) を通じて総会を通知することができるようにすることが望ましい (*sollte*)。

## 3 取締役と監査役会の協力

## 3・1

**取締役と監査役会は、企業の本質 (Wohle) のために、緊密に協力する。**

## 3・2

取締役は、企業の戦略的方针 (Ausrichtung) を監査役会と同調させ、監査役会と、戦略の実施の状態を、定期的な間隔で検討する (株式法 90 条 1 項 1 文 1 号、2 項 1 号)。

## 3・3

根本的な意義を有する取引について、定款又は監査役会は、監査役会の同意を留保することを定める (株式法 111 条 4 項 2 文；「根本的な意義を有する」という点については通説による補充)。そのような取引には、企業の財産状態、財務状態又は収益状態を根本的に変更する決定又は措置が含まれる (通説)。

## 3・4

**監査役会への十分な情報提供は、取締役と監査役会の共通の任務である (株式法 90 条 1 項は取締役の義務だが、株式法 111 条 1 項から解釈上監査役会も義務あり；株式法 90 条 3 項の追加報告や 111 条 2 項の間接調査権なども参照)。**

取締役は、監査役会に対し、定期的に、速やかに (株式法 90 条 2 項)、かつ包括的に、戦略、計画 (株式法 90 条 1 項 1 文 1 号)、取引の進展 (株式法 90 条 1 項 1 文 3 号)、リスクの状態、リスク管理 (株式法 91 条 2 項) 及びコンプライアンス (取締役の一般的な適法性義務から?) という企業にとって重要なすべての問題について、情報を与える。取締役は、

2 Kremer, DCKG Kommentar, 5. Aufl., Rn.336.



【別紙】

【実際の】事業経過と、策定された計画及び目標との乖離(株式法91条1項1文1号)を、理由を挙げて説明する。

監査役会は、取締役の情報提供義務及び報告義務を、より詳細に定めるものとする(soll)。監査役会への取締役の報告は、原則として文書形式(Textform)で行われなければならない(sein zu V)(株式法90条4項5項)。決定に必要な資料は、監査役会の構成員に、会議の可能な限り適時に渡される(解釈上自明)。

3・5

**良き企業経営は、取締役と監査役会との間ならびに取締役内および監査役会内での開かれた議論を前提とする。秘密を広く確保することが、そのために決定的な意義を有する。**

すべての機関構成員は、自らにより支援のために採用された協働者(Mitarbeiter)が、同様に、守秘義務を遵守することを確保する(株式法93条、116条から導出)。

3・6

**共同決定化された監査役会においては、株主の代表と労働者の代表が、監査役会の全體を、その都度別々に、場合によっては取締役員と共に、準備することができる(sollen)。**

**監査役会は、必要な場合には、取締役なしで会議を開くものとする(soll)。**

3・7

買収提案に際して、対象会社の取締役と監査役会は、株主が買収提案に関する事情を知って決定することができるように、その提案に対する理由の付された意見を表明しななければならない(müssen)(買収法27条1項1文)。

**取締役は、買収提案の公告後結果の公表までは、法律の規定により許容されない限り、その提案の成功を妨げうる行動をすることは許されない(darf)(買収法33条1項1文)。**その決定に際して、取締役および監査役会は、株主及び企業の最善の利益に拘束される(争いなし)。

**取締役は、買収提案の場合において、株主が当該買収提案について審議し、場合によっては会社法上の措置について決断する際時株主總會を招集することが望ましい(sollite)。**

3・8

取締役と監査役会は、適切な企業経営の原則に注意を払う(株式法76条・77条・83条、111条・116条から導出)。適切かつ誠実な業務指揮者および監査役員の注意に、有責に違反した場合には、会社に対して損害賠償の責任を負う(株式法93条1項1文・2項1文、116条1項)。企業家の決定に際しては、取締役及び監査役会の構成員が適切な情報に基づいて会社の福利のために行動することを理性的に想定することが許される場合には、義務違反は存在しない(ビジネスジャッジメントルール)(株式法93条1項2文、116条1項)。

3 Kremer, DCKG Kommentar, 5. Aufl., Rn.356.

4 Kremer, DCKG Kommentar, 5. Aufl., Rn.426.

5 Johannsen-Roth, Wilsing DCKG Kommentar, 3.8 Rn.2.

5

【別紙】

**会社が取締役のために役員責任保険を締結するときは、損害の少なくとも10%から、少なくとも取締役の法定年間報酬額の1.5倍の額までの自己負担が含意されなければならない(sein zu V)(株式法93条2項3文)。**

**監査役会のための役員責任保険においては、【取締役】が締結する自己負担が含意されるものとする(soll)。**

3・9

企業の信用の取締役及び監査役会の構成員並びにそれらの近親者への供与は、監査役会の同意を必要とする(株式法89条、115条)。

3・10

コーポレートガバナンスに関して、取締役及び監査役会は、毎年報告し(コーポレートガバナンス報告)、当該報告書を企業経営についての説明とともに公表するものとする(sollen)。その際、本規程の提案(Kodexanregungen)についての立場を表明するのが望ましい(sollte)。会社は、もはや最新ではない規程に対する対応表明を、5年間インターネットサイトにおいてアクセス可能とするものとする(soll)。

## 4 取締役

4・1 任務および権限

4・1・1

**取締役は、自己の責任において、企業利益に達する形で、したがって、継続的な価値向上の目的を持ちつつ、株主、従業員およびその他の企業に関連する集団(ステークホルダー)の利益(Belange)の配慮する形で、企業を指揮する(株式法76条・83条から導出)。**

4・1・2

**取締役は、企業の戦略的方針を策定させ、それを監査役会と同調させ、かつその実施に配慮する(株式法90条1項1文1号)。**

4・1・3

**取締役は、法律の規定及び企業内部のガイドラインの遵守に配慮しなければならず(haben zu V)、また、コンツェルン企業によるその配慮を目指す(株式法76条・81条1項から導出)。**

4・1・4

取締役は、企業における適切なリスク管理とリスクコントロールに配慮する(株式法91条2項)。

6 Kremer, DCKG Kommentar, 5. Aufl., Rn.561.

7 Kremer, DCKG Kommentar, 5. Aufl., Rn.575.

6

## 【別紙】

## 4・1・5

**取締役は、企業における経営機能の配置 (Besetzung) に際して、多様性 (ダイバーシティ) に配慮するものとし (soll)、その際、特に女性への適切な尊重 (Berücksichtigung) に努めるものとする (soll)。**

## 4・2 構成および報酬

## 4・2・1

取締役は、複数の人物から構成するものとし (soll)、かつ一人の議長 (株式法 84 条 2 項参照) 又はスゴークスマンを持つものとする (soll)。業務規程は、取締役の職務とリわけ個々の取締役の領域管轄、取締役全体に留保された事項及び取締役決議の際の必要な決議多数 (全員同意か多数決か) を定めるものとする (soll)。

## 4・2・2

監査役会全体会議 (Aufsichtsratsplenum) が、個々の取締役のその時々の報酬を決定する (株式法 87 条 1 項 2 文)。取締役契約を取り扱う委員会が存在する場合には、それが監査役会全体会議にその提案を提出する (BT-Drucks.16/12278S.6)。監査役会全体会議は、取締役についての報酬体系を決議し、それを定期的に検査する (überprüfen) (株式法 107 条 3 項 3 文)。

個々の取締役の総報酬は、監査役会全体会議により、業績評価にもとづいて (株式法 87 条 1 項 1 文)、コンツェルンからの収入があればそれを含めて (商法 314 条 1 項 6a 号)、確定される。報酬の相当性の基準は、個々の取締役の任務、その個人的業績並びに企業の経済状況、収益及び将来展望に加えて、匹敵する会社の環境を考慮した報酬の通例性、及び、当該会社において妥当するその他の報酬構造からなる (株式法 87 条 1 項 1 文)。その際、監査役会は、取締役報酬の上級経営幹部の報酬及び全従業員に対する比率を、時間的進展をも踏まえて考慮する (その比較のために監査役会は上級経営幹部と重要な従業員とをどのように画すのかを決定する) ものとする (soll)。

監査役会による報酬の相当性の評価のために外部の報酬専門家が招聘される限りにおいて、その取締役及び企業からの独立性に注意が払われるものとする (soll)。

## 4・2・3

取締役の総報酬には、金銭的報酬部分、年金約束 (Versorgungszusage)、その他の約束とりわけ職務終了の場合のもの、あらゆる種類の付随給付及び取締役の活動の観点から約束されるか事業年度中に供与される第三者からの給付が含まれる (株式法 87 条 1 項 1 文、商法 285 条 9a 号)。

報酬構造は、持続的な企業発展を指向しなけれなければならない (sein zu-V) (株式法 87 条 1 項 2 文)。金銭的報酬部分は、固定的構成部分と変動的構成部分とが含まれるものとする (soll)。監査役会は、変動的報酬部分は、基本的に複数年にわたる評価根拠を有することについて配慮しなければならない (haben zu-V) (株式法 87 条 1 項 3 文)。積極的進展のみ

## 【別紙】

ならず消極的進展についても、変動的報酬部分の形成の際には考慮されるものとする (soll)。全体の報酬部分は、それ自体および全体として相当でなければならず (müssen) (株式法 87 条 1 項)、不相当なリスクに乗することをそそのかしてはならない (dürfen) (通説)。報酬は、総額として、及び、その変動的報酬部分に関して、金額についての最高限度を明示するものとする (soll)。

変動的報酬部分は、要求の高い、重要な比較指標に関連付けられるものとする (soll)。成果目標又は比較指標の事後の変更は、排除されるものとする (soll)。年金約束の場合、監査役会は、その時々の目標とされる企業にとっての年次の長期の経費を考慮するものとし (soll)、そこから支出される企業にとっての年次の長期の経費を考慮するものとする (soll)。取締役契約の締結の場合には、付随給付を含む、取締役職の任期未了の退任に際しての取締役への支払が、2 年分の報酬の価値を超えないこと (代償キヤップ)、および任用契約の残余期間よりも多く報酬支払がされないことに注意するものとする (soll)。取締役の責に帰すべき重要な理由から任用契約が終了した場合には、当該取締役員に対する支払いはなされない (株式法 89 条から導出)。代償キヤップの計算のために、経過した事業年度の総報酬、及び、場合によっては、進行中の事業年度についての見直し総報酬についても顧慮されるものとする (soll)。

支配の変動 (チェンジオブコントロール) の結果による取締役職の任期満了前終了を契機とする支払いの約束は、代償キヤップの 150% を超えないものとする (soll)。

監査役会議長は、ひとたび、総会に報酬体系の特徴を情報提供し (soll)、また、その後の変更についての情報提供するものとする (soll)。

## 4・2・4

各取締役の総報酬は、名前毎に、固定的報酬部分と変動的報酬部分とに応じて区分して開示される (商法 285 条 9a 号 5 文)。同様のことは、任期未了若しくは任期満了による取締役員としての職務の終了の場合に取締役員に与えられる給付、又は、事業年度中に変更された給付の約束についても妥当する (商法 285 条 9a 号 6 文)。総会が四分の三の多数で別段の決議をした場合には、開示はなされない (商法 286 条 5 項)。

## 4・2・5

開示は、付属明細書において、又は、状況報告書においてなされる (商法 289 条 2 項 5 号)。状況報告書の一部としての報酬報告書においては、取締役員についての報酬体系の特徴が描写される (商法 289 条 2 項 5 号)。描写は、一般に理解しやすなり形でなされるものとする (soll)。

報酬報告書は、会社によってもたらされた付随給付の種類についての陳述も含まれるものとする (soll)。

さらに、2013 年 12 月 31 日以降に開始する事業年度についての報酬報告書においては、

<sup>8</sup> Ringieb, DCKG Kommentar, 5. Aufl., Rn. 737.

<sup>9</sup> Ringieb, DCKG Kommentar, 5. Aufl., Rn. 774.

## 【別紙】

各取締役員について、以下の事項が描写されるものとする (sollen) :

- 当該報告年度について供与された付随給付を含む手当 (Zuwendung)、変動報酬部分の場合には、到達可能な最大報酬額及び最小報酬額による補足
  - 当該報告年度における又は当該報告年度についての、固定報酬、短期的変動報酬及び長期的変動報酬からの支払額につき、それぞれの関係年度に対応した区分を伴って
  - 若し年金及びその他の年金給付の場合には、当該報告年度における又は当該報告年度についての年金費用
- これらの情報については、付属として添付されたひな形一覧表を用いるものとする (soll)。

## 4・3 利益相反

## 4・3・1

取締役員は、企業のために活動する間、包括的な競争禁止に服する (株式法 88 条)。

## 4・3・2

取締役員と協働者は、その活動に関連して、自己のためであろうと、第三者のためであろうと、財政上の援助またはその他の利益を要求し、または受け取り、または第三者に不正な利益を供与することは許されない (dürfen) (株式法 89 条)。

## 4・3・3

取締役員は、企業利益に義務づけられている (株式法 76 条から導出<sup>10)</sup>。いかなる取締役の構成員も、その決定に際して、個人的な利益を追求することは許されず (darf)、また企業に帰属する取引機会を自己のために利用することは許されない (darf) (株式法 93 条から導出?)。

## 4・3・4

各取締役員は、利益相反を、監査役会に対して遅滞なく明らかにするものとし (soll)、かつ、他の取締役員に、それについて知らせるものとする (soll)。企業を一方当事者とし、取締役員、取締役員に近い人物又は取締役員に近い企業を他方当事者とするすべての取引は、その分野に慣例となっている基準に従わなければならない (haben zu-V) (株式法 93 条から導出?)。重要な取引は、監査役会の同意を必要とするものとする (sollen)。

## 4・3・5

取締役員は、副業、とくに当該企業以外の監査役会の職を、監査役会の同意を得てのみ引き受けるものとする (sollen)。

## 5 監査役会

## 【別紙】

## 5・1 任務及び権限

## 5・1・1

監査役会の任務は、取締役に對して企業の指揮に際して**定期的に助直し**、かつ監督する (überwachen) ことである (株式法 111 条 1 項)。監査役会は、企業にとつて根本的意義を有する決定に組み入れられなければならない (sein zu-V) (株式法 111 条 4 項 2 号)。

## 5・1・2

監査役会は、取締役の構成員を選任し、かつ解任する (株式法 84 条)。**取締役の構成に際しては、監査役会は、多様性 (ダイバーシティ) に配慮するものとし (soll)。その際、特に女性への適切な尊重 (Berücksichtigung) に努力するものとする (soll)。**監査役会は、取締役と共同して長期の後継者計画に配慮するものとする (soll)。監査役会は、取締役員の選任の準備及び報酬を含む任用契約の条件の処理を委員会に委任することができる (kann) (株式法 107 条 3 項 1 文)。

最初の選任においては、五年という最大限可能な任期が通例とならないことが望ましい (sollte)。任期の終了前一年が経過する前の、現在の選任の放棄と同時の再任は、特別の事情がある場合にのみ行われるものとする (soll)。取締役員の定年が定められるものとする (soll)。

## 5・1・3

監査役会は業務規程を自ら定めるものとする (soll)。

## 5・2 監査役会会長の任務及び権限

監査役会会長は、監査役会における職務 (Arbeit) を調整し、監査役会の会議を指揮し、監査役会の利害 (Belange) を外部に対して行使する (解釈?)。

監査役会会長は、監査委員会 (オーディットコミッティー) の長の職を占めないものとする (soll)。

監査役会会長は、会議の合間に、取締役、とくにその議長ないしスポークスマンと定期的に接触するものとし (soll)、かつ、それらの者と企業の戦略、計画、事業の展開、リスク管理及びコンプライアンスについて協議するものとする (soll)。監査役会会長は、企業の状態及び展開の評価並びに企業の指揮に重要な意味を有する重大な出来事について、遅滞なく、取締役の議長又はスポークスマンによって、知らされる (解釈?)。そのうえで、監査役会会長は、監査役会に報告するものとし (soll)、必要ときは、臨時の監査役会議を招集するものとする (soll)。

## 5・3 委員会の設置

## 5・3・1

監査役会は、企業の特別の委員及び構成員の数により、専門的知識をもった委員会を設置するものとする (soll)。そのとき委員会の長は、委員会の職務について、定期的

<sup>10</sup> Ringeb, DKG Kommentar, 5. Aufl., Rn.828.

【別紙】

に監査役会に報告する（株式法 107 条 3 項 4 文）。

5・3・2

監査役会は、とくに会計過程、内部統制システム、リスク管理システム及び内部監査システムの有効性並びに決算監査の有効性、特に決算監査人の独立性、決算監査人により追加的になされる給付、決算監査人への監査委託、監査の重点の決定、報酬の合意及び一他委員会に委託されていない場合には一コンプライアンスの監督に従事する監査委員会（オーディット・コミッティー）を設けるものとする（*soll*）。監査委員会の長は、会計原則及び内部統制手続の適用において特別の知識と経験を有するものとする（*soll*）。監査委員会の長は、独立しているものとし（*soll*）、かつ、その選任が 2 年前より最近になされたかつての取締役員であってはならないものとする（*soll*）。

5・3・3

監査役会は、もっぱら持分所有者代表のみから構成され、総会への選任議案につき適切な候補者を監査役会に提案する指名委員会を設置するものとする（*soll*）。

5・4 構成及び報酬

5・4・1

**監査役会は、その構成員が、總じて、任務を適切に履行するために必要な知識、能力及び専門的経験を有するよう**に構成されなければならない（*sein zu*）（効率的な監督のために当然の要請<sup>11</sup>）。

監査役会は、その構成につき、企業特殊な状況に留意しつつ、企業の国際的な活動、潜在的利益相反関係、5.4.2 の意味の独立した監査役員の数、定められるべき監査役員の定年及び多様性（ダイバーシティ）に配慮された具体的な目標を掲げるものとする（*soll*）。この具体的な目標には、特に女性の適切な参加を考慮に入れるものとする（*sollen*）。

監査役会による権限ある選任会議体への提案は、この目標に配慮するものとする（*sollen*）。監査役会の目標設定及び実現状況は、コーポレートガバナンス報告書において公表されるものとする（*soll*）。

監査役会は、その選任議案の総会への提出の際には、各候補者の、当該企業、会社の機関及び当該会社に重要な出資をしている株主に対する人的及び取引的關係を開示するものとする（*soll*）。開示の勧告（*Bemfehlung*）は、監査役会の評価にしたがえば客観的な決定を行う株主が選任決定につき決定的だとみなす状況に限られる（前の文の勧告の期限）。

本勧告の意味における重要な出資をしているとは、直接又は間接に当該会社の議決権の 10% 超の株式を有している株主をいう（勧告の解釈規定）。

5・4・2

監査役会には、その評価に従った適切な数の独立構成員が所属しているものとする（*soll*）。監査役員は、とりわけ、当該会社、その機関、支配株主又は支配株主の結合企業との間に、

<sup>11</sup> Wilsing, Wilsing DCKG Kommentar, 5.4.1 Rn.2.

【別紙】

重要なかつ一時的でない利益相反關係を基礎付けうる人的又は取引的關係が存在する場合には、本勧告の意味における独立とはみなされない（勧告の解釈規定）。監査役会には、かつての取締役の構成員であった者が 2 名を超えて所属しないものとする（*soll*）。監査役員は、企業の重大な職業の場合、機関としての権能または助言の任務を行わないものとする（*soll*）。

5・4・3

監査役会の選挙は、個別選挙によりなされるものとする（*sollen*）。裁判所による監査役員選任の申請は、次期総会までに期限を付するものとする（*soll*）。監査役会会長の候補者提案は、株主に知らしめられるものとする（*sollen*）。

5・4・4

取締役員は、その選任の終了後 2 年の経過前には、会社の監査役会の構成員となることは許されない（*dürfen*）。ただし、その選挙が会社の議決権の 25% 超を保有する株主の提案に基づきなされた場合はこの限りでない（株式法 100 条 2 項 4 号）。後段の場合、監査役会会長の交代は、総会により承認された例外とされるものとする（*soll*）。

5・4・5

各監査役員は、その職務を遂行するのに十分な時間を持っていることに配慮する（株式法 116 条 1 項、93 条 1 項からの解釈<sup>12</sup>）。およそ上場会社の取締役が就任している者は、コンツェルン外の上場会社の監査役会又は同様の要請のあるコンツェルン外の上場会社の 3 つを超える監督機関のポストに合計して 3 つを超えて就任しないものとする（*soll*）。

**監査役会の構成員は、その任務のために必要な教育訓練の措置を自己の責任で行う**（株式法 116 条 1 項、93 条 1 項からの解釈<sup>13</sup>）。その際、会社から適切な支援が受けられるものとする（*soll*）。

5・4・6

監査役員の報酬は、株主総会の決議又は定款によって確定される（株式法 113 条 1 項 3 文）。その際、監査役会における会長職務若しくは会長代理職務又は委員会における委員長職務及び構成員職務が考慮されるものとする（*soll*）。監査役会の構成員は、その任務及び会社の状況と相応の關係に立つ報酬を受け取る（株式法 113 条 1 項 3 文）。監査役員に成果指向型報酬が約束される場合には、長期的な企業の発展を指向したものとされるものとする（*soll*）。

監査役員の報酬は、附属明細書又は状況報告書において、個別に、構成部分に応じて区分されて、明らかにされるものとする（*soll*）。個人的に企業に提供された給付、特に助言サービス及びアドバイザリーサービスに対して、企業から監査役会の構成員に対して支払われた報酬又は与えられた利益は、個別に記載されるものとする（*sollen*）。

5・4・7

監査役会の構成員が、一事業年度において、監査役会の会議へ半分未満しか出席しなかつた場合は、

<sup>12</sup> Wilsing, Wilsing DCKG Kommentar, 5.4.5 Rn.3.

<sup>13</sup> Wilsing, Wilsing DCKG Kommentar, 5.4.1 Rn.14.

## 【別紙】

った場合には、そのことが監査役会の報告書に記載されるものとする (soll)。

## 5・5 利益相反

## 5・5・1

監査役会の各構成員は、企業の利益に義務づけられている (通説判例<sup>14</sup>)。その決定に際して、個人的利益を追求することも、また企業に帰属する取引機会を自分のために利用することも許されない (darf) (第1文の具体化<sup>15</sup>)。

## 5・5・2

各監査役員は、利益相反、とりわけ助言又は機関の機能にもとづいて、顧客、供給者、与信者又はその他の第三者に生じる利益相反を、監査役会に対し開示するものとする (soll)。

## 5・5・3

監査役会は、総会に対する報告書において、発生した利益相反及びその取扱いについて情報を提供するものとする (soll)。監査役員の人物において、重要で、かつ一時的とはいえない利益相反があるときは、その職を終了させるものとする (sollen)。

## 5・5・4

監査役員の会社とのコンサルタント及びその他のサービスの契約並びに請負契約は、監査役会の同意が必要である (株式法 114 条 1 項)。

## 5・6 効率性の点検

**監査役会は、定期的に、その活動の効率性を点検するものとする (soll)。**

## 6 透明性

## 6・1

会社は、株主を情報において平等に取り扱う (株式法 181 条 4 項、53a 条)。会社は、株主に、財務アナリスト及びそれぞれに匹敵する各短人に伝達された、すべての新しい事実を、遅滞なく自由に使用させるものとする (soll)。

## 6・2

会社が外国においてその時々資本市場法上の規定にもとづいて公表する情報は、国内においても遅滞なく開示されるものとする (sollen)。

## 6・3

会社の株式の取引についての遅滞なき通知及び公表についての法律上の義務 (WpHG 等) に加えて、会社の株式の所有又はそれに関係する金融商品の取締役員又は監査役員による

<sup>14</sup> Wilsing, Wilsing DCKG Kommentar, 5.5.1 Rn.1.

<sup>15</sup> Wilsing, Wilsing DCKG Kommentar, 5.5.1 Rn.1.

## 【別紙】

保有は、それが、直接または間接に会社が発行した株式の1%を超える場合には、届け出られるものとする (soll)。取締役員及び監査役員全員の株式所有全体が、会社が発行した株式の1%を超える場合には、その所有全体を、取締役と監査役会とに応じて区分して届け出られるものとする (soll)。

## 6・4

日常の広報活動の枠内において、反復される重要な公表 (とくに、事業報告、中間報告) 及び株主総会の予定日時は、「年間財務行事表」において、十分な時間の余裕を持って発表されるものとする (sollen)。

## 7 計算及び決算監査

## 7・1 計算

## 7・1・1

持分所有者及び第三者は、とくにコンツェルン決算書及びコンツェルン状況報告書によって情報を与えられる (商法 290 条以下)。事業年度中、彼らは、さらに中間財務報告書並びに上半期及び下半期においては中間報告又は四半期報告によって知らされる (有価証券取引法 37w 条以下)。コンツェルン決算書並びに中間及び四半期報告書の要約コンツェルン決算書は、国際的に認められた計算原則を遵守しつつ、作成される (商法 315a 条、有価証券取引法 37y 条、37x 条)。

## 7・1・2

コンツェルン決算書は、取締役によって作成され、そして決算監査人及び監査役会によって監査される (商法 290 条、株式法 171 条 1 項 1 文、商法 316 条 2 項)。中間報告書及び報告書によってはありうる四半期報告書は、監査役会又はその監査委員会により、公表前に取締役と協議されるものとする (sollen)。さらに、計算検査委員会 (Prüfstelle für Rechnungslegung) 及び連邦金融監督行は、重要な計算規定との合致を検査する権限を有する (エンフォースメント) (商法 342b 条)。コンツェルン決算書は、事業年度末後九〇日以内に、また中間報告書は、報告期間の終了後四五日以内に、公にアクセス可能とするものとする (soll)。

## 7・1・3

コーポレートガバナンス報告書は、年度決算書、コンツェルン決算書又は報酬報告書において記述がなされていない限りにおいて、会社の株式オプションプログラム及び類似の証券にもとづいたインセンティブシステムに関する具体的な記述を含むものとする (soll)。

## 7・1・4

会社は、自身がある企業にとつて重要な意義を有しないとはいえない資本参加をしていない第三の企業のリストを公表するものとする (soll)。この場合、議決権が行使されない債

## 【別紙】

用機関及び金融サービス機関の現在高は、考慮されない（前の文の解釈規定）。次の事項が届け出られるものとする（*sollen*）：すなわち、会社の名前及び本店、持分額、自己資本額並びに直近の事業年度の成果。

## 7・1・5

コンツェルン決算書において、適用される計算規定の意味において密接な関係を有する者と評価されなければならない(*sein zu*-V)株主との関係が説明されるものとする(*sollen*)。

## 7・2 決算監査

## 7・2・1

〔決算監査人の〕選挙提案を提出する前に、監査役又は監査委員会は、監査人、その機関及び監査指揮者を一方当事者とし、企業及びその機関構成員を他方当事者とする、取引上、財務上又はその他の、独立性に対する疑義を生じうる関係が存在する否か、並びにあり得るとするその他のような関係かについて、監査人選任予定者の説明を徴取するものとする(*soll*)。当該説明は、前事業年度において、どの範囲で当該企業のための〔監査以外の〕とくにコンサルタント分野についてのその他の給付がなされたか、また、次年〔度〕において契約上の合意がなされたか、ということにまで広げられるものとする(*soll*)。

監査役会は、監査役会の会長又は監査委員会の委員長が、監査中に生じる可能性のある欠格事由または予断事由 (*Befangensgründe*) について、そのことが取り除かれなければならない、遅滞なく知られるということ、決算監査人と合意するものとする (*soll*)。

## 7・2・2

監査役会は、決算監査人に監査を委託し、決算監査人と報酬を取り決める（株式法 111 条 2 項 3 文）。

## 7・2・3

監査役会は、決算監査の実施に際して判明した、監査役会の任務にとつて重要な全ての事実及び出来事のすべてについて、決算監査人が遅滞なく報告するということを取り決めるものとする (*soll*)。

監査役会は、決算監査人が、決算監査の実施に際して、本規程について取締役及び監査役会によって述べられた宣言の誤りを明らかにする事実を確認した場合、監査役会に情報提供するか、又は監査報告書に注記するということを取り決めるものとする (*soll*)。

## 7・2・4

決算監査人は、年度決算書及びコンツェルン決算書に関する監査役会の審議に参加し、その監査の重要な結果について報告する（株式法 171 条 1 項 2 文）。

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

公募増資を巡る課題と対応ー日本証券業協会の取組みー  
ライツ・オファリングに関する上場制度の見直しについて  
エクイティ・ファイナンスのプリンシプルについて

2014年11月28日(金) 15:00~16:58

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所15階第一会議室にて

出席者(五十音順)

飯田	秀  総	神戸大学大学院法学研究科准教授
伊藤	靖  史	同志社大学法学部教授
片木	晴  彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴  仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭  弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅  雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
黒沼	悦  郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
近藤	光  男	神戸大学大学院法学研究科教授
志谷	匡  史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎	博  史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授・弁護士(特別会員)
前田	雅  弘	京都大学大学院法学研究科教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
森本	滋	同志社大学大学院司法研究科教授

【報告 1】

## 公募増資を巡る課題と対応

### －日本証券業協会の取組み－

日本証券業協会国際部課長

横 田 裕

#### 目 次

- |                           |                        |
|---------------------------|------------------------|
| I. 我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会 | 2. 既存株主の利益             |
| 1. 既存株主の権利保護のあり方          | 3. 基本的な考え方             |
| 2. 市場との対話の促進              | VII. 株主の理解を得るための具体的な方策 |
| 3. ファイナンス手法の多様化           | 1. 既存株主の利益への配慮         |
| 4. 公正な取引の促進               | 2. 引受証券会社による確認・検討      |
| II. フォローアップ会合             | 3. 説明責任の徹底             |
| III. 我が国公募増資の現状           | 4. 本協会の取組みの状況          |
| IV. 各国における増資実施状況          | VIII. その他関連する取組みの状況    |
| V. 本邦企業による最近の公募増資の希薄化率    | 1. 株主による意思表示の促進        |
| VI. 公募増資を巡る課題             | 2. オフアリング手法の多様化        |
| 1. 問題意識                   | 3. ライツ・オフアリングの利便性向上    |
|                           | 4. 公正な取引の促進等           |

○黒沼 それでは、定刻になりましたので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は山下教授がご欠席のため、私が司会を務めさせていただきます。

本日は、日本証券業協会の横田課長、東京証券取引所の林課長、日本取引所自主規制法人の谷川調査役から、公募増資に関する問題への対応についてお話しいただき、討論したいと思います。最初にお三方から続けて報告を1時間程度していただいて、その後、全般的に議論をしたいと考えています。

それでは、よろしく願いいたします。

○横田 ただいまご紹介いただきました日本証

券業協会の、ついこの間、本年10月まで企画部の課長をやっておりました横田と申します。本日は、このような先生方の前で本協会の取組みについてご紹介させていただく機会を頂戴いたしまして、まことにありがとうございます。

早速ですが、お手元の資料に沿って、本協会のこの問題への取組みをご説明させていただきたいと思います。

I. 我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会

本協会におきましては、2012年9月に、証券戦略会議の下に「我が国経済の活性化と公募増資等



のあり方分科会」を立ち上げております。これは、2012年に明るみになりました公募増資を巡るインサイダー取引問題、皆様ご存じのとおり、増資公表前から空売りが行われていて株価が急落するといった事象がありまして、こういった問題を受け、本協会の自主規制部門では、法人関係情報を厳格に管理するなどの一定の対応が図られておりましたが、それとは別に、そもそも情報管理をしっかりとするという手当てはしたのですけれども、公募増資の制度そのものにインサイダー取引を初めとする不公正取引が介在するような余地がないか、あるいは引受けを行う証券会社の引受業務にもう少し改善の余地がないか、そういった観点から検討を行ったものでございます。

証券戦略会議というのは、自主規制部門とはやや性質が異なりまして、どちらかというと業界団体的な機能を有する部門でして、本件について問題意識を持つ証券会社のトップが集まり、色々と勉強も兼ねながら論点を整理してその対応を考えたということです。

2013年3月には、行動規範委員会において行動規範を策定いたしまして、証券会社が引受けを行うに当たって、特に既存株主の権利が著しく損なわれることがないかということを含め、公募増資が将来にわたって投資者の期待に応えられるかといったところをきちんと引受証券会社で確認、検討をしていこうということを改めて確認いたしました。

その上で、昨年6月に分科会が報告書をまとめました。スライドの2ページにありますような諸問題について、考え方を取りまとめております。

### 1. 既存株主の権利保護のあり方

①公募増資に係る数値基準、これは過去、本協会において、一定の希薄化を超えるような公募増資については引受けをしないということで、実質、大規模な希薄化を伴うような公募増資をさせないといったような自主ルールがありました。こういったものを復活させるかとか、あるいは②株主総会決議要件ということで、一定の希薄化率を超え

るような公募増資については引受証券会社のほうから株主総会決議を求めていくといったルールをつくれなにかとか、そういった検討をいたしました。

### 2. 市場との対話の促進

①株主による意思表示の促進ということで、日本では物を言う株主が少ないのではないかという問題意識もあり、検討してまいりました。もっとも、こちらについては、金融庁でスチュワードシップ・コード等の一定の対応はされているという状況です。また、②公募増資の合理性等の開示促進ですとか、あるいは③発行企業による将来情報の開示促進では、増資を行うことで企業業績の向上につながるのだということがきちんと投資家に理解されるような取組みが、企業側でもっと必要なのではないか、という検討を行ってまいりました。

### 3. ファイナンス手法の多様化

①期間短縮と機関投資家の市場参加促進は、ご存じのとおり、日本の公募増資については、発行決議をしてから条件が決まるまでの期間が米国と比べてもかなり長いという状況がありましたので、その間に不公正取引の介在余地があるのではないかといった問題意識もありますし、また、日本では公募増資の割当先の大半が個人投資家である一方、米国では逆に大半が機関投資家ですので、そういったアロケーションの違いも一つ検討に当たってのファクターになるのではないか、ということを検討いたしました。また②募集プロセスに関して、安定操作取引というのが、——これもまた米国では、制度としてはありますけれどもほとんど行われていませんが——日本では、結構行われています。こういった違いによって、この中でやや不公正といいますか不自然な取引が介在していないかといった検討をしております。また、③ライツ・オファリングの利便性を向上させて、公募増資だけではなくて、もう少し企業の増資に係る選択肢を増やすような取組みができないかという

検討もいたしました。

#### 4. 公正な取引の促進

①は、いわゆる日本版レギュレーションMということで、ローンチの後、すなわち発行決議の後ではありますけれども、条件決定までの間空売りを制限する規制がどれだけ効果を上げているかという検証ですとか、あるいは②証券アナリストの関与、アナリスト・レポートの発刊がストップすることで公募増資に近いことが推察されるとか、そのあたりの対応について検討を行っています。

## II. フォローアップ会合

2013年6月に報告書を取りまとめたから、色々とフォローアップをして関係機関への働きかけなどをきちんと行っていこうということで、今年の6月まで1年間、そういった活動を行ってきたということです。

## III. 我が国公募増資の現状

このあたりから先生方には釈迦に説法となり大変恐縮ですけれども、新株発行に係る規制について簡単に確認させていただきます。

日本におきましては、エクイティ調達につきまして、会社法上は株主割当を原則としておりませんので、授権資本の範囲内であれば、取締役会の決議によって増資を行うことができます。また、法律や取引所、日証協のルールは、いずれも希薄化率に対して規制を持っているというわけではないという状況です。

米国でも、日本と同様に株主割当を原則としておりません。授権資本の枠内であれば、取締役会の決議で発行が可能となっています。取引所において、希薄化率に対する規制として20%以上の希薄化を伴うと株主総会決議要件を求める規定は確かにあるのですが、この規定をよく確認してみますと、一般的な現金を対価とする公募増資については適用されておられませんので、そういう意味では、一般的にイメージされる公募増資の希薄化に対する規制については、日米で実は差はないので

はないかという結論に至っております。

欧州やアジアの諸国・諸地域につきましては、基本的に株主割当が原則とされております。基本は、ライツ・オファリング等の手法で増資が行われていると理解しております。

## IV. 各国における増資実施状況

6ページのグラフは金額ベースの比較ですが、英国とか香港につきましては、今申し上げたようなライツ・オファリングが中心でございますのでやや状況が異なるわけでございますが、日本と米国は、制度としては基本的には一緒です。ご覧のとおり、ダイリューションの率では、20%を境にしまして、日本のほうは山が右側に出てきており、米国と比べて比較的希薄化率の高い増資が行われやすいという状況が確認できるわけです。

## V. 本邦企業による最近の公募増資の希薄化率

希薄化率の最近の状況について、こちらは件数ベースですが、ここ半年あまりの間(4月～11月)では、20%を超えるような希薄化は件数としては1件、全体の中では4%ということで、昨今の株高の影響等もあるのかもしれませんが、件数としては大分落ち着いてきているという状況です。

## VI. 公募増資を巡る課題

### 1. 問題意識

公募増資を巡る課題への本協会の問題意識について、今も少し申し上げましたとおり、新株発行に係る法制度が我が国と基本的に類似している米国においては、特に規制上の差はありません。ただし、日本のほうが大規模な希薄化を伴う増資が行われやすいという状況がありまして、そういった大型の増資につきましては、多くの個人投資家を含めた既存株主の利益を損なってきたのではないかと見方があります。

### 2. 既存株主の利益

そもそも既存株主の利益をどこで考えるかということについて、現在の公募増資の仕組みとか特

性を踏まえ、次のようなケースにおいて既存株主の利益を損ねるおそれがあるのではないかと考えております。

①として、公募増資の目的や資金使途が不適切であり、1株当たりの収益性の向上・改善につながらないと、株式価値が毀損することになります。また、増資実施をするという発表後に投資家がそのような予測をしますと、条件決定前から投資家が株式を売却するという行動が合理的となります。そうしますと、結果として、より安価な発行価格で新規株主が参加してくることになるわけです。

②として、上記①の投資家の予測が反映された状況を含め、株式の本質的価値よりも株価が割安な時点で公募増資が実施されると、新株主に株式価値が移転するという事です。

③として、既存株主に公募増資への参加の機会が十分に与えられないことになり、増資に伴う希薄化によって持分が低下しますので、そういうときには、自らも追加的に新株主になって株式価値の移転を回避することができなくなったり、さらに増資の効果が生まれてきたときに十分な利益を享受できなくなったりするといった問題があるのではないかと考えております。

### 3. 基本的な考え方

2009年以降に特に数多く見られた大型の増資について、リーマン・ショック後に単にバランスシートを改善するという目的での増資といったものが相次ぎ、色々と社会的に広く問題視されたという経緯があります。このような状況も踏まえ、本協会では、こういった増資が本当に既存株主の利益を害してきたと断定できるかどうか、長い目で見れば、実はあのとき会社がつぶれなかったからこそ今があるということもあり得るため判断は難しいのですが、少なくとも現時点におきましては、もう少し既存株主の利益に配慮して、また説明責任を適切に果たすことを通じて株主の理解を得るために、一定の規律付けを行っていくべきではないかという考え方に至っております。

先ほども少し申し上げました、本協会では1996年まで持っていた自主規制については、公募増資の希薄化率が15%を超えるようなものはそもそも引き受けないといった強硬的な自主ルールもありましたが、分科会の中での議論では、こういったルールは確かに即効性があるものの、仮に基準値を1%下回ればいいのかと言われれば、論理的には実証できないところもありますし、むしろ、市場原理の適切な発揮をいかに促していくかという視点でアプローチしていこうという方向になっております。

## Ⅶ. 株主の理解を得るための具体的な方策

### 1. 既存株主の利益への配慮

次の事項について、これまで以上に配慮していこうということです。

①1株当たりの収益性の向上・改善をもたらすことが見込まれる合理的な調達目的及び資金使途があること。

②株価が割安または割安になり得ると判断される場合には、公募増資の必要性・相当性についてより慎重な検討が行われること。

③株主に対して平等な参加機会が提供され、それが困難な場合には、一部の株主に参加機会が提供されないことに対して説明責任が果たされること。

### 2. 引受証券会社による確認・検討

例えば、引受証券会社が引受けを行う際に、そういったところをきちんと確認していくという方法もあろうかと思えます。

### 3. 説明責任の徹底

説明責任の徹底として、幾つか考えられるところもあります。例えば、平常時からの開示が大切ではないかという議論もありました。平常時から資本政策や資本効率性に対する考え方についてきちんと発信しておいて、それと整合的な理由をもって公募増資をしなければならないというような流れがつかれないかということです。

現状を見ますと、発行会社では中期経営計画等の様々な戦略を並べてはいるものの、いざ公募増資が必要だということになりますと、やや従前の開示とは整合性のない調達目的等を提示され、投資家としても唐突感が出るといいますか、納得感がなかなか得にくいというケースもあるのではないかと思います。

このような点も踏まえ、平常時と、当然ながら公募増資を実施するとき、また実施した後の局面においても何らかの開示・説明ができないかということについて検討を行っております。

今申し上げた平常時の開示について、現状、既に取引所がつくられている決算短信の作成要領におきましては、目標とする経営指標、またその達成状況についても記載することになっております。そういったものに加えて、次のような点についても開示してはどうかということでもあります。

例えば、資本政策に関する開示として、事業戦略に整合した目標とする株主資本水準ですとか、あるいは資本効率性に関する説明として、期中に公募増資を実施した場合には、その資金の充当の状況ですとか、あるいは増資した資金をもって行う設備投資あるいは買収等、これによって目標となる経営指標（ROE、ROA など）にどういった影響が及ぼされるのか、そういったところまで踏み込んで説明いただいているかどうかということも提案しております。

さらに、資本コスト、代表的なものに WACC などがありますけれども、そういったものの計算が可能な企業にあっては、資本コストとの関係について説明していただくことも有用だろうということで考え方をまとめております。

次のスライド 19 は参考です。このような本協会の検討以外にも、取引所をはじめ、昨今ではこういった形で資本効率性を重視するような動きが各方面から出ているという状況があります。

スライド 20 ですが、平常時以外の、まさに公募増資を実施するときですとか、あるいは実施した後、どういった方策が考えられるかということについて、幾つか考えを出し合っております。上か

ら順番にハードなものから若干ソフトなものまで対応は様々ですが、例えば一番厳しいものと、先ほどもありました、①増資を実施するときに株主総会決議を求めるとか、また②においては、定時総会において、例えば毎年公募増資の枠を決議してとっていただくとか、あるいは③経営者会から一定程度独立した第三者の必要性・相当性の意見書をとるとか、また④としまして、事後的にはなりますけれども、増資を行った後の定時総会において、既存株主を相手にきちんと説明・報告をするとか、あるいは⑤増資をするときに合理性をきちんと説明するとか、そういった方策を考えております。

しかし、①から③にかけては業界の中でも色々と検討しましたが、結果としてはなかなか難しかりょうということで、手前どもの報告書の中では、これをやるべしという結論には至っていません。具体的には、④、⑤について実施すべきではないかということで考え方をまとめております。

次のスライド 21 は、先ほどの株主総会決議を求めるかどうかという検討のときに使った、授権資本制度の沿革についての資料です。2001年に一度、会社法改正の中間試案の中で、発行済株式総数の5分の1を超えるような新株を発行する際には特別決議を求めるかということがパブリックコメントに出されましたが、経済界ほかから強い反対があって廃案となったというのは、皆さんもご存じのとおりです。

公募増資の実施時には、合理性の開示を促していこうということで、この増資が資本効率性へ将来的にどうやって寄与していくのか、あるいは調達手段としてデット・ファイナンス等の色々な手段がある中で、なぜあえて公募増資を選ぶのか、また、なぜこれだけの希薄化が必要なのか、そういったところをきちんと説明してはどうかということでもあります。

公募増資を実施した後は、次の定時株主総会において議場で直接報告をするということを前提に、株主総会招集通知に増資の必要性・相当性について説明を追加していくということも、次の理由か

らある程度現実的、実効性のある対応なのではないかということで考え方をまとめております。

1点目としては、議場ではやはり株主からの相応なプレッシャーがありますので、経営者にとっては、明確な説明が困難な増資というのはかなり抑止効果につながるのではないかと考えております。

また、2点目としては、期中の増資に理解を示さなかった投資家というのは、その時点で売却してしまって株主総会の時点では株主ではないケースもあるとは思いますが、そうは言っても、多くの株主と接する機会ですので、そういったところで説明をするというのが一定の効果を持つのではないかと考えております。

#### 4. 本協会の取組みの状況

本協会における取組みの状況です。先ほど申し上げましたとおり、こちらの検討を行ってきた部門は証券戦略部門ですので、自主ルールをつくっている自主規制部門に対して、ルールの策定も含めて対応の検討を要請しております。公募増資の資本効率性への寄与や、引受けを行う際の必要性・相当性の確認、あるいは発行会社に対する説明責任についての要請を行っております。

また、本協会では取引所、特に「上場制度整備懇談会」に対して、発行会社による平常時からの決算短信等を通じた資本政策等の開示・説明を充実していただけないかという提案を行っております。

### VIII. その他関連する取組みの状況

#### 1. 株主による意思表示の促進

1点目は、先ほど冒頭でもございました株主による意思表示の促進として、こちらはご存じのとおり、日本版スチュワードシップ・コードが今年の2月に策定されておりますので、本協会としても、ISSですとかACGA、こういったところとコミュニケーションをとっておりますが、引き続きこの定着状況を踏まえて対応を検討していきたいと考えております。

#### 2. オファリング手法の多様化

米国と日本で状況が異なっている部分ですが、米国では、ブック・ビルディングの中で積み上げた需要申告をそのまま注文として取り扱っているという状況があり、条件が決定した後は、配分の内容を通知するだけです。一方、日本においては、ご存じのとおり、ブックはブックで需要を積み上げています。その後、条件が決定してからまた別途募集期間を設けまして、募集期間の中でまた改めて勧誘をしていくということになっております。そういう意味では、日本では募集期間中は安定操作取引をどうしても行わなければいけないという状況がありますので、それに対して、昨今不自然な空売りが散見されているところです。

スライドの30ページには、日証金の貸株残高の比較のグラフがあります。空売りをするときには株券貸借取引が利用されることが多くありますので、一つのバロメーターになると考えられます。グラフの横軸にLと書いてありますのはローンチです。Lを起点として、大体L+7ぐらいのところで条件が固まって募集期間に入りますが、ご覧のとおり、残高を示す黒い点線は、条件が決定された後もなおかなり伸びているという状況があります。つまり募集期間中に引受証券会社が行う安定操作取引、どんな状況でも買い支えてくれる者がいるという状況の中で空売りがぶつけられており、これは不公正とまでは言えないかもしれませんが、不自然な空売りが生じているということです。

当然ながら、募集期間が終わって安定操作期間が終了しますと、市場の流れとしては、つかえ棒が外れ、株価が値を崩すという状況が多々あります。そういった中で、株価が下がったところで買い戻して空売りの株を返済するような投資行動が見られているのかなというところです。

スライド26に戻っていただきますと、結局、それが主幹事証券会社のリスクを必要以上に高めているのではないかと指摘があります。つまり、公募価格の決定に際してディスカウント率が海外と比べてもやや高くならなければならない一因に

もなり得て、それはすなわち、発行会社の調達コストを高くする要因にもなっているのではないかとということです。

日米間で状況が若干違いますのは、米国では、増資の割当先の大半が機関投資家である一方、日本では大半が個人投資家であるということです。そういった違いも踏まえて、では需要申告をそのまま注文として扱えるのだろうかということについて検討しております。結論としましては、色々検証いたしました、今の我が国においては、特段法律上禁止されているということではないのだろうかという結論に至っております。ただし、ブックを積んだ後、例えば訂正事項が発生したといったときに、ではどうやってもう一度お客さんに周知をして、もう一回注文・約定をとっていか等、実務を回していく上での課題はあります。それでも、今何か法的な制約があって、ブック・ビルディングで積んだ需要をそのまま注文として扱えないわけではないという結論に至っております。

こういった状況が判明いたしましたので、これ以上本協会では何ができるのかというところもございますが、まずは各社の中で取組みを進めていただきたいということで今のところ整理しております。

### 3. ライツ・オファリングの利便性向上

ライツ・オファリングの利便性を向上させるということについて、一点、今業界の中でネックになっていますのが、大株主の権利行使が阻害されないような TOB 規制の緩和が実現できないかということです。特に大株主ですが、株券所有（保有）割合につきましては、ご存じのとおり権利行使時に加算されますので、コミットメント型ライツ・オファリングの場合は、コミットメントを行う証券会社が最終的に払込みをして、全ての権利行使を履行するまでの間、他の株主の権利行使があまり進んでいない段階では、自らの権利行使の際にどうしても所有割合が一時的に上がる状況が想定されます。その際に、特に閾値のぎりぎりのとこ

ろで保有株数を持たれているような大株主ですと、自らの権利行使の際に一時的に TOB 規制に触れてしまうという懸念があります。そうすると、やはり横にらみで、他の投資家の行使が進むのを見ながら行使をしていくという状況になりますが、これも、他の投資家の行使が一部未達に終わったり中々進まなかったりした場合には、従来の持株比率を維持するための権利行使ができないという状況になりますので、不都合が生じかねません。このあたりについては、金融庁とも相談をしつつ何か対応を考えられればと思っています。

### 4. 公正な取引の促進等

先ほどの日本版レギュレーションMです。スライド 30 の貸借のグラフにおいて、点線がレギュレーションM実施前で、実線が実施後です。ローンチをしてから、先ほど申し上げた L + 7 あたりの条件決定までの間、ここはもう明らかに貸借の数量が減っておりますので、そういう意味では、ローンチをした後に株を借りて空売りをして、その返済のために公募増資に応募するという投資行動は相当程度抑制されているのだろうと考えております。ただし、スライドの 29 にもありますが、複数の投資家が証券会社をまたいで、A社に対しては空売りをして、B社に対して公募増資を申し込むといった投資行動もあるという指摘もありまして、そのような中で何か対応できないかということで検討してきたのですが、なかなか難しい部分もありまして、基本的には、引き続き東証とも連携を図りながら状況を見極めていくということを考えています。

スライド 31 は、アナリスト・レポートの問題です。実際に公募増資が近づいてきて、いわゆるブラックアウト（アナリスト・レポートの作成・公表を制限すること）と言われる期間に入ったところでアナリスト・レポートの発刊がとまると公募増資があるのではないかと察知されるという状況について、どうしていくのかということ、今本協会の自主規制部門で検討しております。

次のスライド 32 は参考資料です。今、自主規制

部門での検討において一つ問題意識として出ておりますのは、やはりアナリスト・レポートをとめてしまうと、どうしてもその証券会社が法人関係情報を取得していると察知されるおそれがありますので、アナリストをウォールクロスさせるべきではないという議論があります。日本では従前より、引受証券会社によっては、公募増資がある銘柄については、発行決議の前からアナリストをウォールの中に入れて、アナリスト・レポートは作成させず、セールス用の資料を作成して、その後ロードショーに同行させるといった行動もあったわけですが、そこを規制していこうかといった検討もちょうど今なされているところです。

次のスライド 33 は少し古いですが、IOSCO から

出された 2003 年当時の考え方の中では、アナリストが投資銀行業務のセールス・ピッチあるいはロードショーに参加することを禁止するという措置が推奨されております。

また、スライド 34 ですが、それを受けた米国におきましては、真ん中にあります FINRA の NASD ルール 2711 の中では、リサーチ・アナリストに対する規制として、セールス・ピッチに参加してはいけない、ロードショーに参加してはいけない、あるいは投資銀行業務上の現在または見込み客とのコミュニケーションに關与してはならないというルールもありますので、そういったところを踏まえて今検討をされているというところです。

簡単ですが、報告は以上です。

## 【報告 2】

### ライツ・オフリングに関する上場制度の見直しについて

東京証券取引所上場部統括課長

林 謙 太 郎

## 目 次

I. ライツ・オフリングの現状	ングの構造上の問題点と上場制度上の対応
1. ライツ・オフリングの現状	
2. ノンコミットメント型ライツ・オフリングの実態	1. ノンコミットメント型ライツ・オフリングの構造上の問題点
II. ノンコミットメント型ライツ・オフリング	2. 上場制度上の対応

○林 東京証券取引所上場部の林でございます。本日はどうぞよろしくお願ひいたします。

ただいまの日本証券業協会の横田様のご説明に引き続きまして、私のほうからは、本年 10 月 31 日付けで実施いたしております新株予約権証券の

上場制度の見直しにつきまして、その背景、趣旨、内容のご報告を申し上げたいと考えております。

ここで新株予約権証券と申しますのは、こちらの研究会でもこれまで何度かお取り上げいただいておりますけれども、一般にライツ・オフリン

グ、ライツ・イシューと呼ばれておりますような、会社法第 277 条に規定しております新株予約権の無償割当てを利用した株主割当増資におきまして、既存株主が割当てを受けることとなる新株予約権を指しております。

このライツ・オフリングに関しましては、私どもの上場制度整備に関する諮問機関でございまして、黒沼先生にもご参加をいただいております上場制度整備懇談会におきまして、昨年秋から制度見直しのご検討をいただき、本年 7 月に報告書が取りまとめられております。今回の制度改正は、その報告書の提言を実施に移したものとなっております。

お手元には、あれもこれもとたくさん資料をお配りしてしまっておりますが、全部のご説明をいたしますと大変な時間がかかってしまいますので、2 枚物の簡単なパワーポイントの資料「新株予約権証券の上場制度の見直しについて」に沿って説明させていただきたいと思っております。その他の資料に関しましては、先生方のご検討の参考としていただければ幸いです。

## I. ライツ・オフリングの現状

### 1. ライツ・オフリングの現状

先ほど日本証券業協会様からのご説明にもございましたが、公募増資を巡りますインサイダー取引が多数発覚いたしましたことですか、いわゆる大規模希薄化公募増資といったものに対して投資家の批判が高まったことを契機といたしまして、我が国では近年、公募に代わり得るような増資の方法として、譲渡が可能な新株予約権を付与する形式により株主割当増資、すなわちライツ・オフリングの可用性を高めるような制度整備が各方面で進められてきたところでございます。

そうした取組みの結果といたしまして、昨年の初めごろから実施例が非常に増えてきたわけでございますが、その大半が俗にノンコミットメント型と呼ばれる類型になっているところでございます。

ここでノンコミットメント型と申しております

のは、株主に割り当てられました新株予約権の中に、所定の権利行使期間中に行使がされないで残ってしまったものがあつたとき、いわゆる失権という状態になった場合に、その失権部分を証券会社が引き受けて行使をする約束が存在しないものを指しております。逆に、証券会社との間でそうした失権部分の引受けの約束が存在する場合をコミットメント型と呼んでおきまして、この場合、当然ながら発行会社は、予定した額の資金調達を達成できるというメリットがあることとなります。海外では、スタンバイ・ライツ・オフリングですとか、インシュアード・ライツ・オフリングといった名前でも呼ばれているものがいわゆるコミットメント型でございます。

資料 2 ページのグラフをご覧くださいと思いますが、昨年からはライツ・オフリングの実施件数が急増しました一方で、コミットメント型はわずか 3 件しか行われておりませんで、残りの 25 件はノンコミットメント型となっております。この点は、ライツ・オフリングが実務において普及していると言われておりますイギリスですとか香港におきましてはコミットメント型が主流であると言われていたことと比べますと、極めて対照的な状況になっているということでございます。

### 2. ノンコミットメント型ライツ・オフリングの実態

このノンコミットメント型を行っております企業の実態を見てみますと、経営成績あるいは財政状態が極めて悪化しているような上場会社による利用の事例が、公募増資と比べてはもちろんでございますけれども、第三者割当増資などと比較いたしますと顕著に多い傾向が見られました。経営成績について見ますと、2 期連続で赤字になっている会社の割合が、公募増資ですと 5% ぐらい、第三者割当増資ですと 4 分の 1 ぐらいといった数字になっておりますのに対しまして、半数以上が赤字継続中の会社であるという状況でございます。

一方で、財政状態という点では、既に債務超過に転落している会社の割合について、公募増資で



あれば、そういう会社が公募増資を行うことはなかなかできないということでございますし、第三者割当増資でも比較的ケースが少ない中で、2割ほどの会社がそういう会社であったと、こちらも高い水準になっているところでございます。

実際にライツ・オファリングを実施された会社の開示資料を見てまいりますと、公募をしようとしても証券会社には相手にされない、第三者割当を行いたくても相手先が見つけれない、仕方がないので、最後の手段としてライツ・オファリングを行いますというようなことを自認しているケースもあったところでして、そういう意味では、一連の制度整備の動機となりましたような公募にかわる資金調達手段を日本にも導入しようといったところとは、実態は必ずしも整合していない状況でございました。

一方で一般論として申し上げますと、こういう会社の増資というのは、なかなかマーケットあるいは投資家から受け入れられにくいのではないかとと思われるところではありますが、権利行使がされた新株予約権の割合は平均して8割ぐらいになっておりまして、もともとノンコミットメント型は調達額の満額は取れないという前提で市場に投げつけられているものですが、実施企業の側から見ますと、おおむね資金調達に成功したと言える状況になっているのではないかと考えられます。

こういった高い権利行使の比率がどうして実現したのだろうかということですが、まず、流通市場におきまして新株予約権の取引が極めて活発に行われていることが挙げられるかと思えます。株主に割り当てられて発行された新株予約権の数に対しまして1.43倍の新株予約権が1カ月半ぐらいの短い上場期間の間に売買されております。このことから見ますと、高い権利行使の割合と申しますのは、新株予約権の割り当てを受けた既存株主によって実現されているのではなくて、流通市場でこれを買付けた投資家によって実現されていることが推測されます。

また、もう一つの事情といたしまして、流通市

場において新株予約権が売買されておりますので、当然ながら価格がついておりますけれども、これが理論価格——理論価格と申しまして、オプション式で計算された難しい理論価格ではなく、割当比率と親株の時価から逆算された理論価格でございますが、そうした理論価格よりもかなり割安に推移し続けていることが挙げられます。その結果としまして、非常に大ざっぱに申し上げますと、現物の株式を売って新株予約権を買う裁定取引の機会が存在しており、その利益を確定するための権利行使が促進された面があるのではないかと推測されるところでございます。

一方で、活発かつ円滑に裁定取引が行われるのであれば、理屈の上では、裁定機会をもたらす価格差は、いずれ収れんするというのが学問的な理解として期待されるものではございますけれども、現実には残念ながらそのようなになっておりません。

## II. ノンコミットメント型ライツ・オファリングの構造上の問題点と上場制度上の対応

### 1. ノンコミットメント型ライツ・オファリングの構造上の問題点

先ほど申し上げましたようなノンコミットメント型ライツ・オファリングの現状につきまして、整備懇談会におけるご検討では、構造上の問題があるのではないかと整理を頂戴しております。一言で申し上げますと、増資の合理性に関して評価のプロセスが欠けているので、この点を補う必要があるということでございます。

例えば、公募増資あるいはコミットメント型のライツ・オファリングの場合であれば、引受けを行う証券会社によって、増資に合理性があるのか、マーケットから受け入れられるものなのかどうかについて評価が行われ、初めて引受契約が締結されることとなります。また、第三者割当の場合におきましても、割当先が資金調達の合理性を評価した上で総数引受けの契約を結ぶことになると思われるところでございまして、その結果として、合理性のない増資は行われがたい状況になること

が期待されるわけでございます。

一方で、ノンコミットメント型のライツ・オファリングの場合でございますと、新株予約権の割当てを受けた株主は、増資に合理性があると評価しない場合には新株予約権を市場で売却するオプションがあるということになります。売り手が存在すれば、そこには当然買い手がいるわけでございますけれども、市場で新株予約権を買う投資家は、理論価格よりも割安に取得をして裁定取引による利益を上げることができますので、増資に合理性がないと評価している場合も含めまして、合理性があるかどうかにかかわらず払込みをする動機があります。その結果としまして、その増資の合理性に係る評価とは無関係に資金調達が成立してしまっている。株主割当のもとに大幅にディスカウントされた行使価格で大量の新株が発行され、結果的に株主が希薄化による不利益を被っている点もあるということでございます。

## 2. 上場制度上の対応

その上で、私どもの対応の内容でございますが、従前、私どもでは、株主割当に際して、新株予約権の転売機会を広く確保することが、結果的に既存株主の経済的な利益の保護に資するとの観点から、一定の流通性に関する基準を満たす場合には、原則として新株予約権を上場するという制度を採用していたわけでございます。1966年の商法改正で新株引受権証券の制度が導入された当時からそのようなスタンスでございましたが、今般の制度改正では、ノンコミットメント型ライツ・オファリングを巡る問題に対処するという観点で、増資の合理性を評価いただくプロセスを導入しております。上場対象を選別するスタイルに変更したということでございます。

対応（1）でございますが、新株予約権証券、これは株とは違う別の有価証券でございますので、独自の上場基準というのがございますが、その上場基準におきまして、証券会社による引受審査に準じた評価、もしくは株主総会等における株主の意思確認を受けていただくよう要求することとし

ております。もっとも、ノンコミットメント型に関しては、証券会社も株主も、仮に増資の合理性を認めて、どうぞ増資してくださいという判断をされたとしても、最終的に払込みの責任を負っているわけではないという面がございます。その結果としまして、公募や第三者割当のケースと比べますと、評価の実効性について限界があるのではないか、責任のある評価が行われる保証がないのではないかという問題意識がございます。

そこで、対応（2）でございますが、増資の評価のプロセスを補完するものとして、明らかに市場から評価されないような経営成績あるいは財政状態にある会社に関しましては、足切り基準というのをあわせて定めさせていただいております。趣旨としましては、証券会社あるいは株主の評価が冷静に行われるような状況であることを求めているということでございます。具体的にどのぐらいの水準かということでございますが、先ほどご覧いただきましたような最近における公募増資の実施企業の実績なども踏まえながら、2期連続経常赤字でないこと、もしくは債務超過でないことを求めることとしております。

また、対応（3）といたしまして、増資の合理性の如何にかかわらず高い権利行使の割合が実現されてしまう点に関しましては、新株予約権の価格形成上の問題が指摘されておりますので、新株予約権の上場日を権利行使期間が始まる日以降の日という形に変更しております。これまでは効力発生日としておりましたが、権利行使期間が始まるまで上場しないという扱いにしたものです。この点に関しましては、来年5月に施行予定の改正会社法によりまして、新株予約権の無償割当てにおける権利行使期間の初日に関する制約はなくなる予定になっておりますので、無償割当ての効力発生日を権利行使期間の初日と同日にすることにより、現状と同じような対応が可能になることを踏まえて実施しているものでございます。

冒頭に申し上げましたように、これらの内容に関しましては、10月31日から実施させていただいております。こうした私どもの今般の対応内容

に關しましては、先日の私法学会におきまして洲崎先生から、問題の本質はディスカウント発行であるので、そうだとするならば対応内容としては少しピントが外れているのではないかとのご指摘も頂戴しているところでございますし、また商事法務のご論考では、弁護士の太田先生あるいは有吉先生から、業績による足切り基準を設けたことに関しまして、過剰な予防的規制ではないかといったご評価もいただいております。

制度自体は既に実施させていただいておりますけれども、本日は、先生方の忌憚のないご意見、ご指導をいただきまして、今後の適切な制度運営、あるいは将来における制度の改善の方向性につきまして貴重なご示唆をいただければと考えております。

私からの報告は以上でございます。ありがとうございました。

### 【報告 3】

## エクイティ・ファイナンスのプリンシプルについて

日本取引所自主規制法人上場管理部調査役  
谷川 聡

### 目 次

- |                              |                           |
|------------------------------|---------------------------|
| I. プリンシプル作成の背景               | 2. プリンシプル・ベースのアプローチ       |
| II. プリンシプル・ベースのアプローチ         | III. 取引所における具体的な活用方法      |
| 1. ルール・ベースのアプローチのみでは対応しにくい問題 | IV. エクイティ・ファイナンスのプリンシプル討論 |

○谷川 日本取引所自主規制法人の谷川と申します。本日はどうぞよろしく願いいたします。

私のほうからは、今年の10月1日に公表しておりますエクイティ・ファイナンスのプリンシプルにつきまして、その背景、内容等についてご報告をさせていただきます。

#### I. プリンシプル作成の背景

資料の具体的な説明に入る前に、まず、エクイティ・ファイナンスのプリンシプルを作成いたしました経緯についてご紹介いたしますと、自主規

制法人の佐藤理事長の私的懇談会でございますアドバイザリー・コミッティーは、その委員である研究者や実務家の先生方から自主規制業務等につきましてアドバイスを受ける場として設置しているものでございますが、2013年11月に開催しましたアドバイザリー・コミッティーにおきまして、不公正ファイナンスに対する証券取引等監視委員会の取締りの状況等につきまして、元証券取引等監視委員会事務局長の岳野万里夫様からご報告をいただいたり、当法人の事務局からライツ・オフリングの実施状況等の報告を行ったりしました。

その中で、先ほど林様からもお話がございましたが、実際にライツ・オフリングを利用している会社の中には、業績の非常にすぐれない会社を利用しているといった実態もあるとの説明もいたしました。その中で、委員の方の中から、上場会社実施するファイナンスに関し、何がよくて何が悪いのかということについて共通の基盤をつくらないと、今後も好ましくないファイナンスが繰り返され、投資家に日本の証券市場に対する悪い印象を持たれてしまうのではないかとというようなご発言もございました。

以上のアドバイザリー・コミッティーでの議論を受けまして、自主規制法人の佐藤理事長から、悪いファイナンスを実施しようとする上場会社やアレンジャー等に対する対策ということで、エクイティ・ファイナンスについてよいか悪いかの価値基準、いわば座標軸のようなものを示しまして、これが資本市場における共通認識ということになれば、悪いことをしようとする上場会社等がファイナンスのスキームを構築・実行する際の協力者を得にくい状況になるのではないかと、その結果として悪いファイナンスに対する抑止力が働くのではないかとということで、今回のプリンシプルをつくることになったということが、背景にございます。

具体的な中身につきましては、お配りしております「エクイティ・ファイナンスのプリンシプルについて」と題する資料に基づいて説明させていただきます。

## II. プリンシプル・ベースのアプローチ

### 1. ルール・ベースのアプローチのみでは対応しにくい問題

まず、前提として、不特定多数の参加者が存在する資本市場におきまして明確なルールが存在するということが、規制の透明性・予見可能性を高めるために必要不可欠であります。他方で、ルール・ベースのアプローチのみでは対応しにくい問題も存在するのではないかと考えております。まず1つ目としまして、近年実施例が増加してお

りますノンコミットメント型ライツ・オフリングにつきましては、公募や第三者割当等の他の方法で資金調達ができないような業績の非常に悪い会社を利用してございまして、また、その資金使途が実績の全くない新規事業の資金として充当されていたり、主要株主の関係者と思われる個人や法人に対する支払いに充当されたりしているといった、その合理性について疑問を呈さざるを得ないような例もございました。このたび、東証上場制度整備懇談会における検討を経まして上場規則が改正され、ノンコミットメント型ライツ・オフリングに対する規制が強化されております。しかし、ルール改正につきましても、ある程度の時間が必要であり、対応が事後的にならざるを得ないという点もあるということが考えられます。

2つ目の点としましては、「ルールに明示的に反しない行為を組み合わせて不当な利益を得る行為」と書いておりますが、証券取引等監視委員会による偽計罪等の摘発の対象にならなかったものの、調達資金が事業活動に有効に活用されことなく、投資や企業間取引を通じて社外に流出して、最終的に大株主やその関係者に資金が還流しているということが懸念される事例も存在します。

3つ目としましては、第三者割当につきましても、既存株主の議決権の大規模な希薄化、経営者による大株主の選択という問題が指摘されてございまして、平成21年8月に上場規則の改正を行っております。その主な内容の一つとして、希薄化率25%以上の第三者割当を実施する場合は、原則として経営者から独立した者からの意見の入手、または株主総会決議などによる株主の意思確認の実施を義務付けております。

この点、規則改正後の第三者割当の実施状況を見ますと、全体的に希薄化率は減少傾向にございますが、他方で、希薄化率の分布状況を見てみますと、追加的な手続が必要となります25%の手前の20%、25%未満の事例が第三者割当全体に占めている割合は制度改正後も横ばいの状態であるというデータもございます。このデータにつきましては、配布しました『商事法務』の記事に載って

おりますので、参考にさせていただければと思います。

これらの事例が追加的な手続を回避することを意図していたのかという点は、はっきりとした認定はできていませんが、規則により一定の数値基準を定めることで、かえって形式的にルールを守っていればよいとの認識を惹起していないかという懸念もございます。

以上ご紹介したとおり、ルールの規制というものは重要ですが、やはりルール・ベースのみに偏り過ぎてしまいますとよくないのではないかと、ルールに反しないということがかえって実質的には公正性を欠くような行為に正当性を与えてしまう、いわばお墨付きを与えてしまうという状態になっていないかという問題意識が出てきました。そこで、ルールとプリンシプルを組み合わせる両者を相互補完的に機能させることで、より実質的に公正性の高い対応ができるのではないかと考えました。

## 2. プリンシプル・ベースのアプローチ

ここで言うプリンシプル・ベースのアプローチとは、各関係者が、ルールの存在理由でもある上位概念としての社会的利益（プリンシプル）を、より直接的・明示的に意識して、これに配慮した行動をすることによって、エクイティ・ファイナンスの品質の向上を図っていくという取組みを意味しています。

まず上場会社につきましては、エクイティ・ファイナンス実施の際の基本的な考え方が明示されることによって、適切な行動を期待できるということがございます。

もっとも、意図的に悪いことをしようと考えている上場会社も存在するのが現実でございます。こういった上場会社に対しては、プリンシプルは直接的には効果がありません。そこで、当法人としては、市場関係者の皆様に、すなわち、ファイナンスのスキームの実行を手助けする証券会社、アレンジャー、弁護士、会計士の皆様にプリンシプルで示されている考え方を共有していただいて、

その規範意識を働かせ、悪いことをしようとする上場会社には手を貸さない、近づかないという対応を期待しています。その結果として、悪いファイナンスを実行しようと考えている上場会社が協力者を得られないこととなり、抑止力が働くのではないかと考えております。

さらに、取引所においては、プリンシプルが上場会社、市場関係者と対話する際の指針や包括的ルール等の解釈・適用の際の指針になり得るだろうと考えております。

## III. 取引所における具体的な活用方法

取引所における具体的な活用方法としては、まず、ファイナンスの実施前、適時開示の事前相談等の場面におきまして、関連各部署が連携して、プリンシプルの充足度が低いファイナンスについては、上場会社及び上場会社にアドバイスしている市場関係者に対して、プリンシプルで示された考え方に沿って、実施時期やスキーム等の変更、開示内容の充実等を要請していくということになります。もっとも、このような対応については、従来から事前相談等で行ってきたことではございません。ただ、今回プリンシプルを策定し、エクイティ・ファイナンス実施の際に依拠すべき基本的な考え方が明示されたことによって、取引所による指摘の説得性が向上すると考えております。

また、ファイナンス実施後においては、開示した資金使途・充当期に基づいて調達資金が活用されているか等の案件のフォローアップを行っていき、加えて、プリンシプルの理解の向上や個別事例を検討する際の参考となるようプリンシプルの充足度の低い過去事例をモデルとした事例解説集を作成中でございます。これを近日中に発刊する予定でございます。

それから、包括的ルール等の解釈・適用の際の指針、適時開示規則などにおきましてプリンシプルの趣旨を斟酌することによって、上場会社に対する指導や措置等の判断が行いやすくなるのではと期待しているところでございます。この対応につきましては、あくまでルール・ベースに基づく

対応の枠組みの中でございますが、バスケット条項の要件は、例えば「公益または投資者保護」といったような抽象的な文言で規定されておりますので、発動を躊躇することも多いというところがございます。今回、プリンシプルを策定したことにより、今後はプリンシプルに照らして個別事案を評価することによって、より勇気を持った判断ができるのではないかと考えております。

#### IV. エクイティ・ファイナンスのプリンシプル

最後に、エクイティ・ファイナンスのプリンシプルの内容でございますが、大きく4つの原則から構成されております。

その内容としては、これまでのエクイティ・ファイナンスに関する法令・規則等の趣旨や精神を整理して具体化し、これに当法人が自主規制業務を行う中で蓄積してきた観点を付加しております。ご覧いただければご理解いただけるかと思いますが、ここで記載している内容は、これまでも市場関係者の中で共有されていたであろう基本的な考え方、ごく当たり前のことを当たり前に書いたものです。

##### ①企業価値の向上に資する

調達する資金が有効に活用されて上場会社の収益力の向上につながることで、調達目的等各観点に照らして合理的に見込まれるものであることや、ファイナンスの実施後においても持続的な企業価値向上の実現が十分期待されることなどを求めています。

##### ②既存株主の利益を不当に損なわない

既存株主の利益保護の観点から、ファイナンス手法、実施時期、発行条件等に対する配慮を求めています。

##### ③市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない

公正でない方法により利益を得ようとする主体やその協力者を資本市場に参入させないことや、個々には直ちに法令や取引所規則等の違反と言えないような取引を組み合わせ、全体として不当な利益を得るようなスキームとなっていないこと

などを求めています。

④適時・適切な情報開示により透明性を確保する  
情報開示は、その時期が適切であって、内容が真実で一貫性があり、その範囲が十分であり、かつ開示資料等における説明がわかりやすく具体的に投資判断に有用なものであることや、ファイナンスの実施後においても発行時の開示内容が適切であったことを示せることなどを求めています。

以上、簡単ではございますが、私からの説明とさせていただきます。

~~~~~

#### 【討 論】

○黒沼 どうもありがとうございました。

それでは、今ご報告のあった3つの提案を中心に、相互に論点に関連していると思いますので、テーマを限定せずに全体として討論、質疑応答を行っていきたいと思います。質問は、どなたに、あるいはどの団体に対するものかということを示していただけるとありがたいと思います。よろしく願いいたします。

#### 【資本政策の説明と公募増資との整合性】

○黒沼 それでは、私から口火を切らせていただきたいのですが、日本証券業協会の横田様のご報告で、例えばスライドの16ページとか17ページに、公募増資と資本政策に関する説明との整合性を求めるという方策が示されているのですが、これは具体的にはどういうことを意味しているのでしょうか。どういう資本政策をとっている場合にはこういう公募増資をするのはおかしいとか、何か具体的な例があったら教えていただければと思います。

○横田 ご質問ありがとうございます。

スライド17ページ、資本政策に関する説明の①事業戦略に整合した目標とする株主資本水準なども平時から開示していただきたいと書いておりますが、例えばある会社の開示の中で、その会社の業種・業態からして中長期のインフラ的な設備へ

の投資、そういったところへの投資が中核となる会社の場合に、当該会社においては中長期的な資金を主に必要としているので、通常の一般的な上場会社よりやや手厚い株主資本水準が必要となることが読み取れるようなメッセージを事業戦略等で発信しておき、投資家としてはそういったメッセージを受け取りながら、現在の会社の資本構成等に照らして、将来的な公募増資に対する心の準備ではないですけれども、ある程度分析等もすることができる環境が作れないかということを用意しております。今はかなりわかりやすい例ではありますが、そういった中で発行会社から公募増資を行いますという公表がなされることによって、通常の開示と、まさにそのタイミングで公募増資をしようという行動に整合性が生まれ、株主からもある程度納得感が得られるという、ポジティブな関係性が企業と投資家の間で醸成できればいいと考えております。きちんとしたご説明になっているかどうかわかりませんが、そういったイメージです。

○黒沼 例としてはよくわかりました。

この中に株主還元策ということも書いてあるのですけれども、自己株式を取得して株主還元策をとると言っている会社が例えば公募増資をしてはいけないとか、そういうようなことも意味しているのですか。

○横田 いえ、そこまでは意識はしておりません。一応そういったメッセージといたしますか、そういった方針を株主にあらかじめ示しておいて、投資家の理解が進むようにしていただきたいという趣旨です。

#### 【プリンシプル・ベースのアプローチの実効性】

○岸田 谷川調査役にお伺いします。

プリンシプル・ベースとルール・ベースの関係で、一般にその2つの考え方は対立していると思うのですが、ルール・ベースの考え方にさらにプリンシプル・ベースを入れるということは、いわば一般条項を入れるわけですから、具体的にそれを規制の単位として使えるのでしょうか。

○谷川 今回プリンシプル・ベースのアプローチを取り入れたのは、一般条項の機動性を上げるというご説明もいたしましたが、一番の目的としては、資金使途の合理性が低い場合はファイナンスを実施してはいけないというルールにはなっていないため、ルール・ベースだとファイナンスが実施できないわけではないものの、取引所としては、資金使途の合理性を開示の中で十分に説明してから実施してくださいという要請を事前相談で上場会社に対して行う必要があり、その際の指摘の説得性を向上させたいというところでございます。

このような取引所の指摘の根拠は何かと問われますと、今回プリンシプルで示した考え方であると考えておまして、今回このような考え方を整理して公表することによって、取引所の要請の説得性が向上し、抑止力になるのではないかと考えています。

もちろんルールではないので、上場会社に要請しても強行突破をされてしまったら、これはどうしようもないということですが、少しでも悪いことをしにくくなる環境づくりがしたいというのが最大の狙いでございます。

○岸田 ありがとうございます。意味はもちろんよくわかりますが、ルール・ベースだと、この規定に違反していますよ、だめじゃないかということでも相手を説得できるのですけれども、プリンシプル・ベースはあまりに一般条項的過ぎて、かえって説得しにくいのではないかと、そういうことをお伺いしたのですが、おっしゃることはわかります。

#### 【情報開示の充実化の狙い】

○前田 日本証券業協会の横田さんに質問させていただきます。

公募増資についての問題点に対応するため、開示の充実を中心として幾つかの具体的な方策があることについてご説明くださいました。例えば平常時から色々なことを開示しておきなさい、そして実施時点あるいは実施後にも色々なことを開示

しなさいという方策が考えられているということですが、これらの方策の狙いが今一つよくわからなかったのです。

つまり、これら開示の充実を中心とした方策は、市場価格に着目して、株価の下落を招くような公募増資を抑えようということを中心とした狙いとしているのか、それとも、持株比率の希薄化に着目して、株主が納得するような説明をさせようという趣旨なのか、規制の狙いについて補足的にご説明いただけますでしょうか。

○横田　ご質問ありがとうございます。

今、主に狙いとしているところは、先生が前段でおっしゃった株価下落というところが中心になっております。当初の分科会の検討の経緯として、先ほどご説明したインサイダー取引問題との絡みがありまして、なぜインサイダー取引が誘発されたのかというところの原因の一つに、企業が公募増資を公表すると必要以上に株価が下落することが、半ば一つの公式のような形で市場がネガティブに反応するという状況が少なくとも数年前まで見受けられておりました。公募増資で調達した資金を利用して将来的には1株当たりのEPSの向上が見込まれるとしても、直近の足元で起ころうとしている持ち分の希薄化との間ではどうしてもタイムラグがある分、理論的にも当然に株価は下がるのかもしれませんが、それ以上に下がるような期待感もある中だと、公募増資の実施に係る法人関係情報を事前に流すインセンティブが出てくることになり、それを受け取った投資家は必ず空売りをするとか、そういったところにつながりやすい部分が出てきてしまうということになります。

その原因の一つとして、増資が企業価値の向上につながるということに対する十分な理解が、投資家に足りていないかもしれないと考えたわけです。逆に投資家の理解を促すような開示をして、従前のように必要以上に株価が下落する現象が緩和されていけば、そのような公式も崩れてくるという流れができないかというのが主な狙いです。

ただし、それ以外に、資料の中で若干触れさせ

ていただいた、公募に応じることができないような投資家、スライドの13ページの③にありますようなところは、後段でおっしゃった持株比率のところとも関係してくるような論点ではありまして、このあたりは、例えば外国人持株比率が高いような銘柄でありながら、公募増資は国内公募だけをしているとか、そういったケースも念頭に置いて策を出しているのですけれども、大きな狙いとしては前段のところになります。

○前田　どうもありがとうございました。

**【資金使途に関するプリンシプルと情報開示／ブック・ビルディングにおける守秘義務】**

○森田　色々と岸田先生もお聞きになりましたけれども、プリンシプルとか、何か正しいファイナンスとかいうような言い方は、よくわかりませんね。それよりも、ディスクロージャーの世界がマーケットだと思いますから、手取り金の使途というのですか、そういう開示項目がありますけれども、それについてアメリカはもっと厳しく規制していると思うのです。ところが日本は、手取り金の使途のところはあまりにいいかげんな記載であっても、おとがめを受けるという感じがしないというようなところが非常に問題で、正しいファイナンスというよりは、むしろディスクロージャーの枠組みでもっとしっかりと対応できるのではないかというのが私の感じたことでございます。

それに関連してもう一つだけ質問させていただきたいのですけれども、いわゆるブック・ビルディング方式で機関投資家等にお伺いするというようなときに、日本では守秘義務は課していないのですか。その辺がちょっと疑問で、つまり、新規に資金調達をするというのは重要情報ですから、それについてブック・ビルディングで応じていただけますかというようなことを聞いたときに、守秘義務は一体どうなっているのですかというようなことを、全く私はわかりませんのでお聞きしたかったわけです。よろしくお願ひします。

○谷川　ディスクロージャーの枠組みの中であるべきではないかというご指摘でございますが、



我々も別に反対のことを考えているわけではありません。例えば、プリンシプルの1つ目に資金使途の合理性という観点を入れておりますが、個別事案において、このプリンシプルの充足度が低いということであれば、上場会社は開示をしなればなりませんので、取引所からは、開示資料の中で合理性について丁寧に説明をしてくださいと要請することになります。確かに、規則で定めるべきか、プリンシプルで定めるべきかという問題はあるとは思いますが、ご指摘いただいた点については、我々も同じように、ディスクロージャーの枠組みの中で上場会社にしっかりと説明を求めていくという考え方でございます。

○横田 続きます、ブック・ビルディングのところについて簡単にご説明をさせていただきます。

ブック・ビルディング自体はご存じのとおりだと思うのですが、ローンチと申しますか、発行決議後の情報として公になった中で需要を積んでいきますので、特段公募増資に係る重要事実という意味での守秘義務というのはないのですけれども、ただし、オファリング期間の短縮に向けて、ローンチの発行決議の前から投資家の需要を探っていくというニーズがありまして、それにつきましては、日本ではプレヒアリングという呼び方をしているのですが、2014年の金商法改正と申しますか、具体的には開示ガイドラインの改正の中で解禁されております。米国では、ご存じのとおりユニバーサル・シェルフ・レジストレーションというのがありまして、発行登録の中で既に登録は済んでいるというステータスにより、ガンジャンピング規制がかからない形で事前に投資家に需要を確認することができます。日本はプレヒアリングという形で解禁がされていまして、もしそれを行う場合には、守秘義務契約や、あるいは取引をしないという取引制限契約をきちんと締結した上で情報を渡すということが定められております。

○森田 今、守秘義務は一応あるわけですね。

○横田 はい。

【定時株主総会における公募増資についての事後説明】

○森本 日本証券業協会の方にお伺いします。

スライド20ページでは①から⑤まで説明していただきましたが、⑤や③と④とでは、少し性質を異にするのかと思ったのです。④はどのような趣旨というか、これは何を目的とされているのか、少し敷衍して説明していただいたらと思います。特に、これはあらゆる公募増資についてなのか、大規模公募増資についてなのか、それも含めてご説明いただけたらと思います。

○横田 ご質問ありがとうございます。

狙いとしては、やはりガバナンスの問題として、公募増資の意思決定をする際には、きちんと既存株主の利益のことも念頭に置いて経営者に判断していただきたいと考えておりまして、その一助となるツールとして、株主と直接に相對する場面というのは、発行会社にとっては株主総会という場に限られておりますので、例えばそういった場を活用できないかということで考えた方策の一つになります。

これをすべからく上場企業に求めていくかといいますと、実は分科会の中でも議論がありまして、多かつた議論としては、何%という明確な水準はないものの、やはり大きな希薄化を伴う案件については説明をしていただくとか、そういったやり方もあるのではないかとことです。

ただし、これは考え方として本協会から外に公表しているものの、では具体的に誰がどのようにこれを制度化していくべきかという方法論については、若干スタックしておりまして、ご存じのとおり、本協会の自主規制ルールは、引受証券会社を通じて発行会社を縛っていくことになりまして、また取引所におきまして、基本的には流通市場を所管されておりますので、株主総会における発行会社の立ち居振る舞いを直接的に規制できるような自主規制機関その他の機関はなかなか民間にはありません。あくまであるべき姿として外に示し、将来的に再び本件について本協会に限らずより大きな議論が生じた際に、問題提起の一つになれば

といった状況です。

【証券会社と上場会社の持株比率の希薄化問題】

○川口 私も森本先生と同じような問題意識を持っていて、持株比率の希薄化への対応というのは色々ところでやっていますが、なぜ日本証券業協会がこれを行わなければならないのでしょうか。

既存株主の保護はもちろん会社法の一つの保護法益ですし、取引所の場合も、上場規則で既存の株主を保護するというの、ある意味では、上場証券の品質を保持するという意味で何とか理由はつくような気はします。しかし、最後におっしゃった点についても、協会のほうが会員の証券会社を通じて既存の株主を保護するというやり方をしなければならない趣旨が私も今一つわからなかったのですが、この点につき、もう少しご説明いただけますでしょうか。

○横田 ありがとうございます。恐らくおっしゃるとおりかとは思いますが、証券界におけるこの検討の発端としては、やはり投資家とフェイス・トゥー・フェイスで向かっているのは証券会社であり、特に引受けを行っていないような地方のリテール中心の証券会社からすると、お客さんに勧めた株があるとき公募増資をしますということで公表されて、株価も大幅に下がって塩漬けになってしまった場合、そういった投資家の声がどこに向かうかという、結局証券会社に向けられてくるところも多くあります。そういう意味では、特にリテール中心の証券会社では、この希薄化については相当問題意識を持っておりまして、そういった中で、証券界としても何かできることはないかということで検討を始めたという経緯があります。

【公募増資後の価格変動に見られる問題点とその対処方法】

○洲崎 ただいまのお話だと、公募増資が行われると、公募増資インサイダーによる空売りなどもあり株価がどんどん下がってしまう。あるいは、

公募増資そのものの合理性に問題があるような、つまり企業価値を害するような資金調達を行うことによって株価が下がってしまう、ということのようですが、塩漬けになるというのは株価が下がったままであるということでしょうか。それから、株価が下がるような資金調達が問題だとすると、持株比率に応じてライツ・オファリングをすることにより、既存株主もある程度対処できるかもしれない。日本証券業協会でライツ・オファリングの検討がなされていた初期段階では、持株比率の維持というよりは、株価が下がるような資金調達をさせない、またはそれに適切に対処するための手段としてライツ・オファリングが検討されたのかなと思ったのです。

一方、持株比率の維持という場合には、投資株主というか、小口株主のことはあまり考えていなくて、10%とか15%とかの相当の大株主についての持株比率の維持ということが問題とされるのではないかと思うのです。

○横田 ありがとうございます。おっしゃるとおり、本当に企業価値の向上につながるような増資がなかなか行われていない、行われにくい、あるいは行われたとしてもなかなか市場に伝わりにくいという環境にあるのではないか、というところが中心かと思います。

○黒沼 今の点について、私からも一言よろしいでしょうか。

洲崎先生のご質問の最初のところで、塩漬けになるというのは、株価が下がりっ放しだからいけないのか、それとも、一時的に下がるけれども回復するものもあるのならば、それはいい資金調達だから、そういうものを行わせるようにするのがこの趣旨なのかというご質問があって、それについては明確な答えは出ていなかったと思うのですが、株価が下がりっ放しだといけないというのは、これはむしろ会社法の問題で、企業価値を損なうような資金調達が行われている、会社法のメカニズムが働いていないという問題なのですね。

それに対して、本来いい資金調達なのだけれど

も、一時的に株価が下がるというのは、これはもしかしたら市場の問題かもしれないから、そこは方策の立てようがある。どういうことを考えているのかというのが少しわかりづらいのです。

それから、ご説明の中に、希薄化されれば理論的に株価が下がるのは当然なのだけれども、それ以上に下がるというご発言がありました。時価で発行している限り、株価が下がるか上がるかは、調達した資金を何に使うかによって決まるはずであって、理論的に株価が下がるなんてことはないはずです。だから、根本的な問題は実はそこにあるのだけれども、そういうふうに公募だと株価が下がるということがなぜか今は前提となってしまっていて、それを何とか避けようという方策を考えていらっしゃるのによくわかるのですけれども、例えば、デット・ファイナンスとの比較に絞った公募増資の必要性和相当性の説明を行わせるというようなことをここで書かれていますが、借り入れられないから公募増資をするのだということになると、これはライツ・オファリングと同じで、借り入れもできないような企業しか公募増資をしないということになって、ますます株価が下がってしまうので、果たしてこういうやり方が本当にいいやり方なのかということも、ちょっと疑問があります。

早口でたくさんのお話を申して混乱させてしまいますけれども、もしお答えいただける点があったらお願いします。

○横田 ありがとうございます。一時的に株価は下がるものの、調達した資金を活用して収益につなげて、それがきちんと後々は株価に反映されていくケースに関しましては、業界の問題意識としても、一時的な公募価格の下落により既存株主から新規株主に利益の移転が生じていないかという点にフォーカスされてまいります。そこでは、企業価値の向上につながるような増資であることをきちんと市場に伝えるため、資本効率性への寄与等についてきちんと説明・開示していくことを想定しております。一方で、公募増資後になかなか株価が回復しない銘柄も見られております。マ

クロ経済的な要因で市場全体が下げているケースも多々あるかとは思いますが、回復しないものについては、本当にその調達した資金が無駄に浪費されてしまっているのか、公募増資の時点でそういった状況に陥るリスクを投資家が十分に吟味する材料として、開示を通じて投資家の理解を促進するようなことはできないのかと考えているところです。

デットとの比較につきましては、必ずしもデットで調達できないケースだけでなく、資金使途や資本政策に照らしてエクイティで調達すべきということを合理的に説明できる場合もありますし、開示項目の一つとして、やはり投資家に与える納得性といいますか、会社として希薄化を伴うような公募増資が必要なのだというところをきちんと投資家に説明していただきたいという趣旨です。

#### 【プリンシプルと情報開示による対応】

○森田 若かりし昔は、ファイナンスをするときには、増益基調であること、資金調達の必要性が十分にあること、そういった引受会社の引受基準があることについて、多分行政指導があったと思います。そういうものと近い感じが、今プリンシプルとおっしゃっているところに通じているのですね。ところが、他方勉強したら、アメリカではジャンクボンドというのがあり、非常にリスクが高い。しかし、もし買収が成功したらたくさんお金がもらえる、あるいは利息が高いといったメリットもあるのですね。きちんと開示があるというときでも、ジャンクボンドはいけないのですかという議論になるのですかね。証券市場というのは、そういう多様なものを扱うのではないかと思います。

ですから、おっしゃる意味は確かに半分以上妥当していると思いますが、ディスクロージャーさえしっかりして、これはジャンクであるということさえはっきりさせれば、それはそれでいいのではないかというようにも思うのですけれども、少し激しいでしょうか。(笑)

○横田 ご指摘ありがとうございます。きちん

としたご質問のお答えになっていないかもしれませんが、株式についてはジャンク債のように高いクーポンが見返りとして付いてくるわけではありませんので、やはり株で公募増資をするからには、将来にわたって投資家の期待に応えることができるということをきちんと示し、投資家に理解していただくための対応を色々と考えていく必要があるかと思えます。

【企業価値を毀損する資金調達への問題意識】

○洲崎 先ほどの黒沼先生のご発言とご質問に関連して確認させていただきたいと思えます。

先ほどの黒沼先生のご発言は、私が疑問に思っていたところをわかりやすく説明して下さったと思うのですが、私がお聞きしたかったことをもう一度整理すると次のようになります。例えば株価が1,000円だったところで公募の情報を得たインサイダーが空売りをする、それでどんどん株価が下がって800円まで落ちそれが払込金額になってしまった。800円で払込みがなされた後、その空売りの影響がなくなったので900円まで株価が回復したとします。そうすると、800円で払い込む機会を与えられなかった株主は、結局、実質的には公募の形をとる有利発行の損失を被るわけですね。そういうことがそもそもの問題であったのか。

それとも、先ほどの塩漬けという言葉からすると、1,000円だったものが800円に下がってしまっただけで、そのままずっと下がったままであるということなのか。そうだとすると、これは有利発行の問題ではない。株主が資金調達に参加できなかったことが問題なのではなく、そもそもその資金調達自体がおかしかったということなのですね。一般的なデータとしてどうであったのかということをお伺いしたい。

というのは、日本証券業協会の取組みは、当初の出発点は公募増資インサイダーに対処することであったと思うのですが、議論をしていくうちに、そもそも企業価値を毀損するような資金調達が大量に行われているのではないかという問題意識の

ほうに移っていった、最終的な解決策も後者の問題に焦点が当たっているように思えたわけです。そのあたりをお伺いできればと思います。

○横田 問題意識の出発点としては、インサイダー取引事件を契機として業界の中でもきちんと考えていこうということで始まりましたが、やはり議論を始めていくと、リテール証券会社の中からも企業価値の向上につながらないような塩漬けというような問題がどうしても出てきましたので、おっしゃるとおり企業価値を毀損するような資金調達に対しても問題意識が波及してきたと、個人的には思うところです。

【ノンコミットメント型に偏っている理由】

○岸田 林さんにちょっとお伺いしたいのですが、この実例で見ると、コミットメント型というのはほとんど行われておらず、全てノンコミットメント型ですけれども、諸外国に比べてノンコミットメント型に偏っている理由をもしご存じだったら、教えていただきたいと思えます。

○林 我が国でまだコミットメント型が十分に普及していないことに関しては、幾つか事情があると思えます。まず一つは、これは証券会社側の問題だと言い切ると協会さんに怒られるかもしれませんが、現状においては、証券会社にとってコミットメント型というのは決しておいしい商売ではないというところがあると思えます。通常は、公募増資の引受けが可能な会社に対して、コミットメント型の引受けの審査自体は同じような判断基準で行っているとしますと、公募にしますか、ライツ・オフリングにしますかという2つの提案を、証券会社は企業に対して行うことになると思われませんが、コミットメント型、ノンコミットメント型にかかわらず、ライツ・オフリング自体が非常にファイナンスの期間が長くかかってしまうという代物になっておりまして、現状では、どんなに短くしても1カ月半から2カ月ぐらいかかかってしまう。一方で、公募増資であれば、2週間から1カ月ぐらいのタームで実施できる。当然ながら、当初引受契約を締結してから最終的に

案件がクローリングするまでの期間が長ければ、リスクを大きく負ってしまうこととなりますので、証券会社としては、高いフィーを発行会社に請求せざるを得ない。そうなりますと、発行会社側としましても、調達手段としましては公募増資のほうがベターであるという評価をすることになって、結果的にコミットメント型は現状利用されていないという状況にあるのではないかと考えております。

一方で、実際にライツ・オフアリングを実施した上場会社の顔ぶれは、先ほどご覧いただきましたように、必ずしも業績が芳しくない会社であるということでございまして、仮にこれらの上場会社がライツ・オフアリングをやりたいですと証券会社に駆け込んだとしましても、さすがにその引受けのリスクを負いたくないということで、その案件について証券会社はお受けになっていられないという、そちら側の面ももちろんあるかとは思っています。

一方で、海外ではコミットメント型が主流ということで、先ほどイギリス、香港ではそうだと申し上げておりますが、それぞれお国の事情があると認識しております。資料の「参考データ」の9ページからご紹介もしておるのですが、イギリスの場合には、このあたりは森本先生、吉本先生のご論考などにも詳しいと思うのですが、もともとイギリスの会社法上、pre-emptive rightsと呼ばれている株主の優先的引受け権というものが規定されていて、結果的に、株主総会で授権されなければ、株主割当以外の方法で資金調達をすることはできないという事情があると認識しております。株主の合意を得なければ株主以外に割当ててはいかんということになっていますので、ライツ・オフアリングをやらざるを得ない。

一方で、企業側としましては、当然ながら、確実なる資金調達を要求していくということになりますので、公募が事実上使いにくい仕掛けになっている以上は、コミットメントがある形でのエクイティ・ファイナンスを採用しているというのがイギリスの実態なのではないかと思っております。

香港のほうは、資料の12ページでございますけれども、こちらは香港の取引所の方に問合せをされましたら、実はイギリスの制度をコピーしただけだと言われてしまったのですが、取引所の規則の中に、原則的にコミットメント型でライツ・オフアリングをなささいという規定がございまして、結果的に企業側はコミットメント型を利用しているということかと思っております。

先ほどの説明では割愛させていただいたのですが、資料の13ページ、14ページにシンガポールとオーストラリアの例をご紹介します。シンガポールの例で言いますと、右側に円グラフがございまして、Underwritingのところをご覧いただきますと、Noと書いてありますが、underwriteがされていない、日本でいうノンコミットメント型ライツ・オフアリングが実は4分の3ぐらいを占めているという事情がありまして、シンガポールは、コミットメント型が主流とは必ずしも言えないところがございまして。

14ページがオーストラリアでございますが、こちらのUnderwritingのところをご覧いただきますと、full underwriteされているもの、partial underwriteされているもの、Noと書いてあるものが、およそ3分の1ずつの構成比率になっておりまして、これらはサンプル調査でございますので、どこまで正しい状況かというのはなかなかいまい言いがたいところがあるのでございますが、国ごとに少し事情が違うようではあります。

#### 【安定操作取引の実態と日本版レギュレーションMの影響】

○飯田 1つコメントと1つ質問で、コメントは黒沼先生のお話との関連です。

デットとエクイティとどちらのファイナンスをするかという話で、増資すると株価が下がるというのは、いわゆる情報の非対称性を前提とする、モデルで言うとペッキング・オーダー理論の話があり得て、株を使って資金調達をするというのは、株価が割高に評価されているからこそエクイティ・ファイナンスを行ったのだろうということで、

株主たちの評価がアップデートされて株価が下がっていくというような話もあると思いますので、増資すれば株価が下がるというのは、割とよく理論的にもあり得る話かなということでございます。

それで、質問は全く関係ない話ですけども、横田様への質問です。

26 ページのところで、安定操作の話がされたと思います。私自身も安定操作について幾つか調べたことがあります、どうも実態がよくわからなくて、ぜひ教えていただきたいのですけれども、公募増資のときに安定操作が行われることで、株価は具体的にどのぐらいの支えになっているのか、実態としてはどのようなものなのでしょう。また、日本版レギュレーションMの2011年改正だっと思っていますが、その前後で安定操作の行われる実態に何か変化があったかどうかということをお教えいただければと思います。

○横田 ご質問ありがとうございます。

まず、最初のご質問の、安定操作についてどれぐらい株価の支えになっているかということにつきましても、現状、証券会社といたしましては、やはり公募に応じて取得した投資家の経済合理性を損なわないという趣旨・目的がありますので、やはり公募価格を割らないようにというところで操作をしていると思います。

必ずしも全ての銘柄について安定操作が入っているということではなくて、届出書を確認する限りでは一部の銘柄に安定操作が入っているという状況です。

日本版レギュレーションMの導入前後においてどの程度安定操作が実態として変わったかというのは、申しわけありませんが、ちょっと把握できておりません。募集期間中の貸株残高の実態からは相当程度数量が下がっておりますが、一方で、先ほどの30 ページにあるような不自然な空売りが特に流動性の低い銘柄については出てきやすい状況がありますので、負担感としてはそれなりに生じているのかなと予想しております。

○飯田 わかりました。ありがとうございました。

#### 【ライツ・オフリングの意義】

○片木 これは日本証券業協会の横田さんにお聞きしているのか、取引所の林さんにお聞きしているのかよくわからないのですが、横田さんのほうから、エクイティ・ファイナンスの合理性ということで、エクイティ・ファイナンスの意義とか資本効率性について適切な開示等を行うという制度改正をお聞きしたのですが、そういう制度がある意味理想的に実施された場合に、ライツ・オフリングの必要性といえますか、ライツ・オフリングがなお独自の意義を持つというのはどの点にあると考えたらよろしいのでしょうか。

恐らくライツ・オフリングというのは、現在はやや濫用的に使われておりますけれども、当初は、株主の持株比率の低下に対する株主の権利を保護するという点に主たる意味があったと思うのですが、先ほどのお話からすると、普通の資本効率性のお話とは少し趣旨が違うのかもしれない。そういう意味で、日本証券業協会のほうでも、あるいは取引所のほうでも、こういう場合にはむしろライツ・オフリングを使ってほしいという、そういう何らかの指針みたいなものを設けるという考え方もあるのかということもあわせてお聞きできればと思います。

○横田 それでは、最初に私から簡単に思うところをご説明させていただきます。

協会の検討のスタンスといたしましては、できる限りファイナンスの選択肢は増やしていこうというものですので、そういう意味では、公募増資も使い勝手をよくしつつ、またライツ・オフリングについても、ネックになっている部分があれば、そこを直していきたいというふうに思っております。

おっしゃるとおり、公募増資の開示がきちんと実施されて、その使い勝手が向上していったときに、それではライツ・オフリングの存在意義はということについては、発行会社のプリファレンスといえますか、例えば、既存の投資家の持株比率をある程度維持しながらバランスシートを拡

大したいというニーズがある場合にはライツ・オフリングを選択することになるかと思えます。あるいは若干現実的なお話になりますが、ライツ・オフリングを行いますと、発行決議のローンチ時点で手取り金を確定できるといった、公募増資とは違うメリットもあります。公募増資の場合には、実際のところ条件決定時の株価によっては手取り金が当初想定したところまで届かないというケースもあり、不確実なところがあるのですが、そういった点でもライツ・オフリングの存在意義はあるのかなというふうに考えております。

#### 【不適切な株主割当への取引所の対処】

○黒沼 私から林さんに一つ質問をしたいのですが、今回上場制度を変更して、一定の基準を満たさない場合には新株予約権の上場を認めない、それによって不適切なノンコミットメント型のライツ・オフリングを防止しようということはよく理解できるのですが、この基準を満たさないような会社が、ノンコミットメント型ライツ・オフリングはできないので、株主割当をしてきた場合には、取引所としては何か対応するのでしょうか。

○林 今のご指摘のお話は、後ほど自主規制法人のほうからフォローのコメントがあるかもしれませんが、私どもの上場制度という点で言いますと、上場会社の株式の発行そのものを制約するルールではなくて、あくまでも新株予約権の上場を承認するかしないかという制度になっているところがございます。結果として基準を満たさないような形で仮に譲渡可能な新株予約権が発行されたとしても、マーケットが存在しないというだけで、発行自体は当然行うことができるというのが、私どもの制度の中身となります。

新株予約権が上場され、裁定機会があるがゆえに、結果的に棚ぼた的に資金調達ができちゃっている部分が享受できなくなるということではありますけれども、ご指摘のような株主割当で資金調達を行っていただくことは可能であるということになるかと思えます。

その上で、先ほど自主規制法人の取組みとして申し上げておりますプリンシプルの出番ということになりますが、既存株主の利益にそぐわないような増資を仮に株主割当という方法で、洲崎先生のご指摘のような強圧性を盾にとって実施することが望ましいのかどうかということに関しまして、よくよく関係者でご検討いただきたいということになるかと存じます。

○谷川 付け足すことは特にありませんが、最後に林さんがおっしゃったとおり、取引所としましては、上場会社のほうでプリンシプルに照らしてよく検討してくださいというお願いをしていくことになるのではないかと思います。

#### 【日本における社債市場の活性化】

○志谷 本日はエクイティのお話でしたので、全く場違いの質問になるかと思いますが、先ほどの議論の中で出てきたデット・ファイナンスのことについて少し関心を持っているものですから、どうして日本でデット・ファイナンス、社債を中心としたファイナンスが育っていないのかということについて、現場の専門家の皆様方に少し教えていただければと思います。よろしく願いいたします。

○横田 皆様方からも補足いただければありがたいのですが、今一つ言われておりますのが、現行の社債権者を保護する仕組みに不十分な面があるのではないかとことです。社債権者を保護する仕組みとして会社法上の社債管理者がありますが、この社債管理者が負う責任範囲が広いといえますか、きっちり明確に把握できない部分もありまして、なかなか社債管理者がつかない、あるいはついてもコストが高いといった状況が生じており、現状は社債管理者不設置債が大半を占めています。本来であれば社債管理者の使い勝手を良くする必要があるのかもしれませんが、差し当たり本協会の「社債市場の活性化に関する懇談会」では、会社法上の社債管理者ではないのですが、発行会社との契約ベースで業務を遂行する社債管理人という主体を設置し、一定程度社債

権者に有用な情報を伝達したり、破産等の際には債権届出等の必要最低限の社債権者の債権保全等のサポートができるようにしたりする仕組みを作り、信用リスクの相対的に高い企業の社債の発行を促せないかといった検討もしているところです。また、日本では銀行からの貸出しが潤沢に供給されているという面もあろうかと思えます。

○黒沼 他にいかがでしょうか。

なければ、そろそろ時間ですので、本日の研究会はこれで終了させていただきたいと思えます。

今回は、12月26日に研究会を開催し、森田章先生にフェア・ディスクロージャーについてご報告をお願いする予定にしております。

どうもありがとうございました。



## 公募増資を巡る課題と対応 － 日本証券業協会の取組み －

平成26年11月28日  
日本証券業協会 国際部(前企画部)課長  
横田 裕

\* 本資料中、意見にわたる部分は発表者の私見であり、日本証券業協会の公式見解ではありません。

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved.

### 1. 我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会



- 2012年9月、本協会の証券戦略会議の下に「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」(以下「分科会」という。)を設置。
  - ✓ 2012年に明るみになった公募増資を巡るインサイダー取引問題
    - ⇒ 我が国の公募増資制度そのものに、インサイダー取引を始めとする不公正取引が介在する余地がないか？
    - ⇒ 証券会社による公募増資の引受けに改善の余地はないか？
- 2013年3月、本協会の行動規範委員会では、会員証券会社における法令や自主規制規則の遵守の徹底、より高度な自己規律の保持、我が国経済の成長と金融資本市場の適正な発展に向けた不断の努力を行動規範として制定。
- 2013年6月、分科会は報告書※を取りまとめ、我が国の公募増資等を巡る諸問題(次ページ)について論点整理。

※ 「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」報告書  
(<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/senryaku/files/130619houkokusyo.pdf>)

## 1. 我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会



### <公募増資等を巡る諸問題>

- (1) 既存株主の権利保護のあり方
  - ① 公募増資に係る数値基準
  - ② 株主総会決議要件
- (2) 市場との対話の促進
  - ① 株主による意思表示の促進
  - ② 公募増資の合理性等の開示促進
  - ③ 発行企業による将来情報の開示促進
- (3) ファイナンス手法の多様化
  - ① 期間短縮と機関投資家の市場参加促進
  - ② 募集プロセスの見直しと安定操作取引等のあり方の検討
  - ③ ライツ・オファリングの利便性向上
- (4) 公正な取引の促進
  - ① 日本版レギュレーションMの規制効果と今後の対応
  - ② 証券アナリストの関与の検討

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved.

2

## 2. フォローアップ会合



- 分科会では、2013年6月の報告書公表後、約1年をかけて同報告書における提言内容の実現に向けたフォローアップを実施。
- 本年6月、主に「既存株主の権利保護」、「ファイナンス手法の多様化」及び「公正な取引の促進」の3つの観点からこれまでの取組みを総括し、今後の対応の方向性と合わせて公表。※

※「我が国経済の活性化と公募増資等の一層の機能強化に向けた取組みの状況と今後の対応」  
(<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/senryaku/files/140617torimatome.pdf>)

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved.

3

### 3. 我が国公募増資の現状



#### ○ 主要国・地域における新株発行に係る規制

##### <日本>

企業のエクイティ調達について、会社法上は株主割当を原則としておらず、授権資本の範囲内であれば、取締役会の決議により公募増資を行うことが可能となっている。

公募増資に関しては、法令及び取引所のルールともに希薄化率に対する規制は存在しない。※

※ 本年6月20日に成立した「会社法の一部を改正する法律」では、公開会社は、募集株式を割り当てた結果、引受人が総株主の議決権の過半数を有することとなる場合には、10分の1以上の議決権を有する株主の意向により、株主総会の普通決議を得なければならないとする募集株式等の割当てに係る特則が設けられている。( § 206の2)

### 3. 我が国公募増資の現状



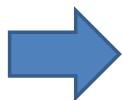
##### <米国>

企業のエクイティ調達について、我が国と同様に会社法※上は株主割当を原則としておらず、授権資本の範囲内であれば、取締役会の決議により発行可能。

公募増資に関し、取引所による希薄化率に対する規制(20%以上の希薄化を伴う増資に対する株主総会決議要件)※は存在するが、一般的な現金対価による公募増資の場合は適用除外とされている。

※ 米国の場合はデラウェア州法ベース

※ NYSE Listed Company Manual § 312.03(c)ほか



日本と米国の間では一般的にイメージされる公募増資の希薄化に対する規制について、特段の差はないと考えられるのではないかと。

##### <欧州・アジア>

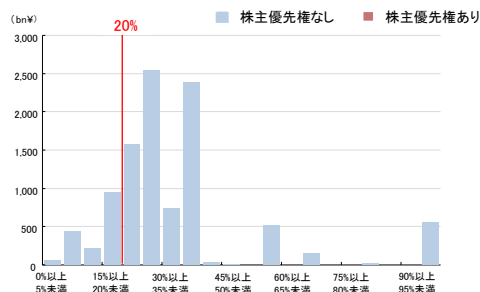
エクイティ調達について株主割当が原則とされている。株主割当によらない場合には、株主総会決議による取締役会への授権(効力5年未満)又は株主総会による発行決議が求められている。

## 4. 各国における増資実施状況

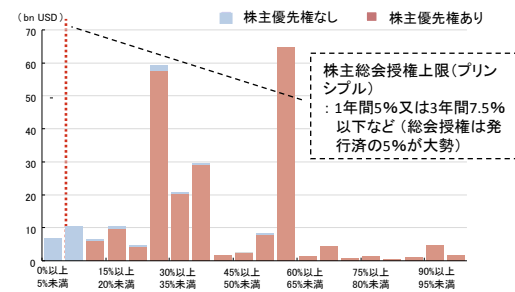


### <各国の希薄化率（金額ベース）>

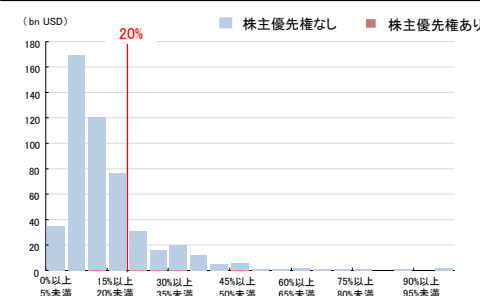
#### 日本:



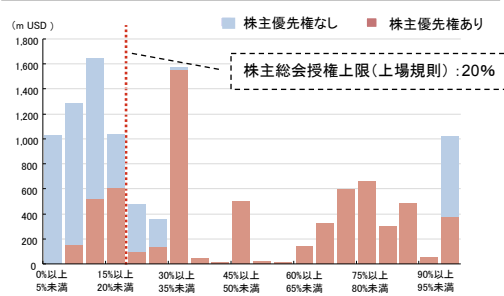
#### 英国:



#### 米国:



#### 香港:



※「株主優先権なし」のデータに、第三者割当増資に該当する手法は含んでいない。  
 ※「株主優先権あり」のデータは、ライツオファリング等の株主に先買権を与える手法。

(2008～2012年)  
 出所: Dealogic社データより

6

## 4. 各国における増資実施状況



- 前ページの図からは、日本、米国ともに、公募増資がエクイティ調達を中心となっているが、日本の方が希薄化率が高いことがわかる。
- 金額ベースでは、米国では8割以上の公募増資が希薄化率20%未満に収まっているのに対し、日本では逆に8割以上の公募増資が希薄化率20%を超えている状況が確認できる。
- 英国、香港では、ライツ・オファリング等の株主優先権を与える手法がエクイティ調達の中心となっている。

## 5. 本邦企業による最近の公募増資の希薄化率



- ✓ 東証市場第一部の企業による最近の公募増資の希薄化率は、件数ベースでは以下のとおりとなる。
- ✓ 足元(2014年4月から11月)の状況は、20%を超える大規模な希薄化を伴う公募増資の件数は1件(全件数の4%)のみで推移している。

<日本の希薄化率(件数ベース)>

|         | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 | 2012年度 | 2013年度 | 2014年4月～11月 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
| 30%超    | 9      | 6      | 3      | 1      | 2      | 0           |
| 25～30%  | 12     | 2      | 3      | 0      | 1      | 0           |
| 20～25%  | 8      | 5      | 1      | 2      | 6      | 1           |
| 15～20%  | 10     | 9      | 2      | 2      | 13     | 6           |
| 15%未満   | 7      | 13     | 5      | 1      | 23     | 18          |
| 件数      | 46件    | 35件    | 14件    | 6件     | 45件    | 25件         |
| 20%超の割合 | 63.0%  | 42.9%  | 50.0%  | 50.0%  | 20.0%  | 4.0%        |
| 15%超の割合 | 84.8%  | 60.0%  | 64.3%  | 83.3%  | 48.9%  | 28.0%       |

(東証市場第一部)

※ いわゆる並行第三者割当増資による新株発行分も加味した。

また、本資料の作成時点で割当数が確定していない場合は、予定されている最大割当数により算出した。

## 6. 公募増資を巡る課題



### (1) 問題意識

- ✓ 新株発行に係る法制度が我が国と類似する米国では、上記のとおり現金対価による公募増資には希薄化率に対する規制を行っておらず、公募増資に関わる既存株主の権利保護に関する規制に、日米間で外形的な差はないと言える。
- ✓ それにもかかわらず、我が国の方が大規模な希薄化を伴う公募増資が行われやすいという現状がある。
- ✓ 特に、我が国でリーマンショック後の2009年以降に数多く見られた、株価低迷の中での大規模な希薄化を伴う公募増資については、多くの個人投資家を含めた既存株主の権利を損なってきたとの見方がある。

## 6. 公募増資を巡る課題



### (2) 既存株主の利益

現在の公募増資の仕組みや特性を踏まえると、次のようなケースにおいて既存株主の利益を損ねるおそれがあると考えられるのではないかと。

- ① 公募増資の目的や資金使途が不適切であり、1株当たりの収益性の向上・改善につながらないと、株式価値が毀損することとなる。また、公募増資実施の発表後に、投資家からそのような予測がなされると、条件決定前から投資家が株式を売却する行動が合理的となる。
- ② 上記①の投資家の予測が反映された状況を含め、当該株式の本質的価値よりも株価が割安な時点で公募増資が実施されると、既存株主の株式価値が新株主に移転する。
- ③ 既存株主に公募増資への参加の機会が十分に与えられず、公募増資に伴う希薄化により既存株主の持分が低下すると、上記②に該当する場合には自らも新株主になることによる株式価値の移転の回避ができず、また、増資の効果が発現したときには十分な利益を享受できない。

## 6. 公募増資を巡る課題



### (3) 基本的な考え方

- 2009年以降に数多く見られた大規模な希薄化を伴う公募増資は、
  - ✓「増資の副作用を防ぐだけの成長戦略があるのか」(2009年12月9日付け日本経済新聞)、
  - ✓「既存株主を犠牲にした大型増資が強行されている」(2012年9月10日付け日本経済新聞)
 などのマスコミ報道を始め、社会的に広く問題視された経緯。
- これらの大規模な希薄化を伴う公募増資が真に既存株主の利益を侵害したか否かは、中長期に見ていかなければ判断は難しいところであるが、昨今の状況を踏まえると、少なくとも我が国の公募増資については、日米間の規制水準の横並びに囚われることなく、① 既存株主の利益に配慮し、② 説明責任を適切に果たすことを通じて、株主の理解を得るための一定の規律付けを行うことが適切と考えられるのではないかと。

## 6. 公募増資を巡る課題



□ 本協会では、1996年まで公募増資の希薄化率を15%以下に抑える自主ルールを制定。

⇒ このような発行数量制限は即効性があるものの、仮に基準値を1%下回ればよいのかと言われれば、論理的には実証できない。

⇒ 基本的には市場原理の適切な発揮をいかに促していくか、という視点でのアプローチが望ましいと考えられるのではないか。

## 7. 株主の理解を得るための具体的な方策



### (1) 既存株主の利益への配慮

上記を踏まえると、公募増資の実施に当たっては、次の事項について、これまで以上に配慮される必要があると考えられる。

- ① 1株当たりの収益性の向上・改善をもたらすことが見込まれる合理的な調達目的及び資金用途があること
- ② 株価が割安又は割安になり得ると判断される場合には、公募増資の必要性・相当性についてより慎重な検討が行われること
- ③ 株主に対して平等な参加機会が提供され、それが困難な場合には、特定の株主に参加機会が提供されないことに対する説明責任が果たされること

## 7. 株主の理解を得るための具体的な方策



### (2) 引受証券会社による確認・検討

- ✓ 引受証券会社では、引受けを行うに当たっての確認・検討等を通じて、公募増資の資本効率性への将来的な寄与、調達手段、実施時期及び希薄化率を踏まえた必要性・相当性の確認・検討を行うことについて、今一度徹底を図っていくことが考えられる。

## 7. 株主の理解を得るための具体的な方策



### (3) 説明責任の徹底

- ✓ 投資家が公募増資の必要性・相当性を納得感を持って受け入れるためには、発行会社において、平常時から、資本政策や資本効率性に対する考え方について、統合的な情報発信がなされることが重要。
- ✓ この点、企業が公募増資を行おうとする際、その目的や用途について、増資の際の一度きりの説明であったり、平常時からの開示情報との整合性のない説明であったりするようでは説得力がない。
- ✓ 発行会社では、平常時からの継続開示やIRを通じ資本政策や資本効率性に対する考え方について一貫性のある情報発信を行い、増資の際にはこれと整合性のある内容の公募増資の目的と資金用途を提示できる必要。
- ✓ 分科会では、そうした考え方の下、平常時、公募増資実施時及び公募増資実施後の3つの局面における望ましい開示・説明のあり方について整理。



## 7. 株主の理解を得るための具体的な方策



### <平常時>

- 発行会社では、平常時からの継続開示、IRなどを通じ、資本政策等について一貫性のある情報発信を行うことが望まれる。
- 現在、取引所が規定する決算短信の作成要領では、目標とする経営指標(ROE、ROAなど)とその達成状況等の記載が求められている。
- そうした情報の他、例えば次頁のような点についても、発行会社が自らの資本政策や資本効率性に対する考え方を開示・説明することが考えられるのではないか。

## 7. 株主の理解を得るための具体的な方策



### ○ 資本政策に関する説明

- ① 事業戦略に整合した目標とする株主資本水準
- ② 目標とする株主資本水準の達成・保持のための基本方針
- ③ 株主還元策(目標配当性向、自己株取得の方針等)
- ④ 期中に公募増資を実施した場合には、上記の資本政策との整合性

### ○ 資本効率性に関する説明

- ① 期中に公募増資を実施した場合には、調達資金の充当(設備投資、買収等)の状況
- ② 上記の設備投資、買収等が、目標とする経営指標(ROE、ROAなど)に及ぼす影響

## 7. 株主の理解を得るための具体的な方策



○資本コスト※の計算が可能な企業の場合には、前ページ②に代えて、公募増資後の資本コストの水準とともに、設備投資、買収等と資本コストとの関係について説明することも有用であると考えられる。

※ 資本コストは銀行、社債等の投資家、株主が期待するリターンを表すものであり、企業内部から見れば、資金調達にかかるコストであると同時に、事業が超えなければならないハードルレートとして、投資判断の基準となる収益率を表すもの。

## (参考) 資本効率性を巡る昨今の動き

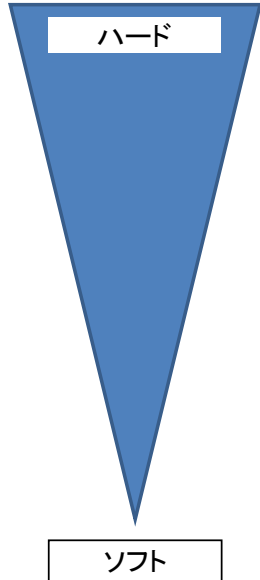


|                                                                                                                  |                                                                                                                |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>日本取引所グループ<br/>東京証券取引所</p>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 「企業価値向上表彰制度」 (2012年～)</li> <li>● 「JPX日経インデックス400」 (2013年～)</li> </ul> |
| <p>経済産業省</p>  <p>経済産業省</p>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト (2013年～)</li> </ul>        |
| <p>ISS (議決権行使助言機関)</p>        | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 「ISS議決権行使助言方針 (ポリシー) 改定に関する意見募集」 (2013年～)</li> </ul>                  |
| <p>IIRC (国際統合報告評議会)</p>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 「IIRC統合報告フレームワーク」 (2013年公表)</li> </ul>                                |

## 7. 株主の理解を得るための具体的な方策



### ○ 株主の理解を得るための方策の例（公募増資実施時・実施後）



- ① 公募増資実施時の株主総会決議  
 ※ 条件付け如何により、ハードにもソフトにも  
 例えば、a) 一定以上の希薄化を伴うもの  
           b) 一定以上の希薄化を伴い、かつ前回の公募増資から  
           株価が大幅に下落しているものなど
- ② 定時株主総会において、毎年の公募増資枠を決議
- ③ 経営者から一定程度独立した者による必要性及び相当性に関する意見の入手
- ④ 公募増資実施後の定時株主総会において、既存株主に報告(事後説明)
- ⑤ 公募増資の合理性等の開示(事前説明)

## 7. 株主の理解を得るための具体的な方策



### ○ 授權資本制度の沿革

| 時期                              | 事柄                                                                                                            |
|---------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 昭和23年 商法改正以前                    | 「株金分割払込制度」において、必ずしも株金全額の払込みがあることを要せず、株金額の四分の一以上の払込みがあることをもって足りることとされ、残額は取締役会の判断により、事後的に会社の資金需要に応じ徴収しようとされていた。 |
| 昭和23年 商法改正                      | 株金分割払込制を廃止し、株式の全額払込制を採用。新株発行を株主総会の特別決議とした。                                                                    |
| 昭和25年 商法改正                      | 「授權資本制度」を導入。定款に発行予定株式総数を記載した上で、会社設立に際してはその四分の一以上の株式の引受けがあれば足り、残余については取締役会の権限で随時発行することができることとした。(四倍規制)         |
| 平成13年 会社法改正<br>中間試案(パブリック・コメント) | 全ての株式会社について、発行済株式総数の五分の一を超える新株を発行する際には、株主総会の特別決議による授權がなければならないとすることについて、パブリック・コメントを実施。<br>⇒ 経済界ほかからの強い反対により廃案 |

## 7. 株主の理解を得るための具体的な方策



### <公募増資実施時>

発行会社は、公募増資実施時には、公募増資の必要性・相当性について、主に以下の観点から開示を行うことが望まれる。

- ① 資本効率性への将来的な寄与、調達手段(デット・ファイナンスとの比較)及び実施時期
- ② 希薄化率(大規模な希薄化を伴う場合)

※ 調達手段の開示については、エクイティ・ファイナンスの中での比較は手法の違いに起因するものとなり形式的になりやすいと思われることから、例えば、デット・ファイナンスとの比較に絞った公募増資の必要性・相当性の説明を行うことが考えられる。

## 7. 株主の理解を得るための具体的な方策



### <公募増資実施後>

発行会社は、公募増資実施後の定時株主総会において、直接に議場で報告することを前提に、株主総会招集通知上に当該公募増資の必要性・相当性について説明を追加することも、以下の理由から、ある程度現実的かつ実効性のある対応であるように思われる。

- ① 事後とはいえども、経営者にとっては株主からの相当のプレッシャーになると思われ、必要性・相当性について明確な説明が困難な公募増資の実施を抑制する一定の効果が期待できるとともに、取締役選任議案への賛否を通じて既存株主の意思を問うこともできること
- ② 株主総会への出席者は事実上限定的であり、公募増資後に売却した株主は総会に出席しないものの、多くの株主が経営者に接することができる最大の機会であること

## 7. 株主の理解を得るための具体的な方策



### (3) 本協会の取組みの状況

本協会の自主規制部門では、証券会社が公募増資の引受けを行うに際し、次の点について、これまで以上に確認・徹底するよう具体的な方策について検討予定

- ① 公募増資の資本効率性への寄与、調達手段、実施時期及び希薄化を踏まえた必要性・相当性の確認
- ② 発行会社の株主に対する説明責任の徹底

また、本協会は、東京証券取引所「上場制度整備懇談会」に対して、我が国の公募増資を巡る諸課題について問題提起を行うとともに、次の点について検討要請

- ・発行会社による決算短信等を通じた資本政策等の開示・説明の充実

## 8. その他関連する取組みの状況



### (1) 株主による意思表示の促進

- ✓ 本年2月、英国コードを参考とした「『責任ある機関投資家』の諸原則」（以下「日本版コード」という。）が取りまとめられた。
- ✓ 本協会では、ISSやACGA（Asian Corporate Governance Association：アジア・コーポレート・ガバナンス協会）との間で、株主による意思表示の促進について意見交換を行ってきた。
- ✓ 今後も、本協会では日本版コードの定着状況を踏まえ、これが発行会社の行動にどのような変化をもたらすのかを注視し、必要に応じて対応を検討していくこととしている。

## 8. その他関連する取組みの状況



### (2) オファリング手法の多様化

- ✓ 我が国と異なり、米国ではブック・ビルディングにおける需要申告をそのまま注文として取り扱うことができることから、安定操作取引はほとんど行われていないという現状。
- ✓ これに対し、我が国における公募増資では、条件決定後に改めて募集期間が設定され、主幹事証券会社が安定操作取引を行うことから、当該取引をあてにした不自然な空売りが散見されている。
- ✓ それが主幹事証券会社のリスクを必要以上に高め、ディスカウント率を海外に比して大きくしなければならない（発行会社の調達コストが高くなる）要因となっているとの指摘。

## 8. その他関連する取組みの状況



- ✓ 米国では公募増資への参加者の大半は機関投資家であり、日本は大半が個人投資家であるという違いはあるが、本協会では、米国の事例を参考に、需要申告を注文扱いとすることによる安定操作取引の必要性の低減について検討。
- ✓ 需要申告を注文として扱うことは、現在、我が国においても特段の法令上の支障があってもいけないわけではなく、相応の事務負担や実務対応上の工夫が必要となる点に留意しつつ、証券会社のビジネス上の判断として行い得るものであることを確認。
- ✓ 今後、本協会では、公募増資を取り巻く将来的な制度環境の変化や技術革新等の進展並びに各社の取組みを踏まえ、中長期的な観点から需要申告を注文とするための取組みを継続していくこととしている。

## 8. その他関連する取組みの状況



### (3) ライツ・オファリングの利便性向上

#### ○ 大株主の行使が阻害されないようなTOB規制の緩和

- ✓ 金融商品取引法上、ライツ・オファリングに際して権利行使を行う株主等の株券所有(保有)割合は権利行使時に加算されるため、コミットメント証券会社等による権利行使が完了するまでの間、その割合は一時的に上昇することとなる。
- ✓ その際、発行会社が自己株式を割り当てるなど買付行為が伴うと、権利行使を行う株主等の元々の所有(保有)割合によっては、TOB規制や大量保有報告規制への該当性につき懸念が生じ得る。

## 8. その他関連する取組みの状況



### (4) 公正な取引の促進等

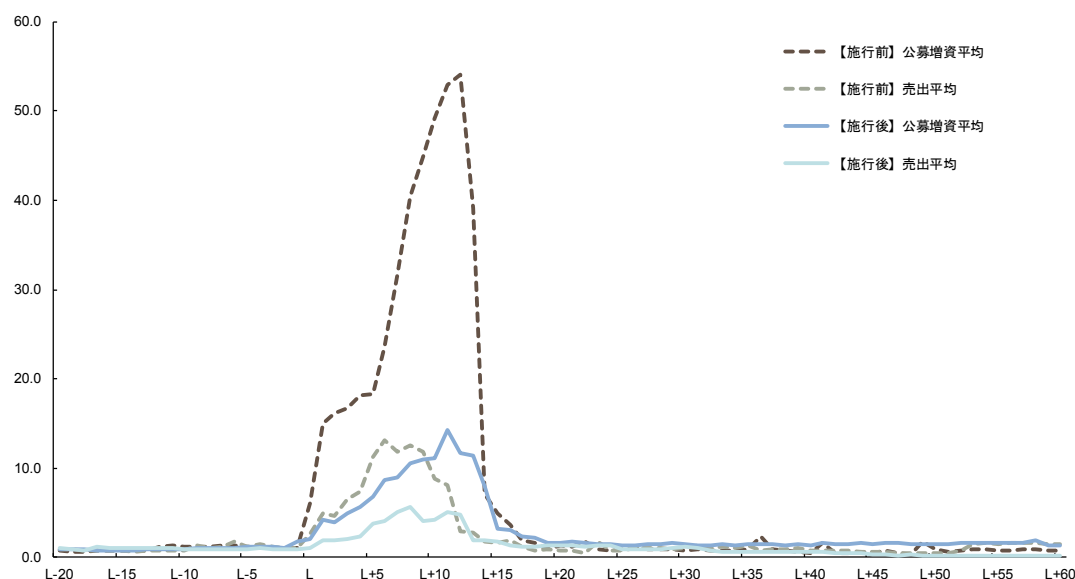
#### ○ 日本版レギュレーションM

- ✓ 日本版レギュレーションMは、一定の規制効果を上げていると考えられるが、複数の証券会社を跨いだ取引などへの対応についてはなお検討の余地があると思われる。
- ✓ 分科会では、日本版レギュレーションMの潜脱について、証券会社において把握し得る「兆候」はないか等について検討を行ったところであるが、本件については、引き続き東京証券取引所とも連携を図りながら、その状況を見極めていくこととしたい。

## (参考)オファリング期間中の株券貸借取引の状況 (日本版レギュレーションM導入前後の比較)



### <日本証券金融貸株残高の比較>



- (1) 2011年以降のオファリング総額50億円以上かつ貸借銘柄の案件を対象に分析、貸株残高は日本証券金融のデータを使用  
 (2) 各銘柄のローン手前20営業日の貸株残高平均値を1として指数化し、それぞれを単純平均  
 出所：会社公表資料、Bloombergより作成

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 30

## 8. その他関連する取組みの状況



### ○ アナリスト・レポート

- ✓ 公募増資に際して主幹事証券会社の証券アナリストは、届出前勧誘や投資家との利益相反等に関する懸念から、アナリスト・レポートの作成・公表を停止することが多く、これにより公募増資の実施が発行決議前に察知されるという問題点が指摘されている。
- ✓ また、アナリスト・レポートの作成・公表については、いわゆる届出前勧誘に該当しないアナリスト・レポートの類型や、社内体制のあり方などについて、本協会自主規制部門において検討を行っていくこととしている。

© Japan Securities Dealers Association. All Rights Reserved. 31



## (参考)引受証券会社のセルサイドアナリストのWall-Crossingに関する規制



### <問題認識>

- ✓ 公募増資に係るローンチ前のブラックアウト期間中に、それまで継続的に行われてきたアナリスト・レポートの公表・発刊が停止することで、第三者により公募増資が察知され、インサイダー取引を誘因することに繋がっているのではないかと懸念が存在。
- ✓ こうした懸念に対処するため、諸外国において当該アナリスト・レポートの執筆を行っているアナリストをウォールクロスさせないといった規制を有している事例はないか。

## (参考)引受証券会社のセルサイドアナリストのWall-Crossingに関する規制



### 1. IOSCO「IOSCO STATEMENT OF PRINCIPLES FOR ADDRESSING SELL-SIDE SECURITIES ANALYST CONFLICTS OF INTEREST」(2003年9月)

IOSCOでは、2003年9月、総合的なサービスを提供するブローカー・ディーラーや投資会社に雇われているリサーチ・アナリスト(いわゆるセルサイドアナリスト)が、その調査や推奨に影響を及ぼし得る利益相反のために、多くの国で批判を受けていた状況に鑑み、「セルサイド証券アナリストの利益相反に対処するための原則」が公表された。

- “中核的措置”として、アナリストが、投資銀行業務のセールス・ピッチ(売込活動)とロードショーに参加することを禁止する措置が推奨されている。
- 中核的措置とはやや劣後する位置付けで、“その他措置”として、アナリストを雇用する証券会社の引受等により証券の募集を行う場合は、その直前・直後に「沈黙期間(quiet period)」を義務づけ、その間、当該アナリストは当該発行体に関する調査レポートを公表することができないものとする措置が推奨されている。

## (参考)引受証券会社のセルサイドアナリストのWall-Crossingに関する規制



### 2. 米国の状況

現在、米国では、オファリング期間中(届出前・待機期間・効力発生後)のアナリスト・レポートの作成・公表については、SEC Rule 139に適用除外規定が設けられており、必ずしも停止が強制されていない。当該規定は、とりわけオファリング期間中にネガティブなニュースが生じた際に投資家に必要な情報を伝達するうえで有用とされている。

上記のSEC Rule 139を受けたFINRAのNASD Rule 2711では、リサーチアナリストに対して以下のような規制が設けられている。

- 投資銀行業務の顧客に対するいかなるセールス・ピッチ(売込活動)にも参加してはならない。(Emerging Growth CompanyのIPOは除く。)
- 投資銀行業務に関連するロードショウに参加してはならない。
- 投資銀行業務上の現在又は見込み顧客とのコミュニケーションに関与してはならない。

# 新株予約権証券の上場制度の見直しについて

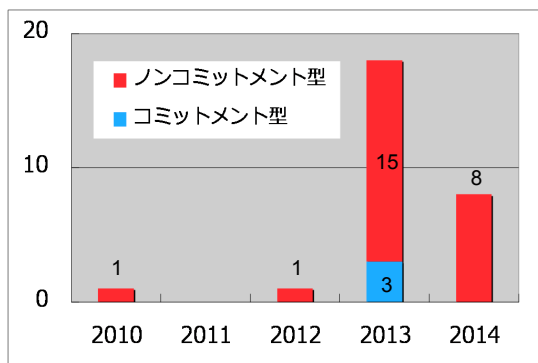
2014年11月28日  
株式会社東京証券取引所

1

## ライツ・オフアリングの現状

### ライツ・オフアリングの現状

- 公募増資を巡るインサイダー取引の発生などを契機に、ライツ・オフアリングの普及に向けた制度整備が各方面で進展
- 昨年初から実施例が急増するも、大半がノンコミットメント型（ライツ・オフアリングが実務において普及する英国、香港などではコミットメント型が主流）



※割当決議／暦年ベース（2014年は6月末までに割当決議が行われたもの）、単位：件

### ノンコミットメント型 ライツ・オフアリングの実態

- 経営成績や財政状態が悪化した上場会社による利用事例が、公募増資だけでなく、第三者割当増資と比較しても顕著に多い

|           | 2期連続経常赤字 | 債務超過  |
|-----------|----------|-------|
| ライツオフアリング | 54.5%    | 18.2% |
| 公募増資      | 5.3%     | 0.0%  |
| 第三者割当増資   | 26.4%    | 3.9%  |

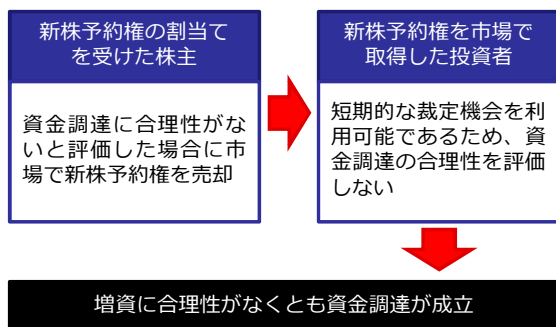
- 権利行使の割合は平均して78.1%で、おむね資金調達に成功
- 流通市場における新株予約権の取引は極めて活発（新株予約権の上場期間中における売買回転率は1.43倍）であり、高い権利行使の割合は、流通市場で新株予約権を取得した投資者が実現
- 流通市場における新株予約権の価格は、理論価格（親株の時価と行使価格から逆算）よりも割安に推移しており、裁定取引が権利行使を促進

2

## ノンコミットメント型ライツ・オファリングの構造上の問題点と上場制度上の対応

### ノンコミットメント型ライツ・オファリングの構造上の問題点

- 増資の合理性に関する評価の欠如（市場メカニズムの機能不全）⇔ 公募増資やコミットメント型ライツ・オファリングでは引受証券会社が、第三者割当増資では割当先が、増資による資金調達の合理性を評価
- ノンコミットメント型ライツ・オファリングの構造上の問題点



### 上場制度上の対応

- ノンコミットメント型ライツ・オファリングにおいても、増資の合理性が評価されるプロセスが必要
- 対応（１）：新株予約権の上場基準において、①証券会社（取引参加者）による引受審査に準じた評価又は②株主総会等における株主の意見聴取を要求する
- 対応（２）：増資の合理性の評価プロセスを補完するものとして、明らかに市場から評価されない経営成績・財政状態を形式基準（足切り基準）として定める
  - ✓ 2期連続経常赤字でないこと
  - ✓ 債務超過でないこと
- 対応（３）：新株予約権の上場は、新株予約権の権利行使期間の開始後とする（現状は効力発生日に上場）（価格形成の歪みを軽減）

⇒ 本年10月31日から改正規則を施行。

（11月20日付で適用第一号の割当決議）

て、我が国でも制度整備が進んできている<sup>4</sup>。こうした制度整備の結果、我が国でもライツ・オフアリングの実例が積み重なりつつあるが、そうした中で、ライツ・オフアリングが濫用的に利用されていることに対する懸念が生じている。

そこで、当懇談会では、平成25年10月以降、ライツ・オフアリングの在り方について計5回に亘り審議を行った。

本提言は、当懇談会での審議の内容を踏まえて、ライツ・オフアリングに係る上場制度について早急に対応すべき事項を取りまとめたものである。東証においては、本提言の内容を踏まえ、具体的な制度整備に取り組みることが望まれる。

## II. ライツ・オフアリングの概要

ライツ・オフアリングは、株主に対する新株予約権無償割当て<sup>3</sup>を利用した増資手法である。新株予約権は、保有する株式の持分に応じて株主に平等に割り当てられ、上場される。そのため、株主は、新株予約権を行使して自ら増資に応じること、持分の希薄化を避けることもできるし、新たな資金の払込みに応じずに持分の希薄化を受け入れるとしても、新株予約権を市場で売却すること、親株の時価を下回る行使価格が設定されることによる経済的損失を回避することもできる。この点で、ライツ・オフアリングは、公募増資や第三者割当増資といった他の増資手法と比べ、株主の利益に配慮した増資手法<sup>5</sup>であると評価されている。

ライツ・オフアリングには、引受人が未行使分の新株予約権の行使などを約束する契約を締結する「コミットメント型ライツ・オフアリング」と、そうした契約が締結されない「ノンコミットメント型ライツ・オフアリング」との2

<sup>3</sup> <http://www.fsa.go.jp/news/22/sonota/20101224-501.pdf>

<sup>4</sup> 例えば、エイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション「日本のコーポレート・ガバナンス白書」(2008年5月)

<sup>5</sup> [http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA-Japan\\_WP\\_May2008\\_Japanese2.pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA-Japan_WP_May2008_Japanese2.pdf) 参照

<sup>6</sup> 別紙1参照

<sup>7</sup> 会社法277条

<sup>8</sup> 新株予約権の目的となる株券を「親株」という。以下同じ。  
<sup>9</sup> もつとも、ライツ・オフアリングにおいても、公募増資や第三者割当増資その他の増資手法と同様、ファイナンスの結果として株主に損失を与える場合がありうることに留意が必要である。

<sup>10</sup> 金融商品取引法21条4項3号参照

我が国におけるライツ・オフアリングの定着に向けて

平成26年7月25日  
株式会社東京証券取引所  
上場制度整備懇談会

## I. はじめに

取引所は、有価証券の流通市場における公正の確保について、自主規制を通じて市場開設者として重要な役割を担っているが、他方で、有価証券の発行市場については、基本的に証券会社とその自主規制を担う証券業協会によって公正の確保が図られている。

しかしながら、有価証券の発行には常に証券会社の関与が必要とされているわけではなく、上場会社が証券会社の関与なく発行市場を利用することもできる。この結果、上場会社が行う増資の中には、発行市場の公正を確保するため課されるべき規律を免れてしまうものもある。

上場会社には不特定多数の一般株主が存在し、これらの株主は流通市場を通じて常時入れ替わるため、そうした増資が一般株主に対して不当な不利益を与える場合には、一般株主の権利を保護し、流通市場に対する信頼を維持する観点から、法制度との整合性を保ちつつ、取引所が一定の対応を行うことに合理性があるものと考えられる<sup>1</sup>。

そうした対応の中には、法令改正など、国や他の機関による対応を待つ間の暫定的なものもあれば、上場制度で抜本的な解決が可能なものもあると考えられるが、いずれにせよ、株主・投資者保護のために急を要する場合には、上場制度による速やかな対応の可能性を探ることが適当である。

当懇談会の提言を受けて実施された第三者割当や株式併合についても、同様の例を挙げる事ができる。

ライツ・オフアリングについては、最近の公募増資をめぐるインサイダー取引事件など一連の問題を契機として、主に海外の投資家からの強い要望を受け

<sup>1</sup> 金融審議会 金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」(平成21年)参照。  
<sup>2</sup> 日本証券業協会「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」報告書-公募増資等のあり方に関する論点整理-」(平成25年)

<sup>3</sup> <http://www.jsda.or.jp/katsudoukaigi/semyakufiles/130619houkokusyo.pdf> 及び金融庁「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」(平成22年)

種類がある<sup>9</sup>。

III. 現状及び問題点

1. ライツ・オフアリングの現状

我が国のライツ・オフアリングの実施状況<sup>10</sup>を俯瞰すると、平成26年6月末日までに公表された25件のライツ・オフアリングのうち、コミットメント型ライツ・オフアリングは3件のみで、残りの22件(88.0%)はノンコミットメント型ライツ・オフアリングである。このことは、英国や香港ではノンコミットメント型が例外的にしか実施されないこと<sup>11</sup>と対照的である。

さらに、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングを実施した22件(20社<sup>12</sup>)について見ると、14件(63.6%)が直前期に純損失を計上した会社によるもの、4件(18.2%)が直前期又は直前四半期の時点で債務超過の会社によるもの、14件(63.6%)が直前期に無配の会社によるものとなっている<sup>13</sup>。

傾向を比較するために、ほぼ同様の期間<sup>14</sup>に公表された東証上場銘柄による公募増資(133件)の実施状況について見ると、同じく純損失を計上した会社によるものは14件(10.5%)、債務超過の会社によるものはなく(0%)、無配の会社によるものは24件(18.0%)となっている。

また、平成25年に公表された第三者割当増資(102件)<sup>15</sup>の実施状況について見ると、同じく純損失を計上した会社によるものは35件(34.3%)、債務超過の会社によるものは4件(3.9%)、無配の会社によるものは41件(40.2%)となっている。

<sup>9</sup> ノンコミットメント型ライツ・オフアリングは、旧商法下で新株引受権証券を発行することによって行われた株主割当増資を、コミットメント型ライツ・オフアリングは、そうした株主割当増資に係る失権株について一般募集を行っていた我が国の旧来の実務を、それぞれ承継して発展させたものである。

<sup>10</sup> 別紙2参照

<sup>11</sup> 英国について、Rights Issue Review Group「A Report to the Chancellor of the Exchequer」(2008年)35頁参照。香港については、取引所規則でコミットメント型が原則とされている(Main Board Listing Rules 7.19(1)参照)。

<sup>12</sup> フォンツ・ホールディングス社及びメガネスバー社は2回ずつノンコミットメント型ライツ・オフアリングを実施している。

<sup>13</sup> 別紙2参照

<sup>14</sup> 平成23年から平成26年3月末日日まで

<sup>15</sup> 普通株式の第三者割当増資を実施した東証上場会社を集計対象としている。財務数値については平成24年4月から平成25年3月までを期末とする決算期のものを利用していため、必ずしも第三者割当の直前期の数値でないものも含まれる。

下表は、それぞれの増資手法ごとに、こうした業績の種類に属する会社の比率を表にしたものである。

|                      | 純損失計上 | 債務超過  | 無配    |
|----------------------|-------|-------|-------|
| ノンコミットメント型ライツ・オフアリング | 63.6% | 18.2% | 63.6% |
| 公募増資                 | 10.5% | 0%    | 18.0% |
| 第三者割当増資              | 34.3% | 3.9%  | 40.2% |

これらを比較すると、公募増資はもちろん、第三者割当増資と比較しても、業績の優れない会社がノンコミットメント型ライツ・オフアリングを利用している傾向が明らかである。実際、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングの中には、他の増資手法(公募増資、コミットメント型ライツ・オフアリング又は第三者割当増資)によっては資金調達をすることができないことを自認するものも散見される。

一方、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングを実施した22件について、新株予約権の発行総数に対する権利行使割合を見ると、平均78.2%<sup>16</sup>と高い水準にあり、権利行使割合が50%以下となる事例は3件(13.6%)にとどまっている。これは従来型の株主割当増資<sup>17</sup>の事例と比較して顕著に高い行使割合である<sup>18</sup>。

また、新株予約権の売買回転率を見ると、平均で137.9%<sup>19</sup>であり、100%を上回る水準となっている。このことも旧商法下における新株引受権証券の上場制度では実際には売買がほとんど行われなかったことと対照的である<sup>20</sup>。

以上のように、新株予約権が市場で多く売買され、権利行使割合も高いことから、株主以外の第三者による権利行使が盛んに行われていることが推測される。

<sup>16</sup> 別紙2参照

<sup>17</sup> 会社法202条参照

<sup>18</sup> 別紙3参照。近時の株主割当増資の事例18件の失権率は平均45.9%(すなわち、増資に応じた割合は54.1%)であり、失権率が50%以上(増資に応じた割合が50%以下)の事例は11件(61.1%)となっている。

<sup>19</sup> 別紙2参照。「上場期間中の新株予約権売買高÷新株予約権の発行数」で計算したものの平均であり、平成26年6月末日時点で権利行使期間が満了したものについて算定している。直前期に純損失を計上した会社に限ると新株予約権の売買回転率の平均は159.9%と更に高いものとなる。

<sup>20</sup> こうした状況の変化の背後には、かつては新株引受権証券を売却するには証券の発行を受ける必要があったのに対し、現在では債券等の電子化によって株主の口座に自動的に新株予約権の残高が記録されるようになったという利便性の向上もあると思われる。

すなわち、新株予約権を割り当てられた株主は、その増資が払込みに値する合理的なものだと評価すれば自ら権利行使して増資に応じるが、そうでないとは評価した場合には新株予約権を市場で売却すればよい。

一方で、市場で新株予約権を買い取る投資家は、増資が合理的だと評価すればその評価に応じた金額で新株予約権を買い取って行使することが想定されるが、そのように評価しない場合であっても新株予約権の市場価格がその理論価格よりも割安であれば（上述のとおり、我が国のライツ・オフアリアリングの実例ではそうした傾向が顕著である。）、増資自体の合理性とは無関係に、裁定取引として（親株の売却と併せて）新株予約権を買い取って権利行使することで利益を得ることができる。

したがって、ノンコミットメント型ライツ・オフアリアリングの場合、当該増資が合理的だと評価する者がいない中でも、裁定行為の一環として新株予約権を行使して払込みが行われ得るといって、構造的な特殊性がある。

旧商法下で行われてきた新株引受権証書が発行される株主割増資は、基本的にこれと同様の構造となっていたが、新株引受権証書の流動性が低かったために、増資が合理的でないと評価されれば、払込みがされない（新株引受権が行使されずに失権する）という形で、資金調達に対する規律が及んできた。しかしながら、ノンコミットメント型ライツ・オフアリアリングでは、他の方法では資金調達をすることができない会社であっても、上述の構造を利用することで、そうした評価や規律を受けずに資金調達を成立させているという懸念がある。

増資の合理性が評価されないままにデイスカウントされた払込金額で大量の新株が発行されれば、不利益を被るのは株主である。こうした結果は、株主が新株予約権を売却することによって自ら招いた面もないとはいえないものの、基本的には増資手法の構造的な特殊性によって引き起こされるものということができる。早急に制度的な改善を行う必要がある。

### 3. 新株予約権の価格形成上の問題点

我が国のライツ・オフアリアリングの実例では、新株予約権の市場価格がその理論価格と比して割安となる傾向が顕著である。これは、本来、こうした価格差を是正すべき裁定取引に（貸株の調達コストや裁定ポジションを維持する期間に対応する資金負担等の）制約が存在しているためと想定される。裁定が十分に機能せず、常に裁定機会が提供し続けられていることは、裁定取引で取得された新株予約権については増資の合理性とは無関係に権利行使がされるという上述の問題を、結果的に助長している可能性がある。

新株予約権の行使期間の開始後には市場価格と理論価格の乖離の程度が縮小する傾向があることに照らせば、行使期間の開始前は貸株に提供される親株の

さらに、我が国のライツ・オフアリアリングの実施状況を見ると、新株予約権の市場価格がその理論価格<sup>21</sup>と比して割安となっている傾向が（特にノンコミットメント型のもの）顕著である。具体的には、我が国のライツ・オフアリアリングの実施例（23件<sup>22</sup>）のうち21件で新株予約権の市場価格がその理論価格よりも平均的に割安となっており、その上場期間中の乖離率の平均は20.8%である<sup>23</sup>。

なお、こうした新株予約権の市場価格と理論価格の乖離は、コミットメント型でもノンコミットメント型でもほぼ共通して見られるが、いずれについても新株予約権の行使期間の開始後には縮小する傾向がある<sup>24</sup>。

### 2. ノンコミットメント型ライツ・オフアリアリングの構造上の問題点

上場会社が増資を行う際に、その資金調達が企業価値の向上に資する合理的なものか否かの判断は、我が国の会社法が採用する授權資本制度の下では第一的には取締役会の判断（実際には経営者の判断）に委ねられている<sup>25</sup>。

他方で、我が国の資本市場では、増資の合理性について客観的な立場から経営者の判断を規律づける実務上の仕組みが存在する。すなわち、公募増資やコミットメント型ライツ・オフアリアリングの仕組みであれば、その合理性を外部の専門家で引受証券会社が審査する<sup>26</sup>し、第三者割増資であっても、払込みを行う割当先がその合理性を吟味する（投資対象に対するデュエー・デリジエンズを行う。）のが通常である<sup>27</sup>。

これに対し、ノンコミットメント型ライツ・オフアリアリングでは、その合理性を評価する仕組みが確保されていない。

<sup>21</sup> 新株予約権を行使して親株1株を取得するために払い込むべき金額を、親株1株あたりの市場価格から控除したものを想定している（ライツ・オフアリアリングでは行使期間が短期に限られているため、オプションの時間的価値は考慮していない。）。

<sup>22</sup> 平成26年6月末日時点で行使期間が終了しているものに限る。

<sup>23</sup> 別紙2参照。平成26年6月末日時点で行使期間が終了しているものについての平均値。

<sup>24</sup> 別紙4参照。なお、別紙4で採り上げた6事例のうち4事例で行使期間以降の親株の売買高が大きく上昇している。また、行使期間の開始後には貸株の残高が上昇する傾向がある。

<sup>25</sup> 企業価値向上に資さない市場が判断すればそれに応じて株価は下落するが、そうした市場（投資者）の評価は会社の意思決定を直接に左右するものではない。もともと、経営者（取締役）は会社に対して善管注意義務を負っており、資本政策については慎重な判断が求められることは言うまでもない。

<sup>26</sup> 日本証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則」では、引受審査は、発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か、募集文は売出しが資本市場における資金調達又は売却としてふさわしいか否か及び当該発行者の情報開示が適切に行われているか否かの観点から厳正に行われなければならないものとされている（同規則12条）。

<sup>27</sup> 銀行融資によって資金調達をする場合も貸付けを行う銀行によって与信審査がされる。

上場会社が一定の業績基準を満たしていることも併せて求めることが適当である。

(2) 証券会社による審査  
 公募やコミットメント型ライツ・オフアリングにおける引受審査と同様の審査を求める趣旨からは、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングについても、引受審査と同様、十分な専門性及び審査体制を有する証券会社によって引受審査に準じる審査がされることを求めることが適当である。

審査主体となる証券会社は、東証の取引参加者に限定すべきである。取引所が取引参加者に対して実施する審査手続において、十分な審査体制が整備されていることを検査できるからである。

証券会社による審査は、日本証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則」に定める項目に準じた事項を審査すべきである。個別の案件ごとに証券会社による各審査項目についての審査の詳細を記載した書面を取引所に対して提出することを求めることで、総合的な判断だけでなく審査項目ごとの審査内容の詳細を取引所が確認<sup>29</sup>できるからである。

また、どの証券会社による審査を通過したのかは投資家の投資判断に有益な情報であるため、審査を実施した証券会社名の開示を上場会社に求めるべきである。

ただし、公募増資やコミットメント型ライツ・オフアリングにおける引受審査とは異なり、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングでは、証券会社による審査を求めても、未行使分についての払込みをする責任を負うわけではない。したがって、審査を実施した証券会社が払込みの責任を負うことによる経済的リスクがなくなるとも審査の実効性を確保することができると併せて講じる必要があると考えられる。

(3) 株主の承認

合理性の評価を受けない増資によって最も不利益を被るのは株主である。したがって、(総体としての)株主の承認を得たような場合には、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングの実施を認めることが自然な考え方である<sup>30</sup>。

<sup>29</sup> 公益又は投資者保護の観点から上場が適当でない(有価証券上場規程306条1項6号)の観点から確認することが想定される。したがって、株主の承認を得た場合でも、同様の趣旨から上場を認めないこともあり得る。

<sup>30</sup> 英国では、株式資本の3分の2を超えるライツ・オフアリングを実施する場合に株主総会での実質審査を求める(3分の2以下のときにはroutinesとして承認する)投資家団体の指針が存在する(Association of British Insurers [Directors' Powers to Allot Share Capital and Disapply Shareholders' Pre-emption Rights] 参照)。

数が少なく、裁定取引の実施に必要な借株が不十分にしか供給されない<sup>28</sup>ために新株予約権の買い需要が顕在化しないことが、市場価格を割安にしている面もあると推測される。したがって、新株予約権の買い需要が顕在化すれば、需給のバランスによって新株予約権が理論価格より割安になる程度は小さくなると思われるが、このことはコミットメント型とノンコミットメント型の両方に共通している。上述のとおり、新株予約権が割安なことは増資の合理性とは無関係に払込みがされることを助長するため、こうした状況が生じることは可能な限り防止する必要がある。

また、我が国でライツ・オフアリングの利用が進んできたのは最近であるため、個人投資家等にはライツ・オフアリングについての理解が十分に浸透していないおそれがあり、そのために意図せずに理論価格を下回る価格で新株予約権を売却してしまっており、それが新株予約権の価格形成を歪ませているという可能性もある。

4. 小括

このように、①ノンコミットメント型ライツ・オフアリングの合理性を評価する仕組みが存在しないこと、及び②新株予約権の合理的な市場価格が形成されにくい状況があることが、我が国におけるライツ・オフアリングの問題点として指摘できる。

IV. 制度整備の方向性

1. ノンコミットメント型ライツ・オフアリングに係る上場基準見直しの提言

(1) 概要

ノンコミットメント型ライツ・オフアリングについては、増資の合理性を評価するプロセスを導入するのが適切であり、そうした評価の手続として、①証券会社(取引参加者)による引受審査に準じる審査を通過したこと、又は②株主総会決議などによる株主の意思確認によって株主の承認を得たことを、新株予約権の上場基準に追加することを提言する。

加えて、これら証券会社の審査や株主の承認の実効性を確保する観点から、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングに係る新株予約権を上場するには、

<sup>28</sup> 親株1株に対し新株予約権1個を割り当てる割当比率で実施される事例が多いため、市場における新株予約権の流通量が(裁定取引で同時に売却する必要のある)親株の流通量と比較して過大になる傾向があると推測される。行使期間の開始後は、新株予約権が行使されることによって市場で流通する新株予約権の数が減少すると同時に親株の流通量が増加するため、裁定取引が行いやすくなると考えられる。



#### (4) 業績基準

##### ① 導入の理由

上述のとおり、証券会社の審査と株主の承認のいずれの場合にも、増資の合理性を評価する者がその評価について経済的リスクを負わないことにより、評価自体が形骸化するおそれがある。そこで、経済的リスクがなくなっても審査の実効性を確保するための要件として、発行者が一定の業績基準を充足することを上場基準に追加することが適当である<sup>33</sup>。

##### ② 具体的内容

経済的リスクがなくなっても審査の実効性を確保するという趣旨に照らせば、リスクを伴う引受審査を通過できない業績水準をもって、上場の足切り基準とすることが考えられる<sup>34</sup>。

この点、平成23年から本年3月までの間に公表された我が国の東証上場会社の公募増資の実例(133件)を見ると、2期連続経常赤字の会社が公募増資を実施した例は7件(5.3%)に限られ、また、債務超過の会社が公募増資を実施した例は見られない(0%)。したがって、これらの水準(2期連続経常赤字又は債務超過)に抵触する会社は、引受リスクを伴う引受審査を通常は通過できないと評価することができると考えられる。

証券会社による審査に要求する業績基準と株主による承認について要求する業績基準は、いずれも経済的リスクを伴わない無責任な評価がされるおそれに対応するものであり、通常であれば引受審査を通過できない最低限度の業績水準を求めるとい趣旨は共通である。したがって、業績基準の内容は、証券会社の審査を受ける場合でも株主の承認を得る場合でも共通とすることも一定の合理性を有する。

<sup>33</sup> 審査水準の確保手段としては、取引所が上場審査の過程で証券会社の審査をレビューする方法も考えられる。しかしながら、証券会社による審査を取引所が詳細にレビューする審査期間が長期化し、新株予約権の上場可能性についての市場関係者の事前の予見可能性が小さくなる。また、証券会社による審査と実質的に重複することにもなりかねない。そこで、証券会社による審査についての取引所のレビューは、証券会社の審査が明らかに不合理ではないか否かを確認する限度で行うものとし、審査水準の確保は主として業績基準を取引所が確認することとするのが適当である。

<sup>34</sup> 香港証券取引所の取引所規則(Main Board Listing Rules 7.19 (1)の注記参照)では、ノンコミットメント型を許容する基準として、発行者が流動株式時価総額5億香港ドルを超え、かつ、直近2会計年度についていずれも利益を計上していることを定めている。もっとも、我が国とは異なり香港では、証券会社以外の者が引受人となることが可能なため、ノンコミットメント型プライベート・オフアライニングの実施要件を厳格に定めても証券会社以外の者が引受人とするコミットメント型プライベート・オフアライニングが行われる余地がある。

そもそも、増資が企業価値に与える影響に対して株主は直接的な利害関係を有しているから、株主は増資の合理性を判断するに相応しい立場にあるということもできる。

また、理屈のうえでも、ノンコミットメント型プライベート・オフアライニングの合理性を評価する者が証券会社に限られる必要はない。経営者の判断に規律を与えるという趣旨からは、証券会社による審査に代えて株主の承認を求めることも合理性がある<sup>31</sup>。

したがって、株主総会決議(勧告的決議<sup>32</sup>)などの株主の意思確認を行って株主の承認を得た場合にもノンコミットメント型プライベート・オフアライニングに係る新株予約権の上場を認めることが適当である。

ただし、その場合でも、会社の業績が悪化した状況下では、株主が増資の合理性を吟味することなく賛成する可能性があることを否定できない。

すなわち、株主有限責任制度の下では、株主は保有株式の価値がゼロになる程度でしか経済的リスクを負わないので、業績が悪化した株主が低減している状況(例えば、債務超過となった状況)においては、不合理な資金使途であつても(自ら払込みを行わない限り)株主が負う経済的リスクは限定される。他方で、自分以外の誰かが払込みに応じて企業価値が回復する可能性が僅かでも存在するのであれば、他人のリスクで自らもリスクが得られることになるため、増資の合理性を吟味することなく賛成する可能性がある。

したがって、株主の承認についても、その実効性を確保することのできるような措置が別途必要である。

(<https://www.ivis.co.uk/media/60692/Directors-power-to-allot.pdf>)。また、香港の取引所規則(Main Board Listing Rules 7.19 (6))では、発行済み株式資本又は時価総額のいずれかが50%超増加するプライベート・オフアライニングを実施するには株主総会の承認が必要とされている。これらは一定以上の規模のプライベート・オフアライニングを実施する際には株主総会の承認を求めるもので、ノンコミットメント型プライベート・オフアライニングに係る新株予約権の上場株主の承認を定めることとの関係で参考になる。

<sup>31</sup> 一方、新株予約権の上場に必要資金調達上の合理性の評価のプロセスを株主総会での承認だけに限定すると、ファイナンスの実施に必要な期間が大幅に伸びることになり、ノンコミットメント型プライベート・オフアライニングの利便性を大きく損なう可能性がある。

<sup>32</sup> 株主総会決議で支配株主や大株主の議決権行使を認めることが適当かという問題もある。しかしながら、株主総会での意思決定は資本多数決によるのが我が国の会社法の大原則であるし、プライベート・オフアライニングを実施することが企業価値の向上に資するか判断について支配株主と少数株主の間に一般的に利益相反関係があるわけではない。仮に利益相反があるとしても我が国の会社法は決議事項に利害関係があることをもって株主総会での議決権行使を行使できないとはしていないことに照らせば、プライベート・オフアライニングの当否の判断についてだけ支配株主の議決権行使を否定する理由はない。総会決議時点では新株予約権を行使すると表明した大株主が行使期間の終了直前になって新株予約権の行使の意思を撤回する等、他の株主・投資者からの信頼を損ねるおそれがあるような大株主の行動への対応は、当時は取引所の義務の運用に委ねたい。

もある。したがって、ライツ・オファリングの仕組み（とりわけ、新株予約権を市場で売却する際の目安となる理論価格）を周知することが望ましい。

## V. 今後の対応

我が国のライツ・オファリングは、制度整備に伴い近年になってようやく利用が進みつつあるものの、増資手法として定着するか否かは今後の進展次第といたった段階にある。ライツ・オファリングは株主の持分希薄化への配慮という積極的な面を有する増資手法であり、今後、増資の際の有力な選択肢のひとつとして市場関係者が育てていくという視点が重要である。本提言もライツ・オファリングをより良い形で我が国の実務に定着させるための試みのひとつであり、その内容も、将来の必要に応じて見直しの対象とされるべきである。

以上

なお、当該基準は公募増資の実例から帰納的に導き出したものすぎない。したがって、このような基準がノンコミットメント型ライツ・オファリングの上場基準として適切に機能するかどうかは、今後の実務の蓄積も踏まえて判断されるべきであり、将来、必要があれば業績基準の内容は見直されるべきである<sup>35</sup>。

## 2. 新株予約権の円滑な価格形成に関する提言

行使期間の開始後は親株の発行総数が増加して裁定取引のための借株が容易になると考えられるため、新株予約権の行使期間の開始後に新株予約権を上場させることとすれば、市場価格と理論価格の乖離の程度が小さくなると思われる。こうした措置が採られれば、上述のノンコミットメント型ライツ・オファリングに係る上場基準の見直しと併せて、増資の合理性と無関係に払込みがされる構造の問題に対する対応は、より効果的となる。したがって、新株予約権の行使期間の開始後に新株予約権を上場させることとするのが望ましい。

もっとも、上場日行使期間の開始後とする取扱いを直ちに実施すると、新株予約権の割当後直ちに上場することができず、長期に亘って流通の場を失うことが見込まれる<sup>36</sup>ため、新株予約権の上場日についての取扱いの変更は、上述の上場基準の見直しを早急に行うことを前提にして、平成26年改正会社法<sup>37</sup>の施行によって新株予約権の割当後直ちに行使期間を開始させることも可能となるのを待って実施することが適当である<sup>38</sup>。

また、上述のとおり、個人投資家等にはライツ・オファリングについての理解が十分に浸透していないことが新株予約権の価格形成を歪ませている可能性

<sup>35</sup> こうした業績基準を設けることは、基準を満たさない上場会社が増資を行うことを否定する趣旨でない。そうした会社も、株主割当増資（会社法202条）を実施することは可能であるし、経済的リスクを伴う審査を受けたうえで公募増資やコミットメント型ライツ・オファリングを実施したり、発行体の業績や資金使途等を踏まえた上で払込みを行う割当先に対して第三者割当を行う等、ノンコミットメント型ライツ・オファリング以外の方法による増資を実施することが制約されるものではない。

<sup>36</sup> 現行会社法の下では、割当通知の後2週間が経過するまでは行使期間を開始させることができず（会社法279条2項）、さらに、割当通知の発送までに基準日（権利確定日）から概ね2週間から3週間の実務上の準備期間が必要となっている。こうした制約がある中で行使期間の初日まで新株予約権を上場させないと、従来と比較して、合計4週間から5週間程度、市場で新株予約権を売却できる期間の開始が遅くなり、株主の新株予約権の換金機会が大幅に縮減することになる。

<sup>37</sup> 平成26年法律第90号、割当通知の時期について柔軟化が図られ、割当通知を待たずに行使期間を開始させることができるようになる。

<sup>38</sup> 改正会社法の施行後は新株予約権無償割当ての効力発生日から権利行使できるよう、東証は関係者との間で事務日程の確認を行うことが望まれる。

## 参考資料1

## 「上場制度整備懇談会」委員

|    |       |                                |
|----|-------|--------------------------------|
| 座長 | 神田 秀樹 | 東京大学大学院法学政治学研究科 教授             |
| 委員 | 池尾 和人 | 慶應義塾大学経済学部 教授                  |
| 〃  | 浦田 晴之 | オリックス(株) 取締役 代表執行役副社長 グループCFO  |
| 〃  | 大崎 貞和 | (株)野村総合研究所 未来創発センター 主席研究員      |
| 〃  | 太田 順司 | 公益社団法人 日本監査役協会 会長              |
| 〃  | 大庭 雅志 | 東京海上ホールディングス(株) 専務取締役CFO       |
| 〃  | 岡田 譲治 | 三井物産(株) 代表取締役副社長執行役員CFO        |
| 〃  | 翁 百合  | (株)日本総合研究所 理事                  |
| 〃  | 黒沼 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科 教授               |
| 〃  | 佐藤 淑子 | 日本IR協議会 事務局長・首席研究員             |
| 〃  | 高橋 昭夫 | 大和証券(株) 代表取締役副社長               |
| 〃  | 武井 一浩 | 弁護士・西村あさひ法律事務所                 |
| 〃  | 出口 治明 | ライフネット生命保険(株) 代表取締役会長兼CEO      |
| 〃  | 西山 賢吾 | 野村證券(株) エクイティ・リサーチ部 シニアストラテジスト |
| 〃  | 松本 大  | マネックスグループ(株) 代表執行役社長CEO        |
| 〃  | 柳川 範之 | 東京大学大学院経済学研究科 教授               |

計16名 (敬称略：五十音順)

別紙1

| 時期      | 出来事                        | 内容                                                            | 実施主体       |
|---------|----------------------------|---------------------------------------------------------------|------------|
| 2008.05 | 日本のコーポレート・ガバナンス白書の公表       | ✓ 第三者割当てに伴う希薄化への批判から既存株主の優先的新株引受権の採用を提言                       | ACGA       |
| 2009.01 | 新株予約権の振替制度の導入              | ✓ 株券電子化に際し、新株予約権の電子化も実施                                       | 保振         |
| 2009.12 | 新株予約権に係る上場制度の見直し           | ✓ 新株予約権の目的となる株式の数に係る制限を撤廃（従前は1個につき1株）<br>✓ 新株予約権の個数を取引単位として採用 | 東証         |
| 2010.04 | 企業内容等開示府令の改正               | ✓ 新株予約権無償割当てに係る有価証券届出書の効力発生期間の短縮（一律25日→最短7日）、目録見書交付時期の明確化など   | 金融庁        |
| 2010.06 | 総株主通知請求等に係る実務の見直し          | ✓ 日程短縮化のための実務見直し                                              | 保振         |
| 2011.01 | 開示制度ワーキンググループ報告の公表         | ✓ ライツ・オファリングに係る制度整備を提言                                        | 金融庁        |
| 2011.04 | 租税特別措置法の改正                 | ✓ 無償割当てされた新株予約権について特定口座の組入れ対象に追加                              | 財務省<br>金融庁 |
| 2011.09 | 開示制度ワーキンググループ・法制専門研究会報告の公表 | ✓ ライツ・オファリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係を整理                       | 金融庁        |
| 2012.04 | 金融商品取引法の改正                 | ✓ 目録見書規制の緩和（作成・交付義務の免除）<br>✓ 公開買付け規制等の取扱いの見直し                 | 金融庁        |
| 2013.11 | 協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則の改正     | ✓ 取引開始基準、顧客からの確認書の徴求及び節度ある利用の適用対象からライツ・オファリングにかかる新株予約権を除外     | 日証協        |
| 2014.06 | 会社法改正法案の成立                 | ✓ 日程短縮のための割当て通知の送付期限に係る規制の見直し                                 | 国会<br>法務省  |

別紙2

| 発行<br>決議日 | 銘柄名                       | 形態 | 権利行使価額<br>(ディスカウント率) | 割当<br>比率 | 行使<br>比率 | 調達額<br>(百万円) | 普通株式<br>下落率 | 新株予約権     |               |        |
|-----------|---------------------------|----|----------------------|----------|----------|--------------|-------------|-----------|---------------|--------|
|           |                           |    |                      |          |          |              |             | 売買<br>回転率 | 理論価格<br>乖離率平均 |        |
| H22.3.5   | タカラレーベン                   | NC | 300円                 | 42.0%    | 1:1:1    | 95.7%        | 4,753       | 7.4%      | 21.8%         | 18.4%  |
| H24.10.1  | イー・ディー・ワークス①              | NC | 4,000円               | 45.9%    | 1:1:1    | 92.7%        | 500         | 25.4%     | 84.3%         | 28.6%  |
| H25.3.15  | クリアホールディングス               | NC | 45円                  | 43.8%    | 1:1:1    | 81.6%        | 601         | 6.3%      | 156.0%        | 47.0%  |
| H25.4.12  | アイ・アールジャパン                | C  | 6,000円               | 60.5%    | 1:1:0.1  | 98.3%        | 1,012       | 4.3%      | 9.8%          | 3.9%   |
| H25.4.12  | フォントゥ・ホールディングス①           | NC | 25円                  | 94.1%    | 1:1:1    | 98.3%        | 681         | 3.2%      | 27.4%         | 29.9%  |
| H25.5.9   | 日本エスコン                    | NC | 100円                 | 74.3%    | 1:1:1    | 98.1%        | 3,455       | 25.9%     | 22.9%         | 30.3%  |
| H25.5.14  | Jトラスト                     | NC | 1,800円               | 57.1%    | 1:1:1    | 86.0%        | 97,682      | 34.9%     | 40.4%         | -55.8% |
| H25.5.20  | メガネスーパー①                  | NC | 75円                  | 41.4%    | 1:1:1    | 66.6%        | 905         | 6.7%      | 170.8%        | 37.2%  |
| H25.6.5   | シスウェブホールディングス             | NC | 2,500円               | 65.2%    | 1:1:2    | 93.6%        | 1,663       | 29.1%     | 91.3%         | 46.4%  |
| H25.6.14  | ガイアックス                    | NC | 600円                 | 67.2%    | 1:1:1    | 82.0%        | 1,259       | 23.5%     | 63.7%         | 35.0%  |
| H25.8.9   | レカム                       | NC | 1,200円               | 49.9%    | 1:1:1    | 93.6%        | 250         | 18.8%     | 54.4%         | 50.0%  |
| H25.8.26  | T&Cホールディングス               | NC | 13,000円              | 37.5%    | 1:1:0.5  | 79.6%        | 267         | 19.7%     | 48.4%         | 29.1%  |
| H25.10.9  | フォントゥ・ホールディングス②           | NC | 40円                  | 48.1%    | 1:1:1    | 91.4%        | 2,010       | 27.6%     | 142.6%        | 47.7%  |
| H25.10.16 | イー・ディー・ワークス②              | C  | 20円                  | 71.4%    | 1:1:1    | 96.7%        | 2,149       | -7.2%     | 64.4%         | 27.7%  |
| H25.11.27 | SEホールディングス・アンド・インキュベーションズ | NC | 116円                 | 44.2%    | 1:1:0.5  | 93.6%        | 868         | 14.3%     | 201.3%        | 14.4%  |
| H25.11.27 | 日医エ                       | C  | 676円                 | 71.2%    | 1:1:0.5  | 97.6%        | 12,531      | 14.9%     | 24.7%         | 2.2%   |
| H25.12.27 | セーラー万年筆                   | NC | 31円                  | 41.5%    | 1:1:1    | 74.6%        | 1,648       | 0.0%      | 153.5%        | 24.5%  |
| H26.2.12  | メガネスーパー②                  | NC | 30円                  | 50.0%    | 1:1:2    | 32.1%        | 651         | 3.4%      | 179.7%        | 35.0%  |
| H26.2.14  | インフォテリア                   | NC | 200円                 | 52.9%    | 1:1:1    | 37.2%        | 805         | 19.5%     | 342.1%        | 16.4%  |
| H26.2.21  | アジアグロースキャピタル              | NC | 150円                 | 48.1%    | 1:1:0.2  | 86.7%        | 1,733       | 33.4%     | 153.0%        | -24.5% |
| H26.3.11  | リアルコム                     | NC | 350円                 | 59.3%    | 1:1:0.5  | 86.9%        | 389         | 31.8%     | 220.2%        | 5.7%   |
| H26.3.13  | 小僧寿し                      | NC | 125円                 | 43.9%    | 1:1:1    | 67.6%        | 1,500       | 13.5%     | 214.5%        | 28.1%  |
| H26.3.19  | 省電舎                       | NC | 1,365円               | 35.3%    | 1:1:1    | 25.7%        | 514         | 17.4%     | 369.1%        | 1.0%   |
| H26.4.30  | アルメディア                    | NC | 110円                 | 35.7%    | 1:1:1    | —            | —           | 7.1%      | —             | —      |
| H26.6.12  | 石山Gateway Holdings        | NC | 60円                  | 59.2%    | 1:1:1    | —            | —           | —         | —             | —      |

※「銘柄名」は、発行決議日における商号  
 ※「形態」欄の「C」はコミットメント型、「NC」はノンコミットメント型を示す  
 ※「権利行使価額」欄の「ディスカウント率」は「（発行決議日前日の普通株式終値－権利行使価額）÷発行決議日前日の普通株式終値」で算出  
 ※「割当比率」欄は「普通株式・新株予約権・新株」の割当比率を示す  
 ※「普通株式下落率」欄は「（発行決議日の普通株式終値－権利行使終日の普通株式終値）÷発行決議日の普通株式終値」で算出  
 ※「新株予約権」欄の「予約権売買回転率」は「上場期間中の新株予約権売買高÷新株予約権の割当数」で算出  
 ※「新株予約権」欄の「理論価格乖離率平均」は新株予約権の理論価格と市場価格の乖離率の平均を示し、次の計算式で算出  
 ー 上場期間中の「（新株予約権理論価格（普通株式終値－権利行使価額）－新株予約権終値）÷新株予約権理論価格」の平均

参考資料1

| 銘柄名                       | コード  | 市場 | 事業内容                  | 業績・財政状況(百万円) |        |         |        | 配当有無 | 株主数     |
|---------------------------|------|----|-----------------------|--------------|--------|---------|--------|------|---------|
|                           |      |    |                       | 売上高          | 経常利益   | 当期純利益   | 純資産    |      |         |
| タカラレーベン                   | 8897 | 東2 | マンション販売               | 57,652       | -9,787 | -12,471 | 6,420  | 有    | 7,345人  |
| エー・ディー・ワークス①              | 3250 | JQ | マンション販売               | 10,159       | 290    | 140     | 2,205  | 有    | 1,617人  |
| クリアホールディングス               | 1757 | 大2 | 住宅リフォーム               | 298          | -364   | -342    | 499    | —    | 5,669人  |
| アイ・アールジャパン                | 6051 | JQ | I Rコンサル・株式事務代行        | 2,707        | 487    | 215     | 1,274  | 有    | 434人    |
| フォントゥ・ホールディングス①           | 3350 | JQ | C D卸売                 | 2,023        | 37     | 37      | 295    | —    | 2,027人  |
| 日本エスコン                    | 8892 | JQ | マンション販売               | 10,184       | 860    | 392     | 4,212  | —    | 3,258人  |
| Jトラスト                     | 8508 | 大2 | 貸金等総合金融               | 24,508       | 5,486  | 34,500  | 49,471 | 有    | 7,098人  |
| メガネスーパー①                  | 3318 | JQ | 眼鏡小売                  | 19,174       | -1,480 | -1,978  | 172    | —    | 6,459人  |
| シスウェーブホールディングス            | 6636 | JQ | 半導体テスト開発              | 1,525        | -84    | -295    | 1,093  | —    | 1,055人  |
| ガイアックス                    | 3775 | 名セ | S N S運営               | 3,830        | -79    | 68      | 327    | —    | 1,258人  |
| レカム                       | 3323 | JQ | 情報機器製造販売              | 4,423        | 14     | 25      | 137    | —    | 2,724人  |
| T & Cホールディングス             | 3832 | JQ | 投資情報配信・医療機器           | 506          | -435   | -328    | -242   | —    | 1,764人  |
| フォントゥ・ホールディングス②           | 3350 | JQ | C D卸売                 | 2,023        | 37     | 37      | 295    | —    | 3,309人  |
| エー・ディー・ワークス②              | 3250 | JQ | マンション販売               | 9,853        | 361    | 216     | 2,896  | 有    | 3,738人  |
| SEホールディングス・アンド・インキュベーションズ | 9478 | JQ | 出版、ネットカフェ、技術者派遣、スマホ関連 | 6,990        | -25    | -496    | 3,565  | 有    | 4,763人  |
| 日医工                       | 4541 | 東1 | 後発薬の製造販売              | 93,926       | 8,470  | 5,129   | 48,810 | 有    | 11,988人 |
| セーラー万年筆                   | 7992 | 東2 | 文房具・ロボット機器製造販売        | 6,222        | -58    | -176    | 271    | —    | 6,837人  |
| メガネスーパー②                  | 3318 | JQ | 眼鏡小売                  | 15,969       | -1,654 | -2,292  | -2,115 | —    | 7,229人  |
| インフォテリア                   | 3853 | M  | ソフトウェア開発・販売           | 1,330        | 88     | 34      | 1,857  | 有    | 3,139人  |
| アジアグロースキャピタル              | 6993 | 東2 | 電機事業、投資事業             | 471          | -343   | -379    | 1,571  | —    | 14,275人 |
| リアルコム                     | 3856 | M  | I T事業、建機販売事業          | 2,303        | 103    | -294    | 95     | —    | 1,675人  |
| 小僧寿し                      | 9973 | JQ | 持帰り寿司事業、寿司FC事業        | 20,200       | -612   | -878    | 1,864  | —    | 8,383人  |
| 省電舎                       | 1711 | M  | 省エネルギー事業              | 1,677        | -122   | -132    | 310    | —    | 1,309人  |
| アルメディア                    | 7859 | 東2 | テストメディア事業等            | 2,049        | -278   | -450    | 3,651  | 有    | 2,779人  |
| 石山Gateway Holdings        | 7708 | JQ | 電照照明器具製造・販売、アパレル事業    | 1,006        | -32    | -4      | 488    | —    | 4,053人  |

※「銘柄名」は、発行決議日における商号。  
 ※「業績・財政状況」及び「配当有無」欄については、発行決議日から遡って直近で提出された有価証券報告書より転記。リアルコムについては、H26.5.9付の訂正有報を反映した数値。メガネスーパー①及びレカムについては直前四半期で債務超過。  
 ※「株主数」欄については、開示資料及び発行会社提出資料より転記。電氣照明器具製造・販売、アパレル事業

参考資料1

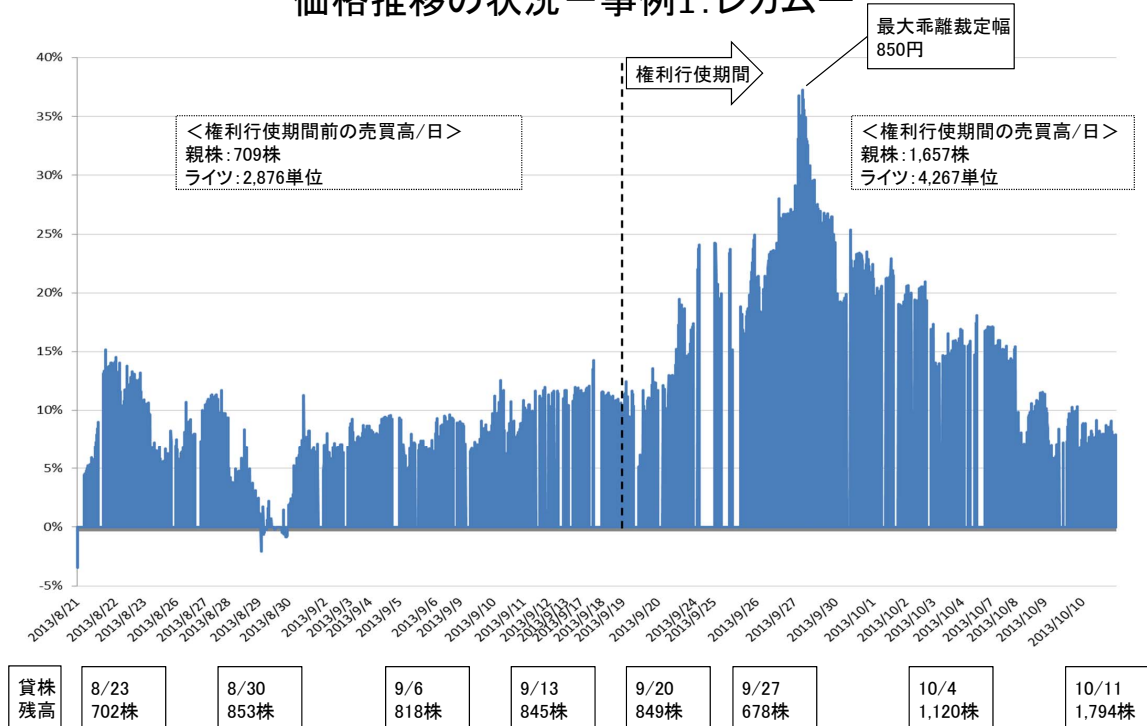
別紙3

| 発行決議日     | 銘柄名            | コード  | 市場   | 発行価額<br>(ディスカウント率) |       | 割当比率  | 失権率    | 調達額<br>(百万円) |
|-----------|----------------|------|------|--------------------|-------|-------|--------|--------------|
| H25.8.26  | セブンシーズホールディングス | 3750 | 東2   | 1,600円             | 23.8% | 1:2   | 62.9%  | 981          |
| H24.10.22 | エスイー           | 3423 | JQ   | 25円                | 94.0% | 1:1   | 5.1%   | 181          |
| H24.2.27  | セブンシーズホールディング  | 3750 | 東2   | 12円                | 61.2% | 1:2   | 60.2%  | 414          |
| H22.9.30  | ナノキャリア         | 4571 | マザーズ | 10,000円            | 40.5% | 1:1   | 48.3%  | 689          |
| H22.9.15  | セイクレスト         | 8900 | JQ   | 60円                | 52.0% | 1:2   | 58.8%  | 421          |
| H21.10.19 | 大運             | 9363 | 大2   | 40円                | 23.1% | 1:0.2 | 68.9%  | 145          |
| H21.10.5  | EMCOMホールディングス  | 7954 | JQ   | 9円                 | 64.0% | 1:2   | 95.46% | 205          |
| H21.9.14  | アスコット          | 3264 | JQ   | 80円                | 40.3% | 1:1   | 60.0%  | 412          |
| H21.5.29  | プラコー           | 6347 | JQ   | 12円                | 80.3% | 1:2   | 50.1%  | 94           |
| H20.2.26  | パナーズ           | 3011 | 東2   | 20円                | 28.6% | 1:1.5 | 97.2%  | 139          |
| H19.9.13  | シンキ            | 8568 | 東1   | 100円               | -     | 1:3   | 61.6%  | 8,086        |
| H19.4.6   | 佐藤食品工業         | 2814 | JQ   | 2,500円             | 14.4% | 1:0.3 | 67.1%  | 1,666        |
| H18.3.20  | クオンツ           | 6811 | JQ   | 50円                | -     | 1:1   | 50.0%  | 3,416        |
| H17.6.23  | 東京衡機製造所        | 7719 | 東2   | 20円                | 92.0% | 1:1   | 3.0%   | 397          |
| H17.5.16  | 明星電気           | 6709 | 東2   | 100円               | 49.2% | 1:0.6 | 7.3%   | 3,324        |
| H16.7.23  | 松佳             | 3011 | 東2   | 150円               | 83.5% | 1:1   | 3.2%   | 2,729        |
| H16.3.5   | アセット・インベスターズ   | 3121 | 大2・福 | 70円                | 75.4% | 1:1   | 5.2%   | 1,061        |
| H13.4.26  | アイワ            | 6761 | 東1   | 530円               | -     | 1:1   | 21.5%  | 27,487       |

※「発行価額」欄の「ディスカウント率」は「(発行決議日前日の普通株式終値-発行価額)÷発行決議日前日の普通株式終値」で算出  
 (発行決議日前日普通株式終値が不明なものは「-」)  
 ※「割当比率」欄は「普通株式:新株」の割当比率を示す  
 ※「失権率」欄は「失権株数÷発行新株数」で算出

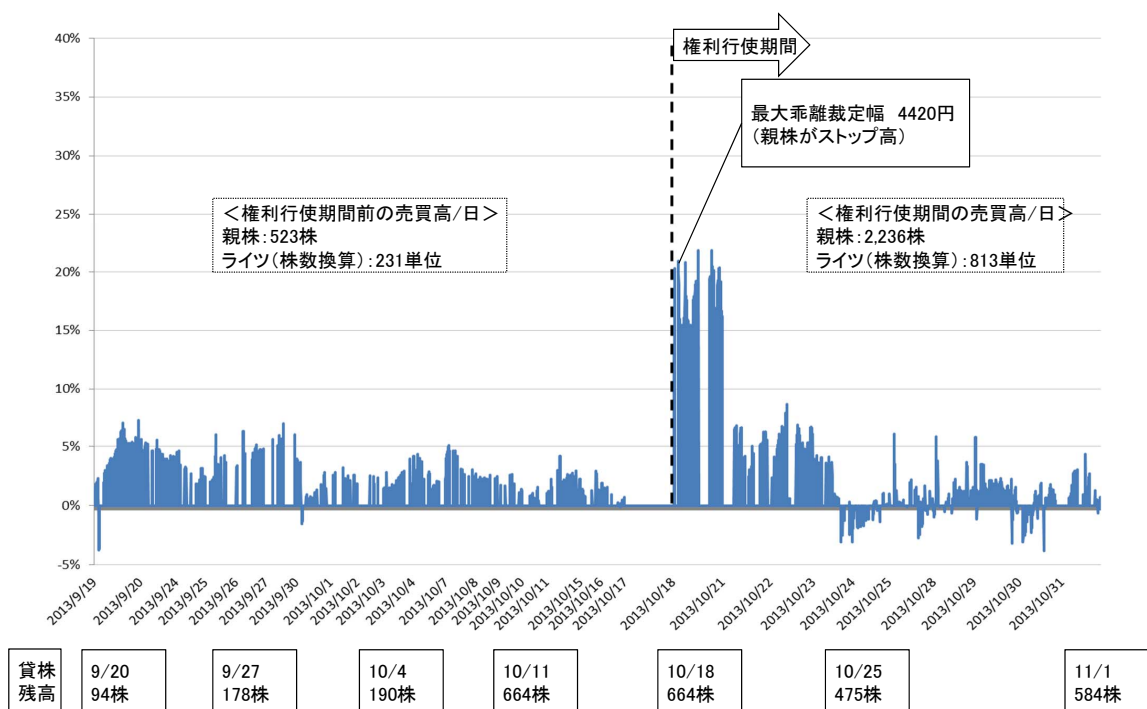
別紙4

価格推移の状況－事例1:レカムー



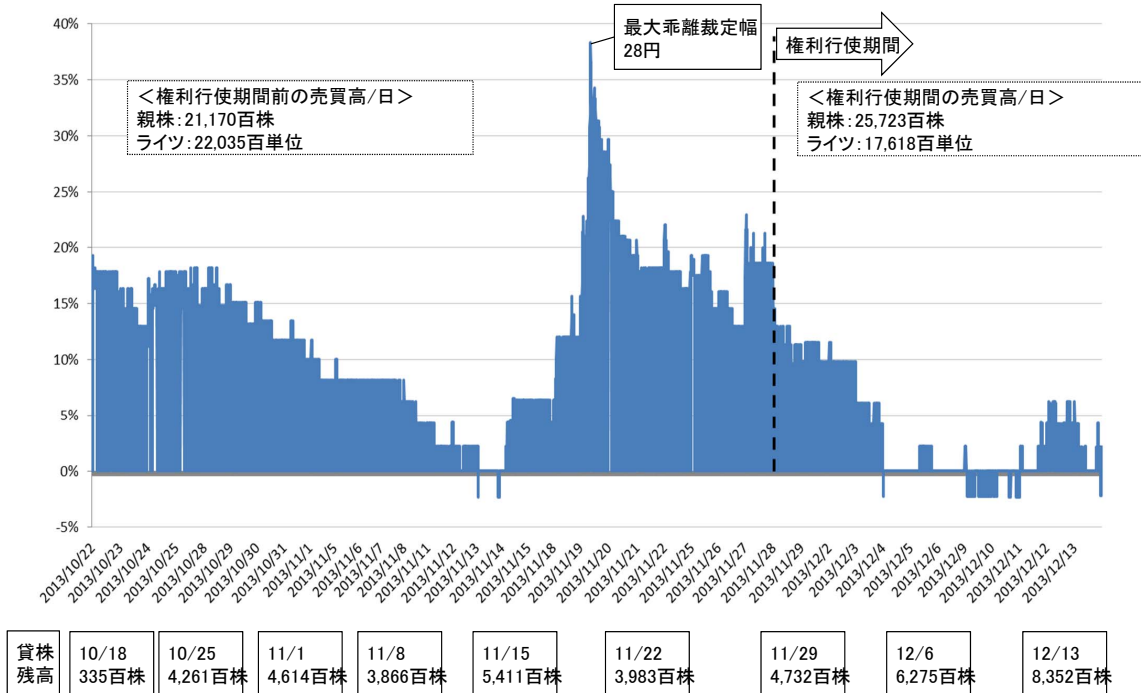
※「貸株残高」については、日本証券業協会が公表している「株券等貸借取引状況（週間）」から、証券会社が借り入れている株数（転貸含む）の株数を記載

価格推移の状況－事例2:T & Cホールディングス



参考資料1

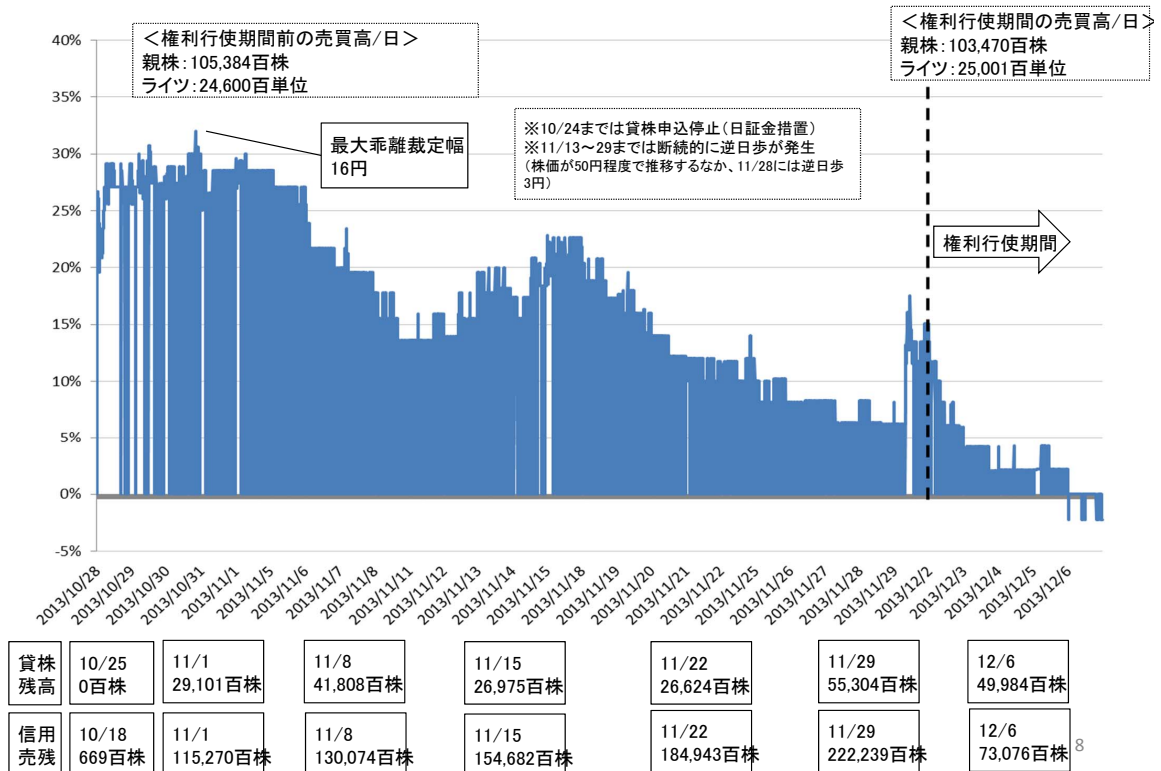
### 価格推移の状況 —事例3: フォンツ・ホールディングス



7

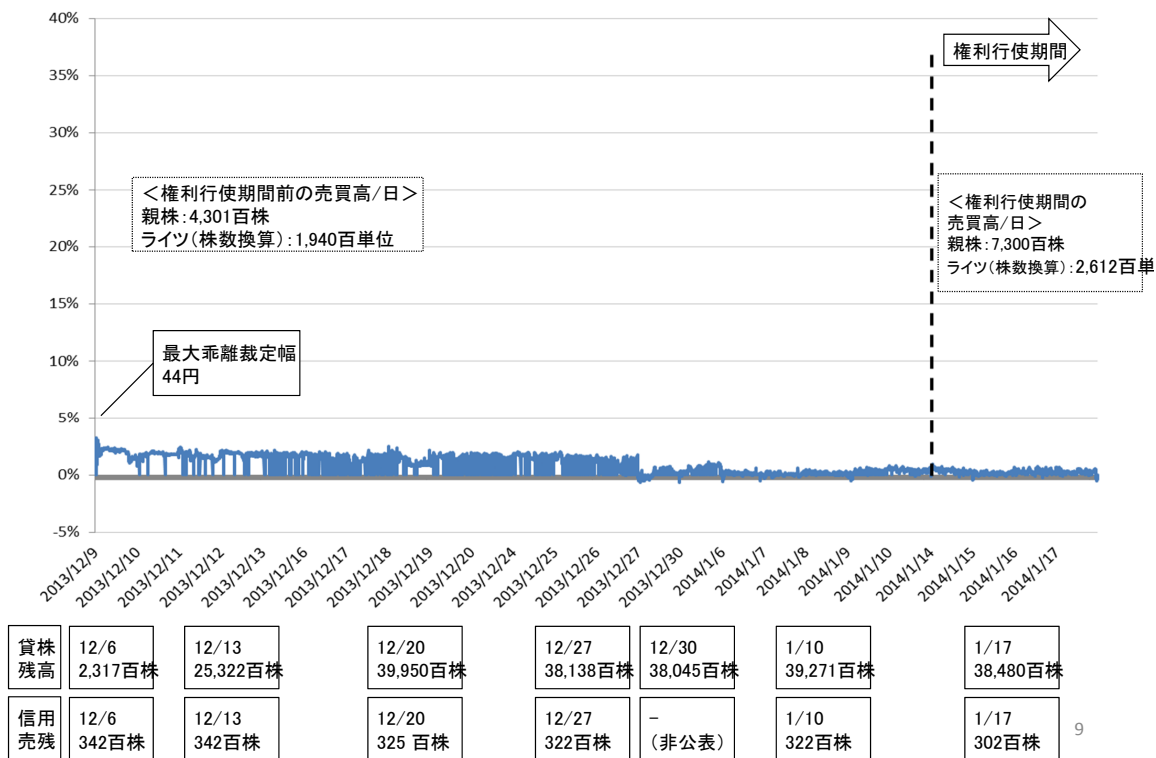
参考資料1

### 価格推移の状況 —事例4: エー・ディー・ワークス

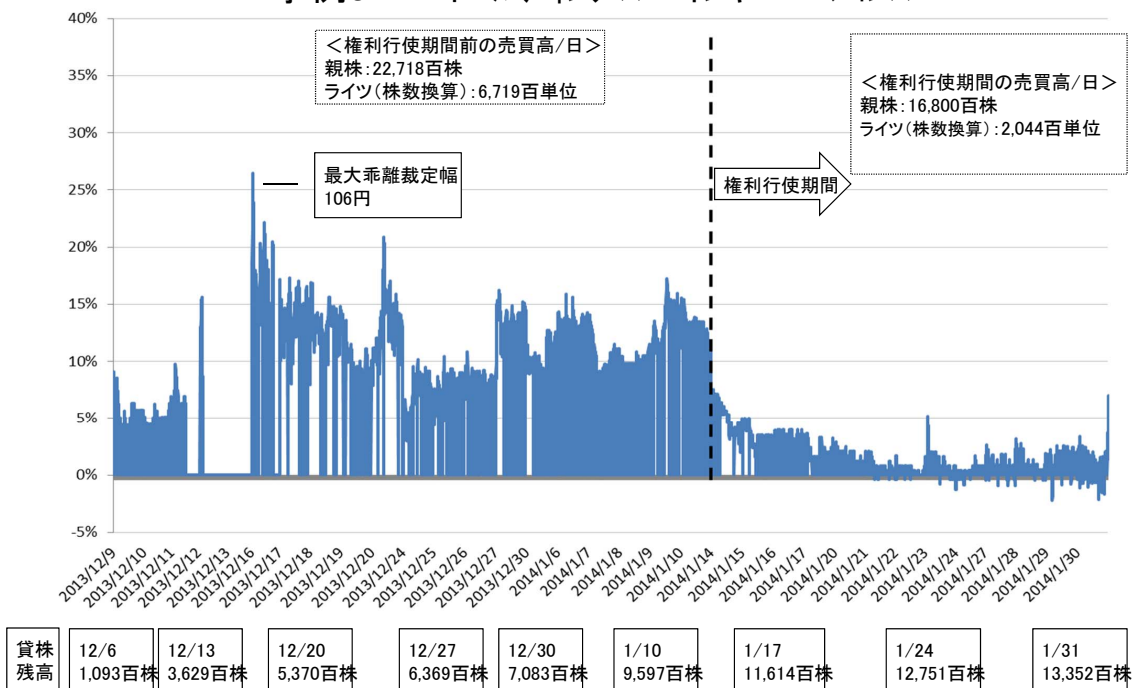


8

### 価格推移の状況 一事例5:日医工一



### 価格推移の状況 一事例6:SEホールディングス&インキュベーションズ一





新株予約権証券の上場制度の見直しについて

平成26年9月3日  
株式会社東京証券取引所

I. 趣旨

ライツ・オファリングについては、大幅な希薄化を伴う公募増資が相次いで実施されたことなどを契機に、投資家の強い要望を受けて急速に制度整備が進みつつあります。最近では、我が国でも次第に実例が積み重なりつつありますが、中には、従来の増資方法では資金調達できない会社がライツ・オファリングを利用し、増資の合理性についての第三者の評価を受けることなく大量の新株を発行している事例があると指摘もあり、株主が不利益を被っていることが懸念されます。

そこで当取引所では、この問題について上場制度整備懇談会に諮問したところ、本年7月に「我が国におけるライツ・オファリングの定着に向けて」(※)との提言が取りまとめられました。その中では、新株予約権証券の上場にあたり増資の合理性を評価するプロセスを経ていないものについては、証券会社による引受審査に準じる審査を通過したこと又は株主の承認を得たことを求めるとともに、発行者である上場会社については一定の業績基準の充足を求めることが提言されています。

今回の改正は、上記の提言を踏まえて新株予約権証券の上場基準の見直しを行うとともに、その他所要の改正を行うものです。

(※) 東証ホームページ (<http://www.tse.or.jp/listing/seibi/discussion.html>) を参照。

II. 概要

| 項目                  | 内容                                                                                              | 備考                                                                          |
|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 1. 新株予約権証券の上場基準の見直し | ・新株予約権証券（ノンコミットメント型ライツ・オファリングに係るものに限る。）の上場については、既存の上場基準に加え、次の（1）及び（2）のいずれの基準にも適合することを要するものとします。 | ※ライツ・オファリングのうち、未行使分の新株予約権について、行使を約束する引受人がない類型のものをノンコミットメント型ライツ・オファリングと呼びます。 |

| 項目                    | 内容                                                                                                | 備考                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| (1) 増資の合理性に係る評価手続きの基準 | ・次の①又は②のいずれかの手続きを経て発行されるものであること。<br><br>① 証券会社（取引参加者に限る。）による増資の合理性についての審査<br>② 株主総会決議などによる株主の意思確認 | ・既存の上場基準では、①新株予約権無償割当てにより発行されるものであること、②行使期間満了の日が割当てに係る基準日等後2か月以内に到来するものであること、③上場後の分布状況が著しく悪いと認められないこと、④新株予約権証券の数が2,000単位以上であること、⑤新株予約権が指定振替機関の振替業における取扱いの対象であること、及び⑥公益又は投資者保護の観点からその上場が適当でない認められるものでないことを要件としています。<br><br>※公募やコミットメント型ライツ・オファリングと同様に、増資の合理性を評価する手続きを求めるものです。<br>・①の審査は、引受審査に準じるものとし、審査結果に係る説明を記載した書面を提出することとします。<br>・①の審査を行う取引参加者は「取引参加者における上場適格性調査体制に関する規則」に準じた審査体制を整備するものとします。 |

| 項目                  | 内容                                                                                                                                            | 備考                                                                                |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| (2) 経営成績及び財政状態に係る基準 | <p>・新株予約権証券を発行する上場会社の経営成績及び財政状態が、次の①又は②のいずれにも該当していないこと。</p> <p>① 最近2年間において経常利益の額が正である事業年度がないこと</p> <p>② 直前事業年度又は直前四半期会計期間の末日において債務超過であること</p> | <p>※一定の業績を求めることで、増資の合理性に係る評価手続きの納得性を補完しようとするものです。</p>                             |
| 2. その他              | <p>・新株予約権証券の上場日は、行使期間の初日以降の日とします。</p>                                                                                                         | <p>※権利行使が可能になり、貸株調達から生じる裁定取引の制約が緩和された後に、新株予約権証券を上場することで、円滑な価格形成を確保しようとするものです。</p> |

III. 実施時期（予定）

- ・平成26年10月から実施します。ただし、2.については、会社法の一部を改正する法律（平成26年法律第90号）の施行の日から実施します。

以 上

# ライセンス・オフアリングに係る 上場制度改正の概要

佐藤寿彦 東京証券取引所上場部企画担当調査役

## 一 はじめに

東京証券取引所（以下「東証」という）は、平成二六年九月三日付で公表した「新株予約権証券の上場制度の見直しについて」と題する要綱に基づいて、同年一〇月二二日付で有価証券上場規程等の一部を改正（以下「本改正」という）する（注一）。

本改正は、平成二六年七月二五日付で上場制度整備懇談会が公表した「我が国におけるライセンス・オフアリングの定着に向けて」（以下「報告書」という）の提言を踏まえ、ライセンス・オフアリングに係る新株予約権の上場基準等の見直しを行うものである。

本稿では、新株予約権証券の上場制度の沿革を簡潔に振り返った上で、今回の改正の契機となった上場制度整備懇談会の提言の概要を俯瞰しつつ、本改正の概要を解説し、本改正に伴っ

て実施される新株予約権証券の上場審査の発務上の取扱いの見直しについても紹介する。なお、本稿の意見にわたる部分は筆者の個人的見解である。

## 二 新株予約権証券の上場制度の沿革

会社法（平成一七年法律第八六号）の制定前の旧商法下では株主割当増資を行う際に新株引受権証券も上場することがあったが、会社法の制定に伴って、新株予約権制度を利用することで同様の結果を表現できるとの整理の下で、新株引受権証券制度が廃止された。このため、新株引受権証券と類似する商品性を持つ新株予約権証券の上場制度として平成一八年に設けられたのが、本制度である（注二）。

その後、平成二二年に実施された上場制度の見直しでは、市場関係者からの要望を踏まえ、「新株予約権一個の目的である株式が上場株券

|                                               |
|-----------------------------------------------|
| 目次                                            |
| 一 はじめに                                        |
| 二 新株予約権証券の上場制度の沿革                             |
| 三 上場制度整備懇談会による提言の概要                           |
| 1 ライセンス・オフアリングの現状                             |
| 2 問題点                                         |
| 3 制度整備の方向性                                    |
| 四 上場制度改正の概要                                   |
| 1 ノンコミットメント型ライセンス・オフアリングの上場基準の見直し             |
| 2 新株予約権証券の上場日                                 |
| 五 公益または投資者保護の基準に係る発務上の取扱い（上場審査等に関するガイドラインの整備） |
| 1 見直しの背景                                      |
| 2 従来の運用基準の明確化と充実                              |
| 3 本改正で導入された上場基準に係る運用基準                        |

等一株に係るものであること」とする規定（当改正前の有価証券上場規程第四〇六条一項三号）が削除されるとともに、新株予約権証券の呼び名の単位を「新株予約権一個の目的である株式一株の交付を受けることができる新株予約権の数」から「新株予約権の個数」に変更した（要綱附則一四三三項一号）（注三）。

さらに、平成二四年の上場制度改正では、平成二三年の金融商品取引法改正の内閣府が踏まえ、新株予約権無償割当てに係る発行登録書の提出等を発務上の事由に含める（有価証券上場規程四〇二条一号の一）等の改正を行うとともに

に、新株予約権証券の上場基準に「公益又は投資者保護の観点から、その上場が適当でない」と認められるものでないこと」という一般条項（頂公益）を加えている（注四）。

## 三 上場制度整備懇談会による提言の概要

上場制度整備懇談会は、わが国でも事例が積み重なりつつあるライセンス・オフアリングのあり方について、平成二五年一〇月以降、計五回の審議を行い、平成二六年七月二五日付で報告書を公表した。

報告書では、おおむね以下のような分析と提言がなされている（注五）。

### 1 ライセンス・オフアリングの現状

報告書では、わが国におけるライセンス・オフアリングの実施状況について詳細な分析がなされているが、その概要は以下のとおりである。

○ノンコミットメント型ライセンス・オフアリングが主流となっている。

○公業増資や第三者割当増資と比較して、業績の優れた会社がノンコミットメント型ライセンス・オフアリングを採用している傾向が明らかである。

○新株予約権の発行総数に対する権利行使割合は高いものとなっている。また、新株予約権の先買回率は平均して一〇〇%を上

回る高い水準となっている。このように新株予約権が市場で多く売買され、権利行使割合も高いことから、株主以外の第三者による権利行使が盛んに行われていることが推測される。

○新株予約権の市場価格が理論価値と比べて割安となっている傾向が顕著である。かかる乖離は権利行使期間の開始後には縮小する傾向がある。

### 2 問題点

前述の現状を踏まえ、報告書は、ライセンス・オフアリングについて以下の二つの問題を提起している。

#### (1) ノンコミットメント型ライセンス・オフアリングの構造上の問題点

報告書は、ノンコミットメント型ライセンス・オフアリングでは、客観的な立場からその合理性を判断する仕組みが確保されていないという問題（問題点一）を指摘している。

上場会社が増資を行う際に、その資金調達が企業価値の向上に資する合理的なものか否かの判断は、会社法が採用する採換資本制度の下では、第二次的には取締役会（取締役は経営者の判断）に委ねられる。他方で、わが国の資本市場では、増資の合理性について客観的な立場から経営者の判断を規律づける発務上の仕組みが存在しており、公業増資やコミットメント型ライセンス・オフアリングであれば証券会社による審査審査が実施されるし、第三者割当増資で

あれば割当先によるアエト・アリジエンズが行われる。

これに対して、ノンコミットメント型ライセンス・オフアリングではそうした合理性を判断するプロセスが存在しない。新株予約権の割当てを受けた株主は、増資が合理的なものであると評価すれば自ら権利行使して増資に応じるが、そうでないと判断した場合には新株予約権を市場で売却すればよい。一方、市場で新株予約権を買収する投資家は、増資が合理的だと評価すればその詳細に応じた金額で新株予約権を買収して行使することが想定されるが、そのように評価しない場合であっても新株予約権の市場価格をその理論価値より割安であれば、増資の合理性とは無関係に、裁定買付として新株予約権を買収して権利行使することで利益を得ることができるとも。したがって、ノンコミットメント型ライセンス・オフアリングによれば、当該増資が合理的であると判断する者がいない中でも、新株予約権が行使され込みが行われ得るといふ、構造的な特殊性がある（注六）。

報告書は、他の方法では資金調達することができない会社であっても、こうした構造を利用することによって資金調達を成立させている懸念があるとし、増資の合理性が評価されないままにアエト・アリジエンズされた私法金額で大量の新株が発行されれば不利益をこうむるものは株主である旨を指摘する。

#### (2) 新株予約権の価格形成上の問題点

報告書は（前述のとおり）わが国では、新株

2014.10.25

予約権の市場価格が理論価値と比べ割安となる傾向が顕著であること(問題点2)を指摘し、こうした価格差が継続的に存在することは、増資の合理性と無関係に権利行使がなされるという前述の問題を助長している可能性もあるとする。新株予約権の行使期間の開始後は価格の乖離が是正される傾向もあることから、報告書は、行使期間の開始前には裁定取引を行うために必要な貸株の供給が十分であるために新株予約権の買い需要が顕在化しておらず、その結果、価格に乖離が生じたままとなっていると推測されるとしている。

3 制度整備の方向性

(1) ノンコミットメント型ライツ・オフアリングに係る上場基準見直しに関する

報告書は、前記の問題点1に対応するため、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングについて増資の合理性を評価するプロセスとして、①証券会社による審査を週過したこと、または②株主総会決議などによる株主の意思確認によって株主の承認を得たことを、新株予約権の上場基準に追加することと、③これらの①と②に共通の基準として、上場会社が一定の業績基準を満たしていることも併せて求めることを提言している。

① 証券会社の審査

報告書は、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングには、公募増資やコミットメント型ライツ・オフアリングにおいてなされる引受審査

のようなプロセスが存在しないという問題に対する制度上の対応として、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングにおいても証券会社によって引受審査に準じる審査がなされたことを上場基準に含めることを提言している。こうした審査を行う証券会社は、取引参加者に関することや、適時開示において審査を実施した証券会社名を公表すること等も提言している。

もともと、通常の引受審査とは異なり、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングでは、証券会社による審査を求めず、審査を行った証券会社が未行使分について申込みを行う責任を負うわけではない。したがって、申込みの経済的リスクを負うことには代わって審査の実効性を確保するための措置も併せて講じる必要がある旨も指摘している。

② 株主の意思確認

報告書は、合理性が評価されないままに新株が発行されることによつて不利益をこうむるのは株主であること等から、株主総会決議(いわゆる創意的決議)などによつて株主の承認を得た場合にも新株予約権の上場を認めることが適当であるとする。

ただし、業績が悪化している状況では、株主が割安の合理性を吟味することなく買収する可能性がある旨も指摘されている。すなわち、株主有限責任制度の下では、株主は株主株式が無価値になる限度でしか経済的リスクを負わないため、業績が悪化して株価が低迷している状況下では、不合理な資金使途であっても自ら払込

みを行わない限りは株主が負う経済的リスクは限られている。他方、自分以外の誰かが払込みに応じて企業価値が回復する可能性がわずかも存在するのであれば、他人のリスクで自らもリターンが得られることとなるため、株主は合理性を吟味することなくライツ・オフアリングの実施に賛成する可能性があることとしている。したがって、株主の承認についても、その実効性を確保するための措置の必要性を指摘する。

③ 業績基準

前述のとおり、報告書は、証券会社による審査と株主の意思確認のいずれについても、増資の合理性を評価する者が経済的リスクを負わないことによる評価の形骸化のおそれに対応して、審査の実効性を確保する必要性を指摘している。こうした実効性確保のための要件として、報告書は、発行体が一定の業績水準を充足することを上場基準に追加することを提言している。

具体的には、経済的リスクを伴う引受審査を通常は週過できない水準を認定することが考えられるとした上で、公募増資の実績を踏まえ、一週連続経常赤字または債務超過である場合をもって上場の足切り基準とすることが提言されている。

(2) 新株予約権の円滑な価格形成に関する提言

報告書は、新株予約権の行使期間の開始後は裁定取引のための借株が容易になると考えられるため、行使期間開始後に新株予約権を上場させることを提言している。ただし、こうした

2014.10.25

上場日の取扱いの変更は平成二六年改正会社法(以下「改正会社法」という)の施行後とすることとが適当である旨も併せて指摘されている。

四 上場制度改正の概要

本改正の内容は、前記の報告書の提言に沿ったものである。大きく、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングの上場基準の見直しに関するものと、新株予約権証券の上場日についての定めの新設の二点に分けることができるので、この順に概要を紹介する。

1 ノンコミットメント型ライツ・オフアリングの上場基準の見直し

(1) 総論

既存の新株予約権証券に係る基準(新株予約権の発行機構、行使期間、流通性および振替機能の取扱いに関する基準)および公益・投資者保護の基準に加え、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングについて、発行者によって実施される手続および発行者自身についての基準を新設している(注7)。なお、本改正前は新株予約権証券の具体的な上場基準はすべて有価証券上場規程施行規則に規定されていたが、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングについて新設するこれらの基準は有価証券上場規程の本則(有価証券上場規程三〇四条二項)に規定することとした(注八)。

(2) 発行者によって実施される手続の審査

発行者によって実施される手続の審査は、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングについて、「取引参加者による増資の合理性に係る審査」または「株主総会決議などによる株主の意思確認」のいずれかの手続が実施されることを求めるものである。

① 取引参加者による増資の合理性に係る審査

「取引参加者による増資の合理性に係る審査」は、報告書で提言された「証券会社による審査」を上場基準に取り込んだものである。審査を行う主体は、証券会社のうち、取引参加者に限られる。審査を行う取引参加者が整備すべき体制等(取引参加者規程三二条の四第三項)については、取引参加者規程の細則である「取引参加者における上場適格性審査体制等に関する規則」の第三章に具体的に規定している。同規則の二二条で審査の観点および項目を定めているが、公募増資の引受実績を有する証券会社であれば円滑に実施できるよう、日本証券業協会の有価証券の引受け等に関する規則およびその細則に規定されている公募増資の際の引受審査項目を踏まえたものとしている。

審査体制については資料等の社内記録の作成・保存や、営業部門から独立した増資合理性審査部門の設置、必要な社内規則の整備を求めており、これは新報上場時求められる幹事取引参加者の上場適格性調査体制に準じたもので

ある。他方、上場適格性調査体制とは異なり、監査人からの意見聴取についての規定(取引参加者における上場適格性調査体制等に関する規則四二条三項)は設けていない。一般的に監査人からの意見聴取までは求めない趣旨であるが、二二条に定める審査項目の審査に必要であれば監査人からの意見聴取を行うべきこともあり得ると思われる。公募増資の引受審査の過程で通常取得されるいわゆるコンフォート・レターの取得も原則的に想定していない。また、審査取引参加者の交代等があった場合の対応(同規則五二条三項、および、上場日までの企業動向の把握(同規則七二条三項))に関する規定も設けていない。これは、ライツ・オフアリングの局面では発行会社がすでに新報上場審査を週過した上場会社であり投資判断に影響を与える事由については適時開示規制の対応となっていること(注九)、上場準備や上場審査に要する期間が新規上場時よりも大幅に短いことが想定されるため、その間に上場審査に疑念を与える事由が生じる可能性が相対的に低いこと等を踏まえたものである。しかしながら、明示の規定がなくとも、審査取引参加者の交代等の事由が生じた場合等には、二二条に定める審査項目の審査に合理的に必要な対応はとるべきと思われる。審査を行う取引参加者の体制の整備状況等は取引所が行う審査手続の対象となる。

取引参加者による増資の合理性に係る審査を経た場合、新株予約権証券の上場申請時に、取引参加者が作成した増資の合理性に係る審査

2014.10.25

商事法務No.2046

結果を記載した書面」の提出が求められる(有価証券上場規程第四三〇条第三項三号)。

② 株主の意思確認

「株主総会決議などによる株主の意思確認」も、報告書の提言を上場審査に取り込んだものであり、典型的には株主総会の趣旨的決議を得ることを想定している(注二〇)。会社法上の株主総会決議(同法二五五条三項参照)ではないため、株主総会決議の取扱いの香えの対象となるものではないと考えられるが、特別の利害関係を有する者が議決権を行使したこと等は、上場審査において考慮される(後述)。

株主の意思確認手続を省略する場合には、所定の「株主の意思確認の結果について記載した書面」の提出が求められる(有価証券上場規程施行規則三〇六条第三項三号)。

③ 発行者自身についての審査

また、報告書の提言を踏まえ、ノンコミット型プライム・オフアリングについて、新株予約権証券の発行者である上場会社の経営成績および財政状態に係る基準を新設する。具体的には、発行者が、①「最近三年間において利益の額が正である事業年度がないこと」(注二二(注二))および②「上場申請日の直前事業年度又は直前四半期会計期間の末日において債務超過であること」のいずれにも該当しないことを求める。

報告書の提言に当たって、二層型総株主権(注二三)または債務超過の会社によって発行された新株予約権証券の上場を認めないものであ

るが、かかる基準を設けることは、業績の悪い上場会社が埋没することを否定する趣旨ではない。これらの業績基準に抵触する上場会社がノンコミットメント型プライム・オフアリングを実施する場合には新株予約権証券が上場対象とならない(セカンダリーのマーケットを圏外に利用することができない)だけであり、プライムの発行自体を制約するものではない(注二四)。

2 新株予約権証券の上場日

報告書の提言を踏まえ、新株予約権証券の上場は行使期間の初日以後の日とする。かかる上場日についての見直しは改正会社法の施行の日から適用されるため、新株予約権無償割当ての効力発生日を行使期間の初日とすれば(注二五)、これまでと同様、新株予約権無償割当ての効力発生日から新株予約権証券を上場させることができ(注二六)。

本改正以前は新株予約権証券の上場期間(の末日)を有価証券上場規程施行規則三〇六条に定めていたが、本改正では、新株予約権証券の上場に関して必要な事項の定めを施行規則に委任する規定を有価証券上場規程の本則に新設した(有価証券上場規程四〇四条第四項)。その上で、有価証券上場規程施行規則三〇六条六項に新株予約権証券の上場期間に関する規定を設け、かかる規定の中で、上場期間(の初日)は行使期間の初日以後の日であって当該取引所が定める日からであることを定めている。

五 公益または投資者保護の基準に係る実務上の取扱い(上場審査等に関するガイドラインの整備)

1 見直しの背景

報告書では、ノンコミットメント型プライム・オフアリングに係る株主の意思確認手続で「支配株主や大株主の議決権行使を認めることが適当か」という問題提起をした上で、プライム・オフアリングの当否の判断についてだけ支配株主の議決権行使を否定する理由はならぬと述べ、投資者からの信頼を損ねる大株主の行動への対応については取引所の実務の運用に委ねたいとしている(注二七)。こうした報告書の取扱いを踏まえ、投資者の信頼を損ねるおそれのある支配株主等の行動に対応するため、「公益又は投資者保護の観点から、その上場が適当でない」という上場基準の一般事項(以下「本要件」という)の運用を見直す必要が生じた。

前述のとおり、本要件は、平成二四年の制度改正によって新株予約権証券の上場基準として規定されたものである。平成二四年の制度改正以前は「原則として施行規則で定める基準に適合するときに」上場を承認するとの文言が用いられていたところ、ここらう「原則として」の文言から例外の存在を窺ふことは、いかなる理念の下に原則と例外の線引きがなさ

商事法務No.2046

2014.10.25

れているかを認め、かつ容易でなかったため「原則として」の文言に代えて導入されたのが本要件である(注二八)。しかしながら、本要件が示す公益または投資者保護という理念は抽象的であるため、結局どのような場合に例外的に新株予約権証券の上場を認められないのかについて関係者が具体的に予想することは困難であり、その運用も審判的にならざるを得なかった。そこで、本改正に伴って上場審査等に関するガイドラインを改正(以下「本ガイドライン改正」という)し、報告書の取扱いに添えるとともに、公益または投資者保護の運用上の観点を具体的に示して関係者の予想可能性の向上に役立てることとした。

2 従来の運用基準の明確化と充実

(1) 上場廃止となる見込みがある中でプライム・オフアリング実施に係る運用

従来から、新株予約権の目的となる株式が上場廃止となる見込みである場合には、本要件によって上場を認めないものとしていた(注二九)。具体的には、上場廃止が決定されて整理銘柄に指定されている場合や上場廃止のおそれがあるとして整理銘柄に指定されている場合が想定されてきた。上場廃止となる見込みがある中で上場市場を利用して資金を調達し、そのまま市場から退出することは、公益または投資者保護の観点から適当でないと考えられるためである。本ガイドライン改正では、本要件についての

上場審査において、整理銘柄や整理銘柄に指定されていないかの観点からの検討が行われることを明記するとともに、同様の趣旨から、上場廃止が猶予または留保されている上場会社が発行する新株予約権証券についても本要件の観点から検討が行われることを示した。具体的には、上場廃止の(いわゆる)要請期間内にある場合(図表参照)および特設注登市場銘柄に指定されている場合(注三〇)を列挙している。

こうした観点を示したことは、上場廃止の猶予期間内にある上場会社や特設注登市場銘柄に指定されている上場会社が前掲を行うことを否定する趣旨ではない。現に、有価証券上場規程自体が、流通株式比率基準に該当して猶予期間内にある上場会社が公募増資を実施して上場廃止を回避することを想定している有価証券上場規程六〇一条二項三号を参照)。しかしながら、上場制度整備懇談会の議論では、債務超過基準に該当して上場廃止の猶予期間にある会社がノンコミットメント型プライム・オフアリングを実施した事例について、増資が失敗すれば上場廃止となってしまうおそれがあり、そうなれば当該会社の株式は流動性を失って証券株主は大きな経済的損失をこうむることになるため、そうした見直しでいう「見直し」を踏まえる面があり問題があるのではないかと、この意見が出された。こうした意見は踏まえ、ノンコミットメント型プライム・オフアリングについては、上場廃止が

見込まれ、または、猶予・留保されている状況で実施することは公益または投資者保護の観点から上場審査において否定的に評価することを特に明示したものである(注三二)。

(2) 株式会社は開業後には専断に運用

また、従来から、新株予約権の通り行使に制限を設ける場合にそうした制限を行う必要性および相当性が認められないことが明らかなき場合には、本要件によって上場を承認しないものとしてきた(注三三)。本ガイドライン改正ではかかる観点についても明示している(注三四)。この観点は、コミットメント型とノンコミットメント型の両方に共通である。

3 本改正で導入された上場審査に係る運用基準

本ガイドライン改正では、本改正で導入されたノンコミットメント型プライム・オフアリングに係る新株予約権証券の上場基準に関連する本要件の運用についても上場審査の趣旨を示している。

(1) 株主の意思確認手続に関する運用

まず、前述の報告書の取扱いを踏まえた運用の観点を示している。すなわち、株主の意思確認手続において、上場会社の主要株主である取締役または支配株主(以下「支配株主等」という)による運用の議決権行使(意思確認手続)が行われていないかという観点から審査することとする。こうした運用の取扱いがなされた場合として、二つの状況が例示的に列挙されてい

(図表) いわゆる上場禁止の猶予期間内にある場合または公益または投資者保護の観点から検討されるもの

Table with 4 columns: 事由 (Reason), 市場 (Market), 参照条文 (Reference Article). Rows (a) through (q) list various securities laws and conditions for trading suspensions.

る。二つめの例示は、支配株主等が調達資金の使途に関して特別の利害関係を有している場合に、当該支配株主等を除く株主の過半数の同意を得られていないときである。会社法上、利害関係を有する者が議決権を行使したことによって著しく不当な株主総会決議がなされた場合には、当該決議は取消訴訟の対象となる(同法八三二条一項三号)。これに対し、上場ルール上の株主の意思確認手続は会社法上の株主総会決議ではないため取消訴訟の対象とはならないが、特別の利害関係を有する支配株主等がその立場を濫用して決議を成立させたものでないかを上場審査において考慮する。ただし、上場審査では、訴訟手続のように対する側当事者の主張立証を聞いた上で「著しく不当」な決議であるかを判断する手続がとられるわけではないため、当該の判断のメルクマールとしては、当該支配株主等を除く株主の過半数にいわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティの同意があるか否かを用いることとしている。二つめの例示は、自らは権利行使して持分比率を維持する意向(注二六)を示していない支配株主等がある場合(注二六)に、当該支配株主等を除く株主の過半数の同意を得られていないときである。自身は増資にコミットしない支配株主等が議決権を行使したために可決した場合でも株主の意思確認の要件を満たすこととしたのは、株主による増資の合理性に係る懸念が形骸化するためである。

(2) その他
新株予約権証券の発行者である上場会社が、経営成績および財政状態に係る基準に抵触しているものと実質的に同程度と認められないかとの観点から示されている。経営成績および財政状態に係る上場基準は形式的な基準であるが、ファイナンス期間中に公表予定の決算発表で債務超過への転落が予定されている場合等、形式的に基準を適用するだけではその趣旨に沿わない結果となることもあり得る。そうした場合には、本要件を適用して実質的な観点から補完する趣旨である。
前述の運用基準に抵触された場合に準じる場合でないことやその他公益または投資者保護の観点から適当であることも示されている。
(注一) 平成二十六年十月四日付本稿の脱稿時(予定)でバック・コメントの結果および規則改正の新旧対照表が公表されている。
(注二) 報告書之会社事項章に付上場制約の整部本誌一七六六号(二〇一〇)七五頁。それ以前に新株予約権証券の上場制約は存在していたが、一般に流用することも前提として単独集約されなかった。また、これを理由に平成二十六年に廃止された。
(注三) 詳細は、株式会社東京証券取引所上場部編「最新東証の上場制約整備の解説」(商事法務二〇一〇)二九頁以下を参照されたい。
(注四) 前記明記項目はライツ・オフアリングに係る上場制約改正の概要(本誌一九六三号(二〇一二)一八頁)を参照されたい。
(注五) 報告書は東証のウェブサイト(言)

www.isp.org/listing/sect/discussion.html)に掲載されているので、内容の詳細はそちらを参照されたい。
(注六) このほか、行使金額が低く設定されたライツ・オフアリングには株式のみを譲渡する構造がある旨の指摘も存在する。洲崎博史「ライツ・オフアリング」本誌二〇四二号(二〇一四)一四頁以下、佐藤彦彦「谷川隆」徳田安成「成長戦略なき資金調達の再考」にはならない金融財政事情六四巻四二二号(二〇一三)二四頁以下。
(注七) これらの上場基準の対象となるノンコミットメント型ライツ・オフアリングとは、新株予約権証券に関して金融商品取引法三六条項三号に規定される契約を締結していないものである。未行使の新株予約権のすべてについて行使する(または行使せざる)契約が締結されておらず、一部についてのみそうした契約が締結されている場合の取扱いは、公益または投資者保護の観点(金融商品取引法三〇四条一項四号)から総合的に判断されるものと思われる。平成二十六年十月四日付本稿の脱稿時の予定「新株予約権証券の上場制約の整備」についてに添えられたバック・コメントの結果については二四四号も参照。
(注八) 公益または投資者保護の観点からしても、今上場禁止の上場制約の本則に規定することとしている。
(注九) 決算の訂正等、会社公表後に増資の合理性の検証に支障を与える事由が生じた場合、上場会社は、懸念に差支なくかを業界取引参加者に通知した上で、評価額等の有無、評価内容を

に差支がある場合にはその変更内容、評価内容に差支がない場合にはその理由をたんに開示すべきである(有価証券上場規則四一六条一項参照)。
(注一〇) ノンコミットメント型ライツ・オフアリングを実施するためである旨および新株予約権の内容等を説明した上で発行可能株式総数を増加する定款変更に係る株主総会の承認を得た場合も株主総会決議による株主の意思確認がなされた場合に該当すると考えられる。
(注一一) 「最近」の計算は、上場申請日の直前事業年度の末日を起算日として定める。「最近」の計算についてのこうした取扱いは、有価証券上場規則三〇五条六号や六〇三条二項四号における取扱いと同様である。
(注一二) 「利益の額」の取扱いは定める有価証券上場規則施行規則三〇六条三項は同規則二二条六項を適用しており、これは、連結損益計算表に基づいて算定される利益の額(連結財務諸表の用語)、様式及び作成方法に関する規則六一条により記載される「経常利益金額」または「経常損失金額」に同規則六五条三項により記載される金額を加算した金額である。
(注一三) 「正である事業年度がないこと」という期間の文言に照らして厳密に言えば、「赤字」(損失)ではなく「黒字でないこと」(経常損益がゼロの場合を含む)である。
(注一四) 新株予約権無償割当ては、新株予約権を行うことは制約されないが、新株予約権を上場しない前記で新株予約権無償割当てを行使することも可能である。そもそも上場会社の決算調製方法はノンコミットメント型ライ

2014.10.25

商事法務No.2046

- ツ、オフアリングに限られない。コミットメント型はもちろんで、公募や第三者割当てによる増資も同様であり、エグジット・ファイナンス以外にも目を向ければ、銀行借入れによることも可能であり、資金を調達することもできる。必要に応じて説明だけでも、銀行は融資してくれない、証券会社も公募やコミットメント型として引き受けしてくれない、上場しない株主連帯割当てでは既存株主も出資してくれない、そうした状況でも上場市場を利用した調達ができるのではないか。上場会社は一般の投資家から資金の仲介を受けて事業を行っており、資金の使い方について高いアカウントリテリが求められるはずである。債務超過や二期連続経営赤字といった結果をもたらす経営を行ってきたのであれば、金融機関や既存株主の経営者に対する目も厳しくなることもあるであろう。資金難症については金融機関からも既存株主からも納得を得られないのであれば、納得を得られるものとなるよう再考することが求められるようにも思われる。
- (注一五) 改正会社法の施行によって、行権期間の開始の二週間前までに相当通知を行わなくてはならない制約がなくなるため、会社法上こうした行権期間の設定も可能となる。
- (注一六) ファイナンス期間を短縮する要請と株主・投資家の行権期間を確保する要請の両方を満たす観点からは、通常の場合は、新株予約権無償割当ての効力発生日を行権期間の初日に設定することが望ましいと思われる。
- (注一七) 新株第九頁の注三三。
- (注一八) 清水・豊田・前掲(注四)一九頁。

- (注一九) 清水・豊田・前掲(注四)二二頁。
- (注二〇) 特設証券市場銘柄に指定された上場会社は適切な改善がなされなければ上場廃止となる可能性が留保されたものであることにつき、連帯共同一特設証券市場銘柄の徹底的な活用等のための上場制約の見直し(本誌二〇〇八号(二〇一三)三〇頁)。
- (注二一) コミットメント型ツイン・オフアリングであれば、株主・投資者による新株予約権の行使率が低くても未行使分について証券会社が私込みをする約束をしているため、確実に資金調達が成功させることができる。このため、コミットメント型ツイン・オフアリングであれば、資金調達に失敗すれば上場廃止になってしまうことをいわば「救し」の材料に使用して株主に権利行使を強いるという問題はないと考えられる。
- (注二二) もともと、整理銘柄や整理銘柄に指定されている場合には本要件に抵触することはコミットメント型とノンコミットメント型に共通する考え方であったが、そうした場合にはそもそも証券会社による引受け行為がなされない想定されるため、コミットメント型についてはこうした観点をもとに明示することはしていない。
- (注二三) 清水・豊田・前掲(注四)一九頁。
- (注二四) 清水・豊田・前掲(注四)一五頁では、「市場ではさまざまな意思を持った無数の投資家が日々投資判断を行っているのであって、上場会社はもともと専門家であっても、特定の銘柄について市場価格が形成されるか否かを正確に予測するのは困難であり、特にわが国で事例

- が積み重なっていない現状においては非常に難しいといわざるを得ない」とを踏まえて「必要従または相当性が認められないことが「明らか な場合」に限って上場を承認しないものとして整理している」とする。本ガイドライン改正では「明らか な場合」という文言は用いていないが、このことは権利行使制限についての運用をただちに厳格化することを意図したものである。
- (注二五) 新株予約権を行使する一方で既存の保有株式を売却することを予定している場合には「現金出資を継続する」意向を有しているとはいえないものと思われる。
- (注二六) 「企業内容等の開示に関する留置事項について(企業内容開示ガイドライン)」が平成二六年八月二七日付で改正・適用されているところ、募集を行おうとする有価証券の需要の見込みに関する調査について、特定投資家または株券確保割合が5%以上である者を調査の対象とする場合であつて、金融商品取引法等に関する内閣府令一七条一項二五号に規定する措置またはこれに準じる措置を講じて行うものは、取得勧誘には該当しないことが示されている(企業内容等開示ガイドライン一一二二④参照)。かかるガイドラインの照準化によって、支配株主等に対して届出前に権利行使意向の確認を行うことが容易になると考えられる。

(ちゅう・とらら)

## 参考データ等

本資料は東京証券取引所として公式に作成したものではありません。

参考資料 4

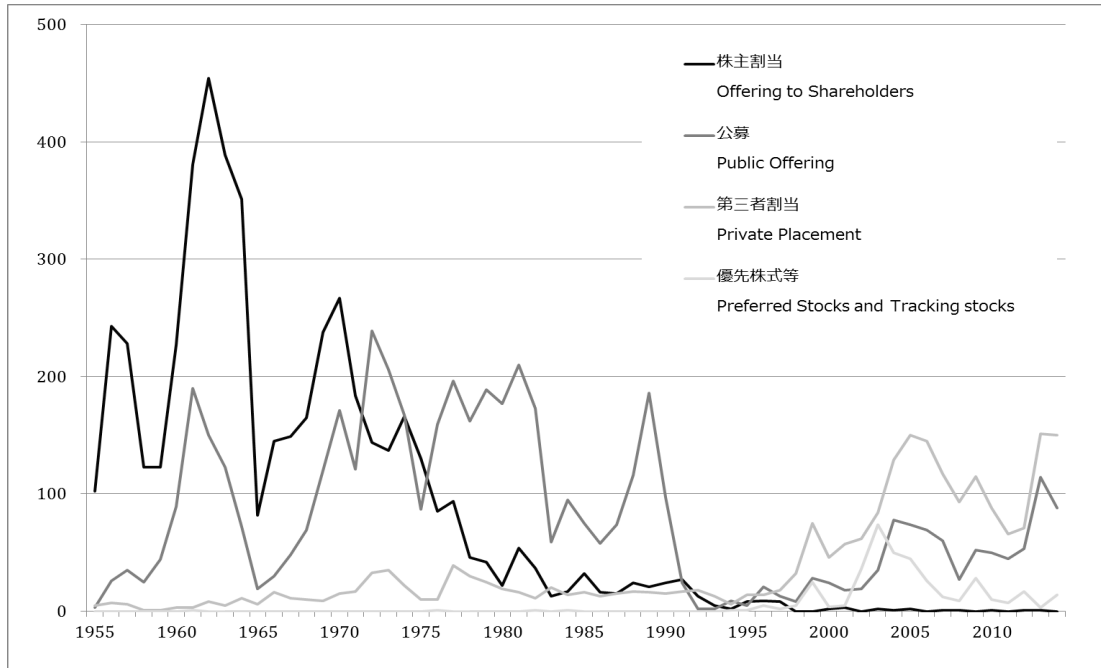
## 目次

- ▶ 上場会社の増資動向（件数ベース）
- ▶ 上場会社の資金調達動向（金額ベース）
- ▶ ライツ・オファリングに係る制度整備・改  
（注）整備懇談会報告書の末尾資料について、最近の状況を踏まえて内容を更新したもの
- ▶ ライツ・オファリングの実施状況
- ▶ 新株引受権証書の上場制度の実施状況
- ▶ 新株引受権証書の上場事例（アイワ）
- ▶ 海外の状況：英国（1）…関連制度等
- ▶ 海外の状況：英国（2）…実施状況
- ▶ 海外の状況：英国（3）…実施例
- ▶ 海外の状況：香港
- ▶ 海外の状況：シンガポール
- ▶ 海外の状況：オーストラリア

（注）特に断り書きの無い場合、データ等の出所は各取引所のHP。



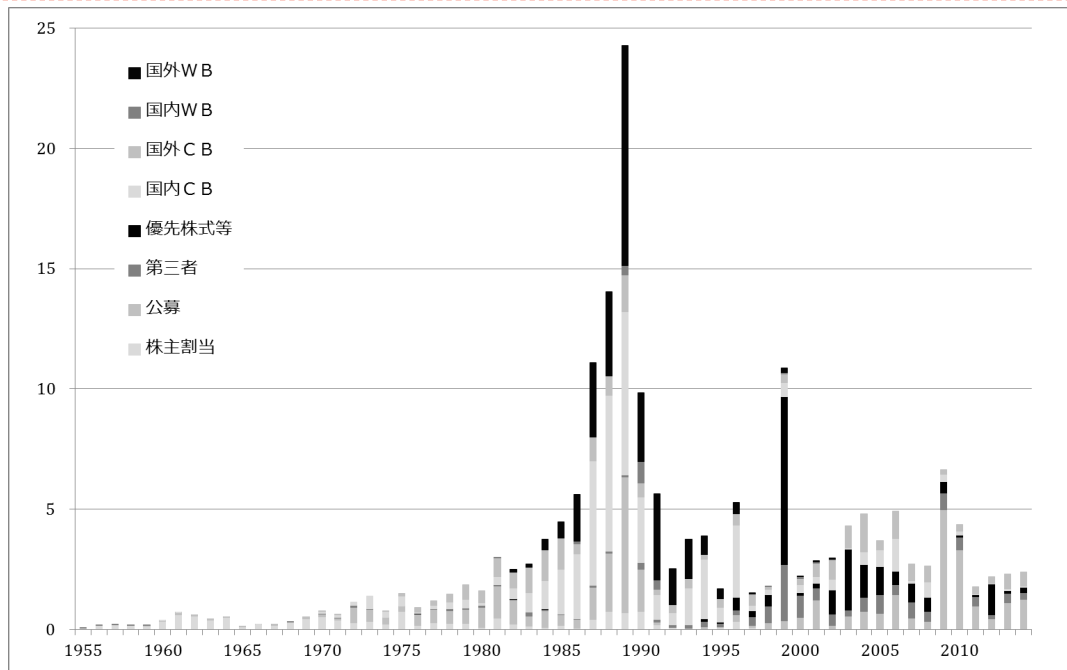
## 上場会社の増資動向（件数ベース）



単位：件数、出所：東京証券取引所「上場会社資金調達額」（2014年は10月まで）

▶ 3

## 上場会社の資金調達の動向（金額ベース）



単位：兆円、出所：東京証券取引所「上場会社資金調達額」（2014年は10月まで）

▶ 4

## ライツ・オファリングに係る制度整備・改

| 時期              | 出来事                        | 内容                                                            | 実施主体       |
|-----------------|----------------------------|---------------------------------------------------------------|------------|
| 2008.05         | 日本のコーポレート・ガバナンス白書の公表       | ✓ 第三者割当てに伴う希薄化への批判から既存株主の優先的新株引受権の採用を提言                       | ACGA       |
| 2009.01         | 新株予約権の振替制度の導入              | ✓ 株券電子化に際し、新株予約権の電子化も実施                                       | 保振         |
| 2009.12         | 新株予約権に係る上場制度の見直し           | ✓ 新株予約権の目的となる株式の数に係る制限を撤廃（従前は1個につき1株）<br>✓ 新株予約権の個数を取引単位として採用 | 東証         |
| 2010.04         | 企業内容等開示府令の改正               | ✓ 有価証券届出書の効力発生期間の短縮（一律25日→最短7日）、目論見書交付時期の明確化など                | 金融庁        |
| 2010.06         | 総株主通知請求等に係る実務の見直し          | ✓ 日程短縮化のための実務見直し                                              | 保振         |
| 2011.01         | 開示制度ワーキンググループ報告の公表         | ✓ ライツ・オファリングに係る制度整備を提言                                        | 金融庁        |
| 2011.04         | 租税特別措置法の改正                 | ✓ 無償割当てされた新株予約権について特定口座の組入れ対象に追加                              | 財務省<br>金融庁 |
| 2011.09         | 開示制度ワーキンググループ・法制専門研究会報告の公表 | ✓ ライツ・オファリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係を整理                       | 金融庁        |
| 2012.04         | 金融商品取引法の改正                 | ✓ 目論見書規制の緩和（作成・交付義務の免除）<br>✓ 公開買付け規制等の取扱いの見直し                 | 金融庁        |
| 2013.11         | 協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則の改正     | ✓ 取引開始基準、顧客からの確認書の徴求及び「節度ある利用」の適用対象からライツ・オファリングにかかる新株予約権を除外   | 日証協        |
| 2014.08         | 企業内容等開示ガイドラインの改正           | ✓ 特に周知性の高い企業に関する届出書の効力発生に係る待機期間の短縮、大株主に対するプレ・ヒアリングの解禁         | 金融庁        |
| 2015.05<br>(予定) | 会社法の改正                     | ✓ 日程短縮のための割当て通知の送付期限に係る規制の見直し                                 | 法務省        |

▶ 5

## ライツ・オファリングの実施状況

（平成26年11月26日までに割当決議が実施されたものについて集計）

| 実施件数（累計）       | うち、コミットメント型      | うち、ノンコミットメント型      |
|----------------|------------------|--------------------|
| <b>25社/28件</b> | <b>3社/3件（※1）</b> | <b>23社/25件（※1）</b> |

※1 エー・ディー・ワークスはノンコミットメント型とコミットメント型の両方を実施しているため、それぞれ1件としてカウント

### ■ ノンコミットメント型ライツ・オファリングの実施会社の概況

| 直前事業年度が最終赤字    | 債務超過              | 直前事業年度が無配      | 実績皆無の新規投資の資金      |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|
| <b>14件/25件</b> | <b>4件（※2）/25件</b> | <b>18件/25件</b> | <b>5件（※3）/25件</b> |

※2 レカムは直前事業年度末時点では資産超過であったが、ライツ実施時には債務超過

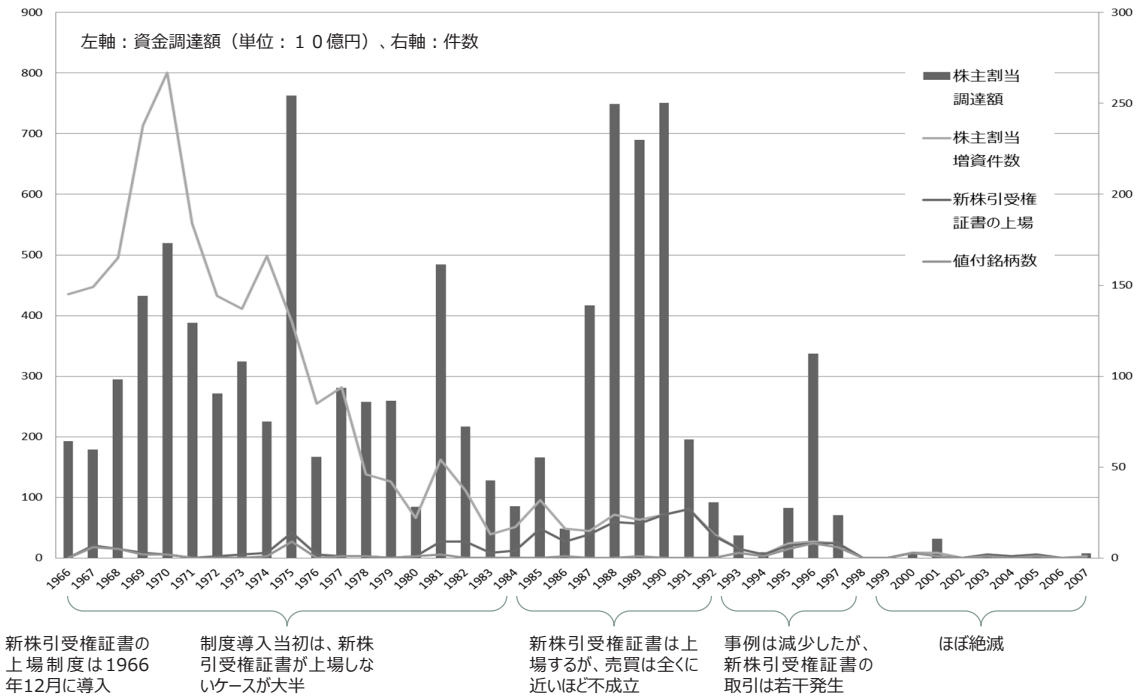
※3 省電舎はカウントしていないが、バイオ発電事業開始後半年以内にライツをローンチしている

### ■ 上場新株予約権の内容等（ノンコミットメント型ライツ・オファリング）

| ディスカウント率の平均値         | 割当比率（希薄化率）の平均値               | 権利行使比率の平均値                     | 売戻回転率の平均値         |
|----------------------|------------------------------|--------------------------------|-------------------|
| <b>54.1%</b>         | <b>98.8%</b><br>（大半が1:1:1）   | <b>78.1%（※4）</b><br>（最低 25.7%） | <b>143.6%（※4）</b> |
| ローンチ後の親株の株価          | 上場後の平均価格乖離率                  | ※4 平成26年11月26日までに権利行使が完了したもの   |                   |
| <b>下落22件/24件（※4）</b> | <b>▼22.3%</b><br>（※4）（終値ベース） |                                |                   |

▶ 6

# 新株引受権証券の上場制度の実施状況 (1966年~2007年)



▶ 7

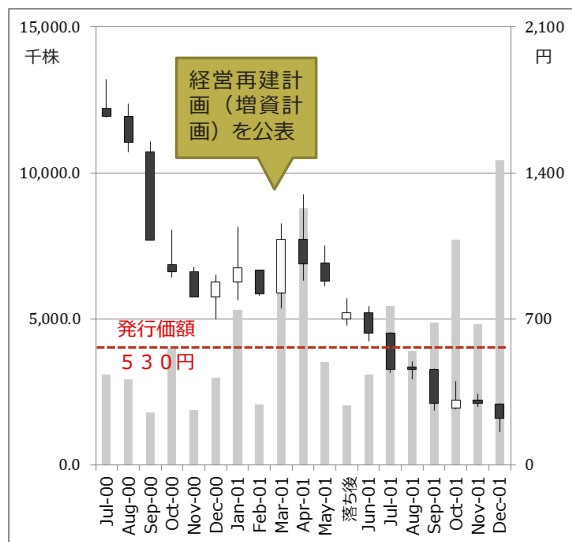
## 新株引受権証券の上場事例（アイワ）

### ▶ 概況

- ▶ 主力の製品の販売不振、円高による採算悪化で、2000年9月に業績予想を大幅下方修正。
- ▶ 2001年3月に大規模なリストラ計画の開示とあわせて300億円を株主割当増資で調達する意向を公表（同社の親会社はソニー）。
- ▶ 2001年4月に株主割当増資を正式決議。
- ▶ 増資後も業績・株価は回復せず、2002年2月にソニーが完全子会社化を決定（上場廃止）。

### ▶ 株主割当増資（中間発行）の概要

- ▶ 割当方法：2001年5月25日現在の株主に、1：1の割合で新株引受権を付与。株主の請求により譲渡可能な新株引受権証券を発行。
- ▶ 発行価格：530円（2001年4月の月間平均終値（1,087.95円）のほぼ50%）
- ▶ 申込期日：2001年7月30日
- ▶ 権利行使比率：78.45%（失権分は打ち切り、別途、ソニーに第三者割当増資を決議）



### ■ 新株引受権証券の取引動向

発行数量に占める割合は1.1%

| 始値  | 高値  | 安値 | 終値 | 売買高   |
|-----|-----|----|----|-------|
| 201 | 201 | 31 | 32 | 705.1 |

※ 新株引受権証券の発行日決済取引と普通取引の合計。

▶ 8

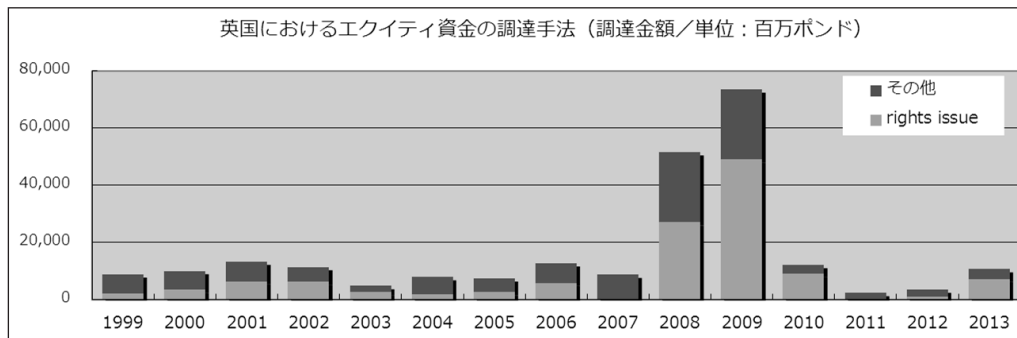
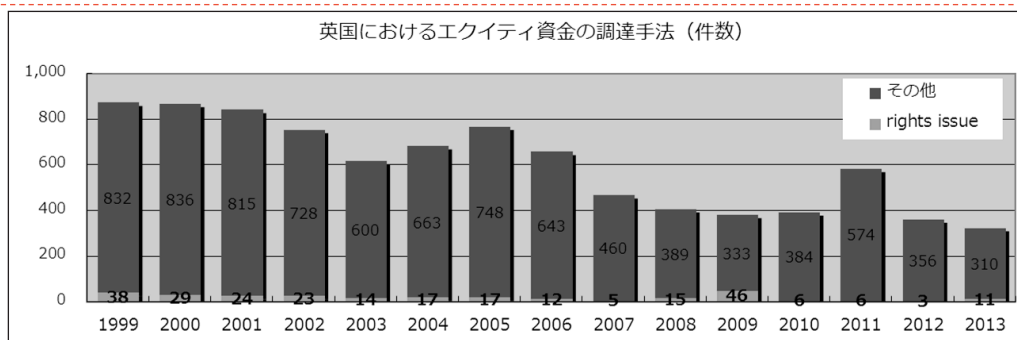
| 単位：百万円 | 1999.03 | 2000.03 | 2001.03 | 2002.03 |
|--------|---------|---------|---------|---------|
| 連結売上高  | 349,608 | 327,844 | 292,897 | 196,357 |
| 経常利益   | 12,549  | ▲3,620  | ▲24,598 | ▲19,125 |

## 海外の状況：英国（1）…関連制度等

- 英国では、会社法で既存株主のpre-emption rightsを規定
  - ▶ 定款又は株主総会による授権があれば金銭対価のnon-pre-emptive issueが可能
- Pre-Emption Groupが定めるガイドライン
  - ▶ Pre-Emption Group：上場企業、機関投資家、金融機関等で構成される団体
  - ▶ non-pre-emptive issueを柔軟に認める場合の考慮要素を明確化
  - ▶ 概要
    - ・ 年間あたり株主資本の5%（かつ3年間で7.5%）以下のnon-pre-emptive issueは定型的なものとして定時株主総会で授権（授権期間は次回の定時総会まで又は15か月間のいずれか短い期間）
    - ・ 発行価格のディスカウント率が5%を超えるnon-pre-emptive issueは非定型的と判断。
    - ・ 非定型的なnon-pre-emptive issueについては、以下の事項の開示を求め、案件ごとに株主総会で評価。
      - ① ビジネス上の有益さ
      - ② 会社（及び事業セクター）の規模及び発展段階
      - ③ 受託者としての責任及びガバナンス
      - ④ 資金調達のオプション
      - ⑤ 既存株主の持分の希薄化の程度
      - ⑥ 株主総会で承認を得た後に想定されるプロセス

▶ 9

## 海外の状況：英国（2）…実施状況



（出所：London Stock Exchange、対象はメインボード上場会社、2013年は10月までしか加算していない。）

▶ 10

## 海外の状況：英国（3）…実施例

### ■ 2006年以降の調達額上位10件（London Stock Exchange Main Market）

| No. | 会社名                              | 業種             | Nil paid rights<br>の上場日 | 調達額<br>(単位：百万£) | 行使価格<br>(単位：1ペンス) |
|-----|----------------------------------|----------------|-------------------------|-----------------|-------------------|
| 1   | LLOYDS BANKING GROUP PLC         | Banks          | 2009/11/27              | 13,506.88       | 37                |
| 2   | HSBC HLDGS                       | Banks          | 2009/03/20              | 12,853.01       | 254               |
| 3   | ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP PLC | Banks          | 2008/05/15              | 12,246.02       | 200               |
| 4   | RIO TINTO                        | General Mining | 2009/06/17              | 7,342.45        | 1400              |
| 5   | BARCLAYS PLC                     | Banks          | 2013/09/18              | 5,955.28        | 185               |
| 6   | IMPERIAL TOBACCO GROUP           | Tobacco        | 2008/05/21              | 4,996.44        | 1475              |
| 7   | HBOS                             | Banks          | 2008/06/27              | 4,124.07        | 275               |
| 8   | XSTRATA PLC                      | General Mining | 2009/03/03              | 4,106.22        | 210               |
| 9   | STANDARD CHARTERED               | Banks          | 2010/10/22              | 3,334.73        | 1280              |
| 10  | NATIONAL GRID                    | Multiutilities | 2010/05/26              | 3,317.97        | 335               |

### ■ 2012年及び2013年の実施状況（London Stock Exchange Main Market）

| No. | 会社名                     | 業種                         | 決議日<br>(公表日) | 上場日        | 払込期日       | 調達額     | 行使価格 | 終値<br>割引率 | 権利落ち<br>割引率 | 割当比率 |    | 権利<br>行使率 |
|-----|-------------------------|----------------------------|--------------|------------|------------|---------|------|-----------|-------------|------|----|-----------|
|     |                         |                            |              |            |            |         |      |           |             | 親株   | 新株 |           |
| 1   | SMITH(DS)               | Containers & Packaging     | 2012/1/17    | 2012/2/6   | 2012/2/21  | 466.21  | 95   | 53.3%     | 35.0%       | 8    | 9  | 98.62%    |
| 2   | SALAMANDER ENERGY PLC   | Exploration & Production   | 2012/4/27    | 2012/5/1   |            | 130.85  | 130  | 49.2%     | 37.0%       | 20   | 13 | 97.71%    |
| 3   | LONMIN                  | Platinum & Precious Metals | 2012/11/9    | 2012/11/20 | 2012/12/10 | 511.70  | 140  | 69.1%     | 44.4%       | 5    | 9  | 96.97%    |
| 4   | OPHIR ENERGY PLC        | Exploration & Production   | 2013/3/4     | 2013/3/11  | 2013/3/25  | 462.07  | 275  | 32.4%     | 25.5%       | 5    | 2  | 98.52%    |
| 5   | SEVERFIELD-ROWEN        | Industrial Machinery       | 2013/2/28    | 2013/3/19  | 2013/4/4   | 44.80   | 23   | 67.8%     | 38.7%       | 3    | 7  | 93.36%    |
| 6   | WILLIAM HILL PLC        | Gambling                   | 2013/3/1     | 2013/3/19  | 2013/4/4   | 375.00  | 245  | 39.5%     | 34.8%       | 9    | 2  | 98.23%    |
| 7   | THOMAS COOK GROUP PLC   | Travel & Tourism           | 2013/5/16    | 2013/6/5   | 2013/6/19  | 310.86  | 76   | 47.6%     | 39.3%       | 5    | 2  | 96.76%    |
| 8   | FIRSTGROUP              | Travel & Tourism           | 2013/5/20    | 2013/6/11  | 2013/6/25  | 614.43  | 85   | 62.0%     | 39.5%       | 2    | 3  | 87.61%    |
| 9   | COALFIELD RESOURCES PLC | Coal                       | 2013/8/7     | 2013/8/28  | 2013/9/11  | 5.99    | 2    | 52.9%     | 36.0%       | 1    | 1  | 86.69%    |
| 10  | BARCLAYS PLC            | Banks                      | 2013/8/5     | 2013/9/18  | 2013/10/2  | 5955.28 | 185  | 40.1%     | 34.9%       | 4    | 1  | 94.63%    |

▶ 11

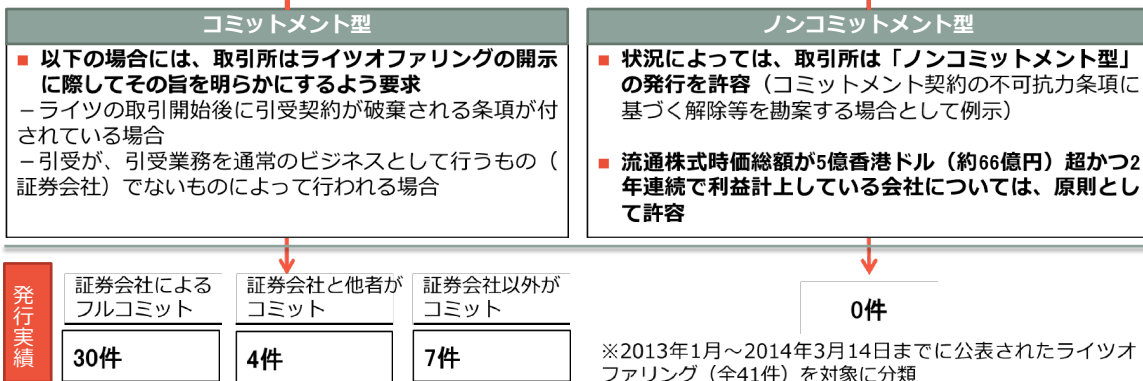
## 海外の状況：香港

### 【原則】

- **ライツオフリングはコミットメント型で行われること（全量が引受けされること）**
  - 確実な資金調達見込みのうえに発行体の計画策定が可能
  - 独立の専門性を有する当事者によるレビューが行われることを意味

### 【ライツイシュー実施の条件】

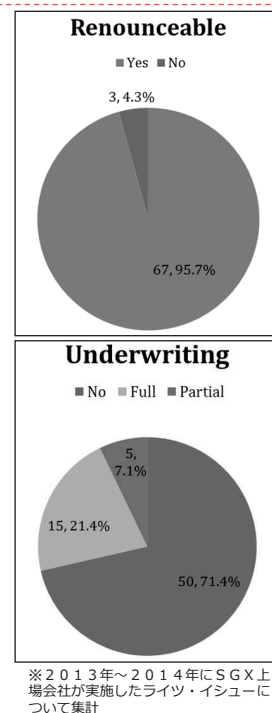
- **（12か月通算で）50%超の資本金増加又は時価総額の増加をもたらす場合には株主総会決議が必要**
  - 支配株主や会社関係者は議決権を行使できない
  - 株主総会に当たっては、株主に対して発行目的・発行額や資金用途等を明示



▶ 12

## 海外の状況：シンガポール

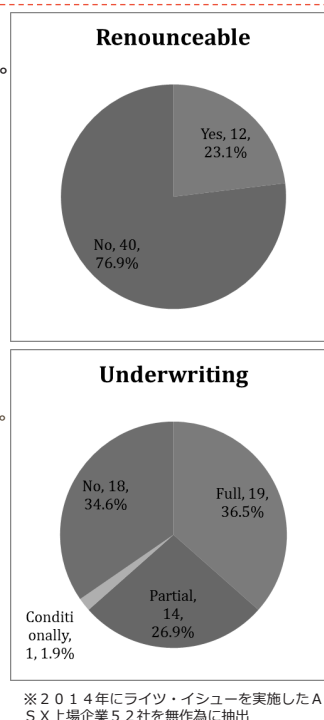
- ▶ シンガポールの上場規則等では、ライツ・イシューによる増資（株主割当て）を義務付ける明示的な規定は存在しないようである。
- ▶ ライツ・イシューに際して、既存株主に割り当てられるライツは、譲渡制限の有無（Renounceable／Non-renounceable）を上場会社が任意に選択することができる。
  - ▶ 譲渡不可（Non-renounceable）の場合には、当然ながら、ライツの上場は行われない。
  - ▶ なお、シンガポールの上場規則では、譲渡不可のライツ・イシューを行う場合には、権利行使価格について、決議日当日のVWAPの90%未満とする場合には株主総会の特別決議を要する旨が規定されており、ライツの強圧性についての配慮が行われている。
  - ▶ ライツ・イシューの90%以上が、譲渡可能な形式で行われており、取引所に上場されている。
- ▶ 未行使のライツの引受け（コミットメント）は、多くの場合で行われておらず、部分引受けが行われている事例も一部で存在している。
- ▶ 実務的には、通常的环境下において、上場会社はライツ・イシューではなく、よりコスト負担の少ない私募を選択しているようである。
  - ▶ 私募の場合にも、発行価格が時価の90%未満である場合には、株主総会の特別決議が要求されている。また、上場会社の役員や特定の株主に対して第三者割当てを行う場合には、株主総会の特別決議が要求されている。



▶ 13

## 海外の状況：オーストラリア

- ▶ オーストラリアの会社法・上場規則においては、ライツ・イシューによる増資（株主割当て）を強制する規定は存在しないようである。
  - ▶ もっとも、株主割当てによらずに発行済株式総数の15%を超える増資を行う場合には、株主総会の承認が要求されているため、大規模な希薄化が生ずる場合には、ライツ・イシューが選択される傾向にある模様。
  - ▶ 2009年には計412件のライツ・イシューが実施されている。
- ▶ ライツ・イシューの大半は、譲渡不可（Non-renounceable）の形式で行われており、ライツは上場対象となっていない。
  - ▶ 譲渡不可の形式のライツ・イシューについては、割当比率の規制（1：1が上限）が存在しており、強圧性に一定の配慮が行われている。なお、譲渡可能（Renounceable）ライツ・イシューには発行数量の制限なし。
  - ▶ 小規模会社は、株式の流動性が低いこと、リテール投資家が中心の株主構成であるため、ライツ・イシューを選択しない傾向があるとの指摘がある。また、譲渡可能ライツ・イシューは、クロージングまでに最低23営業日を要するため、金融危機時には、大企業においても機関投資家向け私募が隆盛となった（近年では日程が大幅に短縮された形式の株主割当て（Jumpbo、RAPIDS、AREO、SAREOなどと呼ばれる）が実施されている）。
  - ▶ 一部の海外機関投資家からは、譲渡不可ライツ・イシューについて応募の機会が与えられないだけでなく、ダイリューションへの補償も存在しないため「不公平」であり、譲渡可能ライツ・イシューを会社法や上場規則で義務付けるべきとの指摘があるが、ASXは「金融危機時には（私募が選択されるため）規制は投資家にとって実益がない」が、「上場会社は海外機関投資家に配慮して増資手法を選択すべき」とコメントしている。



▶ 14

# エクイティ・ファイナンスのプリンシプルについて

2014年11月  
日本取引所自主規制法人

1

## プリンシプル・ベースのアプローチ

### ルール・ベースのアプローチのみでは対応しにくい問題

- 新しい金融商品や取引手法などへの対応の遅れ
  - ノンコミットメント型ライツ・オファリングが濫用的に利用されているのではないかと懸念。
- ルールに明示的に反しない行為を組み合わせて不当な利益を得る行為
  - 調達資金を複数の適法な取引を通して大株主やその関係者に還流・流出させる。
- 形式的にルールを守れば良いとの認識を惹起していないか
  - 希薄化率25%を僅かに下回る第三者割当て。

対応

### プリンシプル・ベースのアプローチ

- 各関係者が、ルールの存在理由でもある上位概念としての社会的利益（プリンシプル）を、より直接的・明示的に意識して、これに配慮した行動をすることにより、エクイティ・ファイナンスの品質向上を図る。

| 上場会社                                                                                           | 市場関係者<br>証券会社・アレンジャー・弁護士・公認会計士etc.                                                                            | 取引所                                                                                                  |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>■ エクイティ・ファイナンス実施の際の基本的な考え方が明示され、適切な行動が期待できる。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 上場会社がプリンシプルに示された基本的な考え方から逸脱することのないよう助言を行い、その適切な経営判断に貢献する。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 上場会社・市場関係者と対話する際の指針。</li> <li>■ 包括的ルール等の解釈・適用指針。</li> </ul> |

2

## 取引所における具体的な活用方法

|                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>ファイナンス実施前</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 適時開示の事前相談等の場面において、関連各々が連携し、プリンシプルの充足度が低いファイナンスについては、上場会社（アドバイザー）に対して、実施時期やスキーム等の再考、開示内容の充実等を要請していく。</li> <li>※ 従来から行ってきたことではあるが、プリンシプルが明示されたことにより、取引所による指摘の説得性が向上する。</li> </ul>                                                                                                                       |
| <p>ファイナンス実施後</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 開示した資金使途・充当時期に基づいて、調達資金が活用されているか等の案件のフォローアップ。</li> <li>■ プリンシプルへの理解の向上や個別事例を検討する際の参考となるよう、プリンシプルの充足度の低い過去事例を事例解説集に掲載、公表する（2014年12月発刊予定）。</li> <li>■ 包括的ルール等の解釈・適用する際の指針、適時開示規則などにおいてプリンシプルの趣旨を斟酌することによって、上場会社に対する指導や措置等の判断が行いやすくなる。</li> <li>※ プリンシプルの充足度が低いことのみを理由に、規則上の根拠なく措置が行われることはない。</li> </ul> |

3

## エクイティ・ファイナンスのプリンシプル

|                                |                                                                                                                                                                                                                                                             |
|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>① 企業価値の向上に資する</p>           | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 調達する資金が有効に活用されて上場会社の収益力の向上につながることで、調達目的、資金使途、過去に調達した資金の充当状況、業績見通しなどに基づいて合理的に見込まれるものであり、また、その合理的な見込みに疑いを生じさせるような経営成績・財政状態及び経営実態となっていないこと。</li> <li>■ ファイナンス実施後において、健全な経営管理が行われて持続的な企業価値向上の実現が十分に期待されること。</li> </ul> |
| <p>② 既存株主の利益を不当に損わない</p>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ ファイナンス手法、実施時期、発行条件等は、ファイナンスに伴う株式の希薄化や流通市場に与える影響等について十分に配慮されたものであり、既存株主に対して合理的な説明が可能なるものであること。</li> </ul>                                                                                                           |
| <p>③ 市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公正でない方法により利益を得ようとする主体やその協力者を、資本市場に参入させないこと。</li> <li>■ 個々には直ちに法令や取引所規則等の違反とは言えない取引を組み合わせ、全体として不当な利益を得るようなスキームとなっていないこと。</li> </ul>                                                                                 |
| <p>④ 適時・適切な情報開示により透明性を確保する</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 情報開示は、その時期が適切であり、その内容が真実で一貫性があり、その範囲が十分であり、かつ、開示資料等における説明が分かりやすく具体的で、株主や投資者が行う投資判断に有用なものであること。</li> <li>■ ファイナンス実施後においても、発行時の開示内容が適切であったことを示せること。</li> </ul>                                                       |

4



## エクイティ・ファイナンスの品質向上に向けて

平成26年10月1日  
日本取引所自主規制法人

### エクイティ・ファイナンスとは

エクイティ・ファイナンスは、新株発行等によって企業の株主資本の増加をもたらす資金調達手法です。かかる手法によって事業の発展を実現し、企業価値の向上に努めることは、企業にとって経営上の重要な選択股といえます。

我が国では現在、その主な手法として、公募、第三者割当及びライツ・オフアリングがあります。公募は、株式の発行に際し証券会社が引き受け、不特定多数の投資者を対象に募集する方法です。第三者割当は、株式や新株予約権等を特定の第三者に対して割り当てる方法です。また、ライツ・オフアリングは、株主に対する新株予約権無償割当てを利用した方法で、その新株予約権が証券取引所において売買されるものです。

### 問題の所在

しかしながら近年、株主や投資者の利益を損ないかねないエクイティ・ファイナンスの事例が散見されています。

公募に関しては、平成21年以降、株価が低迷する中で、上場会社が大規模な希薄化を伴う公募増資を相次いで実施しており、結果として既存株主の利益を損なうことになった事例もあるのではないかと批判があります。

第三者割当に関しては、既存株主の議決権の希薄化が生じることに加え、経営者による大株主の選択といった問題があります。これに対応するため、平成21年8月に、第三者割当に係る上場制度が整備<sup>1</sup>されました。しかし残念ながら、そのルールの趣旨を潜脱する意図が疑われる事例も散見されています。また、株式の発行過程における不適切な行為と流通市場における不適切な行為を要素として構成される「不正ファイナンス」の典型的な手法として、第三者割当が悪用されているという実態もあ

<sup>1</sup>「企業価値は、社会のニーズに沿った良質な財・サービスの提供を通じて実現される企業の収益力が、強靱であり将来にわたって持続的に成長することによって向上します。このためには、中長期的な視野に奪つけられた収益力の持続可能性、株主に加え顧客・取引先・従業員・債権者・社会コミュニティなど多様なステークホルダーとの良好な関係の維持、といった視

点も重要です。これらは(現在及び将来の)株主にとっての企業価値の向上とも整合的です。主な制度整備の内容としては、上場廃止基準(希薄化率300%を超える第三者割当を実施する場合は、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと真証が認められる場合を除き上場廃止とする)、企業行動規範上の手続(希薄化率25%以上の第三者割当を実施する場合は株主の納得性を増すための手続を義務付ける)の新設などがあります。

ライツ・オフアリングに関しては、平成25年に入って件数が増加していますが、そのほとんどは、引受証券会社による審査の仕組みがないノンコミットメント型です。これらの中には、業績が悪く公募や第三者割当等での資本調達に困難な会社が、最後に残された手段として利用していると懸念される例や、資金使途の合理性について疑問を呈さざるを得ないような例が散見されるなど、資本調達が企業価値の向上に繋がっていないとの批判もあります。

### プリンシプル・ベースのアプローチ

これらの問題を律していく上で、ルール・ベースのアプローチは極めて重要です。特に不特定多数の参加者が存在する資本市場において、明確なルールが存在することは、規制の透明性や予見可能性を高める上で不可欠です。他方、ルールの隙間が生じる問題、新しい金融商品や取引手法などへのキャッチ・アップが遅れる問題、形式的なルール遵守が実質的には不公正な取引を正当化してしまう問題などがあります。エクイティ・ファイナンスに関しては、個々の取引等が法令や取引所規則等に明示的に違反するとは言いえないものの、それらを組み合わせたスキームが資本市場から不当な利益を得ることを目的としていると考えられる事例などがあります。

これらの問題に対処するには、ルール・ベースのアプローチに加え、プリンシプル・ベースのアプローチを組み合わせることが有効であると考えられます。ここでプリンシプル・ベースのアプローチとは、上場会社や市場関係者が、尊重すべき重要な規範や行動原則(プリンシプル)を確認し、互いに共有したうえで、各自がそのプリンシプルに沿って行動することを通じて、市場全体の質的向上の実現を目指す取組みです。

エクイティ・ファイナンスの実施に当たって、尊重すべきプリンシプルが共有され、これに沿ったファイナンスの事例が広がっていくけば、それらが市場慣行となり、個々の上場会社や市場関係者の間において各々の持ち場場に即した規範意識が働き、分的規律として機能していきます。その結果、上述のルール・ベースの弱点を補うのみならず、資本市場全体の品質向上に貢献していくことができます。

### プリンシプルにより期待される効果

プリンシプルが、上場会社や市場関係者によって共有されることによって、具体的には以下のような効果が期待されます。

- ① 上場会社においては、明示的なルールがない場合やルールの解釈が分かれる場合であっても、プリンシプルによって、エクイティ・ファイナンスの実施にあたり指針とすべき基本的な考え方に照らした上で経営判断を行うことが可能となりやす。

エクイティ・ファイナンスのプリンシプル

(はじめに)

エクイティ・ファイナンスは、上場会社に新たな資本を追加して事業の発展に資するものであり、これが適切かつ円滑に行われることは、優れた資本市場が備えるべき特性のひとつです。

資本市場の公正性と信頼性の確保を任務とする取引所自主規制法人の立場から、品質の高いエクイティ・ファイナンスを支援し促進するため、尊重されるべきプリンシプルを以下のとおりまとめました。上場会社、そして証券会社・弁護士・公認会計士・コンサルタント等の市場関係者、さらには株主・投資家において広く共有され活用されることを強く期待するものです。

(エクイティ・ファイナンスのプリンシプル)

第1 企業価値の向上に資する

調達する資金が有効に活用されて上場会社の収益力の向上につながるものが、調達目的、資金使途、過去に調達した資金の充当状況、業績見通しなどに基づいて合理的に見込まれるものであり、また、その合理的な見込みに疑いを生じさせるような経営成績・財政状態及び経営実態となっていないこと。

ファイナンス実施後において、健全な経営管理が行われて持続的な企業価値向上<sup>3</sup>の実現が十分に期待されること。

第2 既存株主の利益を不当に損なわない

ファイナンス手法、実施時期、発行条件等は、ファイナンスに伴う株式の希薄化や流通市場に与える影響等<sup>3</sup>について十分に配慮されたものであり、既存株主に対して合理的な説明が可能なるものであること。

<sup>3</sup> 前文の注1を参照。

② 引受人や証券会社、弁護士、公認会計士、コンサルタント等上場会社に対してアドバイスを提供する市場関係者においては、プリンシプルに示された基本的な考え方を十分に理解したうえで、上場会社がかかる基本的な考え方から逸脱することのないよう助言を行い、その適切な経営判断に貢献していくことができます。

③ 株主や投資者においては、プリンシプルが、上場会社の実施するエクイティ・ファイナンスの適切性を判断する際の拠り所となるため、より合理的な投資判断を行うための基礎とすることができます。

④ 金融商品取引所においては、自主規制業務の過程で、プリンシプルに示された基本的な考え方に沿って上場会社や市場関係者との対話を行うことが可能となります。また、直接適用可能なルールが見当たらない場合や包括的ルールの解釈・適用の場合には、プリンシプルに示された基本的な考え方が判断の指針となり、より実態に即した的確な対応が可能となります。

なお、プリンシプルは、法令・取引所規則等のルールとは異なり、上場会社や市場関係者の行動を一律に拘束するものではありません。したがって、仮にプリンシプルの充足度が低い場合であっても、規則上の根拠なしに上場会社に対する措置等が行われることはありません。

参考資料1

**第3 市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない**

公正でない方法により利益を得ようとする主体やその協力者を、資本市場に参入させないこと。

個々には直ちに法令や取引所規則等の違反とは言えない取引を組み合わせ、全体として不当な利益を得るようなスキームとなっていないこと。

**第4 適時・適切な情報開示により透明性を確保する**

情報開示は、その時期が適切であり、その内容が真実で一貫性があり、その範囲が十分であり、かつ、開示資料等における説明が分かりやすく具体的で、株主や投資者が行う投資判断に有用なものであること。

ファイナンス実施後においても、発行時の開示内容が適切であったことを示せること。

以上

# エクイティ・ファイナンスの 品質向上に向けた取り組み

— エクイティ・ファイナンスのプリンシプルについて —

谷川 聡 日本取引所自主規制法人上場管理部調査役

## 一 はじめに

日本取引所自主規制法人（以下「当法人」という）は、パブリック・コメントのを経て（注二）二〇一四年一〇月一日、「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」（以下「本プリンシプル」という）を策定・公表した（注三）。

今回の取り組みは、品質の高いエクイティ・ファイナンスを支援・促進するためには、従来からのルール・ベースのアプローチに加え、プリンシプル・ベースのアプローチを組み合わせたことが有効であるとの認識に基づき、取引所の自主規制業務を実施する自主規制法人の立場から、エクイティ・ファイナンスの実施に当たり関係者が尊重すべき原理・原則（プリンシプル）を取りまとめたものである。

当法人としては、本プリンシプルが、上場会社、そして証券会社・弁護士・公認会計士・コンサルタント等の市場関係者、さらには株主・投資者の間において広く共有されることを期待しているところ、本稿は、今回の取り組みに対する理解の助になるべく、本プリンシプル策定に至る経緯やその内容等について解説するものである。なお、本稿の意見にわたる部分は筆者の個人的な見解である。

## 二 エクイティ・ファイナンスをめぐる現状

株式を上場するメリットの一つとして、流通市場における高い流動性を背景に、発行市場において新たに株式を発行することによって投資者から直接資金を調達する道が開かれるという

|                      |
|----------------------|
| 目次                   |
| 一 はじめに               |
| 二 エクイティ・ファイナンスをめぐる現状 |
| 1 第三者割当て             |
| 2 公募                 |
| 3 ライツ・オファリング         |
| 三 プリンシプル・ベースのアプローチ   |
| 四 本プリンシプルにより期待される効果  |
| 五 本プリンシプルの内容         |
| 1 概要                 |
| 2 各原則の考え方            |
| 六 おわりに               |

点が挙げられる。上場会社が、エクイティ・ファイナンスを実施して資金調達を行うことは、市場の本来の機能を活用するものであり、尊重されるべきものである。

他方で、エクイティ・ファイナンスに際し、法令や取引所規則等のルールに違反しない限り何をしても構わないという安易な考え方は適切ではない。資本市場を取り巻く環境が日々変化中、取引所が的確な対応を行っていくためには、必要に応じてルールの見直しを行っていくことが重要ではあるが、いかにルールを見直ししても、対応し難い事案が現れる。

### 1 第三者割当て

#### (1) 制度改正の概要

東京証券取引所（以下「東証」という）は、第三者割当てについて、二〇〇九年八月に、既存株主の権利の希薄化や上場会社による大株主の選別などの問題に対応するための制度改正を実施した。その主な内容として、①希薄化率三〇％を超える場合、支配株主が異動し三年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されている場合を上場廃止基準に追加し、②希薄化率二五％以上の第三者割当てを実施する場合は、原則として、株主の納得性を増すための手続として、経営者から独立した者からの意見の入手または株主総会決議などによる株主の意思確認の実施を義務づけ、③払込財産の確認内容および払込金額の算定根拠、その具体的内容の開示を義務づけ、④割当先が反社会的勢力と関係がないことを示す確認書の提出を義務づけている（注三）。

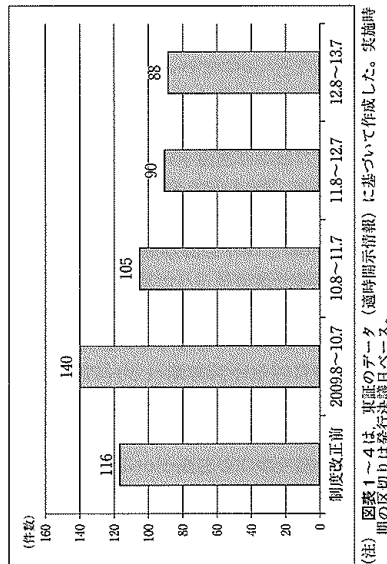
また、二〇〇九年二月に、金融審議会スタディグループの提言を受けて（注四）、企業内容等の開示に関する内閣府令等が改正され、①割当予定先の状況、②発行条件に関する事項、③大規模な第三者割当てに関する事項が、有価証券届出書の記載事項となるなど法定開示の充実が図られた。

### (2) 制度改正後における第三者割当ての実施状況

制度改正後の実施件数は、図表1のとおり、全体的に減少傾向にある。

制度改正後の希薄化率の状況については、図表2のとおり、希薄化率二五％未満の事例が増加した一方で、希薄化率二五％以上の事例が減少した。さらに、株主の納得性を増すための手続が不要となる希薄化率二五％未満の状況を詳

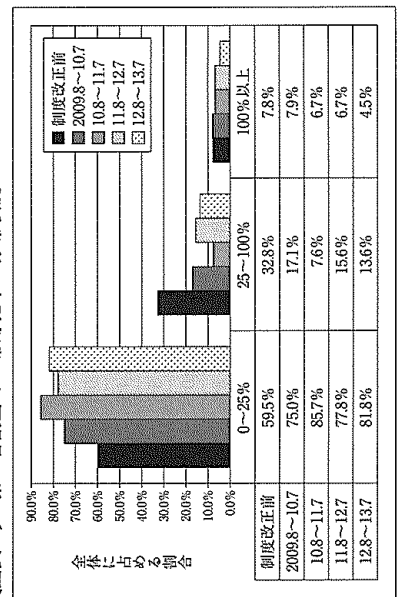
【図表1】 第三者割当ての実施状況



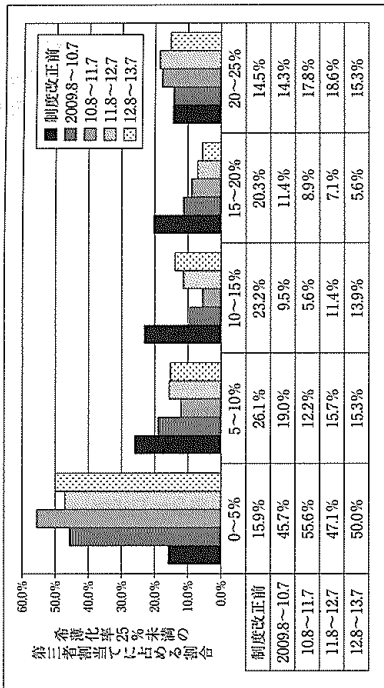
しくみると、図表3のとおり、最も希薄化率が高い二〇％以上二五％未満の事例が占める割合は、制度改正の前後で大きな変化がみられず、年によっては増加している。

以上から、総じていえば、制度改正前と比べ、制度改正後の希薄化率は全体的には減少傾向にあるといえ、一連の制度整備の効果があつたものと考えられるが、仮に、二〇％以上二五％未

【図表2】 第三者割当ての希薄化率の分布状況



【図表3】 第三者割当ての希薄化率の分布状況 (25%未満)



満の事例の中に、株主の納得性を増すための追加的な手続の履践を回避するためだけに、希薄化率を調整したものがあるとするならば、このような行為は、制度改正の経緯(注五)からすると不適切なものといえよう。

施された公募増資の希薄化率の推移状況である。二〇〇九年度・二〇一〇年度に実施された大規模な希薄化を伴う公募増資については、既存株主の利益を損なってきたとの見方もあるが(注九)、リーマン・ショック後の景気低迷による業績不振に伴い悪化した財務状況の改善のために増資を選択した企業が多かったという事情もあると思われる。

この点、これらの公募増資が批判されたのは、調達資金を活用して企業価値を向上させるストーリーが株主・投資者に十分に浸透しなかったからとの指摘がある(注一〇)。もともと、実施時から数年経過した現在では、業績が改善し、株価が回復している会社もあるため、これらの増資が、真に既存株主の利益を損なったのか否かは、中長期的な視点で検証することも必要であろう。

3 ライツ・オフアリンク

ライツ・オフアリンクに関しては、海外投資家の要望(注一一)や大規模な希薄化を伴う公募増資などへの批判を契機に、既存株主の利益に配慮した手法として注目され、制度整備が進んだ結果、わが国における第一号案件(注一二)が実施された二〇一〇年三月五日、二〇一四年六月末日に二五件のライツ・オフアリンク(内二件：コミットメント型が三件、ノンコミットメント型が二件)が実施されている(注一三)。

(3) 不適切な第三者割当てへの対応  
近年、「不公正ファイナンス」と呼ばれる、株式の発行過程における不適切な行為と流通市場における不適切な行為が複合的に関連する不正取引が行われている。たとえば、架空増資や不動産を過大評価した現物出資等によって新株式を不正に取得し、これを流通市場で売却して不当な利益を得るというものである。このような不正ファイナンスに対して、証券取引等監視委員会(以下「監視委員会」という)は、偽計罪を適用して対応している(注六)。

この点、特に第三者割当てが、不公正ファイナンスのような不適切な行為に利用されてしまうのは、発行会社が割当てや発行条件について恣意的に判断できる余地が大きいことにあると考えられる。(1)で紹介した制度改正は、このような発行会社の恣意性を低下させ、市場の公正性の確保につながるものである(注七)。

他方で、監視委員会による刑事告発の対象にはならなかったものの、調達した資金が、事業活動に有効に活用されることなく、個々の法令や取引所規則等のルールに違反するといえない取引等を介して、最終的に特定の個人・法人に流出した事例も存在する。このような行為は、ただちに個々の法令・取引所規則等に違反するものではなかったことから、刑罰・行政

【図表4】 年度別・公募増資の希薄化率の推移(東証上場会社)

| 希薄化率   | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 | 2012年度 | 2013年度 | 5年間合計  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 100%超  | 0件     | 0件     | 0件     | 0件     | 0件     | 1件     |
| 30%超   | 9件     | 5件     | 3件     | 1件     | 5件     | 23件    |
| 25~30% | 12件    | 2件     | 4件     | 0件     | 2件     | 20件    |
| 20~25% | 10件    | 6件     | 1件     | 4件     | 9件     | 30件    |
| 15~20% | 11件    | 10件    | 2件     | 5件     | 20件    | 48件    |
| 10~15% | 7件     | 7件     | 5件     | 10件    | 23件    | 50件    |
| 10%以下  | 1件     | 13件    | 0件     | 8件     | 24件    | 46件    |
| 件数     | 50件    | 42件    | 15件    | 28件    | 83件    | 218件   |
| 平均     | 24.3%  | 20.6%  | 23.3%  | 14.0%  | 14.7%  | 18.5%  |
| 中央値    | 22.7%  | 15.9%  | 18.9%  | 12.0%  | 13.5%  | 15.9%  |
| 最大     | 90.3%  | 107.0% | 68.5%  | 39.3%  | 38.2%  | 107.0% |
| 最少     | 2.8%   | 4.3%   | 10.1%  | 1.8%   | 1.4%   | 1.4%   |

罰や取引所による措置等の対象にならなかったが、厳に排除されるべきである(注八)。

2 公募

公募については、法令や取引所規則等のルールによる希薄化率の規制はない。

図表4は、二〇〇九年度〜二〇一三年度に実

ライツ・オフアリンク案件の大半を占めるノンコミットメント型の実施例の中には、業績が優れる公募等の方法では資金を調達することが困難な会社が利用しているのではないかとの懸念が存在していた(注一四)。このような懸念に因しては、東証の上場制度整備懇談会で審議され、その結果、ノンコミットメント型ライツ・オフアリンクについては、増資の合理性を評価するプロセスの導入と一定の業績基準を求めるのが適当であるとの提言が行われ(注一五)、これを踏まえた上場制度の見直しが行われた(詳細は、佐藤義彦「ライツ・オフアリンクに係る上場制度改正の概要」本号二四頁以下を参照)。

ノンコミットメント型ライツ・オフアリンクをめぐる問題は、この上場制度の見直しにより、ルール・ベースのアプローチの対応がなされたところであるが、この問題に象徴されるように、新たな金融商品や取引手法が登場し、これが本来想定していない形で利用されてしまった場合、ルール・ベースのアプローチで法令・取引所規則等のルールを改正するにはある程度の時間を要し、対応が事後的にならざるを得ないことがある。

三 プリンシプル・ベースのアプローチ

不特定多数の参加者が存在する資本市場にお

いて、明確なルールが存在することは、規制の透明性や予見可能性を高める上で不可欠である。しかし、二でみたとおり、形式的なルールの遵守さえすればよいとの認識があり得ること、個々の法令や取引所規則等への明確な違反はないが複数の行為を組み合わせて全体としてみれば株主・投資者の利益を害するおそれがあること、ルールの整備は事後的にならざるを得ないことなどが想定される。このような事案に対して、ルール・ベースのアプローチのみに依拠した対応をすれば、実質的には不公正・不公平な結果を招いてしまうおそれがある。

そこで、このような事案に対しては、ルール・ベースのアプローチに加えて、プリンシプル・ベースのアプローチを組み合わせていくことが有効であると考えられる。

ここでいうプリンシプル・ベースのアプローチとは、上場会社や市場関係者が、尊重すべき原理・原則(プリンシプル)を確認し、共有することで、各々がその持ち場に即した規範意識を働かせ、自主的に行動していくことにより、資本市場全体の質的向上の実現を目指す取組みのことである。

法令や取引所規則のようなルールは、規制を受ける者が守るべき最低限の規律を定めた上で、ルールに違反した者に対しては一定のペナルティや改善措置等の対応をとることにより、その実効性を確保するものである。他方で、

本プリンシプルは、ルールで定められている最低限の規律にとどまらず、資本市場を利用して資金調達を行う場合の基本的な考え方を示すものであり、上場会社や市場関係者の行動を一律に拘束するものではない。したがって、仮に本プリンシプルの充足度が低い場合であつても、取引所規則上の根拠なしに、上場会社に対する措置等が行われることはない。

#### 四 本プリンシプルにより期待される効果

当法人としては、本プリンシプルが上場会社や市場関係者によつて共有されることによつて、具体的には以下の効果もたらされることを期待している。

- ① 上場会社においては、明示的なルールがない場合やルールの解釈が分かれる場合であつても、プリンシプルによつて、エクイティ・ファイナンスの実施に当たり指針とすべき基本的な考え方に照らした上で経営判断を行うことが可能となる。
- ② 引受人や証券会社、弁護士、公認会計士、コンサルタント等上場会社に対してアドバイスを提供する市場関係者においては、プリンシプルに示された基本的な考え方を十分に理解した上、上場会社がかかる基本的な考え方から逸脱することのないよう助言

を行い、その適切な経営判断に貢献していくことができる。

- ③ 株主や投資者においては、プリンシプルが、上場会社の実施するエクイティ・ファイナンスの適切性を判断する際のとおりとなるため、より合理的な投資判断を行うための基礎とすることができる。
- ④ 金融商品取引所においては、自主規制業務の過程で、プリンシプルに示された基本的な考え方に沿つて上場会社や市場関係者との対話を行うことが可能となる。また、直接に適用可能なルールが見当たらない場合や包括的ルールを解釈、適用する場合には、プリンシプルに示された基本的な考え方が判断の指針となり、より実態に即した的確な対応が可能となる。

#### 五 本プリンシプルの内容

##### 1 概要

本プリンシプルは、四つの原則から構成される。内容は、エクイティ・ファイナンスに係る法令・規則等の趣旨や精神を整理、具体化し、これに当法人が自主規制業務を行う中で蓄積されてきた視点を付加したものである。いずれも、資本市場にかかわる者において従前より共有されているべき基本的な原則である。

#### 2 各原則の考え方

##### (1) 原則第一

改めて詳論するまでもなく、上場会社の経営陣は、会社の事業目的の遂行を通じた企業価値の向上という視点を踏まえて行動することが基本となる(注一六)。当然、エクイティ・ファイナンスの実施に当たつても、企業価値の向上という観点からの検討が必要である。そこで、本プリンシプルでは、「企業価値の向上に資する」(注一七)という原則を置き、「調達する資金が有効に活用されて上場会社の収益力の向上につながる」ことが、調達目的、資金使途、過去に調達した資金の充当状況、業績見通しなどに基づいて合理的に見込まれるものであり、また、その合理的な見込みに疑いを生じさせるような経営成績、財政状態及び経営実態となっていないこと」および「ファイナンス実施後において、健全な経営管理が行われて持続的な企業価値向上の実現が十分に期待されること」が求められるとした。

たとえば、エクイティ・ファイナンスを実施するに当たり、企業価値の向上につながるような合理的で具体的なエクイティ・ストーリーが存在しない場合には、株主・投資者から調達した資金が効率的に活用されないばかりか、安易な投融資等によつて結果として大きな損失を生じさせるなど、持続的な企業価値の向上は達成

されない。

なお、今回判断要素の一つとして、「経営実態」を盛り込んだのは、上場会社の内部管理体制等の構築・運用に問題がある場合には、調達資金が有効に活用されないことや、不透明な取引等に係る支払いに充当されるおそれがあることを背景としている。

##### (2) 原則第二

既存株主は、上場会社を実施するエクイティ・ファイナンスについて最も強い利害関係を有するステークホルダーである。既存株主の利益が確保されることは、上場会社に対してリスクマネーが円滑に供給される大前提であるから、上場会社は、エクイティ・ファイナンスを実施するに当たり、既存株主の権利の希薄化や流通市場に与える影響に配慮して、資金の調達方法、実施時期、発行条件等について十分な検討を行う必要がある。

そこで、本プリンシプルでは、「既存株主の利益を不当に損なわない」という原則を置き、「ファイナンス手法、実施時期、発行条件等は、ファイナンスに伴う株式の希薄化や流通市場に与える影響等について十分に配慮されたものであり、既存株主に対して合理的な説明が可能なるものであること」が求められるとした。

##### (3) 原則第三

特定の個人や法人が、資本市場から不正に利益を得ることを意図して、上場会社によるエク

イティ・ファイナンスの機会を利用しているのではないかと懸念される事例が散見される。特に、第三者割当てについては不正ファイナンスに利用されやすいとの指摘があり、また、ノンコミットメント型ライツ・オファリングについては、第三者によるテュー・デリジエンスが行われなことから、調達資金の使途について、実態の疑われる新規案件や取引を名目とした大株主等の関係者への支払いとして社外流出するなど、その妥当性に疑問を呈さざるを得ないようなケースも少なくないとの指摘がある(注一八)。

本来、エクイティ・ファイナンスにより調達された資金は、上場会社においてその事業活動のために有効に活用され、企業価値を向上させることにより、最終的に株主に等しく還元されるべきものである。にもかかわらず、エクイティ・ファイナンスの機会に乗じて、株主・投資者を欺き、その犠牲のもとに、特定の個人・法人が利益を得ようとする、いわば反市場的行为は、市場の公正性・信頼性の観点から厳に排除されるべきである。

そこで、本プリンシプルでは、「市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない」という原則を置き、「公正でない方法により利益を得ようとする主体やその協力者を、資本市場に参入させないこと」および「個々には直ちに法令や取引所規則等の違反とは言えない取引を組み合

わせ、全体として不当な利益を得ようとするスキームになっていないこと」が求められるとした。

##### (4) 原則第四

会社情報の適時開示は、その担い手である上場会社が主体的な役割を果たすものであり、上場会社において、その意義・重要性についての十分な認識と開示に対する真摯な姿勢が強く期待されている。

そこで、本プリンシプルでは、「適時・適切な情報開示により透明性を確保する」という原則を置き、エクイティ・ファイナンスに係る情報開示を行う場合の基本的な考え方として、「情報開示は、その時期が適切であり、その内容が真実で一貫性があり、その範囲が十分であり、かつ、開示資料等における説明が分かりやすく具体的で、株主や投資者が行う投資判断に有用なものであること」および「ファイナンス実施後においても、発行時の開示内容が適切であったことを示せること」が求められるとした。

時期の適切性、内容の真実性、範囲の十分性などは、取引所規則においても、会社情報の開示に係る審査の観点としてすでにルール化されている精神であるが(注一九)、今回「内容の一貫性」や「ファイナンス実施後においても、発行時の開示内容が適切であったことを示せること」を、プリンシプルの具体的内容として盛り込んだのは、上場会社によるエクイティ・

ファイナンスの実施例の中には、発行決議時において開示していた資金使途などの内容を調達後早々に変更したものの、その変更の時期・理由が必ずしも合理的であるといえないような事例や、発行決議時においては調達した資金により新規事業を開始すると開示しておきながら、調達後、当該事業が開始されることがなく、結局、調達資金が運転資金や不透明な取引に係る支払等に充当され、回収不能となっていたという事例が存在することを背景としている。

六 おわりに

本プリンシプルを構成する四原則は、良識ある多くの市場関係者には目新しい内容ではなく、そのような方々からすれば当然のことであり、改めて確認する必要性を感じないかもしれない。しかし、当法人が、自主規制業務を遂行する過程で対峙する事案の中には、このような基本的な考え方が共有されていないのではないかと疑わざるを得ないものも散見されるのが実情である。

エクイティ・ファイナンスは上場会社単独で行われるものは少なく、大半は証券会社・弁護士・公認会計士・コンサルタント等の市場関係者の関与がある。本プリンシプルが共有されることとなれば、各市場関係者が各自の持ち場において適切な判断をする際によりどころとな

り、資本市場全体の質的向上が期待できる。市場関係者の皆様においては、「会計処理として妥当か」「法令・取引所規則の文言に抵触しないか」など、論点ごとに、最低限の規律をクリアしているかという視点のみならず、本プリンシプルの四原則を念頭に、当該エクイティ・ファイナンスが資本市場を利用した資金調達としてふさわしいものかという視点をもつて対応をしていただきたいと考えている。

本プリンシプルの浸透には時間を要するかもしれないが、これが上場会社、市場関係者、株主・投資者に広く浸透することによって、エクイティ・ファイナンスの適切な市場慣行・規範が形成され、わが国の資本市場において、質の高いエクイティ・ファイナンス事例が増えることを期待している。

- (注一) 二〇一四年八月二六日に公表したエクイティ・ファイナンスのプリンシプル(※、パブリック・コメントに寄せられた意見およびこれに対する回答などについては、当法人ウェブサイト( <http://www.jpix.or.jp/outline/about/public-comment.html> ) を参照)。
- (注二) パブリック・コメントの手続きを経て確定した最終版(日本取引所自主規制法人「エクイティ・ファイナンスの品質向上に向けて(平成二六年一〇月一日)」)については、当法人ウェブサイト( <http://www.jpix.or.jp/news/2014/20141014.html> ) を参照)。
- (注三) 制度改正の詳細は、東証上場制度整備懇

談会「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて(二〇〇九年四月三日)」( <http://www.tse.or.jp/listing/seibi/b7gje6000005zc9-at/b7gje6000004qcj.pdf> )、宇都宮親子「上場制度整備懇談会「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」の概要」(本誌一八六八号(二〇〇九)一五頁以下、伊東昌夫「有価証券上場規程等の一部改正の概要」(二〇〇八年東証上場制度整備の対応について)に基づき改訂)「本誌一八七八号(二〇〇九)二二頁以下、および後述通り(東証による二〇〇九年八月制度改正後の第三者割当ての開示状況」(本誌一九〇六号(二〇一〇)七二頁以下を参照)。

- (注四) 金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するステイタクループ報告(上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて)(平成二二年六月一七日)」( [http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20090617/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617/01.pdf) ) 二頁、四頁参照。
- (注五) 希薄化率二五%以上の第三者割当てについて株主の納得性を増すための手続を義務化することになった経緯等については、東証上場制度整備懇談会「前掲(注三)八頁、一〇頁を参照)。
- (注六) 河村圭彦「発行市場に対する市場監視について」(第三者割当て増資及びライツ・オフアリンクの最近の動向(二〇一四)) ( <http://www.fsa.go.jp/sssc/keisai/25/20140122-1.pdf> ) 「証券取引等監視委員会「不公正ファイナンスの実態分析と証券取引等監視委員会の対応(平成二五年六月)」( [http://www.fsa.go.jp/sssc/news/c\\_2013/20](http://www.fsa.go.jp/sssc/news/c_2013/20)

商事法務No.2046

商事法務No.2046

- 13/20130626.pdf) などを参照)。
- (注七) 当法人は、不適切な第三者割当ての未然防止に係る取組みの一つとして、二〇一〇年九月に、第三者割当てに係る事前相談の内容およびそれに対する考え方を解説する「上場管理業務について——不適切な第三者割当ての未然防止に向けて——」を発刊しているの、これも参考にされた。
- (注八) 当然のことながら、上場会社による適時開示の内容に不備がある場合は、適時開示規則の違反となり、取引所規則に基づき措置等の対象となり得る。
- (注九) 日本証券業協会我が国経済の活性化と公募増資のあり方分科会「我が国経済の活性化と公募増資のあり方分科会報告書——公募増資等のあり方に関する調査と整理——(平成二五年六月一八日)」( <http://www.jsda.or.jp/katsudou/25/25senryaku/files/130619houkokuysu.pdf> ) 四頁)。
- (注一〇) 本橋貞和「ライツ・オフアリンクをめぐる現状と課題」(ジュリスト一四七〇号(二〇一四)二八頁、二九頁)。
- (注一一) ACCG「日本のコーポレート・ガバナンス白書(二〇〇八年五月)」( [http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA\\_Japan\\_WP\\_May2008\\_\(Japanese2\).pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_(Japanese2).pdf) ) 。
- (注一二) タカクレイベンによるノンコミットメント型ライツ・オフアリンク。なお、発行決議日は、二〇一〇年三月五日)。
- (注一三) 発行決議日に基づいて件数を数えている。
- (注一四) 佐藤寿彦・谷川隆・徳田安崇「成長取


- 略なき資金調達の道具としてはならない」(金融財政事情六四巻四二号(二〇一三)二四頁以下)。
- (注一五) 東証上場制度整備懇談会「我が国におけるライツ・オフアリンクの定発に向けて(二〇一四年七月二五日)」( <http://www.tse.or.jp/listing/seibi/b7gje6000005zc9-at/b7gje6000004qcj.pdf> ) 。
- (注一六) 神田秀徳監修・株式会社東京証券取引所編著「ハンドブック 独立役員の実務」(商事法務、二〇一二年)二頁、三頁)。
- (注一七) ここでいう「企業価値の向上」の意味については、日本取引所自主規制法人・前掲(注二)一頁を参照)。
- (注一八) 大崎・前掲(注一〇)三三頁)。
- (注一九) 有価証券上場規程四二条二項、上場管理等に関するガイドラインII2。(たにがわ・ととし)

## インサイダー取引規制の実務(第2版)

**木田 裕・上島正道 監修**  
**西村あさひ法律事務所・危機管理グループ 編**

A5判/790頁/本体6,500円(税別) ISBN978-4-7857-2202-9 2014.8刊

インサイダー取引規制について体系的に解説した決定版。初版刊行以降の新たな論点をすべて取り込み、平成24年以降の改正をフォローした第2版。第2版も、初版の執筆方針をフォローし、わが国のインサイダー取引規制について、体系的な解説を行うとともに、実務上の課題や最新の取引規制の実務に役立つ最新の解説書である。



電話 03(5614)5643  
 FAX 03(3664)8844

東京都中央区日本橋茅場町3-9-10  
<http://www.shojihomu.co.jp/>

**株式会社 商事法務**





日本取引所グループ金融商品取引法研究会

フェア・ディスクロージャー  
ーインサイダー取引規制の再検討ー

2014年12月26日(金) 15:00~16:59

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

|    |    |                    |
|----|----|--------------------|
| 飯田 | 秀総 | 神戸大学大学院法学研究科准教授    |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院法務研究科教授     |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授         |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授     |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授  |
| 近藤 | 光男 | 神戸大学大学院法学研究科教授     |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授     |
| 洲崎 | 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授     |
| 龍田 | 節  | 京都大学名誉教授・弁護士(特別会員) |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部准教授        |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授     |
| 松井 | 秀征 | 立教大学法学部教授          |
| 森田 | 章  | 同志社大学大学院司法研究科教授    |
| 山下 | 友信 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授  |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授     |

【報 告】

フェア・ディスクロージャー  
–インサイダー取引規制の再検討–

同志社大学大学院司法研究科教授

森 田 章

目 次

- |                                        |                            |
|----------------------------------------|----------------------------|
| I. アメリカにおける発行者の情報開示における裁量              | 1. インサイダー取引の違法性の根拠         |
| 1. 開示さもなくば断念 (Disclose or Abstain) の理論 | 2. インサイダー取引と区別できる判例理論      |
| 2. プリマチュアの開示                           | IV. Regulation FD への期待     |
| 3. 四半期報告書の開示                           | V. 我が国のインサイダー取引規制の質的向上への示唆 |
| II. アメリカの IR における重要情報の開示               | 1. 違法性の根拠                  |
| 1. 選択的開示の状況                            | 2. 実質的規制への変容               |
| 2. フェア・ディスクロージャーの考え方                   | 3. 実質的規制にするメリット            |
| III. フェア・ディスクロージャーと証券詐欺の概念との区別         | 4. 投資者の混乱防止のための継続開示の限定     |
|                                        | 討論                         |

○近藤 それでは、時間になりましたので、12月の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、同志社大学の森田先生から「フェア・ディスクロージャー –インサイダー取引規制の再検討–」というテーマでご報告いただきます。

それでは、よろしく願いいたします。

○森田 平成 25 年に内部者取引禁止規定が改正されまして、この研究会でも 3 回にわたってご報告いただきました。改正によって変わった規定になったなあという印象を持っていたのですが、報告を聞いてみると、インサイダー取引規制のあり方について何かおかしいことになっているのではないかと思います、本日の報告をさせていた

だくことにしました。

我が国では、インサイダー取引はなぜいけないのかということがもう一つよくわからないということで、「証券市場の公正性及び健全性に対する投資家の信頼」を保護法益とするとの考え方がとられました。「抽象的な危険」のある行為をもって違法とし、罰則も、交通取締法規のように、取り締まり法規だから軽いというような形で出発したはずです。ところが、この前のご報告でありましたように、改正法による 167 条の 2 は、外形上は規制対象行為でありながら、これをくぐりぬける余地を認めるような規制方法をとりました。つまり、重要事実の情報伝達・取引推奨を規制するけれども、目的要件や取引要件が掲げられるよう

なことになって、非常に複雑な規制になってしまっているかと思えます。

また、従来のインサイダー取引禁止規定は、一定の要件に該当すれば逃れることのできない、いわば形式犯を処罰するような性質のものでしたが、今回の改正は、実質的な規制へと大きく舵を切ったのではないかとも思われます。中でも一番疑問に感じた点は、IR 関係です。目的要件の解釈になるようすけれども、金融庁の情報伝達・取引推奨規制に関する Q&A（金融商品取引法 167 条の 2 関係）の問 3「未公表の事実を知っている上場会社等の役職員が、IR 活動を行うことは取引推奨規制の対象となるのでしょうか」の問いに対する答えは、「IR 活動の一環として行う自社への投資を促すような一般的な推奨については、通常の場合、他人に対し、特に重要事実の公表前の売買等を行わせ、それに起因した利益を得させるためのものでなく、『重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる』等の目的を欠くと考えられるため、基本的には規制対象とならないものと考えられます」と説明しています。

しかしながら、アナリストはその顧客に取引推奨をすることを業としていますから、発行会社が IR で重要事実を仮に漏らせば、出席したアナリストは、それに基づいて自ら顧客勘定の取引を行い、あるいは顧客にこれを伝達し、その顧客はそれに基づいて利益を得るために売買取引をすることになるのが常だと考えられます。このことを前提にすれば、発行会社が IR で重要事実を伝達することは、167 条の 2 に違反する可能性が濃厚ではないかと思うわけです。

アメリカでは、アナリスト等に対する開示については、これを selective disclosure —— 日本語に直訳すると「選択的開示」で意味がよくわからず、要するに一律ではなくて、相手を見て開示するということですが、そのような位置づけをしています。実際にも、発行者が重要事実を公表する前にアナリストたちに伝達することが 30 年以上にわたる慣行であると言われていまして、しかもこれにより、その事実が公表される前に利益を

確保するための取引がなされているとの指摘があります。これは投資家の信頼を失うことになりませんが、これをインサイダー取引として禁止するのではなく、SEC がこれに対してフェア・ディスクロージャー規制を制定しています。実際上は、IR 等において、アナリスト等は、Regulation FD によってもなお、いささかの早耳の情報取得によるメリットを受けているようです。

そうだとすると、海外の証券アナリストなどは、IR によっていち早く重要情報を獲得して顧客に取引をさせる活動が、アメリカではできるけれども、日本では今回の改正によって全くできなくなる可能性があると思います。これでは、日本の証券市場に対するアナリスト達の興味が希薄になることが懸念され、また投資家に対しても、重要情報が次第に伝播されていくというプロセスを否定してしまうこととなるのではないかと思います。これでは、我が国の証券市場の取引の活性化を阻害するおそれがあるのではないかと。インサイダー取引規制は、他面では重要情報の市場への伝播の必要性という主たる目的とは裏腹の関係にあるということに留意すべきではないかと思うわけです。

そこで、インサイダー取引規制の今後のあり方を考えるために、アメリカのインサイダー取引規制の概要を簡単に述べさせていただきたいと思えます。

## I. アメリカにおける発行者の情報開示における裁量

### 1. 開示さもなくば断念 (Disclose or Abstain) の理論

これはキャデイー・ロバーツ事件 (In the matter of Cady, Roberts & Co., 40SEC907 (1961)) で展開された理論ですが、要するに、取締役会に出席していた証券会社の役員が、その情報をいち早く顧客に知らせたという事件で、そのときキャデイー・ロバーツ社 (証券会社) も、モンロー上の詐欺に該当するかどうかにかかわらず、そういう情報を守ることを徹底していなかったというようなことで処分を受けています。

しかし、そのときに、重要情報は絶対に開示しなければならないというようなものではないということが同時に認定されました。つまり、秘密を持ってはいけないというのではなくて、取引をしないかぎり秘密は持ってもいいということを前提にしたような判断であったということをお願いしたいわけです。

## 2. プリマチュアの開示

インサイダー取引は、企業の秘密情報があるからなされるのであるから、その防止のためには、会社がすべての情報を開示すべきなのかという問題があります。テキサスガルフサルファー事件におきましては、会社は有望な鉱床を発見しましたが、これを公表せずに隣接する鉱区を取得しようと考えていました。そのような有望な鉱床を発見したことを発表すると、隣接する鉱区の取得が困難になるし、コストが高くなるだろうから、そういう情報を開示せずに秘密にしておく正当な理由があるということが認識されていたわけです。

ですから、ここで言いたいのは、重要情報を完全に秘密にしておくこともあり得るけれども、これに対して無理やりに開示させることはできないという法理で進んでいるということです。

アメリカでは、例えば発行会社が合併交渉中であって、いまだに骨子の合意に至っていないような段階では、臨時報告書の開示義務を負わせていないということにも留意すべきです。ただし、うわさが立っているときに、我が社ではそんなことは一切ございませんといった全く虚偽の発表をしまえば、それは違法行為の差し止めということになると言われています。

## 3. 四半期報告書の開示

将来情報等の重要性は、アメリカにおいては、そのような出来事が生じる蓋然性及び会社のトータルな活動に照らしたときの出来事の影響度をバランスさせて考察するようであり、発行会社には企業活動において企業秘密を持つことが許されているということです。ただし、これも、業績予測

を開示してその訂正義務があるようなときには、やはりそれは開示しなければいけないというようなことですが、原則としては、企業秘密の保持が認められていることに留意すべきです。

## II. アメリカの IR における重要情報の開示

### 1. 選択的開示の状況

開示ということになった場合、我が国とは少し違うようなことが行われているということです。私も現場を見てきたわけではありませんが、一回アメリカの機関投資家のところに日本の発行会社の人たちと一緒に視察に行ったときには、日本の発行会社はインサイダー情報をなぜ早く出さないのかというような、そういう強い圧力を感じました。体験としてはそれぐらいしか知らないのですが、書かれたものによりますと、企業による「選択的開示」は、電話会議や一部のアナリストや機関投資家だけに開かれた会議で、その他の投資家や公衆及びメディアを排除して行われる。あるいは、会社の役員が個別のアナリストに直接に重要情報を開示するようなことが行われている。よくあるのは、発行会社の四半期の収益や売上高の見込みの事前の通知であり、公表されると発行者の株価に蓋然性の高い重大な影響を与えるものである。このようなことが行われていると、ロス＝セリグマンの Fundamentals of Securities Regulation の第5版の 952 ページに事例が多数報告されていました。一部の人たちにそういう重要情報が流れることがあるということです。

### 2. フェア・ディスクロージャーの考え方

企業は、証券アナリストなどに企業の状況や将来計画について説明を求められ、あるいは説明会を開催することがある。この場合、重要な企業情報が明らかにされることがあり得る。これは特定の者に対してだけ秘密の重要情報を教えるわけであり、投資者には不公平であると言えます。選択的開示の可能性を持つ問題であると言われていて、このことに対しては、アメリカでも、解釈の仕方によって、制度的な内部者取引になるので

はないかといった議論も盛んに行われています。

しかし、SECは、これを証券詐欺とは捉えずに、公正な開示問題——フェア・ディスクロージャーであると捉えまして、開示すれば直ちに公表する必要がある旨を規定しました（Regulation FD参照）。つまり、インサイダー取引規制を適用するのではなくて、こういう問題に対してはRegulation FDを制定して適用するのだという趣旨です。意図的に重要事実を漏らしたときは、同時に公表しなければならない。要するに、重大な出来事が起こって、公表しなければならないとわかっているときには一斉にしなければなりません。口が滑ったような場合、問い合わせなどで質問されているうちに言ってしまったというような場合は、24時間以内に公衆開示せよということになっています。24時間以内に公衆開示せよということは、24時間以内は取引できるということが暗に言われているわけです。

ここで言われている重要情報は、SECの解釈によると、以下の事項について総合的に判断されるということです。これは2000年に公表されたSECの方針説明です（Remarks of SEC Enforcement Director Richard Walker Nov. 1, 2000 at Compliance & Legal Division of the Securities Industry Association, New York City）。そこには、一応日本でもインサイダー取引禁止規定の対象となるような利益、これは間違いなく重要情報だということなどが並んでいます。

- ①利益 earnings 情報
- ②合併、資産取得、公開買付、合弁事業、資産変更
- ③新製品、新発見、顧客や供給者についての展開（契約の獲得または破棄）
- ④支配権の変更、経営者の交代
- ⑤監査人の変更、監査報告書を発行会社が無視している旨の監査人の指摘
- ⑥発行会社の証券についての出来事、デフォルト、償還、自己株式取得計画、株式分割、配当の変更、株主権の変更、証券の分売
- ⑦破産、更生手続

この定義に当てはまらなければどうなるかについては、ちょっと闇の中というようなことだと思います。

### Ⅲ. フェア・ディスクロージャーと証券詐欺の概念との区別

それで、今までのやり方、この前もご報告いただいた日本法のやり方では、そんな証券アナリストにだけ言うようなことはとても許されないという感じです。そうすると、そういう selective disclosure と内部者取引規制との違法性の根拠というか、区別できる根拠はあるのかということが問題になると思います。

#### 1. インサイダー取引の違法性の根拠

##### (1) 信任義務の違反

アメリカでは、1980年頃に企業買収が盛んになりまして、企業買収に関する秘密情報を利用した証券取引が問題となりました。例を挙げれば、A会社は、企業買収を行うに際しては、証券会社や弁護士、公認会計士などを加えて対象会社となる候補会社を事前に調査して、それから対象会社を決定することが多い。A会社に雇われた弁護士などが、調査に参加してその対象会社をB会社とする決定を知り、その情報が公表されるまでの間に対象会社のB社株式を買っておき、A会社がBを対象会社とする企業買収を公表した後に、高騰した価格でそのB社株式を売却して利益を得ることが問題になりました。これがいわゆるアウトサイダー取引と言われている問題で、これについて信任義務を媒介として内部者取引に違法性があるというような議論をしても少し無理がある、しかしそれを放置してよいのかということが議論になりました。

##### (2) 不正流用理論の確立

証券市場において重要な情報は、会社の業績や予想収益というような企業内容に関するだけでなく、金利が低下することを知った中央銀行の職員が、その情報を利用して株を買い、金利の

切り下げが公表されて株価が上昇したところでこれを売却して儲けることもできる。あるいは、新聞の中の会社紹介というコラム欄の記事を担当する者が、3日後に掲載されることになっている記事中に取り上げられる会社の株式を購入して、コラム記事が出て当該会社の株価が上昇したところでこれを売却して利益を得ることも可能である。

オハーゲン事件は、公開買付対象会社の株式を大量に買って、公開買付けが公表された後にこれを売却して利益を得たという刑事事件です。そこで、不正流用理論を承認しました。つまり、信任義務違反というのは、旦那の情報を預かっておいて、それを使うのは違法であるというような理屈だったのですが、秘密情報を預かっていて、それを使うのも違法であるというので、それもインサイダー取引と同じ扱いにするという最高裁判例で、不正流用理論を採用しました。

日本も、ここまでの展開は入れていまして、一応アウトサイダー取引についても一定のものは規制していますし、別に理屈はあれこれと言わずに規制対象に入っているということに関しては同じです。

## 2. インサイダー取引と区別できる判例理論

証券の取引者は、会社情報に対して平等のアクセスを有すべきであるとする初期の判例がある。これは今までの日本の考え方と同じで、この考え方によりますと、アナリストが責任を負うことも十分にあり得るということですが、最高裁判所のキアレラ判決(1980年)とダークス判決(1983年)がこのような平等アクセス論を変更したのではないかとされています。

キアレラ判決では、公衆に利用可能でない重要情報を取得した取引者は、常に詐欺的となるという取引当事者の情報アプローチの位置づけを拒絶しました。裁判所は、信任義務違反又は一定の秘密保持の信頼関係が要件となること、すなわち、アナリストに対して、信任義務に違反して情報を伝達した場合だけに取引が禁止されると判示しました。内部者が客観的に見て金銭上又は評判にお

いて将来的な利益を手に入れたかどうかという基準によって判断されるという。要するに、情報伝達するというよりは、自らが義務違反をしているというようなところに違法性があるということです。

ダークス事件は、アナリストが、会社の内部者から前役員による会社詐欺の情報の伝達を受けて、その情報の公開に尽力するとともに、自らの顧客にその情報が公開されると生じる損失を回避するために売却できるように情報を伝達した事件です。

このダークス事件でも、アナリストは 10b-5 に違反しないという判決をしたわけですから、これも、重要情報を一部得て取引したけれども、違反にならないということです。

個人的利益とか、情報伝達時の義務違反こそが違法性のメルクマールになっているようであります。IR であれば個人的利益の獲得もなく、また信任義務にも違反しないということですので、規制法理が異なるのではないかというようなことです。

## IV. Regulation FD への期待

Regulation FD は、SEC の 1999 年 12 月 20 日の通牒によって規則改正が提案され、2000 年 8 月 15 日の通牒によって制定されました。それまで放置されていたのですが、selective disclosure が不平等ではないのかといったことが色々と議論されまして、それに対してやっと SEC が腰を上げたということです。

規則改正案に対しては、個人投資家を中心として約 6,000 通のコメントが寄せられて、Regulation FD の採用を一律に賛成する主張をしてきた。個人投資家は、選択的開示の慣行に対して不満を表明し、それが市場における重大な不利益をもたらすと主張した。多くは、選択的開示慣行は投資者に対して内部者取引と区別がつかない市場に対する影響があり、法がこれを今まで規制してこなかったことに驚きを表明した。ですから、今の日本の学者さんたちも同じような状況だと思えますけれども、そういうことがアメリカで行わ

れているということです。

また、今日では、オンラインで投資する投資者は、かつてほどには専門家による調査及び分析に依拠しておらず、情報は仲介者を介さずにインターネット等で株主に直接リアルタイムで伝達できるから、仲介者の特典のようなものは要らないのではないかという議論もたくさんあったということです。

あと、Regulation FD は、証券アナリストが担当する発行会社の「買い」の推奨しかなしという状況を変化させるとの指摘もあったとか、アナリストは、選択的情報の開示をしてもらえるとという発行会社とのアクセスを失いたくないので、ネガティブな評価を出しづらいのであるが、同規則によって、より客観的かつ正確な分析と推奨が可能になるのではないかというような期待もあったと書いてあります。

我々もこのことの意味を何となく、例えば大学の経営で考えたら、大学で色々なことをやっていることを新聞で報道してほしいと思うと、親しい新聞記者にうちはこんなだというようなことを言うかもしれない。そういうことが発行会社とアナリストの関係にも当然あり得るのかなど。そういう関係の中で生み出されてきたような慣行ではないかと思います。しかし、それはインサイダー取引のようでもありますし、おかしいのではないかという議論もあるので、Regulation FD をつくったということです。

経営者は、企業情報の開示の方法をあたかも取引の対価のように操って、自らの企業情報の開示を促進させることができる。これをもう少し平たく言いますと、企業秘密を持っているけれども、それをあなただけに言ってあげるとか、あなたには言わないとか、そんな取引の道具みたいにするようなことがあり、これを放置しておく、市場の公正性や信頼性に対する公衆の信頼を失うことになりかねない。他方、証券アナリストが適法な努力によって情報を捜し出して分析することから証券市場が利便性を享有していることを、SEC が認めていると。この選択的開示慣行は、これまで

なされてきたこともあり、これに規制が必要だと考えて、この規則制定を行ったということです。

## Regulation FD

### 243.100 条 選択的開示 (selective disclosure) に関する一般原則

(a) 項 発行者、又はその代理者が、発行者又はその証券についての重要な非公開情報を本条 (b) 項 (1) 号に規定する者に対して開示したときは、発行者は、101 条 (e) 項に規定する方法でその情報を公開しなければならない。

(1) 号 意図した開示の場合は、同時 (simultaneously) に開示しなければならない。

(2) 号 意図的でない開示の場合は、直ち (promptly) に開示しなければならない。

(b) 項

(1) 号 本条 (b) 項 (2) 号に規定する場合を除き、本条 (a) 項の規定は、発行者の外部者の次のようになされた開示に適用される。

(i) ブローカーもしくはディーラー、又はブローカーもしくはディーラーの関係者……

(ii) 投資顧問……、機関投資家の運営者……、またはこれらの関係者……

(iii) 投資会社等……、または

(iv) その情報を基礎として発行者の証券を購入または売却することが合理的に予見される発行者の証券の保有者

(2) 号 本条 (a) 項は次者に対する開示には適用されない。

(i) 発行者に対して信認又は守秘の義務を負う者

(ii) 開示された情報の秘密保持に合意した者

(iii) 信用格付け会社であり、格付けのためだけに開示されてその格付けが公衆に利用可能である場合、または

(iv) 証券法上登録される証券募集等に関連する場合

要するに (2) 号は、インサイダー取引規制の対象とする場合です。これは要するに、守秘義務や信託義務を負っている人たちはインサイダー取引規

制が適用されますから、その人たちを除くところの開示だということです。

ここにいう直ちに (promptly) とは、合理的に実際的なできるだけ早いときを意味していると言われています。24 時間以内、または翌日のニューヨーク証券取引所の取引開始のいずれか遅いときにまでに開示しなさいというようになっているということです。

## V. 我が国のインサイダー取引規制の質的向上への示唆

大分前に勉強したようなことを色々使っていますので、今の私がもう一度しっかりと反復できるかは少し疑問でもあるのですが、我が国のインサイダー取引規制の質的向上への示唆として、今のようなフェア・ディスクロージャーといった慣行がインサイダー取引と区別されている、要するに情報開示でそういう別な形のものがあるということについて考えます。

今回も私の担当で、今回のテーマについて勉強していたのですが、金融庁、東証によるガバナンス・コード案が本月 12 日に公表されました。後から配った 10 ページ目の最後のパラグラフですが、本月に公表された金融庁、東証によるガバナンス・コード案においては、上場会社は「法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである」(基本原則 3) としています。そこでは、情報として有用性の高いものが要求されているようです。このような機関投資家からの要求に対してインサイダー取引規制を持ち出すという現行の対応でいいのかが問題となってくるように思われます。

インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ平成 24 年 12 月 25 日「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」の中では、機関投資家等の運用担当者等が取引上の立場を利用して未公表の重要事実を要求する等により、耳寄り情報を求めてインサイダー取引を行うことは、悪質性

が強く、適切な違反抑止を図る必要があるとしていまして、日本では、そんなことは絶対にさせないぞというようなことだったわけです。

それは少し行き過ぎではないかと思っ、本日の報告をさせてもらったわけですが、さらに金融庁と東証のガバナンス・コード案においては、投資者に対して、あるいは株主に対してこういう情報を開示せよということで、有用性の高い定期報告事項以外の開示をせよということを行っているわけです。

そうだとすると、フェア・ディスクロージャーの考え方を取り込むというか、我が国のインサイダー取引規制を組み換えるというか、そういうことをする必要性が出てきたのではないかということで、我が国のインサイダー取引規制の質的向上の必要性がなお一層高まっているという状況かと思えます。

### 1. 違法性の根拠

#### (1) 昭和 51 年証券取引審議会答申

我が国では、「内部者の範囲を厳密に定めることは難しく、内部者がさらに情報を得た者に対して規制を及ぼすことは無理があるといわなければならない。また、証券取引法第 58 条(現行 157 条)の適用についても、詐欺的な不正取引を一般的に禁止した立法趣旨からみて、これをただちに内部者取引にまで広げることは限界がある」として詐欺的な不正取引を禁止する規定(現行 157 条)の適用を内部者取引にまで広げることはできない立場(証券取引審議会報告書「株主構成の変化と資本市場」(昭和 51 年))が一貫してとられ続けてきています。

#### (2) 内部者取引禁止規定の制定に向けての答申

当時、前述のようなアメリカで不正流用理論が出てくるようなとき、公開買付けの対象会社の株式を売買して利益を得るといったような注文を、こともあろうに日本から出したのですね。それで、SEC は日本の注文がどこから出ているのかを調査したい、インサイダー取引の犯人捜しをしたいか



らということで、司法共助規定で行いたいと思っても、日本ではインサイダー取引禁止規定はできていなくて司法共助はできないというようなことがありまして、それではいけないというので、あわてて内部者取引規制をつくったというような事情もありました。

そういう状況の中で、昭和63年2月16日の証券取引審議会不公正取引特別部会報告書「内部者取引の規制の在り方について」は、次のような考え方を明らかにしました。すなわち、「有価証券の発行会社の役員等は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報について、その発生にみずから関与し、または容易に接近しうる特別な立場にある。これらの者が、そのような情報で未公開のものとなりながら行う有価証券にかかわる取引は、一般にインサイダー取引、すなわち内部者取引の典型的なものといわれている」としてインサイダー取引を定義しまして、「こうした内部者取引が行われるとすれば、そのような立場にある者は、公開されなければ当該情報を知りえない一般の投資家と比べて著しく有利となり、きわめて不公平である。このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失うことになる」という考え方が示されました。それによって、罰則が制定され（現行166条、167条）、その後罰則は極めて強化される（現行198条19号）というような歴史をたどっています。

保護法益は、証券市場に対する投資家の信頼でありまして、証券詐欺の被害救済ではありません。

## 2. 実質的規制への変容

### (1) 罰則

日本人は最初、インサイダー取引がなぜ悪いのかがよくわからなかったのですが、だんだんそういうのはよくないという世論が定着してきたように思います。そして、だんだん罰則も厳しくなってきました。

インサイダー取引規制の166条及び167条の規定は、形式的に違反した人を捕まえるという取締

法規だったわけです。それで、客観的な要件、罪刑法定主義に基づいて非常に明確にするということが述べられていました。そして、当初は200条4号によって六月以下の懲役又は50万円以下の罰金とかで始まりました。それが、1997年改正により、懲役3年以下、罰金300万円以下、法人の場合の罰金が3億円以下と拡大していきました。そしてまた、それが197条の2によって5年以下の懲役又は500万円以下の罰金、法人は5億円（207条2号）というように強化されています。

そういうことで、今は形式犯ではなく実質犯といった感じの刑罰規定になってきているということですから、もともとの条文の規制根拠も、いつまでも取締法規と言っていいのかというようなことが問題になってくるということです。それから、この前の改正では、主観要件や取引要件が入ってきまして、罪刑法定主義の観点からも問題があるのではないかと思います。

### (2) 情報伝達行為等についての目的・取引要件

平成25年改正は、ここでも報告されましたから繰り返しませんけれども、実質的な規制へと大きく舵を切ったような気がします。

### (3) 実質的規制の根拠となる法理

それで、アメリカは、昔は10b-5だけで捕まえていたような感じですが、アメリカでも大分議論が進んできました、よくよく見ると、インサイダー取引規制については規則10b-5-1、それから規則10b-5-2というのができ、これらが10b-5を具体化するものだというような規則制定権の行使が行われていまして、それで実質的な規制内容もかなり明確にされてきています。

ですから、我が国も、金融商品取引法157条が一般的だからというのではなくて、むしろ157条の一般的詐欺規定を敷衍する形での条文、規則10b-5-1とか10b-5-2に相当する条文をつくれば、結局アメリカと同じような違法性の根拠を日本法でも採用することができるのではないかと思います。そのようにすれば、形式的に捕まえていくと

いう弊害を取り除き、実質的に規制することで企業活動にも良い影響を与えることもできるでしょう。インサイダー取引規制の本質をもう一回よく見てもらって、規制の効率を向上させ、他方では、日本の証券市場が活性化してほしいですから、そのためには、先ほど言ったようなフェア・ディスクロージャーの規制を採用すべきです。

### 3. 実質的規制にするメリット

はっきりした根拠があって言っているわけではありませんが、よく日本の発行者の方は、重大な事実を発表しても全然株価は変動しませんと言うわけです。それならば、こういう形で言えば株価は多分変動するでしょう。すなわち、アナリストが、いい情報が出たから買え、買えと言って買わせる、そうしたら株価が上がる。そうすると、重要な展開があれば株価は上がるというようなことになるわけです。しかし、日本ではなかなかそういうことも起こらない。取引所のファイリングを見てくださいとか、記者会見を見てくださいというだけの重要情報の伝達ではなかなか投資家には伝わっていかないのではないかなという面もありますので、学者としてそこまで言うべきかどうか非常に迷ったのですが、結局、資本市場のインフラとしてのインサイダー取引規制に関して、そういう正常な企業内容の情報伝達がされていくという場面をいつまでも無視しておくわけにはいかないのではないかなという気もしまして、かなり大胆ですけども、そういう提言をするような報告をさせてもらっているということです。

### 4. 投資者の混乱防止のための継続開示の限定

それから、もう一つ言わなければならない問題は、投資者の混乱防止のための継続開示の限定です。

#### ○ 適時開示政策の要請

私は、アメリカ法の適時開示を勉強したつもりですけども、そこでは開示は「要請」とされています。要請ですから、強制ではないわけです。

ところが日本の場合、インサイダー取引規制における重要情報に当たってしまいますと、それが四半期報告書の開示事項とかにも該当してしまいそうでありまして、必ずしも全部が全部該当してしまうのかどうかはよくわかりませんが、例えば合併の場合の機関決定は、骨子の合意がなくても開示しなければならず、企業の営業の自由に基づく情報発信の自由というか、企業の秘密保持を認めなければだめではないかというように思っています。その意味で、我が国の適時開示政策とか、四半期報告書や臨時報告書の開示項目についてももう少し禁欲的な方向での改正を同時にするべきではないかと思えます。

先ほどのガバナンス・コード案 10 ページの「規制に基づく開示でない情報発信」は、まさにフェア・ディスクロージャーが必要であることを指摘しています。その中には、インサイダー取引情報に当たるような重要ものもあるでしょうし、それ以下のものもあると思います。そういうものが、ある意味では全部、日本法で言えばインサイダー取引に当たらないかという形で危険な情報開示になるわけですね。ところが、原則的に一応全部自由ですとしてしまい、インサイダー取引規制にかかるのは違法なメルクマールとなるような事実がある開示だけにすれば、マーケットに対する企業からの情報発信ももっと増えて、証券市場の活性化、株価変動ももっと起こるようになるかもしれないと思います。今度のコーポレートガバナンス・コードが基本原則の3のところ意外に大きく触れられているということは、やはり世界の投資家——今は機関投資家、アナリストたちのことだと思うのですが、そういう人たちが日本のマーケットに対して、インサイダー取引で発表できません、それだけで「さいなら」と言われたら、それやったらあんたこの株は買わへんというふうになるよという感じがしますね。

そしてまた、先ほど言いましたように、我が国の当初のインサイダー取引規制が形式要件的な規制から始まったというのは、それはある種の知恵で、それはそれでいいのかなと思っていました。

これによって、現実にも、日本国民のインサイダー取引に対する規範意識も高まってきたと思っています。ですから、それが初めから間違っていたとは思いません。でも、ここの段階に来れば、アメリカでも 10b-5-1 とか 10b-5-2 といった規則をつくっていますから、日本もそういう事象の展開に対応して、インサイダー取引規制の根本原理をもう一回見直してみるということが必要ではないのかなと思ったということです。

~~~~~

### 【討 論】

○近藤 どうもありがとうございました。

それでは、今のご報告についてご意見・ご質問がありましたら、ご自由にお問い合わせいたします。

ご報告は、平成 25 年の改正に対して批判的な立場であって、より IR 活動をしやすくすべきだというご趣旨と理解してよろしいでしょうか。

### 【IR 活動との関係】

○森田 そうですね。それがコーポレートガバナンス・コードによっても裏打ちされていると、こう言いたいわけです。

○近藤 法令に基づく開示以外の情報提供という言葉が出てきましたけれども、これはどういうものを考えたらよろしいですか。

○森田 秘密情報は持っていられるのですから、ボランティアに開示するしかないのですね。それを IR によってもっと開示してほしいと、これが投資家の希望ですよ。

○行澤 議論の出発点として、森田先生は、現在の日本の改正後の法制では、アナリストへの情報開示、特に重要事実と思われるようなものを開示すると、167 条の 2 にひっかかるおそれがあるというところから出発されたと思うのですが、本当にそうなのかなというところを少し確認させていただきたいと思います。

アナリストが、自らインサイダー取引をするつもりはもちろんなくて、本来のアナリスト業務の

ために活動する。そして、IR 活動で発行会社も情報を伝達する。仮に口が滑って重要事実がそこで述べられたとしても、別に 167 条の 2 の、当該他人に利益を得させたり損失を回避させたりすることにならないのではないかと思うのです。つまり、本来的に規制対象なのか、それともそうでないかをもう一度ご説明いただきたいのですが。

○森田 前の 167 条の 2 の解釈ですか。アナリストはどうなのでしょうね、情報を伝達して取引させることによってお金をもらっているのですよ。

○行澤 ただし、現在のインサイダー取引の構造では、167 条で情報伝達を受けた者が自ら株の売買やデリバティブを行うことがインサイダー取引として規制されているのであって……。

○森田 それは他人の勘定というのはどうなるのですかね。

○行澤 他人の勘定であっても、本来の業務としてアナリスト報酬をもらうということは、形式的にはこれに当たらないのではないかと思ったのですね。もちろん、報酬をもらって当該顧客にインサイダー取引をさせようという意図があるならば……。

○森田 インサイダー取引をさせようという気はないのですよ、重要情報を知らせようとしただけです。

○行澤 ということは、いよいよ 167 条の 2 に当たるのかなと。私の印象としては、むしろそういう状況だからフェア・ディスクロージャーが必要なのではないかなと。

○森田 そうそう。

○行澤 アナリストに情報を伝達して、通常業務としてその情報を利用することは、インサイダーにも当たらないし、167 条にも当たらないからこそ、ディスクロージャーとして不公平にならないようにという流れとしては理解できるのですが、167 条の 2 がいわゆる IR に対する情報開示を抑制している、インサイダーが怖くて縛っているという法律の構造になっているのでしょうか。

○森田 いやいや、それは私が間違っているのかもしれませんが、日本の法律は、ある意

味では受取者についても主体が誰であるかは関係ないのです。要するに、客観的に情報を持っている者が——ただし、これは会社関係者が持っているというのは共通していますね、それを伝達して取引されるとよくないというのが 167 条の 2 です。同じことをアナリストに言ったら、アナリストは絶対自分で取引しますよ。言われたら損失回避の行動とかを絶対とりますよ。それを、とるはずがないという言い方はおかしい。

○行澤　とるはずがないというか、逆にとったとしても、主観的要件で、本来の業務として行った場合には 167 条の 2 によって罰せられないのでしょうか。

○森田　私が本日のスタンスで言っているのは、解釈が難しいということです。つまり、それも入るかもしれんし、入らないかもしれんというようなこともあるし、そうすると、企業としては余計なことはしたくないと考えますでしょう。ですから、絶対的になるのだとは言っていないで、解釈が難しい、その例が IR であると言っているわけです。

○行澤　了解しました。

○森田　ですから、断定的にこうだと、私も絶対的な自信はありませんが、通常、向こうは買ったものは買いますよ。あるいは売ったりしますよ。  
(笑)

#### 【アナリストへの情報提供】

○近藤　端的にお聞きすると、金融商品取引法 167 条の 2 はコードの 3 とは矛盾することになるのですか。

○森田　と思いますね。

○川口　そもそもアナリストが情報をもらって、それに基づき取引したら、それはインサイダー取引そのものではないでしょうか。ですから、当然にできないのではないですか。

○森田　現行法ではできないのですよ。

○川口　だから、取引をすればアウトですが、情報をもらうだけなら大丈夫なのではないですか。

○森田　だけど、アナリストは、それをお客さ

んに言うのが仕事でしょう。

○川口　利得を目的とする売買をさせれば、それはアウトで、それで良いのではないのでしょうか。

○森田　あなたが参加していた審議会 WG 報告書では、機関投資家をしばきまくらなあかんというように書いていますね。(笑)

○川口　インサイダー取引に関与するのであれば、それは取り締まるべきであると思いますけど。  
(笑)

○前田　平成 25 年改正についての、森田先生の基本的なお考えを確認させていただきたいのですが、この改正は、まさに森田先生の言われる実質的な目的要件をかけて、今も出ていましたようないわゆる正当な業務行為などを抑えないようにできるだけことはしているわけですね。それにもかかわらず、先生はこの改正には反対していらっしゃるようにお聞きしたのですけれども、そうすると、結局先生のお考えによれば、この改正で情報伝達とか取引推奨自体に規制をかけたことがそもそもけしからんということになるのですか。

○森田　そうですね、多分そうなりますね。

○前田　できるだけ実質的な要件で不都合がないようにしているのですけれども、それでもだめだということになると、結局、情報伝達とか取引推奨に規制を及ぼすことができなくなってしまうのではありませんか。

○森田　おっしゃるとおりですけれども、だからこそ対案としては、実質的な根拠としては信義義務違反、あるいは不正流用理論とかいうような形の実質規制をもっと表に出してやってくださいと、こういうことです。

○龍田　極めて単純・素朴な疑問で恐縮ですが、IR 活動というのは、企業の情報をマーケットに知らせたいということですね。それが必要なのはわかりますし重要なことだと思いますが、それをするために、なぜ限られた範囲のアナリストだけを相手にしなければいけないのか。公表という形での情報開示ではそれができないというのはなぜでしょうか。

○森田 多分、私の想像では、あなただけに教えてあげるからと言ったら、その人は喜んで取引しますよね。そういうことを狙っているだろうと思います。

○龍田 そうですかね。そういう限られた範囲の人だけが、提供された情報に基づいて取引をするのは、まさに違法なインサイダー取引ではないかと思いますが。

○森田 おっしゃるように、会社の主催で IR 会とかと言ってやることもあるでしょうね。

○行澤 IR 活動の本来の目的というものは——建前論ですけれども——、一般投資家では生の企業情報を理解しにくく、その意味がわかりにくいので、専門家の加工といいますか説明を通す、というところにあるのではないかと思うので、限られたアナリストに対してあたかも対価のように情報を伝えるのは IR ではないと思いますけれど。

○森田 私が IR の専門家で、会社から今度 IR の会があるから来てくださいというので行きました。そしたら、私は専門家ですから、そんなことは当たり前でわかっているの、もう少し新しい事実を出せよと、こうなりますね。そのときに、新しい事実はというと、この計画を具体的にはどうするということを聞くのですよ。

○行澤 ですから、新しい事実が出てもいいですよ。それを加味して情報を加工して、通常のアナリスト業務の対価として報酬をもらえば、別にインサイダー取引規制の目的と直接かかわってこないと思うのですが。

○森田 だから、インサイダー取引ではないですよ。セレクトティブ・ディスクロージャーですから、重要情報をくださいと言うだけです。

○行澤 通常 IR 活動だったら、一般にどんと公表するだけではなくて、セレクトティブにやることによって、逆に流通促進といいますか、一般投資家に対する情報開示をより質的に充実させるという意味があって正当化されるのだろうと思いますけど。電話で特定のアナリストに対しておまえだけに教えてやるというのは、これは IR じゃないような気がするのですけれども、どうでしょう。

○森田 ただし、そのときに、自分は全く儲ける気はない、会社のために株価が上がってほしいと思っている。例えば、大学でも宣伝活動をするときに新聞記者にニュース記事をみんなに渡さないことは私達の世界でもある。企業は特に、このごろの日本の企業も、株価に対して責任がありますというような雰囲気が出てきたからね、そうすると株価を上げるためには、経営者はどうしたってそのように上げていく努力をしますよ。

#### 【Regulation FD の位置づけ】

○船津 先生のお立場がよくわからないのが、Regulation FD というのを、どういう位置づけで参照されていらっしゃるのかという点です。森田先生のお話を聞いていると、何となく選択的開示を許容するための制度として制定されたようにご説明を受けたような気がするわけです。しかし、恐らくそうではないのではないかと思うのですが、いかがでしょうか。

○森田 これは、10b-5-1 とか 10b-5-2 には違反していない世界です。ですが、そのままにしておいたら、みんながインサイダー取引と同じではないかと言って怒るから、それはまずいなど。それで、意図的に言うのならば全部に言いなさいとか、それも開示項目はこれだけですよとはっきりさせて、それ以外はオーケーなのですね、というような規制をした。規制の適用、10b-5-1 と 10b-5-2 以外は、過去はノー・レギュレーションだったので、Regulation FD を入れてメイクアップさせたということなんです。

○船津 ということであるとすれば、むしろ情報の平等のほうに近づけようという規制が Regulation FD であって、森田先生のセレクトティブ・ディスクロージャーのほうに引きつけようという話にはならないのではないですか。

○森田 日本では、アナリストにはまかりならない、その強圧的態度に対しては意図的に規制せよ等と言っているから、私はそのようになっているだけです。(笑)

○洲崎 私も、今船津先生が言われたのと同じような感想を持ちました。アメリカでは、そもそもインサイダー取引規制の範囲が、信任義務論や不正流用理論に依拠しているため非常に狭く、その抜け道を少しでも埋めるために Regulation FD が作られたけれども、それでも抜け道があるということではないかと思えます。IR でアナリストに情報を流せるようにするために Regulation FD をつくったわけではないように思うのですが。

○森田 そこは、アメリカでも川口先生流の平等アクセス論がやはりあるのですよ。あるけれども、それを採用しないというのも一つの選択なのです。ですから、洲崎先生のおっしゃるような解釈に特に異議はありませんが、日本ではそういう圧倒的な間違いが起こっているから、主張するとなるとこういう言い方になったと。(笑)

○川口 洲崎先生がおっしゃったように、インサイダー取引規制において信任義務違反を根拠にするアメリカでは、アナリストは規制できないのですね。でも、アナリストだけなぜ情報を先行してもらえるのかという問題が起こったので、Regulation FD ができたのではなかったのでしょうか。これによって、むしろ、アメリカでは、アナリストは利得できなくなったのではないですか。

○森田 そんなことはないと思いますよ。

#### 【不公正な情報開示にならないか】

○川口 いや。アナリストに開示したらすぐに公表しなさいというルールになっているのです。これは、アナリストが利得する機会を奪う効果があるのではないのでしょうか。そうすると、利得できないという点で、結局、日本と同じじゃないですか。

○森田 奪うかどうかは知りませんが、限定的な範囲では許されているのですね、24時間は。(笑)

○川口 それは極めて例外的な場合を認めているに過ぎません。

○久保 先ほどの森田先生のご発言だと、かなり意図的にアナリストに儲けさせる機会を与えようみたいなニュアンスにとれなくもなかったの

ですが、森田先生にご提供いただいた Regulation FD では、意図的に開示する場合は同時に公表しなければいけないというルールになっていますから、少なくとも意図的に儲けさせようとするのは防がれていますよね。これはうっかり言ってしまったときを救済するためのルールだと私は読んだのですけれども、そうではないのですか。むしろ森田先生の先ほどのご報告だと、何かアナリストにたくさん儲けさせたほうが株価は動くよねというような……。

○森田 買うほうとしては、それはやはりあると思うのですよ。ただね、私の立場もつらいわけで、学者として本日報告したのは、日本の法制を君らのような若い人がもう一回きちっと勉強してほしいと思うから言っているのです。私が全部背負って、これがこれでございますときれいに言うことより、むしろ皆さんに、その真偽を調べて、インサイダー取引の資本市場のインフラとしてのありようとしてもう少しきめ細かく勉強していただきたいと思っています。

○久保 伺っている限り、一部のみに情報を流して儲けさせてあげて値動きがでるから、日本全体が幸せになりますというのは、むしろアンフェアではないかという気がしなくもないですけれども。

○森田 だから、アメリカもそうなのですよ。そう言っていますよ。言っているけれども、そのように言うのは、もちろんそれも認めますけれども、かといって、重要情報を発表したら株価がきちんと上がるとか、あるいは下がるとか、そういう動きが資本市場としてのインフラとしてやはり必要ではないかという、非常に大人の議論だと思えますよ。だから、私としては、そこまで日本の国のためにやる必要があるのかなと思うけれども、しかし、今はあまりにも画一的な形式要件で縛るから——アメリカではもともと限定されているから、洲崎先生のようにクールな感じで、そういうのんきな議論でいいけれども、日本はずっと駄目になっているわけだから、それをやるにはこのようにやりますよというようなことを言いたいわけ

です。

○龍田 株価が下がるようなマイナスの情報はどうか考えるのでしょうか。アナリストに言ったら困るのではないかと思います。

○森田 そういう問題はあるらしくて、いつもかわいがってもらっているアナリストがマイナス情報を進んで書くということはしにくくなるのか、何かそんなことも書いてありますね。だから、そういういろんな関係はあるでしょうけれども、私は、要するにアナリストに対する選択的開示というチャンネルがありますよ、それをやはり日本でも学ぶべきではないですかということ、少なくとも言いたいわけです。

○龍田 それはね、選択的に開示を受けたアナリストがそれを十分自覚して、個人的な利用はしないという背景が確立しており、SECのようにそれを厳しく守らせているからそう言えるのであって、それを抜きにして、要するに値が上がれば万歳ではないかというのは、少し言い過ぎであるように思いますね。

○森田 それは少し誤解を受けたような表現で、私もそこまで言う気はありませんでしたけれども、とにかく、資本市場の活性化に対してディスクロージャーをどんどんしていくということは大事であり、そのディスクロージャーの伝播の仕方も工夫があつていいのではないかと思います。

#### 【Regulation FDの文言】

○北村 私も Regulation FD について確認したい点がございます。経営者が、おまえだけに教えてやるというように取引の対価として、セレクトティブ・ディスクロージャーを行うことがあるというお話だったのですけれども、そういう仕方の開示は、Regulation FDの(a)項の(1)、(2)のどちらに当たるかということ、(1)に当たるわけですね。一方で、IRの会か何かでディスカッションの間でうっかり言ってしまったものは(2)号に該当する。だから久保先生は、救済だとおっしゃったと思うのです。

つまり、(b)項(1)号にある投資顧問などに個別

に教えたというような場合は、普通は意図的でしょうから、同時に開示せよと、こういうことになるのですか。

○近藤 「次のようになされた開示には」となっていますが、「次のようになされた開示」に対応していないような……。

○北村 (b)項(2)号に該当するものだけ除外するということですね。

○森田 (2)号というのは……。

○北村 (2)号に該当するのは、守秘義務等があるものですね。アナリストが、私は公表されるまでどこにも教えませんという約束をしている場合が(2)号ですよ。

○森田 (2)号はいろいろ、202条(a)項(11)号に定義されるインベストメント・アドバイザーとか、それから1934年法13条(f)(5)号にいうところのインスティテューショナル・インベストメント・マネージャーであるとか、いろいろ定義がありまして……。

○行澤 まさに(2)号各号に当たるものは、アメリカ法ではインサイダーの主体になるのではないですか。だから外していると。

○北村 つまり(a)項は、インサイダー取引にならないものについて、ある場合にディスクロージャーの義務を課するという構造ではないですか。

○森田 そうですね。

○松井 もう既に大阪でも議論のあったところですが、アメリカのフェア・ディスクロージャーに至る過程でSECはどういう認識でいたかというところを確認させてください。アメリカでも、アナリストに対して選択的な開示をするというのは好ましくないというところからスタートしていて、90年代のSECの執行例なんかを見ると、個人的な利益があればインサイダー取引になるということで、個人的利益のところをかなり緩やかに捉えるという動きがあつたわけです。

例えば、先ほど少しありましたように、ネガティブ情報をアナリストに漏らした場合、これはアナリストに会社の状況をポジティブにとってもらいたい、そうすることによって役員等の評判を維

持したいということがあったのだということで、これは個人的利益に当たると言って、役員に対してインサイダー取引に該当するとして法を執行していった例もあるのですね。

ですので、アメリカにおいてフェア・ディスクロージャーに至るまでの過程では、基本的に選択的開示は好ましくないというところからスタートしていて、これが好ましいものとして残っているという理解は、やはり前提においてかなり問題があるのではないかとというのが一つございます。

それからもう一点、ヨーロッパでもやはりフェア・ディスクロージャーに関する EU 指令があるので、EU の指令は基本的にアメリカのフェア・ディスクロージャーと同じ文言なのです。ヨーロッパのフェア・ディスクロージャーに関する考え方は非常に厳格で、およそ選択的開示は悪であるというものです。先ほど船津先生からございましたように、EU では投資家間の情報の平等を非常に厳しく言いますので、ヨーロッパでは、アメリカのフェア・ディスクロージャーを徹底的に情報の平等に引きつけて読んでいるわけです。かりに、日本でそうではない読み方をするというのは、かえって浮いてしまうのではないかと気がするのですけれども、もし何かコメントがあればありがたいと思います。

#### 【インサイダー取引規制の見直し】

○森田 いやいや、どのように言えばいいのですかね、私は選択的開示をどうしてもして欲しいからというのではなくて、我が国でインサイダー取引規制をどのような規制にしていけばいいのかというところがもともとの出発点です。そのときに、先ほど申しましたように、とても 157 条の世界では無理だということで、取り締まり法規的に出発したと。それがいつまでも行くと、例えば企業活動のところでそれが邪魔になって阻害されているという場面も出てきているように聞いています。例えば、それを今相手に伝えたらインサイダー情報を伝えることになるのではないかとか、そういう形でのおそれ、それが企業活動にも影響を与え

ているというようなこともあるように思いますので、それをアメリカ型のように違法類型をきちっとまず決めてもらいたいと、それがまず主眼です。

それとともに、やっぱりインサイダー取引という定義の仕方であらうと思うのですが、その中には極めて重要な事実もあれば、そうでないような重要な事実もあると思いますが、そういうものもどんどん開示して欲しいし、それを行うたびに、これは当たらないだろうか、当たらないだろうかと思っているというような状況も他方であるので、セレクトティブ・ディスクロージャーで、何でも真ん中の情報をどんどん教えてあげなさいとか、そういうことは言っていないつもりですが、そういう IR も活発化していきましょうというようなことが期待できるのではないかと。

それで、アメリカでもやっぱり議論は二分していました。ですから、当初の判例は、おっしゃるように、これは駄目な世界だというようなことも言っていたと思います。ですから、SEC が今のこの Regulation FD を提案したときでも、今やインターネットの時代だから仲介者のメリットなんて要らないといった議論もありましたし、ロス＝セリグマンの本でも、確かに駄目だというような印象の書き方をしています。ですから、それを無理やりに復活させようということに対しては、議論もあり得るのではないかとことだと思えます。基本は、やはりインサイダー取引規制の根本のありようを考えないと企業活動に弊害が出るとはいいたいところでは。

もう一つ日本の悪いのは、オフィシャル・ディスクロージャー、継続開示義務をリンクさせてしまっていること、それが一番大きな問題だと思っています。つまり、骨子の合意でないものでも、機関決定があれば開示せよといったことは、行き過ぎだと思います。そのようなこともあるからきちんと見直してほしいと、こういうことでございます。

#### 【インサイダー取引規制の弊害】

○松井 ありがとうございます。選択的開示は



なかなか難しいですけれども、インサイダー取引規制の実質化、つまり形式的に規制に該当するか否かを判断するのではなくて、本当に違法性のあるものは何かを見ていくという方向で先生が考えていらっしゃるのならば、それは私も大賛成です。むしろ、その場合にどのような規制方法がいいのかというのは日本でまだ十分に議論が詰められていないところだと思います。ヨーロッパでは情報の利用要件を付したりしますけれども、そのような方法がいいのか、アメリカのように信任義務とその他の詐欺から出発したような理論でいくのがいいのか、それはわかりません。ただし、いずれにしても現在の規制方法と異なる議論のあり方があるというのは、私も非常に共感するところです。

○山下 森田先生の言いたいことがだんだん明らかになってきたと思いますが、ただし、またアメリカの不正流用理論その他の議論の方向でインサイダー取引規制を根拠づけようと言われると、日本でインサイダー取引規制を入れようとしたときに、どうもアメリカの議論は何か本筋をそれて変な方向に向いているのではないかというふうに私どもの世界は見てきて、そこで漠然たる市場の公正に対する信頼という法益を掲げて、非常に細かい要件を定めて法的安定性を重視したということになってきたわけです。森田先生の目指しているインサイダー取引規制の要件というのはどういうものなのか、単にアメリカ型がいいのだと言われると、なかなかサポートするのは難しいのかなという気もするので、そのあたりについてはいかがでしょうか。

○森田 まずはっきりと言えることは、例えばお客さんと取引するときに、お客さんを獲得したいから、うちの会社はますます儲かるのですよというようなことを言うてしまう、そういうときの情報開示もインサイダー取引になるのではないかということになっては困ると思いますよね。ですから、正当な企業活動がきちんとできることがまず必要ではないかと。それが、だんだんこのようなおそれで、何か徹底すればするほどがんじがらめになって緩やかではなくなるような形式要件規

制になってきているのではないかと思いますので、実質的なものを入れてほしいと思います。

そのときに、セレクトティブ・ディスクロージャーもそうですけれども、松井先生がおっしゃったように、自分の名誉や地位を守るために言ったら、それはもちろん駄目ですね。そうではなくて、本当に会社のためにとか何とかのためにセレクトティブ・ディスクロージャーをしたようなときはそういう違法性はないと。それは当然のことだと思いますけれども、それがなかなか日本では難しいというふうになってしまっているのではないのでしょうか。

ですから、まず弊害事例を見て、それをどうやって解決していったらいいのかということ、例えば10b-5-1とか10b-5-2、そういう条文で対応できるのではないかと。それを採用するときには、そのときの要件、情報を取得してというようなときに、認識して買うのかとか、そういった問題もあるでしょうし、あるいは利用してという要件も要るのかとか、そういう色々な要件の設定の問題があります。しかし、私はここでそれを全部背負ってご報告するというような力はございませんので、それはむしろ皆さんのほうで、私の言ったような問題意識がもし啓発になれば、それでそのようなことを具体的にお考えいただいて、立法を考えてほしい、現状はすこぶるおかしいのではないかと、ということで奇声を発したわけです。

#### 【解釈論で解決できるか】

○山下 例えば平成25年改正の167条の2では主観的な要件を定めているというのは、まさにその辺は大人の解決をしましようという趣旨があるということになるのではないのでしょうか。こういう感じで、色々問題のありそうなものの要件を先生のお立場でもまた具体的に定めて、そのときには、色々な主観的要件を盛り込むということは逆にあってもいい話ではないかなという気もするのですが。

○森田 形式要件では、まず疑いが起こってしまうのですよね。それで実質要件で何ともありま

せんでしたということになるわけで、まず被告席に立たされるわけだから、かないませんよ、これは、と私は思います。(笑)

○川口　そういうこともあり、金融庁がQ&A(情報伝達・取引推奨規制に関するQ&A・平成25年9月12日)を出しているということなのではないですかね。そこでは、主観的要件で絞り込み、売買させて利得させるという目的ではないと捕まえないと言っています(追加:上記Q&A問3で、IR活動が取引推奨規制の対象となるか、という点について、「投資家等との間で自社の経営状況や財務内容等に関する広報活動が一般的に行われている……。こうした活動の一環として行う自社への投資を促すような一般的な推奨については、通常の場合、他人に対し、特に重要事実の公表前の売買等を行わせ、それに起因した利益を得させるためのものではなく、『重要事実の公表前の売買等をさせることにより他人に利益を得させる』等の目的を欠くと考えられるため、基本的に規制対象とはならない」としている)。金融庁は信用できないという森田先生のご意見があるのかもしれませんが(笑)、法的安定性という点では、それは確保されているようにも思います。

○森田　だから、私はIRの問題は解釈が難しいと申し上げたのですよ。売買させる目的があるかないか、これははっきり言って難しいですよ。ですから、どちらかに断定してしまうのではなく、やはり難しいようなことが起こっていると。そうすると、今言ったようなアメリカでいうところのフェア・ディスクロージャー的な解決でできるようなことを日本のインサイダー取引規制の中で解決してしまおうとすると、やはりオーバー・レギュレーションになるのではないのでしょうかね。

#### 【形式要件の弊害】

○志谷　インサイダー取引規制をどのようにイメージするかということで、森田先生のお考えを少し膨らませて教えていただきたいのですがけれども、先生のお書きになったレジュメの7ページの一番下のところの、「罰則の強化によって、イン

サイダー取引規制は、形式犯で居続けることが困難になってきているともいえる」と、これは私も同感です。その後ですけれども、一番下の行ですが、厳しい処罰を与える規制になっているので、「規制の根拠を私法上の財産権に関連するものとすべきである」と先生はお書きになっていらっしゃるのですが、もう少しわかりやすく、あるいは膨らませて教えていただけると、私も少し頭に刺激を受けるかなと思いますので、ひとつよろしくお願いできませんでしょうか。

○森田　証券詐欺とまで言うかどうかはわかりませんが、財産権が奪われているというのは、やはり私は不平等で「だまされた」というようなことがはっきりしているような規制であってほしいと思います。ですから、セレクトティブ・ディスクロージャーというようなときは、原則としては、会社の株価を上げたいと経営者が思っていて、それが不当な目的でないような場合、生産性が上がってきたことを伝えたいと、それで個人的利益はないということであれば、そういうのは別にアナリストに伝えても、会社の株が上がっていくということだから結構ではないかと、このように思っているわけです。

ですから、単に重要情報を言ったから違法だという言い方は困るということです。山下先生がおっしゃるように、実質的要件でやっているから、それできちんとしているではありませんかと言われても、原則が駄目というところから出発しているのは、私はまずいと思っています。

○志谷　もう少し教えていただきたいのですが、この文章を読ませていただいたときに、私は、例えばインサイダー取引、インサイダー情報というのは、会社の財産を奪ったとか、あるいは横領したとかというイメージで捉えていらっしゃるのかなと思ったのですが、それは私の誤解なのでしょうか。あるいは、そういうイメージを先生も持っていたらいいのでしょうか。

○森田　やはり受託者の責任というのはそういうことではないのでしょうか。受託者の責任と、それから不正流用理論も、秘密を預かっている者の

責任ですよ。そんな人はその秘密を勝手に使ってはいけません。信任義務論は、被害者との関係もとらえやすいけれども、株式を売却する場合には、信任義務者の相手方は将来の株主（つまり投資者）なのです。ですから、もともと理論だけでそう厳密には割り切れないわけです。

だから、本日私が報告したことの詰めを私に求めるのはおかしい。（笑）詰めは若い者にこれからやってもらいたい。行き過ぎた規制はおかしいよと言っているだけです。これは大変勇気の要る発言ですよ。だから、私としては、こんなことは言いたくないのですが、でも誰かが言わないといけないと思って言っているわけです。

おっしゃるように、詰めの議論をしていったら、それは色々ありますし、私としても、アメリカの10b-5のところでも、取得あるいは利用するという要件が要るのか、要らないのか、そんなことも色々詰めていかなければいけないから、これだけの議論をしようと思えば博士論文ぐらい書かねばならず、そこまではとてもできません。ただし、今の時代状況は、先ほど言いましたように、ガバナンス・コードにおいても情報開示をするように言っているし、そのときには、インサイダー情報に当たるからできませんというようなことの答えでは何ともならないということは確かでしょう。そこで、それをどのように実現するかという話ですよ。だから、例えば10b-5-1とか10b-5-2がありますよと言っているし、フェア・ディスクロージャー規制もありますよと言っているというだけのことです。だから、それできちんとした絵を描くには、ここから緻密な立法作業みたいなことが必要ですよ。

○行澤 そうすると、教えていただきたいのですが、この改正の一つの背景になった、例えば引受幹事証券会社が、機関投資家から取引を獲得する目的で意図的に情報を漏洩したという場合に、森田先生のお考えでは、このような引受証券会社のような立場も結局、フェア・ディスクロージャーで押さえれば足りるというお考えですか。

○森田 いやいや、それはだめですよ。それは

信任義務、守秘義務を負っているアンダーライターだと思いますよ。ただし、ブックビルディング方式でやっていくときに、やむを得ず出てしまったという場合は仕方がないけれども、それはブックビルディング方式のディスクロージャーのやり方を一度考え直さないといけないという問題だと思います。だから、一挙にそこまで解決できませんけれども、一応守秘義務を負っているところはだめですよ。

○行澤 なるほど。

#### 【コーポレートガバナンス・コードへの対応】

○北村 コーポレートガバナンス・コード案との関係で確認させていただきます。まだコードの内容をよく理解していないのですが、先生のおっしゃった基本原則3で、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきであるというのは、世の中に法令以上の情報を提供せよという意味かと思うのですが、これは誰か特定の者に対して提供せよという意味なのでしょうか。

コードの基本原則5では、株主との対話を促進せよとされていて、株主総会の場以外でも株主との間で建設的な対話をすべきだとされています。本日のお話との関係では、基本原則3よりもむしろ基本原則5のほうが問題かもしれません。機関投資家と個別に対話をするときは、インサイダー情報の提供なり取引推奨が行われないようにしなければいけないわけですが、片や積極的に対話せよと言われると、何となくインサイダー取引との関係をどう捉えるのかという問題が出てきそうですが……。

○森田 だから、株主総会では多分、よくわかりませんが、例えばアメリカでいうところの勧告的提案みたいなものが出てきて、議論をなさよという意味ではないですか。

○北村 株主総会の場以外となっていますが。

○森田 以外においても、と書いていますね。

○北村 株主総会の場以外で対話するということは、まさに先生の言われたセレクトティブ・ディスクロージャーになり得るシチュエーションのよ

うな感じがするのですね。基本原則3というのは、ディスクロースすべき者はもっと主体的にディスクロースしなさいという意味なのかなと思ったのですが。

○森田 5のところは対話ということで、対話というのは話し合いでしょう。情報の伝達ではないのですよね。基本原則3のほうは、適切な情報開示と透明性の確保というテーマなのですよ。

#### 【アナリスト活動の活性化】

○飯田 8ページの下から5、6行目あたりのところの問題意識を教えてくださいなのですが、アナリスト活動を活性化することでどのようなメリットがあるかということについてですけれども、日本の市場の現状では、重要事実がパブリックに公表されても、株価は必ずしも反応するわけではないから、アナリストに選択的開示をすることで、株価の価格形成というものがより情報に基づいた形で効率的になされることになるのではないかと、いうご趣旨だと思ったのですけれども、その考え方を突き詰めていくと、インサイダー取引規制をそもそも廃止すべきだという論者がよく言う、価格形成の効率性を保つためには、むしろインサイダー取引規制は無いほうが良いのではないかと、いう議論を、強く想起させるものではないかと思いました。

先生のお立場としては、アナリストに対しては、そういう取引を通じて株価形成に貢献するのはいいのだけれども、インサイダー取引をやるということは、まさに株価が情報を反映するという意味ではいいという評価をされるのか、それとも、そこはやはりインサイダー取引の実質的なこととの関係でいけないということなのか、まずそのあたりについて、お考えがあれば教えてくださいと思います。

○森田 昔、マニというアメリカの学者は、おっしゃるようにインサイダー取引は情報伝播をやっていくのにいいのだといった議論をしていました、そういうことを一回読んだことがありますけれども、私としてはそこまでは言わなくて、自分

の利得云々についてはやはり規制するのが正しいと私も思っています。だからといって、会社の現状を皆さんによく知ってもらってマーケットに伝えていきたいと思うときに、色々な選択肢があるということも大事だと思っていますから、そういうことで何かできるような可能性がないのかなと思ってお話ししているということです。

○飯田 アナリストが儲けるということになるのではないかと思うのですけれども、それはよろしいということなののでしょうか。

○森田 そうですね、確かに、あの人は評判がいいとか、そういうふうになったら儲かりますね。

○飯田 それは特にインサイダー取引の罰すべきものとして入ってくるのか、こないのかというあたりはどうですか。内部者、例えば取締役はまさに自分の懐を肥やすのはよくないということですから、それと同じような、少し違う形でアナリストだけは儲かるということをやいと評価されるのか。コスト・ベネフィットの比較で、アナリストに情報開示することで市場の効率性は増すから、かえって市場全体のメリットになるのだという評価をされているということなののでしょうか。

○森田 例えば影響力のあるアナリストというのは、やはり皆から重宝されるのではないのでしょうか。それは自然の成り行きでしょう。それを規制対象にするのはおかしいと思いますね。心配しなくてもおのずと、上場会社が1,500社あって、1,500社とも自分がアナリストとして受けますというほど、そんな能力は多分ないでしょう。だから、それは自由競争に任せればいいのではないですか。

○飯田 それと、その前提であるパブリックに対する開示では株価は動かないということですが、仮に同じ情報がパブリックに対して開示されているのであれば、そういう有力なアナリストはそれを見つけ出してきて取引するということにもなると思うのです。「特にあなたに教えてくださいよ」としなくても、世の中全員に対して開示されることで、有力なアナリストはそれを拾い出してきて取引するということもあり得ると思うの

ですけれども、もし現状では必ずしも株価が正常に反応しているわけではないということがあるとすれば、日本ではそもそもそういう有力なアナリストがいないということではないかとも思います。要するに、選択的に開示することと一般に開示することで本当に違うのかなというところが、株価の形成という関係で……。

○森田　そこはね、正直に言えば言うほど怒り出す先生もいらっしゃるから少し喋りにくいけれども（笑）、やはりそのような情報——私も全然知らないのですけれども、セレクトティブ・ディスクロージャーをしたら、株価はやはり上がる例が多いとの調査結果が本には書いてあります。

株価に責任を持ってと経営者に言っている以上は、経営者は営業の自由にに基づき企業内容の開示方法として、情報も色々とそのように操作してもいいのではないかと思いますね。それは違法にならない程度にとということですから。

#### 【強制的開示と峻別する】

○飯田　8ページから9ページにかけて書かれている、プリマチュアーな情報の開示は求めるべきではないのではないかということについては、強く賛成するところがあるのですけれども、このプリマチュアーな情報は開示させるべきではないのではないかということは、本日のお話の中でどのような位置づけになるのでしょうか。

○森田　だから、日本では、機関決定があれば合併の話はもうディスクロージャー・マターになってしまっている。だから、その機関決定の解釈もややこしくて、取締役会ならばいいのか、あるいは常務会でもいいのか、そのようなことでみんなパブリック・ディスクロージャーの世界に入ってしまったというのがおかしいと。セレクトティブも何もないわけです。そうすると、インサイダー取引規制があるがゆえに企業は企業秘密を持ってない状況になってしまっているということをお願いいたします。

○飯田　解釈論として、インサイダー取引の機関決定と四半期報告書等で求められる機関決定は

違うのだという解釈論を出すということもあり得るかなとは思うのですけれども。

○森田　それはそうであるべきだと思いますけれども、ただし、そう簡単にいかないという面もあって、ここは取引所なので言いにくいけれども、取引所の適時開示政策も、そういう意味ではかなり強硬になっていますね。というのは、パブリック・ディスクロージャーと結びついていますからね。なぜ開示しないのかと、こういうふうに言いやすくなってしまっている。

○飯田　私の質問の趣旨は、情報の内容というか、情報の質の話はプリマチュアーかどうかというようなことだと思うのですけれども、選択的開示の話は、誰に対して情報を開示するか、どういう形で情報開示するかという話だと思ったので、先生の本日のご主張は多分2つあって、インサイダー取引規制を見直すべきだという話と、プリマチュアーなものを開示させるというディスクロージャー制度のあり方それ自体の問題ということで、関連はしますけれども……。

○森田　そうそう。だから、日本のインサイダー取引規制はそこも浸食しているということをお願いいたします。そういうことです。

#### 【適時開示との関係】

○川口　適時開示規制ができたときに、インサイダー取引規制と密接に関連するようなものとしてつくってしまったのですね。すなわち、会社に内部情報がなかったらインサイダー取引は起こり得ない、だから、それを予防するために、適時開示しなさいというルールができてしまった……。私もその部分については（笑）、森田先生と同じ意見で、問題があると思います。問題があるとして、では、どのようにすれば解決できるのでしょうか。

実際には、恐らく取引所は、適時開示の規制を緩やかに運用しているのではないかと思います。すなわち、合併の話も、例えばワンマン社長が決めただけで、インサイダー取引規制上の重要事実になる。しかし、それを適時に開示せよというこ

とになると、合併の実現は不可能となります。そこで、時間的に後になり、機関決定があったなど、確実性が増したときに開示しなさいということになっているのではないかと思うのですね。

○森田　　そうなのですか。素直に読んだら、決めたら……。

○川口　　そうなのです。規定上は、インサイダー取引規制の重要事実と適時開示規制の重要事実が同じように定められていますから、しかるべき人が決めれば重要事実になるように読めます。しかし、それでは実務上大きな支障がでますので、運用上、適時開示をすべき重要事実を柔軟に解することでしか対応できないように思います。

○森田　　日本織物事件のインサイダーのときは、何か任されて決めたやつでも、それは決定があったということになって……。

○川口　　それはインサイダー取引規制上の重要事実の話ですよ。

○森田　　そういう解釈が適時開示のほうでされたら、もうたまったものではないと。

○川口　　そこはざらしたらよろしいということですね。

○森田　　それはざらしたらいいですね。

○川口　　しかし、あまり遅らせると、今度は、適時開示の意味がなくなるという問題もありますね。(笑) EU では、会社の利益を害するような場合に、開示の延期を認める制度もあるようですね。

○船津　　適時開示に関して、私がざっと見た限りだと、有価証券上場規程 402 条で、「次の各号のいずれかに該当する場合は、施行規則で定めるところにより、直ちにその内容を開示しなければならない」というようになっているのですけれども、森田先生にお聞きするよりもむしろ事務局の方にお聞きしたいのですが、これは例外規定というか、適用除外規定というか、そのようなものはあるのでしょうか。これは運用で対処するという話になるのでしょうか。

(補注(事務局)：有価証券上場規程は、上場会社に対し、重要事実の決定・発生後「直ちに」その内容を開示することを求めているところ、規則

上の適時開示事由に該当しており、かつ、軽微基準に該当していないにもかかわらず、適時開示を不要とする運用は行っていない。開示時期については、上場会社に対して「取締役会決議などの形式的な側面にとらわれることなく、実態的に判断すること」(会社情報適時開示ガイドブック 2015 年 6 月版 27 頁)を求めており、具体的には、以下のような実務対応が挙げられる。

- ・業務執行を決定する機関が重要な決定事実に該当する事項を行うことについて決定した場合、直ちにその内容を開示すること。

- ・取締役会決議に限らず、当該業務の執行を事実上決定していることが明らかな場合、その決議又は決定時点において開示すること。

- ・剰余金の配当、定款の一部変更などの株主総会決議事項は、株主総会決議後ではなく、取締役会による株主総会付議事項の決議後直ちに開示すること。

- ・発生事実について、その発生を認識した時点で開示すること。) )

○船津　　すみません。ヨーロッパだと、——機が熟していたらということですけども——開示を絶対にしなければいけないという規定になっているけれども、自分たちでそれは秘密にするのだと決めれば、それは自分たちの責任で開示しなくてよいというような形の救済規定がありますので、そういう建付けも一つあるのかなという気はします。

ただし、物の本を読んでいますと、その「開示しない」という決定自体も機関決定が要るようです。そのような機関決定をしていないのに開示しなかったら、それは違法だというような解釈が EU 規則でもされる可能性があるということのようです。

○行澤　　川口先生がおっしゃったように、確かに経緯としては、タイムリー・ディスクロージャーをさせればインサイダー取引が防止できるというリンクはあったのでしょけれども、それは論理的なリンクではないですよ。なぜなら、企業秘密を持っていても、インサイダー取引をやらな

ければいいわけですから。だから、歴史上の経緯のリンクはわかるけれども、タイムリー・ディスクロージャーのためには、インサイダー取引を緩和しないといけないというリンクが私には少しわかりにくかったのですが、森田先生、そこは……。

○森田 要するに、ファイリングシステムとか何とかのところでみんなインサイダー規制をベースに決めてしまっているからね。だから、何か秘密を持ってない。しかもそのときに、日本織物のような解釈で、機関決定がそういうふうになっていて、そのとおりにいかどうかはまた別な解釈をすればいいでしょうとおっしゃるけれども、それはわからないですね。例えば、顧問弁護士が顧客から相談を受けたら、危ないですよと言わないと駄目ですね。そうすると、機関投資家は買収とか企業再編とかをどんどんやりなさいと言ってくるのに、それをやろうと思ったら色々危なくてできないです、となるのではないかとやっているわけです。

○行澤 機関決定があれば市場に開示すべきというのは、むしろ開示政策の問題であって、インサイダー取引と直接リンクするのですかね。

#### 【将来に向けての議論】

○森田 それをそのようにしているのが日本です。だからおかしいと言っているわけで、これだけ抵抗するのはつらいのですよ。ですが、これを言わないと日本の資本市場は難儀だと思うから、恥をしのいで言っているのですよ。

日本の今陥っているマイナス点については指摘したと思いますので、それを是正するようなことに向けて、若い人たちが頑張っていただければ幸いですけれども。

○近藤 若い先生方、いかがでしょうか。(笑)

○片木 若くないのが発言をいたしますが(笑)、一連の議論をお聞きしていて、新しい規制が従来とは違って実質的規制といいますか、一種の主観的な要素を入れてきている。その理由が、一方では積極的な開示を促進しながら、明らかに違法と思える情報のリークを規制するという、その両者

の両立のためになされているのだというのが、議論を通じてよく理解できました。森田先生は、そういう異質な目的、いわば実質規制が今回入ってきて、そうすると、むしろ本来のインサイダー取引規制でも実質規制に向けて持っていくべきではないかというご議論だろうと思うのですね。その方向性について私もまだあまりわからなくて、アメリカの議論、つまり信任義務論や色々なものは、非常に抽象的な規定の中で、インサイダー取引として規制をすべきものをいわば類型化していく過程において、かなり無理をしてつくり上げてきたような議論だろうという気もするので、それに基づいて現行のインサイダー取引規制を再構成しても、あまり意味があるとは思えません。

一方で、我が国でもやはり形式犯にしていることから、例えばどこかの海外のどう考えても株価に影響を与えないような会社の合併や解散についてインサイダー取引規制にひっかかってみるとか、逆に明らかに株価に影響を与えそうな情報でも、書いていないからだめになりそうで、結局、キャッチアップ条項で全部入れてしまって、何のためにあれだけ膨大な規定が前のほうにあるのというような議論になっている。

あるいは、いわゆる一次受領者はいいいけれども、二次受領者は規制外だということで、最近でも実際にそういう事件があったと覚えておりますが、こういうやや形式が勝ち過ぎているがために、一方では規律が厳し過ぎる、一方では緩くなり過ぎるという部分について、実際に幾つかの細かな指摘はあると思います。そのあたりを何らかの形でバランスをとらせる工夫といたしまししょうか、そこは実際どういうものを構想していらっしゃるのかしらというのが質問です。

○森田 きちんとリサーチはできていませんが、アメリカでも規則 10b-5-1 等の条文の要件を、例えば非公開重要情報に接して (on か、あるいは on the bases of) の取引のいずれかにするかといった議論を色々としています。また、重要情報の「使用」とは何かというような要件の議論をしていますので、そういう実質化の規制についての条文の

モデルというのは今までありませんでしたが、それが今は一応ありますから、そういうものを参考にしながら、今の弊害を直せるような日本の条文規制にできないかという意味では、本当は 10b-5 をきちんと訳して出したらよかったけれども、100 条ですら少しいかげんなものになっているから、これ以上恥をかいてはいけないと思って出さなかったのです。規則 10b-5-1 とか 10b-5-2 の条文を、しかもその文言をしっかりと解釈することによって、どう違うのだというようなことまでご説明すれば、もう少し知的な報告になったかと思いますが、少しそこまでの能力が無かったということで、それは若い人に期待しているというわけです。

ですから、今まで、昭和 51 年の証券取引審議会答申のときに比べれば、アメリカでも随分とインサイダー取引の規制の内容も変容してきて、また色々な問題ができ、SEC も規則をつくって規制内容の明確化が図られてきているということは確かですので、あるいは本日紹介したような判例理論も明らかになっておりますので、そのようなところから、日本での規制のあり方も、罰則は財産法的な意味のあるような重いものにまでなってきていますから、そういう保護法益を採用して再構成するべきではないかと思っています。

○近藤 他にいかがでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、そろそろ時間になりましたので、以上をもって終わりたいと思います。どうもありがとうございました。



フェアー・ディスクロージャー インサイダー取引規制の再検討－  
同志社大学教授 森田章

問題の所在

平成25年に内部者取引禁止規定が改正された。会社関係者が「当該業務等に関する重要事実について同項の公表がされたこととなる前に当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等をさせることにより当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的をもって、当該業務等に関する重要事実を伝達し、又は当該売買等をすることを勧めてはならない。」こととされた(167条の2、2項は省略する)。

わが国のインサイダー取引禁止規定は、「証券市場の公正性及び健全性に対する投資家の信頼」を保護法益とするものであり、「抽象的な危険」のある行為をもって違法となるが、改正による167条の2は、外形上は規制対象行為でありながら、これをくぐりぬける余地を認める規制方法によって、重要事実の情報伝達・取引推奨を規制する。つまり、情報提供や取引推奨をそれだけで規制対象とするのではなく、目的要件が掲げられ、当該上場会社等の特定有価証券に係る売買等をさせることにより当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的のある重要事実の情報伝達等を規制対象とした。

従来のインサイダー取引禁止規定は、一定の要件に該当すれば逃れることのできないいわば形式犯を処罰するという性質のものであったが、このたびの改正は、目的要件を定めることによって規制対象を狭めており、実質的規制へと大きく舵を切ったことになる。

しかしながら、目的要件の解釈は簡単ではない。例えば、IRである。

金融庁の情報伝達・取引推奨規制に関するQ&A(金融商品取引法167条の2関係)の間3「未公表の事実を知っている上場会社等の役員が、IR活動を行うことは取引推奨規制の対象となるのでしょうか」の問いに対する(答)は、IR活動の一環として行う自社への投資を促すような一般的な推奨については、通常の場合、他人に対し、特に重要事実の公表前の売買等を行わず、それ起因した利益を得させるためのものでなく、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的を欠くと考えられるため、基本的には規制対象とならないものと考えられます。」と説明している。

しかし、アナリストはその顧客に取引推奨をすることを業としているから、発行会社がIRで重要事実を漏らせば、出席したアナリストは、それに基づいて自ら顧客勘定の取引を行い、また顧客にこれを伝達し、その顧客はそれに基づいて利益を得るために売買取引を行うこととなるのが常であろう。このことを前提にすれば、発行会社がIRで重要事実を伝達することは、167条の2に違反する可能性が濃厚であるといわなければならない。

アメリカでは、アナリスト等に対する開示については、これをselective disclosureと位置づけている。実際にも、発行者が重要事実を公表する前にアナリスト達に伝達することが30年以上にわたる慣行であるといわれており、しかもこれにより、その事実が公表される前に利益を確保するための取引がなされているとの指摘がある。これは、投資家の信頼を失うこととなるが、これをインサイダー取引として禁止するのではなく、SECは、これに対してはFD規制を制定している。実際上は、IR等において、アナリスト等は、FD規制によってもなおいささかの早耳の情報取得によるメリットを受けているようである。

そうだとすると、海外の証券アナリストなどは、IRによっていち早く重要情報を獲得

して顧客に取引をさせざる活動が、アメリカではできず、日本では本改正によって全くできなくなる可能性がある。これでは、日本の証券市場に対するアナリストの興味が希薄になることが懸念され、また投資家に対しても重要情報が次第に伝播されて行くプロセスを否定してしまうこととなる。これでは、わが国の証券市場の取引の活性化が阻害されるおそれがある。インサイダー取引規制は、他面では重要情報の市場への伝播の必要性という主たる目的とは裏腹の関係にあることに留意すべきである。

#### 1. アメリカにおける発行者の情報開示における裁量

(1) 開示さなくば断念(Disclose or Abstain)の理論  
キャディローバーツ事件(In the matter of Cady Roberts & Co., 40SEC907 (1961))  
カーティス・ライト社の取締役であるKは、同社の取締役会に出席していたが、その取締役会で会社の配当減額がなされた直後に会議室を退席して、自己が登録外務員として関係するキャディローバーツ社(証券会社)のパートナーのGに電話をして配当減額の未公開情報を伝達した。キャディローバーツ社は、その顧客の勘定のカーティス・ライト株式を直ちに売却し、また同株の空売りも行った。カーティス・ライト株式の株価は、配当減額の公表を行う前は40ドルであったが、公表後に34ドルに下落した。

SECは、キャディローバーツ社に対して、規則10b-5に違反したことを理由とする営業停止の行政処分を審判を開いた。審決によると、規則10b-5は、コモロン上の詐欺に該当するかどうかを問わず、誤解を生じさせ、または詐欺的な活動を規制対象としている。積極的な開示義務は、会社の内部者に課されてきたが、情報受領者は同規則の規制対象である「何人」に含まれる。①未公開情報にアクセスする関係が存在していること、および②未公開情報が他人に利用できないことを知りながらこれを利用して利益を得ることに固有の不正があることの二つによって、内部者でない者も開示義務が生じる。情報受領者も、情報が開示されるまでは取引を差し控えるべきである、とした。

#### (2) プリマチアリーの開示

インサイダー取引は、企業の秘密情報があるからならざるものであり、その防止のためには会社がすべての情報を開示すべきこととすればよいという考え方も理論上は想定できる。しかしながら、テクニカル分析やガルフアラフアール事件においては、会社は有望な鉱床を発見したのを公表せずに隣接する鉱区を取得しようとしていたのであり、そのような情報を開示すれば会社は隣接する鉱区を入手しにくくなるまるといえるから、会社にはやはりそのようなコストが膨大となってしまう可能性があったといえるから、会社にはやはりそのような情報を秘密にしておくべきビジネス上の利益があった。裁判所も積極的な開示をすべきであったとまでは判断していない。会社には、ビジネス目的のために重要情報を秘密にしておくべき必要があり、これを無理矢理に開示させることはできないこととなる。

アメリカ法では、発行会社は、例えば合併交渉中であって未だに骨子の合意に至っていない段階では臨時報告書の開示義務を負わされてはならないことにも留意すべきである。しかし、会社はその噂を打ち消すために虚偽の報道発表を行えば、SECは、違法行為の差止めを裁判所に請求することとなる。

#### (3) 四半期報告書の開示

将来情報等の重要性は、アメリカにおいてはそのような出来事が生じる蓋然性および公

社のトータルな活動に照らしたときの出来事の影響度とをバランスさせ考察されるようである。発行会社には企業秘密を持つことが許されているはずであるが、アメリカではそれにもかかわらず発行会社が開示すべき場合として、業績予測の開示をした場合の訂正義務があるだけである。継続開示義務の範囲は限定的であり、企業秘密の保持が認められていることに留意すべきである。

2. アメリカの IR における重要情報の開示

(1) 選択的開示の状況

ロス＝セリグマンの Fundamentals of Securities Regulation 5th Ed.952 頁によると、メディアで選択的開示の事例が多数報告されている。選択的開示は、電話会議や一部のアナリストや機関投資家だけに開かれた会議で、その他の投資家や公衆及びメディアを排除して行われる。あるいは、会社の役員が、個別のアナリストに直接に選択的開示を行うこともある。よくあるのは、発行会社の四半期の収益や売上高の見込みの事前の通知の状況下であり、公表されると発行者の株価に蓋然性の高い重大な影響を与えるものである、と

(2) フェア・ディスクロージャーの考え方

企業は、証券アナリストなどに、企業の状況や将来計画について説明を求められ、あるいは説明会を開催することがある。この場合、重要な企業情報が明らかにされることありうる。これは、特定の者に対してだけ秘密を教えるわけであり、投資者には不公平であるといえる。Selective Disclosure の可能性をもつ問題である。解禁の仕方によっては、制度的な内部者取引になるのではないかもしれない。

しかし、SEC は、これを証券詐欺とはとらえずに、公正な開示問題であるととらえて、開示すれば直ちに公表する必要はある旨を規定する (Regulation FD 参照)。意図的に重要事実を漏らしたときは同時に公表しなければならぬが、口が滑ったような場合は、2 時間以内に 公衆開示せよという。ここにいう重要情報は、SEC の解釈によると以下に事項について総合的に判断される (Remarks of SEC Enforcement Director Richard Walker Nov.1,2000 at Compliance & Legal Division of the Securities Industry Association, New York City)。

- ①利益 earnings 情報
- ②合併、資産取得、公開買付、合弁事業、資産変更
- ③新製品、新発見、顧客や供給者についての展開 (契約の獲得または破棄)
- ④支配権の変更、経営者の交代
- ⑤監査人の変更、監査報告書を発行会社が無視している旨の監査人の指摘
- ⑥発行会社の証券についての出来事、デフォルト、償還、自己株式取得計画、株式分割、配当の変更、株主権の変更、証券の変更、証券の分売、
- ⑦破産、更生手続き

3. フェア・ディスクロージャーと証券詐欺の概念との区別

(1) インサイダー取引の違法性の根拠

①信任義務の違反

アメリカでは、1980年頃に企業買収が盛んになったようであるが、企業買収に関する秘密情報を利用して証券取引が問題となった。例を挙げてみよう。A 会社は、企業買収を行うに際しては、証券会社や弁護士、公認会計士などを加えて対象会社となる候補会社を事前に調査し、対象会社を決定することが多い。A 会社に雇われた弁護士などが調査に参加してその対象会社を B 会社とする決定を知り、その情報が公表されるまでの間に対象会社の B 社株式を買付ておき、A 会社が B を対象会社とする企業買収を公表した後、高騰した価格でその B 社株式を売却して利益を得るといことが問題になった。なぜ問題となったかという点、当該弁護士等は、A 会社との間では契約関係が内部者の概念を適用されても仕方がないが、B 会社との間には何らの契約関係もなく B 社の株主に対して信託義務を負うなどということがありえない。そうだとすると、規則 10b-5 を信託義務を課介として内部者取引に適用してきたことから、上記のようなアウトサイダーによる取引に規則 10b-5 を適用するのは無理ではないかということになる。しかし、放置しておいてよいのか問題となったのである。

②不正流用理論の確立

証券市場において重要な情報は、会社の業績や予想収益というような企業内容に関することだけではない。金利が低下することを知った中央銀行の職員がその情報を利用して株を買ひ、金利の切り下げが公表されて株価が上昇したところこれを売却して儲けることもできる。

あるいは、新聞の中の会社紹介というコラム欄の記事を担当する者が、3日後に掲載されることになっている記事中に取り上げられる会社の株式を購入して、コラム記事が出て当該会社の株価が上昇したところでこれを売却して利益を得ることも可能である。

オハーゲン事件は、グラントロポリタン社が、ビルズベリ会社を対象会社とする公開買付を計画して大手法律事務所 DW にその代理を依頼した。DW のパートナーであるオハーゲンは、当該代理業務に関与していなかったが、対象会社の株式およびオプションを大量に購入して、この公開買付が公表された後にこれらを売却して 430 万ドル以上の利益を得た。このことについての刑事事件である。連邦地裁は、陪審による有罪の判決によって有罪判決を下したが、連邦控訴裁判所は、規則 10b-5 の基礎として不正流用理論を否定し、無罪の判決をした。最高裁判所は、6対3で原判決を破棄した (U. S. v. O'Hagan, 117 S.Ct.2199 (1997))。同判決は、規則 10b-5 の違反を基礎づけるものとして、不正流用理論を承認し、また、規則 14e-3 の合法性を認めた。この最高裁の承認した不正流用理論は、たとえば情報源の依頼者が情報の使用を許諾していれば適用がなくなり、インサイダー取引の不当性をこのような場合に認めることはできない法理といえる。

(2) インサイダー取引と区別できる判例理論

証券の取引者は、会社情報に対して平等のアクセスを有すべきであるとする初期の判例があり、これによるとアナリストが責任を負うという状態もあり得たが、最高裁判所のキアラ判決 (1980 年) およびダークス判決 (1983 年) が、これを変更したといわれている。キアラ判決では、公衆に利用可能でない重要情報を取得した取引者は、常に詐欺的であると見做され、取引当事者の情報アローチの位置づけを拒絶した。裁判所は、信任義務違反又は一定の秘密保持の信頼関係が要件となることを判令した。すなわち、アナリストに対

## REGULATIONED

## 243.100 条 選択的開示 (selective disclosure) に関する一般原則

(a) 項 発行者、又はその代理者が、発行者又はその証券についての重要な非公開情報を本条 (b) 項 (1) 号に規定する者に対して開示したときは、発行者は、101 条 (c) 項に規定する方法でその情報を公開しなければならぬ。

(1) 号 意図した開示の場合は、同時 (simultaneously) に、および

(2) 号 意図でない開示の場合は、直ち (promptly) に

(b) 項

(1) 号 本条 (b) 項 (2) 号に規定する場合を除き、本条 (a) 項の規定は、発行者の外部者の次のようになされた開示に適用される。

(i) ブローカーもしくはディーラー、又はブローカーもしくはディーラーの関係者……

(ii) 投資顧問……、機関投資家の運営者……、又はこれらの関係者……

(iii) 投資会社等……、または

(iv) その情報を基礎として発行者の証券を購入又は売却することが合理的に予想される発行者の証券の保有者

(2) 号 本条 (a) 項は次者に対する開示には適用されない。

(i) 発行者に対して信託又は守秘の義務を負う者

(ii) 開示された情報の秘密保持に合意した者

(iii) 信用格付け会社であり、格付けのためだけに開示されてその格付けが講習に利用可能である場合、または

(iv) 証券法上登録される証券募集等に関連する場合

ここにいう直ちに (promptly) とは、合理的に実際的なできるだけ早いときを意味しており、発行者の幹部が意図的でない開示がされたことを知ってから、あるいは重大な解怠により重要かつ未公開であることを知らなかった場合、出来事から 24 時間以内又は翌日の NYSE の取引開始のいずれか遅い時までを意味している (101 条 (d) 項)。

5. わが国のインサイダー取引規制の質的向上への示唆

(1) 違法性の根拠

①昭和 51 年証券取引審議会答申

わが国では、「内部者の範囲を厳密に定めることはむづかしく、内部者がさらに情報を得た者に対して規制を及ぼすことは無理があるといわなければならない。また、証券取引法第 58 条 (現行 157 条) の適用についても、詐欺的な不正取引を一般的に禁止した立法趣旨からみて、これをただちに内部者取引にまで広げることには限界がある」として詐欺的な不正取引を禁止する規定 (現行 157 条) の適用を内部者取引にまで広げることができず立立場 (証券取引審議会報告書「株主構成の変化と資本市場」(昭和 51 年)) が一貫して立場を維持してきている。

②内部者取引禁止規定の制定に向けての答申

このような法的状況の中で、証券取引審議会不正取引特別部会報告書「内部者取引の

して、信任義務に違反して情報を伝達した場合だけに取引が禁止されると判示した。内部者が、客観的にみて、金銭上又は評判において将来的な利益を手に入れたかどうかという基準によって、判断されるという。

ダークス判決は、アナリストが、会社の内部者から、前役員による会社詐欺の情報の伝達を受け、その情報の公開に尽力するとともに、自らの顧客にその情報が公開されると生じる損失を回避することができるとして売却できるように情報を伝達した事件である。裁判所は、内部者が、アナリストに情報の伝達をしたことに義務違反がなく、情報開示によって個人的利益を得ようとしたのではない。会社詐欺を暴露したかっただけである。証券アナリストの義務は、この内部者の義務から派生したものにすぎず、アナリストは、10b-5 に違反しないと判示した。

キアラ事件では、被告が個人的利益を得たので有罪とされたが、ダークス事件では、責任はないとされた。個人的利益とか情報伝達時の義務違反こそが、メルクマールになっているようであり、IR であれば、個人的利益の獲得もなく、また信任義務違反がないことになる。

## 4 RegulationFD への期待

レギュレーションFDは、SEC の 1999 年 12 月 20 日の通牒によって規則改正が提案され、2000 年 8 月 15 日の通牒によって制定された SEC 規則である。

規則改正案に対しては、個人投資家を中心とした約 6000 通のコメントが寄せられ、レギュレーションFDの採用を一律に主張してきた。個人投資家は、選択的開示の履行に対して不満を表明し、それが市場における重大な不利益をもたらすと主張した。多くは、選択的開示履行は、投資者に対して内部者取引と区別がつかない市場に対する影響があり、法がこれを今まで規制してこなかったことに驚きを表明した。

また、今日では、オンラインで投資する投資者は、かつてほどには専門家による調査及び分析に依頼することを期待しておらず、情報は仲介者を介さずにインターネットなどで直接にリアルタイムで株主に伝達できるという意見もあった。しかし、多くの個人のコメントは、そのようなパラダイムにおいてもなおアナリストは投資者に対して情報の分析による価値を提供していると述べた。しかし、投資者は、選択的にアナリストに開示された情報を反復するだけの情報がートキーパーの利用に關係するだけであるという指摘もあつた。

レギュレーションFDは、証券アナリストが担当する発行会社の「買ひ」の推奨しかしなという状況を変化させるとの指摘もあった。アナリストは、発行会社との選択的情報の開示してもらえらというアクセスを失いたくないので、ネガティブな評価を出しつらるのであるが、同規則によってより客観的かつ正確な分析と推奨につながるという。④ 選択的開示規制の制定

経営者は、企業情報の開示の方法をあたかも取引の対価のように操って自らの企業情報の開示を促進させることができる。これを放置しておく市場の公正性や信頼性に對する路公衆の信頼を失うことになりかねない。

証券アナリストが、適法な努力によって情報を捜し出しかつ分析することから証券市場が利便性を享有していることを、SEC が認めている。選択的開示履行は、これまでなされてきたこともあって、これに規制が必要ということになった。

規制の在り方について（昭和63年2月16日）は、次のような考え方を明らかにした。すなわち、「有価証券の発行会社の役員等は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報について、その発生にみずから関与し、または容易に接近しうる特別な立場にある。これらの者が、そのような情報で未公開のものと知りながら行う有価証券にかかわる取引は、一般にインサイダー取引、すなわち内部者取引の典型的なものといわれている」としてインサイダー取引を定義し、「こうした内部者取引が行われるとすれば、そのような立場にある者は、公開されなければ当該情報を知らない一般の投資家と比べて著しく有利となり、きわめて不公平である。このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失うことになる」とした。この考え方によって、昭和63年証券取引法改正によってインサイダー取引禁止規定が制定され（現行166条、167条）、その後罰則が強化された（現行198条19号）。

保護法益は、証券市場に対する投資家の信頼であって、証券詐欺の被害救済ではない。157条の適用の可能性はもはやなくなつたとする学説もあるが、違法性が重大であるときに適用がないとはいえないと主張してきた。

#### (2) 実質的規制への変容

##### ①罰則

インサイダー取引規制の166条及び167条の規定は、いわば形式的に行為を規制している。その規制内容は、構成要件が客観化、明確化されているという点に大きな特色がある。投資家にとつて取引を行う時点において、その取引が処罰されるものであるか否かが明確に判断できるようなものとする観点から、できる限り、抽象的な評価概念を用いることなく、客観的、具体的に構成要件を規定するという努力が払われていた（横倉祐介・インサイダー取引規制と罰則一六頁）。

また、保護法益が市場に対する投資家の信頼であるにすぎないために、証券詐欺の場合のような思い刑罰を用意しなかった。交通ルール違反のようなイメージであって、比較的軽い刑罰から出発した。当初は、200条4号によって六月以下の懲役又は五〇万円以下の罰金であった。

1997年改正により、懲役3年以下、罰金300万円以下、207条2号の同罰規定による法人の場合罰金3億円以下となった。

そして、現行法では、197条2号によって5年以下の懲役又は5百万円以下の罰金、法人は5億円（207条2号）に処せられることとなつて罰則は強化されている。また犯罪行為によって得た財産に対しては没収の規定が適用されることとなった（198条の2）。

さらに、平成17年改正による課徴金制度の導入により、有罪によって利得金の没収がなされない場合でも、課徴金の納付命令によって利得金を吐き出させることができるようになった（175条）。

罰則の強化によって、インサイダー取引規制は、形式犯で居続けることが困難になつてきているともいえる。

証券市場に対する信頼の保護という法益という違法性の根拠で規制するのであれば、それは総括的に法規の違反に過ぎないので処罰は当初そうであったように軽微でなければならぬ。現行法は、違反者に厳しい処罰を与える規制となつてきているので、規制の根拠を私法上の財産権に関連するものとすべきである。

主観要件や取引要件は、規制対象が不明確となり、罪刑法定主義の観点からも問題が起ころうように思われる。

#### ②情報伝達行為等についての目的・取引要件

平成25年改正は、たんなる情報提供や取引推奨を規制対象とするのではなく、目的要件を掲げ、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等をさせることにより当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的のある情報伝達等を規制対象にしている。形式犯を処罰するために客観的に明確な規制を目指してきたはずであるのに、これを実質的な規制へと大きく舵を切つたともいえるよう。

さらに、目的要件に加えて、それが処罰されたら、課徴金の対象となつたりするのは、売買が行われたときに限られること（197条の2第14号、15号）としている。このような売買要件が掲げられると、規制の明確性が損なわれることとなることに拍車をかけていることに実質的規制としてのインサイダー取引規制への

#### ③実質的規制の根拠となる法理

証券詐欺の一般規定を直ちに内部者取引禁止に結びつけるのは、かつての証券取引審議会指摘したように、今でも困難であるといえる。しかしながら、アメリカにおいては、信託義務に違反する場合、及び不正流用となる重要情報の利用等が、インサイダー取引の違法性の根拠であることが明確にされてきた。ここで詳しく報告できないが、さしあたっては、規則10b-5-1および規則10b-5-2が参考となるので、このような方法で、インサイダー取引規制を予防法的な形式犯の規制から実質的規制に変容させるべきではないかと思われる。このことにより、顧客的には金商法157条が具体化されることにつながる。

このような実質的規制に組み替えた場合、例えば、公募の情報が、引受人から漏洩していくことについては、守秘義務違反の違法性を根拠に厳しくこれを処罰すべきであるといえよう。ただし、それがブックビルディングである場合の対応を別途考える必要があるかもしれないが、ここではその議論を省略する。

引受人は、内部者として、開示又は取引の断念が必要であり、これに違反することは証券詐欺となる。そのような情報の提供を要求して取引した機関投資家も処罰を受けることになる、というように把握すべきである。

#### (3) 実質的規制にするメリット

##### ①証券市場への情報伝達の促進－アナリストの活動の活性化

インサイダー取引規制は、証券市場に対する開示の促進と裏腹の関係にあるといえるが、企業情報を分析するなどして情報の伝達に従事するアナリスト等の役割にもいささかのインセンティブがなければ、IRも機能しなくなるように思われる。アメリカのレギュレーションFDは、わが国の証券市場の活性化のために必要であるといえるよう。

わが国では、重要事実の公表しても株価が上らないというようなこと聞いたことがある。フェア・ディスクロージャーの考え方であれば、発行会社は、市場における株価の上昇を期待することができないかもしれない。

##### ②企業活動を妨害しない規制

現行の規制では、たとえば合併を行う場合に、たとえばトップ経営者だけで合意して話を進めた場合、合併の成功は交渉次第であるようなどきどきでもそのよう情報漏洩についてインサイダー規制が適用されることから、発行者にも情報開示を強制されるという仕組みは

再検討すべきであろう。発行者に対しては、あくまでもブリチユアへの開示は求めるべきではないし、企業活動の展開のためにも、秘密情報の保持が許されるべきである。

#### (4) 投資者の混乱防止のための継続開示の限定

##### ① 適時開示政策の要請

証券取引所の定める適時開示規則は、内部者取引規制による重要事実を実質的に取り込んで開示を要請している(適時開示規則2条)。上場会社等は、企業秘密を持つことにはできるが、インサイダー取引の疑いが生じると取引所からの問い合わせ等によってその開示を迫られることとなる。上場会社等は、このことの故に重要事実の管理体制を確立しておかねばならない。ここでは、アメリカの自主規制内容と同じであるが、わが国では、あらゆる重要情報が継続開示項目とされている規制状況によって、取引所は、その開示を強力に実行させるといふ圧力を付与されていることとなり、発行会社が企業秘密を維持しておくことが困難な状況に追い込まれないか懸念される。適時開示は発行会社に対しての要請であるという性質をわきままえるべきである。さもなければ、発行会社がリスクテイクするなどの試みに向けて活動を決定するだけでも、そのような開示が義務づけられしきまう可能性が否定できないと思われるからである。

##### ② プリマチユアの情報と継続開示義務

ところで、わが国では、四半期報告書の「経営上の重要な契約等」(第四号の三様式記載上の注意(8)a)において、業務執行を決定する機関の決定の開示などは未確定とも言える記載事項を定めているようである。アメリカの開示制度と比べると大きな違いとなっている。わが国のような規制をすれば、企業の将来向けの活動に制約が生じることになるように思われる。そうだとするとグローバルな資本主義が迫ってきていることに応じて、わが国の企業が、新規投資等の効率的に資金の活用を行うことについても阻害される虞がないとは言えないであろう。

この点において、アメリカでは未成熟の情報の開示について、投資者を混乱に導くことを避けているようであって、そのような情報開示を定期報告書において開示項目とすることはしていない。アメリカの一九三四年証券取引法では四半期報告書にこのような記載事項は設定されておらず、あくまで臨時報告書において、締結された「重要かつ確定した契約」の開示がなされるだけであり、合併交渉過程を開示させるような方式はとっていない(一条項目101「登録者の事業及び活動」Form8K)。ただし、合併交渉中の噂によって株価が乱高下する中で、発行会社が合併交渉の話など一切ありませんとする報道発表をした場合には、これが証券詐欺に該当する重要事実だと判断した最高裁判例はある(Basic判決)。しかし、記者会見場で会社が「ノーマメント」といえば虚偽記載等の責任を問われることにはならないと一般に解釈されている。合併を業務執行機関が決定したからといって、会社にはいわず開示義務は法的にはないことに留意すべきである。



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

コーポレートガバナンスの目的

－監査役制度の再評価－

2015年1月23日(金) 15:00～17:04

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室にて

出席者(五十音順)

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
近藤	光男	神戸大学大学院法学研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授・弁護士(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部准教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
森本	滋	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	東京大学大学院法学政治学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

コーポレートガバナンスの目的

－監査役制度の再評価－

同志社大学大学院司法研究科教授

森 田 章

目 次

- |                            |                    |
|----------------------------|--------------------|
| I. 債権者保護政策                 | 1. 経営判断に対する裁判所の後知恵 |
| 1. 取締役の対第三者責任              | 2. 和製の経営判断原則       |
| 2. 査定による債権者保護              | 3. アメリカの経営判断原則     |
| II. コーポレートガバナンスの強化         | 4. 善管注意義務の束縛からの解放  |
| 1. 監査役制度の展開                | V. 社外取締役制度の趣旨      |
| 2. 伝家の宝刀を付与されてしまった日本の社外取締役 | 1. アメリカの社外取締役の機能   |
| III. 株主民主主義の徹底             | 2. アメリカの監査委員会制度の概要 |
| 1. 株主権の強化                  | VI. 監査役制度の再評価      |
| 2. 株主代表訴訟の位置づけ             | 1. グローバルな環境        |
| 3. 株主の権利の確保への疑問            | 2. 監査役 of 機能       |
| IV. 営業の自由と取締役の善管注意義務       | 3. 証券市場の機能の限界      |

討論

○近藤 それでは、1月の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、同志社大学の森田先生から「コーポレートガバナンスの目的－監査役制度の再評価－」ということでご報告いただきます。

それでは、森田先生、よろしく願いいたします。

○森田 私は3年前まで研究科長を務め、次に1年間のサバティカルをもらいまして、そして40年ぐらい勉強してきたことの集大成ということで、ご承知のように『日本の資本主義と会社法』（2014年）という本を著しました。おとなしくこれまでの研究成果を振り返ってまとめるとい

う作業をしていたのですが、あずかり知らないような動きが最近多く出てきました。何か物を言わないといけないようなところに焦点を当てながら、「コーポレートガバナンスの目的－監査役制度の再評価－」を報告させていただきます。

まず、振り返ると、我が国は昭和60年代に高度経済成長を果たしまして、そしてバブル経済へと突き進んでいきました。そのときには、弊害といえますか、リスクテイクに関しての経営判断が十分に規制も受けないし、従来の法制のままで処理してきたというような形になっているかと思えます。他方、海外投資家とかアメリカからは日米構造問題協議を通じて日本のコーポレートガバナンスに対してある種の干渉をずっとされてきた歴史



はありました。それが最近その勢いが増しまして、我が国のコーポレートガバナンス自体が劣っているのではないかというような風潮まで出てくるというありさままでして、非常に心外に思っています。

確かに、資本の効率性を高める経営がグローバルに求められる時代になってきたと思います。しかし、その対応として社外取締役の設置で事を済ますというのはいかにもお粗末ではないかということで、本日はこれまで勉強してきたことをまとめながら、皆様にその論点をご理解いただきたいと思えます。

## I. 債権者保護政策

### 1. 取締役の対第三者責任

#### (1) 公務員の個人責任

まず、私が会社法を勉強した学生時代を思い出しますが、債権者保護政策というのが会社法の非常に大きな目的でありました。それで取締役の対第三者責任に関して、後に述べますように大法廷判決が出るというようなことがありまして、名目的な取締役であっても、第三者に対しては厳しく責任を負わされるというような展開がありました。それは、公務員の個人責任という法制を考えますと、非常にいびつなものではないかというふうに思えます。

特にそれ以上の論点はありませんので、ここは簡単に済ませさせていただきます。

#### (2) 会社法 429 条 (旧商法 266 条ノ 3)

商法 266 条ノ 3 についての大法廷判決 (昭和 44 年 11 月 26 日、民集 23 卷 11 号 2150 頁) が出まして、大変大きな議論を学会にも呼び起こしました。それで、両損害包含説といいますか、取締役が第三者に対して直接損害を加えた場合だけではなくて、会社を破綻させるなどから第三者に間接損害を生じさせる場合の両者を含むというように判示されました。しかし、主観要件は職務懈怠について要すると判示しながら、直接的な不法行為責任も含むという意味がよくわからないと、私が最初に勉強した学生時代からずっと疑問に思

ってきましたし、いまだにその疑問は解けていません。

そういう中で、大隅先生は、最高裁判事をやめられた後、『私と商事判例』(1976 年) という本を出されました。その中で、「本来、この規定は、いわゆる直接損害よりも、むしろ取締役の不正行為により会社が破綻した場合に会社債権者が受ける損害のような間接損害に対して第三者を保護することを主たる目的として設けられた規定ではないかと考えられ、その意味で、同条の適用を間接損害に限ろうとする見解の方が、これを直接損害に限定しようとする少数意見よりも理解できるように思われるが、ただこの見解によると第三者の保護が弱くなる難があるのを免れない」とされ、文言解釈の形をとりながら、明らかに債権者保護政策をとるのだということを認めていらっしゃいます。

不法行為法というのは、近代市民法原理では過失がある場合だけのものだと習ってきたのに、職務懈怠の過失と損害との過失は関係がないにもかかわらず責任を負わされるというのはなぜかというのが、本当にわからないところでした。

#### (3) 最高裁の政策判断と社外取締役

最高裁のこのような政策判断と社外取締役との関係を考えてみますと、昭和 44 年 11 月 26 日の大法廷判決の延長線上において、次の最高裁判決 (昭和 48 年 5 月 22 日) では、平取締役であっても、取締役会の上程事項に限らず経営者の監督に専念し、場合によっては自ら取締役会を招集するなどして代表取締役の業務執行を監視すべきであると判示しています。平取締役であっても、名目的であることは許されずに、常に監視しなさいというような論理で判示しています。この論理によるならば、月に 1 回程度出席すれば足りるというような社外取締役などは認められるはずもないわけです。その当時に私が習った先生方はそのようにおっしゃっていました。

そういう判例の流れといいますか、役員の実質的な責任は、第三者保護を目的にしているということが強

く認識されていたというのが我が国の会社法の流れでした。

#### (4) ドイツにおける役員の個人責任の廃止

これは昨年9月の本研究会で高橋先生が報告されたことですが、ドイツにおいては、取締役構成員は会社債権者に対して連帯して責任を負うと考えられていましたが、1884年のドイツ普通商法典の改正により、「取締役構成員は、会社の名で行った法的行為について第三者に対して会社の債務につき人的な責任を負わない」ことが明文化されました。ただし、会社債権者は、自己が有している債権につき会社から満足を得られない場合は、取締役の義務違反から生ずる損害を賠償する会社に対する責任を、直接行使することができることとされたという。これが、我が国の先ほどの条文に掲示されているのではないかと思います。つまり、間接責任を認めたものであったというように思うわけです。

しかしながら、ドイツでは、最近に至って、「企業の健全性及び取消権の現代化のための法律」(2005年9月22日)の成立によりまして、「取締役が企業家的決定において適切な情報を基礎として会社の福利のために行為したと合理的に認められる場合、義務違反はない」という条文(株式法93条1項2文)を制定したわけです。これはこの前に高橋先生が報告してくださった中に入っていました。

このような考え方によりますと、取締役の任務懈怠による対第三者責任も著しく軽減されることになるのではないかと思います。ですから、継受したはずのドイツの法律も、対第三者責任については、取締役の任務懈怠という概念を非常に軽減化することになっているということに留意すべきではないかと思います。

## 2. 査定による債権者保護

### (1) 査定制度

私も会社法の専門家であることを理由にして、ついつい見逃してきたのですが、査定による債権

者保護があります。査定制度というのは、倒産事例では非常に重要視されてきたようでありまして、倒産事例で査定制度が利用されて経営者の民事責任が問われることが少なくありません。

査定制度はいつ、どうしてつくられたかを調べてみたのですが、査定制度を採用した当時の日本の立法の経過規定を見ましても、外国法を参照したというようなことはどこにも言及されていません。ですから、日本の倒産法学者などが中心に、日本の債権者保護政策を貫徹させるために合理的な方法として編み出したのではないかと思います。

裁判所は、再生会社の更生手続開始決定があったときに、更生会社の申立て又は職権によって、再生会社の役員の責任に基づく損害賠償請求権の査定の裁判をすることができ(民事再生法143条)、また、この請求権に基づき役員の財産に対する保全処分ができます(民事再生法142条)。更生会社の役員の会社に対する損害賠償請求権を管財人等が簡易迅速に取り立てることができます。裁判所は、その保全命令を出せるとともに、査定の裁判を行うという役割を演じますが、簡易迅速に役員の責任の有無を判断することになります。もちろん査定の裁判に異議があれば、更生会社の役員は異議の訴えを提起できますし、裁判所において審理することにもなります。破産手続の場合も同様の査定制度があります(破産法178条)。

実際に、金融機関の役員に対して善管注意義務違反に基づいて損害賠償を求める事件は、株主代表訴訟によるよりも、査定に基づくものがほとんどであり、破綻金融機関から役員に対する損害賠償請求権の譲渡を受けたRCC(預金保険機構の全額出資会社)が、問題となる融資案件を十分に特定し、その内容を精査するとともに、内部規程や稟議書などを含む非常に豊富な証拠に基づいて訴訟を遂行していることから、管財人が勝訴することが多いようです(神吉正三『金融機関役員の融資決済責任』(酒井書店、2005年)6-7頁)。

確かに株主代表訴訟であれば、原告株主は内部規程や稟議書までは知らないことが多いと思われるし、責任追及が厳格になされることに限界が

あると思われます。これに対して査定の手続は、内部資料に十分アクセスできるだけでなく、倒産という結果も出ていますから、後知恵によって役員の融資決済責任を合理的な因果関係をベースにして請求しやすくなるわけです。裁判所も、取締役の注意義務に関して、後述するように経営判断の原則の適用という手法で独自の銀行家の理想像を設定して、それに善管注意義務の怠りがあると論じますので、無担保融資をしたような金融機関の役員は責任を免れないことになっています。学説もこのような事態を助長するようです(岩原紳作「銀行融資における取締役の注意義務(下)」商事法務1742号4頁)。

(2) カブトデコム事件(最高裁判平成20年1月28日判決(判時1997号148頁))

具体例としてカブトデコム事件があります。これも最高裁まで行ったわけですが、カブトデコムは、昭和60年ごろに、さらなる企業規模拡大と株式上場を目指して北海道拓殖銀行に金融面での支援を要請し、拓銀もその事業計画等に賛同し、カブトデコムを企業育成路線の対象企業としてこれを積極的に支援するという過程で本件融資がなされました。建設されたホテルエイペックス洞爺は、破産管財人によって売却されましたが、その後再建され、ザ・ウインザーホテル洞爺として運営されています。サミットがここで開催されるなどしたことはご存じのとおりで、立派なホテルができています。

株式会社整理回収機構は拓銀の役員に対して損害賠償請求をしまして、カブトデコム事件の最高裁判所判決は請求を認めました。すなわち、融資は著しく不合理な経営判断であって責任を免れない旨の判示をしました。「北海道拓殖銀行は、本件過振りの結果、B不動産に対して48億4,000万円の無担保債権を有することとなり、その保全を図る目的でB不動産から本件不動産の担保提供を受けようとしたところ、担保を提供する条件としてB不動産に対する総額20億円の本件追加融資を求められたものであるが」云々とありまして、

「原則として受け容れてはならない提案であったというべきである」と言っています。経営もしないくせに、経験豊かな優秀なる銀行家のように融資のやり方等を判断されるわけです。

なお、原審は、被告役員の責任はないという判断をしたわけですが、最高裁までもが現実に上記のような判断をするということを知っておいていただきたいと思います。詳しいことは省かせていただきます。

## II. コーポレートガバナンスの強化

### 1. 監査役制度の展開

#### (1) 昭和49年商法改正による監査体制の整備

我が国のコーポレートガバナンスについて大学で習ったのは、債権者保護ばかりでした。そして、コーポレートガバナンスの強化は、監査役制度の展開によることとされ、最初に、昭和49年商法改正による監査体制の整備が行われました。

昭和40年代に山陽特殊製鋼の粉飾事件が大きく報道され、粉飾決算の違法性が強く認識され出しました。戦後の復興のために高度経済成長を走っていた時代であり、赤字を公表すると資金繰りに影響が出かねず、むしろ少々の赤字であれば高度経済成長路線のおかげですぐに回復できるという風潮もありましたが、粉飾決算は許されないということで、昭和49年商法改正は、大会社に会計監査人監査を導入するとともに、経営者とは独立の立場からの業務監査が必要とされ、監査役業務の業務監査権限が復活しました。日本監査役協会は、これに対応するように昭和49年に設立されています。いわば債権者保護のためのコーポレートガバナンスの強化がなされた改革であったと言えます。

#### (2) 法令遵守——監査役黄金時代へ

ご承知のように、ロッキード事件やダグラス＝グラマン事件が起こり、内閣総理大臣田中角栄が辞職しました。アメリカでも大統領ニクソンが辞任するなど、企業の不正支出が大きな問題となりました。昭和56年商法改正は、企業の不正支出の

防止として、計算書類の信頼性確保及び法令遵守のための自主的監視機構を充実させました。そして、監査の独立性確保のための制度も整備し、監査役も取締役会を自ら招集することができるようにもなりました。少なくとも総会屋に対する利益供与の監査はかなり厳しくなったと評価できると思います。

### (3) 伝家の宝刀としての業務監査報告制度

監査役制度は、会計監査人と連携をとりながら、会社の計算書類の信頼性を高めるために機能するような仕組みづくりがなされましたし、法令遵守として利益供与の支出を厳格に監査しました。業務監査を行いますし、取締役会に出席して経営政策についても意見を述べますけれども、その範囲は違法性監査に限定され、しかも取締役会の議決には参加できません。業務を担当しないからこそ監査できるという利点もあると言われてきましたが、監査の独立性は法的にも整備されてきて、意見を言うことができる制度にはなっているわけです。ただし、議決権はないということです。

監査役に議決権がなければどうなるかということですが、監査役が取締役の業務執行を監査し、もしも取締役の法令違反があればその旨を監査報告書に記載するという、尋常ではない制度になっているわけです。書かれたら大変なことです。ですから、このような制度は世界では例がないのではないかと思いますし、監査意見として果たしてどのような記載が行われるのか非常に興味を持っていました。ちょうど昭和49年改正後に神戸学院大学に勤務したのですが、そこで大隅健一郎先生とお会いできました。大隅先生はご承知のように、京大教授から最高裁判事を経て神戸学院大学で教鞭をとられていましたが、商法改正における大物監査役としてトヨタとか近鉄の監査役に就任されまして、そしてできたばかりの監査役制度、監査報告制度を運用していくに当たって、大きな役割も果たされたようです。

その大隅先生に直接聞いたのですが、違法がありましたとどうして書くのですかという質問をし

たところ、「指摘すべき重大な違法はなかった」と書くのだよとおっしゃって、なるほどな、と。そうすると監査意見にも含みがあり、何でも書くのではなくて、重要性の原則もあるということも勉強したのを覚えています。しかし、要するに、いざというときには刺し違えるというような制度です。ですから、それは日本の武士道かとも思いますけれども、果たしてこのようなことが海外の機関投資家におわかりいただけるのかなと思います。そのように非常にシビアな、つまり議決権はない、だからだめなのではなくて、もしものときは伝家の宝刀を抜くというような大きなものが隠れているわけです。それはなかなか海外の機関投資家には見えないことかとも思います。

そういう中で、米国は日米構造問題協議で1990年ぐらいから日本に対して社外取締役を入れるといったことをずっと求めています。その要求に負けたのか、我が国でも委員会設置会社をつくり、今度はまた監査等委員会設置会社というようなものを入れようというような、外圧によってアメリカ型のガバナンスを入れるようなことをしています。

## 2. 伝家の宝刀を付与されてしまった日本の社外取締役

しかしながら、非常に日本的であったのは、アメリカの社外取締役制度をまねて導入したのですが、肝心かなめのところが抜けました。つまり、アメリカではオーディット・コミッティーというのは取締役会の中にあり、会計監査人の監査報告はありますが、オーディット・コミッティーメンバーによる業務監査報告という制度は全くありません。ところが日本は、アメリカのオーディット・コミッティーを日本に導入するときに、監査委員会なら監査役がやっているのと同じようにやりましようと思ったのか、要するに、委員会設置会社における監査委員会においては、日本の伝統的な監査役制度の伝家の宝刀を与えてしまったのです。そのことは、アメリカで社外取締役がどんどん増えてきた大きな根拠理由を欠く制度になっ

てしまいました。

後述しますけれども、アメリカでは、社外取締役制度が非常に発展するのは、規制緩和といえますか、モニタリングモデルによって、社外取締役が株主にかわって経営者を実質的に援護するような仕組みが前提としてありましたが、日本では、伝家の宝刀を与えられる社外取締役というようなものにすり替えて導入してしまいました。それがコーポレートガバナンスの展開における不幸であったと思います。

### Ⅲ. 株主民主主義の徹底

#### 1. 株主権の強化

##### (1) 株主提案権

株主提案権を私も勉強しまして、日本に導入すればよいと言っていたのですが、我が国の場合、会社の費用で選任提案をすることができます。しかも、持株要件は非常に低いままで可能です。さらに、定款変更の形式をとれば、例えば「我が社は原子力発電はしない」というようなことも業務執行提案できます。つまり、株主総会における株主民主主義が非常に徹底しているという特徴があるかと思えます。ですから、機関投資家は、日本には社外取締役がないから、取締役の選任に対して有効な機能が働かないと言うけれども、そんな文句があるのであれば、自分で提案すればよいわけです。株主提案権というのは非常に安価で利用できますから。つまり、機関投資家は日本の社外取締役に期待する必要は全くないと思います。全くということはないかもしれませんが、新しい取締役に自らが提案すればいいわけです。そのくらい日本は、株主提案権で株主民主主義を大事にしています。

それで、アメリカでは株主提案権がどのようになっているのかということですが、会社法の制度ではなく、SECの委任状規制によるものであるということがまずありまして、それから、株主総会の適切議題は州会社法が決定することになっています。たしかに、株主総会で取締役を選任するというのは、株主総会の適切議題そのもの

です。ところが、アメリカのSECの考え方によると、選任提案は会社法上の株主総会の適切議題であることに疑問はないけれども、それを行う株主は、株主提案権制度を利用することはできません。委任状勧誘規制によって、それに基づいて自らの費用で委任状争奪戦で争ってくださいというのがSECのスタンスです。ですから、日本では、例えば機関投資家が会社の費用で非常に安価に選任提案をできるようになっているし、それから、定款変更自由の原則が解釈上ずっと認められているようで、定款変更の形をとれば、業務執行に何でも関与できるということにもなっています。

非常に皮肉な現象だと思うのですが、例えば電力会社は、福島事故の後ですが、大阪にしても、東京にしても、自治体は大株主でありまして、原子力発電に関する業務執行提案を株主提案として行うということを実行しているということも、非常に奇異な感じがします。つまり、行政が関与するのであれば、行政権の行使として企業を監視すべきでありまして、株主権を利用して自治体が自らの主張を述べていくというのは、日本ならではの風物詩になっているのではないかと思います。

##### (2) 敵対的企業買収防衛策の株主総会権限

敵対的企業買収に対して、当該株主だけから自己株式を取得することは株主平等原則からできないと解釈されていますし、それから、会社の将来経営について経営者が責任を持って対処しようとするということについてすら、裁判所はこれを認めないようです。東京高裁はニッポン放送事件において、経営者による企業防衛に関して次のように判示しました。すなわち、「一般論としても、取締役自身の地位の変動がかかわる支配権争奪の局面において、果たして取締役がどこまで公平な判断をすることができるのか疑問であるし、会社の利益に沿うか否かの判断自体は、短期的判断のみならず、経済、社会、文化、技術の変化や発展を踏まえた中長期的展望の下に判断しなければならない場合も多く、結局、株主や株式市場の事業経営上の判

断や評価にゆだねるべき筋合いのものである」とおっしゃるわけです。こんな無責任な言い方はないと思います。経営者こそが会社の次期の経営を担っているわけですが、その人らは判断できないと言っているわけです。そして、いわゆる権限分配論を持ち出されまして、株主総会こそが支配権争奪の局面において判断主体となるというふうに言って、要するに株主総会万能主義を主張されるわけです。その根拠は全く不明です。ゴーイング・コンサーンの会社においては、経営者こそが企業継続の責任を有しているのが当然のことだと思いますが、全くそのことには触れられていないというような判例になっています。

そのような判例がありますから、株主総会権限を重視しなければ、実務としては企業防衛ができないというようなことになりまして、ブルドッグソース事件においては、まさにそのような新株予約権を使つての防衛だったのですけれども、総会決議をわざわざとって、防衛策をとりました。最高裁判所もそれならよろしいという判決を出したということをご記憶に新しいことかと思えます。

これも詳しくは述べませんが、事ほどさように、経営者の経営権といえますか、企業の将来の決定権というものについて、わが国では裁判所が関与したり株主総会が関与したりすることを是とするというような流れが会社法の解釈の中で示されています。

### (3) 支配権の所在を決定する裁判所

ただし、支配権の防衛ということに関しては、主要目的ルールによって経営者の判断が認められるということが確かにあります。しかし、経営者の判断を十分尊重しているのかというと、そうでもないようです。つまり、ベルシステム事件のときは、裁判所は増資が企業価値を本当に向上させることになるかどうかを審査している。これは経営者のやる仕事ですよ。それを裁判所が審査している。これは清水俊彦さんという元裁判官の弁護士さんがそういう指摘をされています（「不公正発行を理由とする第三者割当増資の差止めをめぐ

る判例理論の展開（上）」金判 1309 号 14 頁）。裁判所の権限は、株主権限よりさらに上にあると位置づけられているような判示がされたわけです。

アメリカでは、ご承知のようにユノカル事件で、裁判所は、経営者は敵対的買収に対応する防衛策を、我が国よりははるかに自由にできるようなことを言っています。ただし、後述しますけれども、それだけ大きな経営権が与えられるからこそ第三者的なチェックが要するという意味で社外取締役が必要になってくるという論理はよくわかるのですけれども、私がここで言いたいのは、経営者にそれだけ大きな権限は与えていないのに、ガバナンスとして社外取締役が要するというのはおかしいのではないかということをお願いするための伏線です。

## 2. 株主代表訴訟の位置づけ

ドイツでは、株主代表訴訟提起のための持株要件が 1% または 10 万ユーロの額面株式と厳格ですし、株主代表訴訟の前の裁判所の許可手続も厳格にされるようです（株式法 148 条 1 項）。

アメリカでは、後述しますように、社外取締役による委員会が代表訴訟の却下を求めることができるような仕組みになっています。我が国においては、株主代表訴訟の提起について裁判所の許可も要りませんし、事前に監査役に通知するだけで、株主は極めて安価に訴訟ができます。監査役に訴訟の却下を求める権限もなく、会社としての対抗措置は補助参加しかできないと考えられています。それもできないと言う人もあります。株主は極めて大きな権限が与えられています。業務執行について、取締役会や監査役が株主よりも劣後しているのではないかとと思われるほどです。所有と経営の分離の不徹底がここであらわれていると思います。

今回の会社法改正では、詳しくはまた後の研究会で報告があるかと思いますが、多重代表訴訟制度までご丁寧に変更しています。ただし、持株要件は若干厳しくなったようですけれども、そんなに株主の監督是正権を大事にするのであれば、社外取締役も要らないのではないかと思います。

### 3. 株主の権利の確保への疑問

我が国では、株主の経営者に対する監督権が極めて強くなっており、機関投資家も株主権を行使すればよいのではないかとさえ思われます。さらに、裁判所の関与も大きくて、正義が実現される仕組みになっているとも言えます。それでは、機関投資家は我が国の社外取締役は何を期待するのかということですか。

今回資料としてお配りした「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方(案)」に興味深い記述があります。それは、金融庁・東証のコーポレートガバナンス・コード原案による株主の権利の確保について、背景説明として次のことが指摘されています。すなわち、「一般に我が国の上場会社は、他国の上場会社に比して幅広い事項を株主総会にかけているとされる。しかしながら、上場会社に係る重要な意思決定については、これをすべからず株主の直接投票で決することが常に望ましいわけではなく、株主に対する受託者責任を十分に果たし得る取締役会が存在する場合には、会社法が認める選択肢の中でその意思決定の一部を取締役に委任することは、経営判断に求められる機動性・専門性を確保する観点から合理的な場合がある」と指摘しています。海外の投資家の意見がものすごく反映されていると思われるコーポレートガバナンス・コードにおいては、株主総会権限はそんなに要らないと、そこまで言っていないかもしれませんが、そういうニュアンスでお書きになっている。だからこそ、そこで社外取締役が第三者的なチェック機関として必要になってくるというようなことかと思えます。ですから、そういう日本の株主総会の権限、株主権限の強化という枠を外さないでいると、社外取締役が本当に必要な理由はよくわからないということになるわけです。

### IV. 営業の自由と取締役の善管注意義務

営業の自由は、憲法上の根拠条文は職業選択の自由に由来すると解釈する人もいますが、会社法

学者側からすれば、人格権ではなくて、財産権に基づく営業の自由こそが重要になります。国家に対する財産権に基づく営業の自由(使用・収益・処分)こそが、アダム・スミスの描いた資本主義の前提になっていると思います。

#### 1. 経営判断に対する裁判所の後知恵

最高裁は、北海道拓殖銀行の無担保融資による損失につき頭取を特別背任罪に問うという事件において、「万一銀行経営が破たんし、あるいは危機にひんした場合には預金者及び融資先を初めとして社会一般に広範かつ深刻な混乱を生じさせること等を考慮すれば、融資業務に際して要求される銀行の取締役の注意義務の程度は一般の株式会社取締役の場合に比べ高い水準のものであると解され、……原則として確実な担保を徴求する等、相当の措置をとるべき義務を有する。例外的に、実質倒産状態にある企業に対する支援策として無担保又は不十分な担保で追加融資をして再建又は整理を目指すこと等があり得るにしても、これが適法とされるためには客観性を持った再建・整理計画とこれを確実に実行する銀行本体の強い経営体質を必要とするなど、その融資判断が合理性のあるものでなければならず、手続的には銀行内部での明確な計画の策定とその正式な承認を欠かさない」として有罪としました。

しかし、最高裁のおっしゃることは本当なのかと思うわけです。最高裁は、バブル当時の通常の銀行員の注意義務の基準として無担保融資をしてはならないとおっしゃっていますが、法律問題として銀行員の負うべき善管注意義務の水準は、当時の通常の銀行員に期待されるそれではないかと思えます。バブル時期には多くの銀行において貸付けがどんどん行われまして、無担保融資も珍しくなかったと言えます。ですから、バブル崩壊後に多くの銀行の健全経営に深刻な危機が生じました。しかし、これに対しては預金保険機構などによって超多額の国家支援がなされたわけです。したがって、バブル期の無担保融資が銀行員の注意義務の水準からすると不当であったと断定するこ

とには、無理があるのではないかと思います。裁判所が、後知恵によって、銀行が地域企業振興のために無担保で融資をした結果に対して頭取に刑事罰を与えるというのは、行き過ぎも極まりないと思います。裁判所が、「過失」の解釈において規範を打ち立てて役員を責任を追及することは、営業の自由に対する事後的な国家の干渉であると言えるのではないのでしょうか。

## 2. 和製の経営判断原則

これも事件については皆さんもよくご存じなので、ごくかいつまんで申し上げますと、アパマン事件最高裁判決は、「このような事業再編計画の策定は、完全子会社とすることのメリットの評価を含め、将来予測にわたる経営上の専門的判断にゆだねられていると解される。……その決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としての善管注意義務に違反するものではないと解すべきである」と判示して、「著しく不合理でない」という基準での経営判断の原則を打ち立てようとしている点に意義があると評価されているようです。

しかし、このような和製の経営判断原則には賛成できません。第一の根拠は、株主の権限です。本件子会社の株式買収は、取締役の会社の業務執行権の行使にほかならず、株主が代表訴訟で取締役の任務懈怠の責任を追及する枠組みは、それが違法または善管注意義務違反であることを立証することです。しかしながら、株主は、取締役会設置会社では業務執行権を有していません。業務執行のいわゆる違法性の主張はできるとしても、妥当性の主張をすることは、法的には根拠を欠いています。ベターな経営判断があり得ることを前提として任務懈怠の責任を追及することはできないはずです。監査役でも妥当性監査はしにくいと言われていることを想起すべきです。

第二に、裁判所が経営者の経営判断を審査した上で、それが著しく不当ではなかったと判示していること自体が問題です。裁判所は会社の業務執行権を有していないのに、「過失」概念の解釈に

よって事後的に経営判断の妥当性を審査すること自体が、会社の営業の自由を侵害することになるのではないかと思うからです。

## 3. アメリカの経営判断原則

アメリカで経営判断原則を認めた判例としてしばしば引用される *Shlensky v. Wrigley* 判決におきましては、株主主張の経営政策が現経営者のそれよりもより賢明な政策であり、それを採用すれば業績がより向上するであろうと思われる場合であっても、裁判所は、会社の経営政策をコントロールすることはしない、と判示しています。この判例は、取締役の業務執行権が、株主や裁判所から詐欺でもない限り干渉されないことを明言しているのではないかと思います。深読みすれば、会社には営業の自由があり、その業務執行権は取締役会にあることを尊重しているのではないかと思います。

経営判断原則については、アメリカでは次のように説明されています。すなわち、取締役は、会社に対して善管注意義務 (duty of care) を負う。それは不法行為法の注意義務と似ているけれども、経営判断原則は取締役を過失責任から隔離するためにある。したがって、会社の取締役や執行役員が業務上善管注意義務を負うというのは、誤解を招く表現である。現実にも、悪質な経営判断について稀に責任が課されるだけで、不成功となった経営判断に対して責任を課すことを躊躇するのであり、これを経営判断原則と呼んできた、と言われています。

## 4. 善管注意義務の束縛からの解放

わが国の裁判所は、会社の経営判断について取締役の善管注意義務違反を審査する場合に、経営政策のあるべき姿を打ち立てて、それを怠れば任務懈怠があったと判示していると思います。これは、裁判所が「過失」概念の解釈によって会社の営業の自由を侵害することになっているのではないかというのが私の考えです。

ドイツでは、判例により経営判断の原則が認め



られてきましたが、グローバルな資本主義に対応するために、新たに立法を行いました。ドイツ株式法 93 条 1 項 2 文は、米国の経営判断原則を継受して、次のように規定します。すなわち、「取締役が企業家的決定において適切な情報を基礎として会社の福利のために行為したと合理的に認められる場合、義務違反はない」ということを明文化しました。

要するに、経営者の善管注意義務からの開放が必要ではないかということがここでの主張です。

## V. 社外取締役制度の趣旨

### 1. アメリカの社外取締役の機能

前述しましたように、アメリカでも企業の不正支出問題が大きくなり、日本では、健気にも、昭和 56 年改正で自主的監視機構の整備を行いました。ところがアメリカでは、会社法は州法でありまして、州法は規制緩和競争を行っているというような法的状況ですので、会社法が企業の不正支出問題に対して厳しく規制するというような方向にはほとんど動かなかったと言っていいかと思えます。

ところが、私もずっと誤解していたことがあります。アメリカ法律協会は、コーポレートガバナンスについてのプロジェクトを SEC に頼まれて開始しました。そして、それが「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」として、草案による 10 年来の論争を経て 1990 年に完成しています。私も龍田先生達の研究会で勉強させていただきましたが、そのときに、内部統制という概念も出てくるし、経営判断原則での義務要件もしっかりとしているし、規制強化してきたのではないかと私も随分誤解していました。ところが、アメリカ法律協会の上記の本をもう一回丁寧に読み直したら、規制強化をする気は全くないという感じで書かれているのを発見しました。

要するにアメリカでは、不正支出ぐらいの問題で取締役会が一々経営責任を追及されてはかなわない、そのようなことが無いようにするためにはどうすればいいのかと、端的に言うとそのような

発想でコーポレートガバナンスが議論されているということでありまして、代表訴訟は、社外取締役から成る人たちによる委員会が判断すれば切れるというようなことを編み出してきたということです。

そうだとしますと、会社経営者は、もともとアメリカは所有と経営の分離を徹底しており、経営者の業務執行権が尊重される。他方、株主総会もあまり機能しない。そうすると、社外取締役が手近にいて、特に利益相反になるようなところをチェックするということが極めて重要です。ですから、例えば ALI（アメリカ法律協会）がいくら経営者の効率的経営を促進するのだと言っても、経営裁量が何でも許されるのではないことから、独立性のある社外取締役こそが例えば代表訴訟の却下ができるかどうかを考えるというような仕組みを採用したわけです。

我が国は、その部分が全く抜けたままで、外形的には委員会設置会社を採用したのですが、一番重要な代表訴訟を却下してしまいうことができないといった権限を社外取締役に与えるということを行わないままでやってきました。それは今もそうです。ですから、今もまた社外取締役を入れていると言っていますが、それも後ほど触れることがあるかもしれませんが、効率的経営をさせるために監督が必要だ、規制を強化するために社外取締役が必要だというような議論になっているくらいがあります。

### 2. アメリカの監査委員会制度の概要

これはあまり言っても意味がないのですが、社外取締役制度がいい、いいと言っているような国で、一番大事なのが監査委員会制度だと言っているわけです。それは法的にはなかなか明らかになっていません。というのは、それまで SEC がニューヨーク証券取引所などの上場規則の中で社外取締役から成る監査委員会制度を設置するようになってほしいと言って、それをしましょうということをやってきたのですが、それでは法的には一体どうなっているのかということが非常にわかりにく

かったわけです。しかし、サーベンスオクスリー法によって監査委員会の規制が明文化されたので、レジュメにその機能を訳出したものを載せています。

これによると、独立性があるとか、監査委員と公認会計士とが連絡をとり合いなさいとか、監査委員は自分のお金で調査をするために弁護士を雇ったりすることができますよとか、日本ではおよそできるようなことが書いてあるだけでありまして、特に目立ったところはないように思います。これぐらいのことなら、日本はみんなしっかりと56年改正で対応してきたと思うし、監査委員会がないから日本はおかしいというような言い方は絶対できないと思います。ただし、サーベンスオクスリー法では会計の専門家を1人いれなさいとなっているのに、日本にはその要件がないから、それだけは少しおかしいのかなと思いますが、重要な問題ではないと思います。

ということで、社外取締役を入れるということについて、日本では56年改正で、監査制度の強化ということで法令遵守、財務諸表の信頼性の確保を非常に頑張ってきたわけです。それについて今さらアメリカからそんなことを言われる必要は全くないと思うわけです。

サーベンスオクスリー法については、レジュメに書いてありますので、ここでは省略したいと思います。

## VI. 監査役制度の再評価

### 1. グローバルな環境

振り返ってみますと、我が国のコーポレートガバナンスの強化は、監査制度の充実を通じてなされてきました。ただし、私にすれば、日本は健気にも自主的監視機構を厳しくやって、何もなかったアメリカが、今になって社外取締役制度がいいのだと言って日本へ逆上陸してきているような印象があって、非常に戸惑っています。それで、どのように考えたらいいのかということですがけれども、今や、確かにグローバルな風潮として、社外取締役制度が必要だとおっしゃっているのです

けれども、その中身をよくよく見ると、資本効率経営を十分に実施しているかというようなことが非常に重視されているようです。ですから、今回のコーポレートガバナンス・コード（案）の基本的な考え方の中に、日本が大事にしてきた債権者保護という概念は全く触れられていません。それは捨てるのですか、捨てなくてもいいのですかというようなことが全然書かれていないということがまず疑問です。

ですから、日本としては、債権者保護の概念で財務諸表の信頼性、法令遵守というところまでは熱心にやってきました。3つ目の効率経営の監査というか監督というか、その点が非常におくれていると言えおくれているということかもしれません。しかし、それは先程来述べてきましたように、株主総会権限が強過ぎて、経営者権限が弱いから自由な経営がしにくい。それから、経営者の自由な経営に対しては事後的に裁判所の、言うなれば国家の干渉が入る。そういう状況がある以上、日本では効率的経営に進みにくい状況ではないかと思えます。ですから、それは社外取締役を入れたからといって、何とも変わりようがないと思います。そのようにすると、私とすれば、もう少し具体論としてはどういう方向性があるのかということについて、監査役制度の再評価として考えたわけです。

### 2. 監査役機能

#### (1) ステークホルダーの利益の確保のための法令遵守監査

それで、もう時間がありませんから、12ページの下のところ、監査役は、日本的な経営、ステークホルダーの利益を確保するために法令遵守監査を行うことによって、そのことをかなり達成してきたというので、日本のまったりしたい経営ができていているという根拠になると思えます。ですから、そういう監査役の法令遵守という作業は、社外取締役にはとてもできない作業ですので、これは営業の自由といいましても、公共の福祉に従うというような考え方を我々は持っているわけで

すから、そういう観点で、監査役のそういう機能は残すべきではないかと思えます。

### (2) 株主代表訴訟の却下を求める監査役会の権限

これは今度のコーポレートガバナンス・コード原案でも触れられているように、株主総会権限をもう少し単純化したほうがいいのではないかと。少数株主の保護などというようなことはあまり言わなくて、規制を考え直したほうがいいのではないかと思えます。

グローバルな環境に関しては、今言ったような資本効率経営、監査役の機能としては、法令遵守という立派なこともあるものの、株主代表訴訟の却下を求めるという権限が今のところ日本にはないわけですから、それを監査役会に与えたらどうかということですが。

### 3. 証券市場の機能の限界

これは前回報告しましたがけれども、日本の証券市場のインフラ、つまり企業の情報発信が必ずしも十分ではない。特にアナリスト等への情報発信が不十分ではないかというような点があるので、海外の機関投資家が不満に思うのはむしろ当然だと思いますから、それは金融庁等がお考えになって、そういう制度採用に動いていただければと思うわけです。

#### (1) 機関投資家の声を聞く受け皿

それから、発行会社としては、機関投資家の声を聞いて経営に反映していくという姿勢が必要かと思えます。それは、アメリカで結局は敵対的企業買収の防衛策が認められたということがポイントですね。そこまで認めてしまうと、もう市場の意見の反映の方法がないわけです。そうだとすると、機関投資家から直接声を聞いて、それをマーケットの声として受け取っていくというような姿勢が必要ではないかと思えます。

それをやるには、例えば社外取締役といっても、月に1回ぐらいしか来ない人に、会社の代表で IR

などへ行ってくださいというわけにはいきませんが、常勤の監査役に行ってもらったらどうか、——もちろん、経営のトップが行くということも大事ですけども——そのように思えます。

#### (2) 2名以上の独立取締役

2名以上の独立取締役というようなことがコーポレートガバナンス・コード原案に書いてあるようですが、その意味が全くよくわからないと思います。もう時間がないので、あんまり言うとポリティカルになるし言いたくないのですけれども、要するに法務省においては、附則で書くと言っていたものをわざわざ条文にしたと。それでやっと終わったかと思ったら、2名以上設置せよと。しかし、金融庁はコーポレートガバナンスに対する規制権限はありません。その規制権限のないところがどうしてそのようなことまで言うのか。権限なき行政指導というようで、しかも有識者会議にそのようなことをさせているということで、非常に無責任なコーポレートガバナンスの決定になっていくのではないかと思って危惧しています。

これで一応終わらせていただきます。

~~~~~

#### 【討 論】

○近藤 どうもありがとうございました。それでは、いろいろ論点がありますので、適宜ご質問、ご意見をお願いしたいと思います。

#### 【裁判所の関与】

○森本 森田先生は12ページ以下の結論のところを議論したいと思っていらっしゃるのではないかと思うのですが、その前に二、三点、森田先生の立場からはマイナーな問題かと思いますが、確認のために述べさせていただきます。

まず、昭和48年の最高裁判決は、閉鎖会社の事例で、恐らく取締役会が全く開かれていなかったのです。そういう事案ですので、現在は、裁判所も学説も、一般にこの表現を額面どおりには受

け取っていないのではないかということが一つです。

そして、ドイツ株式法の93条1項2文についてですが、これは後で経営判断原則ということで森田先生がおっしゃっているものと基本的に同じではないかと思います。その関係で、9ページの善管注意義務の束縛からの開放ということですが、森田先生はアメリカ型の経営判断原則を採用しろとおっしゃっているので、本質的なところかもわかりませんが、裁判所の立場、東京地裁民事8部の基本的立場だと思いますが、経営者が行った経営判断を前提に、著しく不当だったかどうかを問題としているのであって、経営政策のあるべき姿を打ち立てるといようなことまでは言っていない。経営者の立場に立って、情報収集が不十分だったか、これだけ情報収集をしたらこんな判断は普通の経営者ではないだろうという判断をしているのであって、その集大成がアパマン判決かなという感じがします。

そしてもう一つ、コーポレートガバナンス・コードの株主総会決議と経営者の判断に委ねる事項の関係ですが、少なくともコーポレートガバナンス・コードが言っているのは、例えば459条1項の剰余金配当とか自己株式取得とか、これは原則株主総会の決議事項だけれども、定款の定めで取締役会決議にできるということ、「会社法が認める選択肢の中でその意思決定の一部を取締役に委任する」ということ、少なくともここで言っていることはそのような程度のことかだと思います。その点だけを少し……。

○森田　そうですね。ただし、これは傍証としての主張かもしれませんね。

○森本　森田先生の理念的なことは分かりますが、ちょっと気が付いたことだけ……。

○森田　第2点は、おっしゃるように、そこまでは言っていないと思いますが、傍証として引用させていただきました。

第1点目の話は、おっしゃるように、閉鎖会社の場合であるし、よほどひどい経営で、全く監督もしていないような事例ではありましたが、

ただし、先生もおっしゃったように、アパマン事件もそうですけれども、そういう決定をするのならば、ここまで調べるべきだったと裁判所が言うことはやはりできるのですよ。そこがやはり私は経営判断に入っているという言い方になるということですね。

#### 【ガバナンスによる自治】

○前田　森田先生のご報告では、社外取締役あるいは監査役が経営陣から見て脅威という存在ではなく、むしろ援護する存在になるべきだということのご主張が何度か出てきました。そこでは、脅威か援護かを対立する機能として捉えていらっしゃるようにお聞きしたのですが、しかし、なぜ社外取締役等が経営陣にとって援護になるのか、たとえば、なぜ経営陣の経営判断が社外取締役を入れることで尊重されやすくなるのか、あるいはなぜ社外取締役らによる代表訴訟終結の判断が裁判所によって尊重されるのかということ、それは、社外取締役が経営陣にとって脅威となるほどに監視を行える存在だという信頼というか、期待があるからこそだと思うのです。ですから、脅威と援護とは対立する概念というよりは、むしろ表裏一体といえますか、脅威になるからこそ援護にもなると、そういう関係にあると思うのですけれども、いかがでしょうか。

○森田　まさに核心をついたご質問だと思います。時間の関係で最後は省略しましたが、最後の15ページのところを見ていただいたら、監査役会が援護するというのは具体的にどのようなことを言っているかという話ですが、例えば今回の会社法改正で大量の第三者割当増資は規制対象にするべきだといった議論があって、株主総会で議論したらどうですかという条文ができたと思います。それを例に取り上げているのですが、援助をするという仕組みを採用する場合は、例えば第三者割当増資計画についての財務情報の正確性及び法令遵守の観点から検討を行って監査報告を提出することとし、そのリスクテイクの取締役会の判断に監査役が関与することを法制化することになると。

つまり、取締役会は、その計画が忠実義務及び善管注意義務に違反していないことについての承認を監査役会に求め、もし監査役会がこれを承認する判断をして経営者を後押しするのであれば、裁判所もその監査役会の判断を尊重して、株主から請求された新株発行差し止めの可否を判断することになるのではないかとこの役割を、私としては一応想像しているということです。

#### 【監査役の伝家の宝刀から手続重視へ】

○久保 5ページで、監査役が監査報告書における取締役の法令違反に関する記載につき、「伝家の宝刀」という表現を使って、これは脅威なのだ、と取締役に対して重要な脅威になっているというようなご指摘だったと思います。前田先生のご指摘と重なるのかもしれませんが、監査役に森田先生のおっしゃる伝家の宝刀を与えていることについて、そのこと自体については森田先生は評価されているのか、それとも、これもやはり取り上げるべきだというように考えていらっしゃるのか、まずその点を前提として確認させていただきたいのですけれども、森田先生はどのようにお考えですか。

○森田 私は、どちらかという野蛮な規制だと思いますね。脅かして、もしものことがあれば切るぞというふうですね。そうではなくて、前田先生の質問に答えましたように、この場合には何が法令違反になるか、あるいは善管注意義務違反か忠実義務違反になるかもしれませんが、だからその観点でご審議くださいと言って審議していただいて、それでいいとなれば、その意見を尊重して経営判断してほしいというような仕組みに向かうべきだと思います。それを抜くぞ、抜くぞというだけでは、会話もできないではないですか。

○久保 でも、抜ける刀がないと会話に応じないではないですかという気もするのですね。

○森田 だから、それは、免責してほしいから、独立の社外監査役の意見をもらいなさいというように持っていくのですよ。

○久保 それはつまり、免責をもらいたかった

らというのを伝家の宝刀として与えるということになりますね。つまり、どちらにせよ、いわゆる野蛮な刀を与えなければならないという話になっているわけではないですか。

○森田 これはどんどん抜いていいわけです。

○久保 だから、抜くものがあるわけではないですか。いざとなったら書きますよ、書かれなかつたらきちんと考えなさいということが、いわゆる場となって呼ばれるものになって……。

○森田 あまり知らないですけどもね、そういう意見が出たらオーケーになりますよねというだけで、もしものときは切るとは言っていませんよ。

○久保 いや、そこがわからないのですが。

○森田 私としては、要するに業務監査報告書で重大な違法はありませんというような言い方ではなくて、個別具体的にこれこれについてはこういう判断をしましたということを中心にドキュメンテーションをとって行って、そういうものについては裁判所は尊重するというような経営を認めてほしいと思っているのです。

あなたのおっしゃることについて、裁判所の関与も問題になるのですよ。つまり、最終的に裁判所は何を判断するかというときの判断として、自らがご判断されるのではなくて、会社の自治自立の判断を尊重していただきたいという方向に行ってほしいのですよ。

#### 【妥当性監査への取組み】

○森本 森田先生は、明確に個別法規に違反する業務執行事項のことは置いていらっしゃるのですね。個別法規違反については、会計監査人でも監査役でも明確に指摘しなければいけないし、それは裁判所も明確に判断しなければなりません。ただし、善管注意義務というか、経営の裁量範囲に委ねられていることが、ベスト・インタレストではなく、少しおかしいな、どうかなということから、任務懈怠のラインの話がされていると思います。そのことを前提としないと話がややこしくなるなど。

○森田　　そういうことです。だから、悪いことをしてもいいとは言っていないよ。

○行澤　　それは従来、いわゆる妥当性監査か、違法性監査かということで、重大な過失、明らかな任務懈怠は、違法性監査のもとでも監査役の監査権限が及ぶのかどうかというところで議論されてきたと思うのですね。それで、法令違反の法令の意義について、森田先生としては、これを抑止的に解釈し、妥当性監査というようなことに対しては極めて厳格に、そこはもうシャットアウトするというお考えでしょうか。

○森田　　いや、そうではないですよ。妥当性監査に及ぶところで監査役の意見をもっと入れなさいと言っているわけです。

○行澤　　それは適法性監査のようなやり方ではないやり方で監査するということですか。

○森田　　そうそう。最後に抜くぞというだけでは何ともならないので、それに行き着くまでの話がいっぱいあるでしょうと。

○行澤　　ただし、そうなると、監査役が業務執行にかかわることになりますよね。

○森田　　業務執行権はありません。

○行澤　　でも、こうしたらどうですかという意見を言うわけでしょう。

○森田　　いやいや、これについては第三者的に判断はどうですかとお聞きするだけですから。第三者的に聞くのですよ。業務執行者に聞いたら駄目ですよ。

○行澤　　従来、監査役は、業務執行はしないということを原則としてきましたから……。

○森田　　しないから、取締役は今こういうプランでこのような子会社の買収を考えているときに、あなたはそこの娘婿がいるのではないですかとか、そういうことを監査役に見てもらふことになるのでしょうか。

○行澤　　利益相反のチェックとかを考えていらっしゃるのですか。

○森田　　そうそう。あるいは、あなたはそう言うけれども、計算書類にそのような子会社の決算はおかしいのではないとか、そういうことが言

えるでしょう。

○久保　　それは違法性の問題ではないのですか。

○森田　　違法性というか、つまり、どう言うかな……。

○久保　　例えば、実はそれは利益相反取引ではないのですかとか、その決算はおかしくて、何か粉飾があるのではないのですかというのは、まさに違法性の問題ですよ。

○森田　　そうですね。

○久保　　より妥当性といいますか経営判断の問題に踏み込んでいくというときに、今までの議論の中でイメージしてきたことは、あなたはこういう施策でこちらの会社と合併しようと思っているけれども、実はあちらの会社と事業提携したほうがより良いのではないですかといったことについて、監査役がもっと踏み込むべきだというようなご発言なのかと思っていたのですが、それは違うのですか。そこは監査役は踏み込むべきではない、もっと第三者的な立場であらせよ、こうせよと監査役が言うべきではないと。

○森田　　いやいや、私はよくわかりませんが、監査役が神様みたいに決めるわけではなくて、例えば現実の社会で、機関投資家からこのような会社と合併せよと言ってきているような状況があって、それについては、なぜそうしないのですかということを取締役会で聞けるでしょう。何も自分がオリジネートしてくる案ではなくてもいいでしょう。自分でオリジネートする案まで持ってこいと言うと、業務執行権になっておかしいとは思いますが。でも、IRとかに行ったり、新聞記事等の情勢を見たりして、——あるいは機関投資家から色々な圧力を受けたりするかもしれません——そのような様子を見ていて、それで、このような案があるけれども、どのようにお考えになったのですかというようなことを聞いたですと。しかし、それを業務執行権でやるという言い方はおかしいと思う。

○近藤　　東京のほうはいかがでしょうか。

【社外取締役設置への自主規制】

○岸田 「上場会社のコーポレートガバナンスの重要な課題について、国会の審議結果を出し抜くように、金融庁が有識者会議をして2名の社外取締役設置を実現させようとするのは、国会軽視の権限なき行政指導……」というご意見については、これは私もそのとおりで思うのですけれども、憲法40条で、国会は唯一の立法機関と規定してあるにもかかわらず、国会議員でもない20名程度の人々が法律でこの間決まったばかりの規定を無視して2名にするという、そういう権限がどこにあるのかは全くわからないのですね。

○森田 ありがとうございます、うれしいです。言ったかいたがあったというものです。(笑)

○黒沼 コーポレートガバナンス・コードは、閣議決定により、有識者会議でコーポレートガバナンス・コードに関する考えを取りまとめ、東京証券取引所が策定することを政府が支援するという形式になっているのですね。ですから、これ自体は法的な効力はありませんが、最終的には、東京証券取引所が自主規制としてこれを取り込むことになっています。閣議ではそれをやれと言っていただけですけども、最終的には責任は東証に持ってこられる、そういう形式だと私は理解しています。

○岸田 現在では東証には約3,500の上場会社があり上場会社の規則は全て東証が決めているわけですから、東証が決めるということは、それは日本の会社法に優位することをしているということになるのであって、法律は国会でつくるという規定からするとおかしいのではないですか。

昔は大証と東証があって、嫌なら大証に行って、東証のルールに反するものは大証でできたけれども、今は競争相手がいないので、東証が決めたことは事実上、日本の上場会社全てを規制することになり、国会で決めてまだ半年も経っていないのに、決めた後もっと厳しくするのは、筋が通らないような気がします。

○黒沼 いや、内容はともかく、自主規制については、法的規制がかかっていますから、内閣総理大臣は内容の変更を認めないということではでき

る。

○岸田 東証の上場基準で決めておくと、全ての上場会社は事実上守らざるを得ないですね。

○黒沼 上場基準は法律に基づくものとなっているのですね。内容がけしからんというのは、それはあらゆる立法について言えることですから……。

○岸田 だけど、国会でこの間決めたばかりの会社法の規定に反するような、ぐっと重い規定を東証で決めるということは、事実上、日本のほとんど全ての上場会社は守らなければいけないということになりますよね。そうすると、憲法の40条で国会が唯一の立法機関とされているのに、これ以外の機関が法律をつくるのと全く同じことになるのではないのでしょうか。

○森田 とにかく、前述の著書を書いたときには、こんなきな臭い話は全然なかったから、私も気分よく書いていましたが、最近世の中が——中東情勢ではないですが——日本も妙な情勢になり、コーポレートガバナンスがとてもポリティカルになってきまして、驚いています。

コーポレートガバナンスで監査役設置の国家による規制がなぜ許されたのかということについては、会社には債権者もいるし、それから財務諸表の信頼性で世の中はみんな動いていますから、そういう意味では、公共の福祉の概念で、ということになるのだろうかと思うのです。ところが、今回の社外取締役を2名置けというときに、仕事は何をするのかというのも不明確。それで、2名置いたからといって、何がどう変わって、日本の国益にどのような影響を及ぼすのですかといえ、何か下世話には、投資にお金を回してほしいから社外取締役を入れてどんどん投資させますというような漫画みたいなことを言っていると。そんなことでは、なかなか承服できない。

だから、公共の福祉からやむを得ぬものであるというような性質論でもおっしゃっていただければ、私もあり得るのかなとは思いますがけれども、単に儲けたらいいというだけで、しかもコーポレートガバナンス・コードでは、効率経営を高める

ためにお書きになっている。それでは、今までの日本の上場会社は皆怠けてきたのかと言いたくなりますよね。きちんとしてきたと思うのですよ。ですから、非常に失礼な居丈高な表現であって、非常にいただけないなど。

私も少しタイミングが悪かった。このタイミングで言うから、噛みつかなければならないような羽目に陥っているのですよ。当初はそんな気はなかったわけで、もう少しゆっくり議論しようと思っていたわけです。

### 【日本の会社のパフォーマンスの悪さ】

○龍田 今回の会社法改正がなぜ必要かについて、日本の会社のパフォーマンスの悪さが目に余るからという説明がありましたね。その点に結びつける問題ではないでしょうか。その観点からどのような改正が必要かについては、いろいろ考え方があり得るとは思いますが……。

○森田 だから、それで国会審議をしたわけです。国会審議をした上で、それをまた出し抜くと言うと失礼ですけども、それをまだ補強するようにこうして無理やりしてしまうのは、とてもおかしいですねと言っているわけです。それよりもっと大事なことがあるでしょうと。つまり、効率的経営を図るのであれば、効率経営を行う裁量権の確保、あるいは事後責任がそんなに厳しく追及されるということを守る、そこに第三者的な目が要るのだというような言い方であればよくわかるのですけれども……。

○龍田 どういう意味で裁量権を問題にされるのがもう一つよくわかりません。ある範囲で裁量が必要なことに異論はありませんが、あなたのご報告を聞いていますと、少しでも制約があると裁量が認められないかのように受け取れます。そういうものではないでしょう。第三者に対する取締役の責任も、普通の故意過失より重い悪意重過失が要件になっていますね。代表権の有無にかかわらず、取締役は会社の連帯保証人のような責任を決して負わされていませんよ。ご報告を聞いていますと、取締役がまるで連帯保証人と同列に扱

われているかのように聞こえます。もしそうならおかしいけれども、決してそんなことはありません。

また、代表訴訟を却下する権限を与えるべきだといわれましたが、これはどういう内容の制度を構想しておられるのでしょうか。アメリカの場合は、代表訴訟やクラスアクションが弁護士主導で行われ、それが目に余るようになったものですから、これを抑える方策を訴訟法でも証券法でも色々と工夫するようになったのですね。日本で代表訴訟が注目されるようになったのは、56年改正以降ではないのでしょうか。取締役会にかかわるような機関が却下する権限を持つような制度ができますと、日本では恐らく代表訴訟はなくなると思います。なくなったほうがよいというのであれば話は別ですが。

○森田 龍田先生は私と対立する立場でおっしゃっていますから、それはもう意見の対立です。仕方ありません。

ただ、経営者に権限が行くべきか、行くべきではないかというその資本効率の経営の追求の方法について議論があります。私の最近読んだ『THE BUSINESS LAWYER』で、マーク・ローがそのことについて、おっしゃるように経営者に権限を与えなくても、資本効率の経営は可能ではないかという議論もしています。

また、例えばイギリスで、代表訴訟で上場会社の役員が責任追及されたという報告は一件もありません。

### 【債権者保護目的のガバナンス】

○近藤 確認させていただきますが、今の点に関連しますけれども、最初に書かれているところで、コーポレートガバナンスの目的が債権者保護から離脱すべきだと言われているのがまず気になったのですが、これは429条との関係でおっしゃっているのかというのがまず一点。

○森田 そうです。

○近藤 もう一点は、要するに取締役会あるいは訴訟委員会で代表訴訟を終了させるという制度



を構築したときに、代表訴訟で追及できる責任の範囲を広げるといふこととセットで考えるのか、あるいは今の423条の責任を中心に考えた上で、やはり訴訟委員会で終了できるといふように考えるのか。この2点を確認させてください。

○森田 例えは忠実義務違反があり、放置していると、これはやはり代表訴訟でいいと思います。しかし、いわゆる経営の不当というところで、リスクテイクした結果だったようなことについては、やはりそれは、かなり責任を緩和した状態に持っていくべき必要性があると考えています。だから、代表訴訟は絶対だめとか、そんなことは言いません。経営者が何か悪いことをしたまま放っているというような状況はよくないから、それはもちろん認めますけれども、ここで言うところのミスマネージメントというか、そういうものについては少し規制緩和の方向で考えたらどうですかということをお願いしているわけです。

○近藤 債権者保護の離脱ということの具体的な意味は。

○森田 債権者保護は行き過ぎたと思います。ですから、これはつくづく思ったのですけれども、結局日本は、銀行の間接金融で来ましたから、銀行の債権者保護は至上命題でした。それが今、株主の利益とかリスクテイクとかというようなことになってくると、債権者をなぎ倒すということが十分あり得るわけです。ですから、その判断をしていいのかどうかをまず判断すべきだと思います。そうでないと、社外取締役を入れたからといって、急に効率経営でリスクテイクに走りませんよ。だから、今までどおり債権者保護の観点は抜けませんから、リスクテイクが大事なら、離脱を考えるべきだと思います。

#### 【社外取締役か社外監査役か】

○森本 その点ですけれども、コーポレートガバナンス・コードの中で、独立取締役を2人、上場会社では原則として入れなさいということが適当なのか、あるいはそういう独立取締役よりも監査役のほうがいいのか、これはいろいろと議論す

べきことだと思います。ただし、少なくともこのコードは、森田先生のおっしゃっているような方向性、例えばコード案の2ページに、コードの目的として、「会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、……企業価値の向上を図る」ののだとして、19ページの基本原則4で「経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと」、そして19ページの最後に、こうやって経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境の整備の一つとして、独立取締役がしっかり色々とチェックすることによって意思決定過程の合理性が図られるから、現在の判例法理に基づく責任追及が避けられているという構成になっています。金融庁が関わっている会議ですから、判例法理をベースにするということになりますので、独立取締役がしっかりとチェックすることによって積極的にリスクテイクできますよということなのです。そういうリスクテイクを支える環境整備が、独立取締役のほうが適切なのか、監査役のほうが適切なのか、そういう角度から議論すると、このコードと上手く関連した建設的な議論ができるのかと思いましたが、いかがでしょうか。

○森田 ですから、総合勘案して、私は監査役制度のほうがいいと思っています。というのは、会社に対する貢献時間が違いますし、常勤監査役が調べますし、そういうのがあるということと、それから職務が明確です。社外取締役の場合は、職務が必ずしも明確ではありません。監査等委員会設置会社とか指名委員会等設置会社については役割は明確になっていますけれども、単に監査役会設置会社において社外取締役1人が入ったときのその人の役割は、必ずしも明確ではありません。

○森本 監査等委員会設置会社ならば独立取締役が2人いることが前提ですし、指名委員会等設置会社も2人以上いるのは当然です。したがって、ここでの独立取締役2人というのは、監査役設置会社を前提としているのですね。

○森田 そのときの役割は、法文上何も書いて

ありません。

○森本 監査役会が従来どおりの仕事をするのと同時に、独立取締役が2人いたら非常にいいのではないかといった議論なのかという感じがしたのですが。ただし、そうすると、2足す2の4人の社外がいるけれども、監査等委員会になったら2人で済むではないか、だから、監査等委員会設置会社に移行しようとする人もいます。これがこのコードの理念に合うかどうかというのは問題ですけれども、社外監査役プラス独立取締役2人の場合はどう考えているのか。それに対して、社外取締役が2人だけの監査等委員会設置会社においてこのコードがどういう効用を持つとか、そういう分析も必要なのかなという感じがしたのです。

○森田 それはそうですよ。だから、具体的にこの前の監査役会の全国会議でも議論されていたようだけれども、こうやって選ばれてきた社外取締役は、それでは会社の中に入って具体的に何をするのかというと、やはり監査役会に出席するだろうと。そこで結局、監査役のノウハウでやっているようなことを聞いて判断するとか、実際そのようにしないと、情報の提供もどうやってするのですかと。

○森本 少し混乱しているのかもしれませんがけれども、前田先生がおっしゃったことと関連しますが、結局、監査役は適法性をベースにするけれども、独立取締役の場合には、むしろ経営政策の基本方針の決定に参加するのですね。それに基づいてどのように効率的な事業活動を行うかについて、効率性の観点からアドバイスをすることになります。この機能は監査役にはないのではないかと、ということ、森田先生のおっしゃるような妥当性に係る問題については、コーポレートガバナンス・コードでは監査役よりも取締役により親近性があるのかなと議論をしているように思うのです。

○森田 それはおかしいと言っているのです。

○森本 それはまた久保先生の話で……。 (笑)

○森田 さっきの久保先生の質問にもあつたけ

れども、社外取締役はまさに業務執行として言うのでしょうか。ところが、社外監査役とか監査役は業務執行なしで言っているというところで、私は、監査というか、日本の監督の本質がそこにあると思っているわけです。

ですから、先ほど申しましたように、私のイメージでは、例えば社外取締役の場合は過去のキャリアのネットワークを持っていて、それならばこれでいこうと言って案を出すとか、そういう雰囲気なのですね。ただし、そこまでは別に法制で要求すべき問題ではないのではないですかというのが私の考えです。

○船津 今の点に関して、私がドイツの報告をしたときに、——監査役という同じ名前でも機能が違うということはきちんと念頭に置かなければいけないのですけれども——監督する立場からすると、監督というと割と後ろ向きというか、過去の話をするのが中心になるという話でした。森田先生は、基本的にはそれでいいのだ、要するに将来の話は監査役あるいは社外取締役等がタッチする必要はない、それは経営者がやればいいというお話だと思います。

ただし、一方でリスクテイクをすることに関してしなければならぬということで森田先生もおっしゃっているし、コーポレートガバナンス・コードでも一応立場としてはそのように言っているということだけれども、今一番何が日本に足りないかということ、政策的に考えた場合に、投資先というか、リスクをとることができていないのではなくて、リスクをとるような投資の芽がないということが最大の問題なのではないかと。(笑)

そうだとすると、リスクをとれるような「芽」をつくるという意味では、どうしても回顧的な話よりも、むしろ将来的な、あるいは新規な領域に行く必要が出てくるようになったときに、どうしても社内の人たちではなくて、社外の人たちの意見を取り入れたほうがより芽が出やすいのではないかと、ということが、一つの社外取締役の役割として期待されているということであるとするならば、先ほど議論になりましたけれども、社外取締役とい

うのも、そのような理由であるならば、それなりの合理性があるのではないかという気がするのですけれども。

○森田 合理性があっても、営業の自由ですよ。例えばわが社は社外取締役にやってもらわずにコンサルタント等に頼んでやってもらうよと。

○船津 その点に関して、公共の福祉という概念で営業の自由の規制をするのは該当しないということで14ページに書かれていますけれども、監査役制度についてはそれはいいのだと。マイナスを防ぐのは、それは立法としていいのだというのが森田先生のお立場であるとすれば、では、なぜプラスを伸ばすということについての立法がだめなのか。経済的自由に関しては、比較的立法裁量が認められているのだとすると、——コーポレートガバナンス・コードはともかく、少なくとも「相当でない理由」に関しては会社法改正という立法ですから——そういうこともあり得ていいのではないかなと。私自身そう強く主張するつもりはありませんけれども、一応考え方としてはあり得るのかなと。

○森田 あなたは何を質問されているのかわかりませんが、要するに社外取締役を入れたら、急に日本の経営の将来のリスクイクがどんどん広がっていくなんてことは、うそですよ。なぜなら、みんな止めますよ。そのような危ないことはできませんと言いますよ。なぜできないかという、後で裁判所がかくあるべきであったと、このようにおっしゃるわけです。そんなことではリスクイクに走れませんよ。

○船津 それは代表訴訟の話であって……。

○森田 代表訴訟だけではなくて、要するに経営者の裁量権や迅速にできるという意味では、総会権限が少なくなっているほうがやりやすいだろうと。あるいは責任追及もされにくいだろうと。そういう色々なインフラをつくっておかないと、おっしゃるように社外取締役がそのような役割を果たしてネットワークを持ってきたとして、皆さん、さあ行きましようと言ったって、「はあっ？」というようなもので、みんな止まりますよ。

○船津 今は、監査役か取締役かという議論の中でどちらがいいかという議論をしているのであって、ほかのシステムに関しては、お話ししていないわけです。

○森田 だから、そのような自由を認めた上で、経営者は例えば調査会社や色々なところに頼むなりして検討していけばいいわけで、それを社外取締役として誰か入れなさいと言って入れるというおかしな規制はいらぬと言っているわけです。

○船津 ご意見としてはわかります。

#### 【常勤者の必要性】

○岸田 今度新しくできた監査等委員会設置会社における監査等委員会の監査等委員について考えますと、従来の委員会設置会社の監査委員においては全部社外取締役の場合もあり得るため、その場合はそれらの会社では常勤の監査役が全然ない場合もあり得るわけですね。常勤がないということは、月に1回、社外取締役だけでも監査できるということですが、これはむしろ今よりコーポレートガバナンスの点では後退しているのではないですか。つまり、立法担当者の説明を読むと、現在の委員会設置会社で監査委員会には常勤監査役の設置は義務づけられていないためそれと同様の考え方をとり、監査等委員会も常勤の監査等委員は要らないというわけですから、むしろこれから監査等委員会が増えるのであれば、監査については今よりも質が落ちるのではないかという気がするのですけれども、この点について森田先生はどのように思われていますか。

○森田 そのとおりですよ。規制緩和そのものだと思います。だから、それでいて社外取締役を入れて、日本風のまったりした遵法性監査というようなことを減少させようとしているのではないのでしょうか。

#### 【経営判断の原則の具体化】

○片木 申し訳ないのですけれども、少し毛色の違った質問を二つしてもよろしいでしょうか。一つ目は、ドイツの規定を今回出していらっしや

るのですけれども、ここで言われている、適正に情報を取得して、それによって会社の最善の利益であると合理的に判断したときには責任を負わないというドイツの規定と、日本の、恐らくアパマン事件あたりで到達している経営判断原則とどう違うのかというのがわからないといいますか……。

最近、いささかやっつけで論文を書いたときに改めて読んでみますと、注意義務といいたましようか、調査過程など大変細かなことを言う判決が幾つかあること自体については、確かにそうだと思います。しかし、少なくともアパマン事件の高裁判決をひっくり返したという過程を見る限りで、ドイツで言うような義務を尽くした場合には、我が国においても善管注意義務が尽くされたという判断になっているように思います。これとドイツの議論で、高橋先生がお話しされたときも少し気になったのですけれども、善管注意義務に違反したということを経営者の責任を追及する側が言わなければならないという議論になっているわけで、それほど日本の経営判断原則が特異なものなのかどうかがよくわからないというのが一つです。

もう一つは、先ほどから出ているとおりで、先生が常勤監査役を大変支持されているのが少し意外な気がしたのですが、監査等委員会設置会社、あるいは指名委員会等設置会社の監査委員会ですか、このあたりがいわゆる常勤の者を置かないこととした一つの理由は、恐らく現在の常勤監査役と内部統制というのがかなり重なっていると。実際、常勤監査役がすべきこととして監査役協会が出しているいわゆる監査役監査基準を見ても、これは内部統制の仕事ではないのかというところが多く見受けられます。ですから、その内部統制をかなり充実させるというのが、会社法の今回の改正の中にもそれなりに入り込んでいますので、それを前提とした監査委員会における判断であったのではないかと思うのですね。

森田先生のおっしゃる今回のこの色々な制度をつくる時の常勤監査役というのが、あるいは少しイメージが違っているのかもしれないのですけれども、常勤監査役が経営判断の正当性の担保を

するところまで議論するとなると、現在の常勤監査役とはかなり違ったものになるのではないかと思います。

○森田 おっしゃるように、日本もドイツ法のような条文でやっていますから、採用するのならば、おっしゃるようなドイツ法のそういうのを採用することになるだろうと。それならば結局、そんなに大幅に経営判断原則でアメリカのようなダイナミックなものは出にくいのではないかと思います。ですから、ドイツの場合は、そこへ持ってきて提訴要件が非常に厳しいというような状況下においては、日本よりも楽になっておるとは言えるのですけれども、この条文を日本に採用しただけでは、なかなかそうはいかないのではないかと。

それから、これは方向性だけを述べていますから、実際問題としては、具体的にどのような条文をどのように採用したらいいのかということになると、アメリカでは妨訴抗弁というような位置づけをしています。日本には訴訟制度として妨訴抗弁というものがないから、それではそれをどのようにして入れていったらいいのか、といった問題が起こるでしょう。また、ドイツ法のこれを見たから日本もこれをまねしたらいいですよというのではなくて、ドイツもこうしていますからやりましょうという傍証として利用させていただいているだけでして、具体的には、それでは訴訟委員会が落とせるとか、そのような——しかしその場合でも、妨訴抗弁というような法構造をそう簡単に会社法だけで採用できるのかどうか、私はよくわかりませんから、そういうことも詰めていく必要があると思っています。

それから、おっしゃった内部統制の問題は非常に難しい問題ですね。ですから、これはもともと経営陣でやってしまったらそれで済んでしまっている話なのか、それとも監査役がイニシアチブをとってやるべきなのか。私は、当初は後者のほうでいったらいいのではないかと考えていたのですけれども、一応今度の制度では、経営者の方の制度が内部統制だという考え方を採っています。それなりに必要な手当て——監査役についてある種

の業務執行権みたいなどは出てきますから、今後はそういう調整もする必要があるのではないかとは思っています。

#### 【ガバナンスの将来像】

○片木 多分4月ごろに、新しい改正会社法のもとでの監査役について私が報告しなければいけないのではないかとということで伺っているのですが、そもそもの根本的な問題として、いわゆる監査、つまりやや後ろ向きに経営者の違法行為ないし不当行為といったことをチェックするような組織というものを株主総会が別に選んで、そういうものをわざわざ日本の国内にビルトインさせなければならない理由というのは何のためなのか。もしそれをしっかりと説明すると、よほど日本の経営者は放っておくと悪いことをすることになってしまって、やはり基本的にはまさに内部統制の話になり、ただし、内部統制が経営陣自身の違法行為にまでチェックを働かせようとすると、そこは内部統制のトップがどこか外部の人に対してそれを報告するという仕組みが必要になる。それが例えば社外取締役であるといったほうが、機能できるのではないかと。ある意味で、社外取締役の持つ機能の一つとしてそれが入り込むだけで十分ではないのかというのが、恐らく海外での感覚なのではないかなという気はするのですね。

そうすると、先ほど龍田先生もおっしゃいましたけれども、日本で銀行による監督とか監視、そういうものがなくなりつつあるところで、どちらにせよ市場監視というものに限定される。そうすると、市場の監視機能の一つを補佐するという形で社外取締役が入り込んできて、その人たちが内部統制のバックアップ機能を果たすぐらいで違法性監査というのは十分なのではないかという一つの評価があるのではないかという気もしているのですけれども。

○飯田 ちょっと話題が変わりますが、コーポレートガバナンスをめぐるのはさまざま議論がありますけれども、結局会社によって事情が違うの

だから強行法規で一律に決めるのはよくないのではないかという、英語で言うと「One size does not fit all」という議論があります。その観点からすると、社外取締役の選任に関して Comply or Explain 的な発想が一応入ってはいるということでは、それほど悪くもないと評価できるのではないかと思います。森田先生の今日のご報告では、監査役制度でいいのではないかと再評価されたと思うのですが、それも一つの選択肢としてご提示されるのか、それとも、むしろ強行法規的にいくべきなのかということはどういうふうにお考えなのかということをお聞きしたいと思います。

もう一つは、取締役の責任をどう考えるかというときに、例えば取締役の責任を限定する契約を事前に結べる者の範囲が、今は社外取締役等に限定されていますけれども、それを一般に広げるとか、あるいは限定契約ではなくて、もともと免責契約にして、悪意重過失があるときはその限定契約が外れるとか、アメリカ的な制度を入れるという、それはもう定款でそれぞれ会社が対応しなさいという形で実現していく可能性があると思います。今日のご報告の中では、代表訴訟に議論が限定されていましたが、むしろ森田先生のご主張を実現するとしたら、そちらのほうがより現実的なように思ったので、その辺について先生がどういうご見解なのか、教えて下さい。

○森田 勉強して感じていますのは、何故なのか知らないけれども、日本の取締役というのは地位が低くて、悪いことをするのではないかというような形の規制がずっと主流であったように思います。そうではなくて、今まさにリスクテイクをしてグローバルにやっぺいこうというようなときに、そういうやり方ではなかなか経営者は動けない。先ほどから議論が出ていましたように、社外取締役がいいネットワークを持っていて、ぱっと入ってこられて、それではこれでいこうと言われても、みんな躊躇しますよ。なぜなら、善管注意義務で責任追及されるのは嫌だから、先送りですよ。ですから、そういう意味では、規制緩和を

して責任緩和をしなければならないと思うのですね。

ところが、そのように言ったら、あいつは倫理観を喪失した男かと思われるわけです。それはもう甚だ迷惑です。何もそのようなことを言っているわけではなくて、リスクテイクするにはそれが必要だろうということを言っているわけです。ですから、そういう意味では、先生がおっしゃったように、より根本的な制度が色々ありますから、そのような制度ももっと活用していくというような方向でいくべきだと思いますし、私も何も社外取締役を入れてはいけないと言っているわけではないのです。入れても何ともならないという状況を見無視して、社外取締役を2人入れたらもうそれで大丈夫ですというような言い方は欺瞞に満ちているのではないかと、ということをまず言いたいわけです。

ですから、あなたの最初の質問だったと思いますが、監査役であるべきなのか、社外取締役であるべきなのか、その選択は許されるのかと、言ったら、私は選択は許されると思います。というのは、こんなことを言ったからといって何の意味もないのですけれども、感覚的には、メーカーにとっての日本のガバナンス、この制度が非常に日本のメーカーにはプラスだと思っています。それが全ての業界にプラスかどうか私もよくわかりませんが、選択があっているのではないかと、思っています。それでも、典型的には今までメーカーが日本経済を引っ張ってきたと思いますから、メーカーを中心に議論はしています。もっと短期的に大胆な経営でどんどん進むべきだということもあるかもしれませんが、そういうときには、もっと大胆な責任緩和も認めるような、そういうリスクテイクをして、そのかわり、もう消滅していてもしょうがないというような、そんな企業もあり得るかと思っています。

本日、これを言うだけでも非常に勇気が要るのですね。でも、40年間同じことを言ってきたから、あまりそうした恥じらいはないけれども、日本の多くの先生方の考え方からすると、非常に耳に逆

らうようなことを申し上げて申しわけないのですが、私が研究した成果としてはどうしてもこういうことを申し上げたい。債権者保護の問題ももう一回考えていただきたい。債権者保護が全く要らないということになるのか、そこまではわかりませんが、そのようなことを再考して、日本のリスクテイクをできるガバナンスをもう一回考えていただきたいというのが趣旨でございます。

○近藤　　どうもありがとうございました。

それでは、ちょうど時間になりましたので、本日の研究会は以上といたします。

2月は休会になっておりまして、次回は3月27日、京都大学の前田先生に、平成26年会社法改正、企業統治関係の第1回をお願いいたします。

コーポレートガバナンスの目的一監査役制度の再評価  
同志社大学教授 森田章

2015年1月23日

はじめに

わが国は昭和60年代には高度経済成長をたし、一般に、企業も借金に迫られる経営から脱皮して、貧乏な企業から資金に余裕のある成熟企業へと変身を遂げた。バブル経済へと突き進んだわけであるが、計画経済が必ずしも妥当しない分野に進出するというリスクテイクが少なからず行われた。ゴルフ場の設立・運営を指して優良企業が多く、借金を背負い込むというような事態も生じたわけである。リスクテイクに関する経営判断を行うためのセーフ・ハーバーを会社法が提供できていないことが問題であったといえよう。豊かな国となったわが国の企業がリスクテイクする場合のコーポレートガバナンスの標準を構築することが急務である。それは、コーポレートガバナンスの目的が債権者保護から離脱して効率的経営を目指すモニタリングモデルへと移行することであるともいえる。

しかしながら、資本の効率的性を高める経営がグローバルに求められる時代になってきたのに、これに対する対応が社外取締役の設置であるというのはお粗末である。インフラとして、会社法は、経営者の経営判断の裁量権を確保しなければならず、そのためには監査役の役割も経営者に対する脅威から保護にシフトしなければならない。そのための会社法の早急な改正が望まれる。改正を必要とする会社法の論点を整理してみた。

#### I 債権者保護政策

1. 取締役の第三者責任
- ①公務員の個人責任

国家または公共団体の公務員がその職務を行うについて、故意または過失によって違法に他人に損害を加えたとき、国または公共団体が、これを賠償する責めに任ずるが（国家賠償法1条）、その職務執行に当たった公務員は、行政機関としての地位においても、個人としても、被害者に対してその責任を負担しないといわれる（最判昭和30年4月19日民集9巻5号534頁参照）。

これによると、公権力の行使による公務員は、不法行為責任を追求されることはなく、国または公共団体が責任を負い、悪意・重過失があったときだけ賠償を求められることになる。

#### ②会社法429条（旧商法266条ノ3）

昭和44年11月26日の大法廷判決（昭和44年11月26日大法廷判決、民集23巻11号2150頁）は、旧商法266条ノ3の法意について、取締役が第三者に対して直接損害を加えた場合および会社を破綻させたことから第三者に間接損害を生じさせた場合の両者を含むものと判示し、主観要件は職務懈怠について要すると判示した。このように旧商法266条ノ3の規定の解釈は、会社の債権者を保護しようとする政策判断によるものであるといえよう。大隅博士は、次のように述べる。すなわち、「本来、この規定は、いわゆる直接損害よりも、むしろ取締役の不正行為により会社が破綻した場合に会社債権者が受ける損害のような間接損害に対して第三者を保護することを主たる目的として設けられた規定ではないかと考えられ、その意味で、同条の適用を間接損害に限ろうとする見解の方が、これを直接損害に限定しようとする少数意見よりも理解できるように思われるが、ただこの見

解によると第三者の保護が弱くなる難があるのを免れない」（大隅健一郎『私と商事判例』（1976年）218頁）という。しかし、このような最高裁判所の解釈は、法的妥当性を欠くように思われる。つまり、主観要件は職務懈怠に求めながら、監視義務違反の責任を追及すること、本件のような代表取締役等による不法行為についても、名目的な取締役が監視義務違反という事実を以て常に責任を負わせることとなり、近代市民法原理である過失責任主義を逸脱するのではないかという疑念が生じるのである。

#### ③最高裁判所の政策判断と社外取締役

最高裁判所昭和44年11月26日大法廷判決は、当時の倒産事例における連鎖倒産をくい止めるために、取締役の第三者に対する責任を厳しく追及する政策をとった。これの延長線上において、最高裁判所は、平取締役であっても、取締役会の上程事項に限らず経営者の監督に専念し、場合によっては自ら取締役会を招集するなどして代表取締役の業務執行を監視すべきであると判示している（昭和48年5月22日）。この論理では、月に一回程度出席すれば足りるというような社外取締役などは認められるはずもないこととなる。

#### ④ドイツにおける役員個人の責任の廃止

ドイツにおいては、取締役構成員は会社債権者に対して連帯して責任を負うと考えられていたが、1884年ドイツ普通商法典の改正により、「取締役構成員は、会社の名で行った法的行為について第三者に対して会社の債務につき人的な責任を負わない」ことが明文化された。ただし、会社債権者は、自己が有している債権につき会社から満足させられない場合は、取締役の義務違反から生ずる損害を賠償する会社に対する責任を、直接行使することができることとされたという。これが、わが国の取締役の第三者に対する責任の規定の考え方であったと思われ、上記最高裁判例にいう間接責任を認めたものであったといえよう。しかしながら、最近にいたり、ドイツでは、「企業の健全性及び取消権の現代化のための法律」（2005年9月22日成立）により、株式法93条1項2文は、「取締役が企業家的決定において適切な情報に基づいて会社の福利のために行われたと合理的に認められる場合、義務違反はない」と改正されているのである（高橋英治「ドイツと日本における株式会社法の改革」250-251頁商事法務2007）。このような考え方によれば、取締役の任務懈怠による第三者責任も著しく軽減されることにならう。わが国の対第三者責任規定自体もドイツ法の現状に鑑みて再検討すべきであると思われる。

#### 2. 査定による債権者保護

##### ①査定制度

わが国においては、会社債権者の保護がきわめて重視されてきた。倒産事例では、査定制度が利用されて、経営者の民事責任が問われることが少なくない。査定制度は、立法の際に外国法を参考にしたという形跡を見つけることはできなかった。

裁判所は、再生会社の再生手続き開始決定があった場合、再生会社の申立又は職権にて再生会社の役員に基づく損害賠償請求権の査定を裁判をすることができ（民事再生法143条）、またこの請求権に基づき役員が再生会社の財産に対する保全処分ができる（民事再生法142条）。更生会社の役員は、その保全命令を出せるとともに、査定の裁判を行うという役割を演じている。裁判所は、その保全命令を出せるとともに、査定の裁判を行うことにより、簡易迅速に役員に対する責任のあるなしを判断することになる。もちろん査定に異議があれば、更生会社の役員は異議の訴えを提起できるし、裁判所において審

たことを考慮しても、著しく不合理なものといわざるを得ず、被上告人らには取締役としての忠実義務、普管注意義務違反があったというべきである。」として、本件追加融資により、回収困難となった貸付残高相当額12億6816万4671円の損害がA銀行に生じたことが明らかである。」として、請求を認容した。

しかし、本件の原審は、被告役員の責任を否定していることに留意すべきである。原審の判断について、その判断の理由は、つきつめていえば、同判決自身が述べているように、第一融資が不良債権になったのは、「その後のバブル崩壊による土地下落という、当時においては予測不可能な経済的要因に基づくもの」という認識に基づくものであろう。しかし、「第一融資の取得が実効担保額を割り込んだ時点において、速やかに追加担保を取得したり、債権回収を図るなどの対応を怠った」というのは現実性のない議論であることは認めながら、原審の判断は、経営判断の原則の理解を誤ったものであると、次のように論難するものがある。すなわち、「第一融資の融資決定の判断は、内容的にも明らかなに不合理であった、・・・大蔵省から行き過ぎた支援だとの指導を受けたのに、その指導が実行されたことから、取締役の普管注意義務からは疑問のあるところである。」融資の実行がある（岩原前掲）。学者も、普管注意義務の解釈論によって、自らがすべき経営判断を想定し、大蔵省の指導に従わなかった経営者が任務懈怠であると断じるわけである。

## II コーポレートガバナンスの強化

### 1 監査役制度の展開

#### ①昭和49年商法改正による監査体制の整備

昭和40年代に山陽特殊製鋼の粉飾事件が、大きく報道され、粉飾決算の違法性が強く認識された。戦後の復興のために高度経済成長を走っていた時代であり、赤字を公表すると資金繰りに影響が出かねず、むしろ少々の赤字であれば高度経済成長路線のおかげですぐに回復できるという風潮もあったようであるが、粉飾決算は許されないということ、昭和49年商法改正は、大会社に会計監査人監査を導入するとともに、経営者とは独立の立場からの業務監査が必要とされ、監査役の業務監査権限が復活した。日本監査役協会は、これに対応するように昭和49年に設立された。いわば債権者保護のためのコーポレートガバナンスの強化がなされた改革であった。

#### ②法令遵守－監査役黄金時代へ

ロッキード事件やダグラス＝グラマン事件が起こり、内閣総理大臣田中角栄が辞職したが、アメリカでも大統領ニクソンが辞任するなど、不正支出が企業経営についてのきわめて大きな問題となった。昭和56年商法改正は、企業の不正支出の防止ということ、計算書類の信頼性確保及び法令遵守のための自主的監視機能を充実させ、監査の独立性確保のための制度を整備した。監査役も取締役会を自ら招集することができるようになった。少なくとも総会屋に対する利益供与の監査は、かなり厳しくなったと評価できる。

#### ③ 伝家の宝刀としての業務監査報告制度

監査役制度は、会計監査人と連携を取りながら会社の計算書類の信頼性を高めるために機能するよう仕組み作りがなされてきたし、法令遵守として利益供与の支出を厳格に監査してきた。業務監査を行い、取締役会に出席して経営政策についても意見を述べられることも、その範囲は違法性監査に限られ、しかも取締役会の議決には参加できないので

査されることになる。破産手続きの場合も同様の査定制度がある（破産法178条一）。金融機関の役員に対して普管注意義務違反に基づいて損害賠償を求めた事件は、株主代表訴訟によるよりも、査定に基づくものがほとんどであり、破綻金融機関から役員に対する損害賠償請求権の譲渡を受けたRCC（預金保険機構の全額出資会社である。）が、問題となる融資案件を十分に特定し、その内容を精査するとともに、内部規程や業議書などを含む非常に豊富な証拠に基づいて訴訟を遂行していることから、勝訴することが多いようである（神吉三「金融機関役員員の融資決済責任」6-7頁酒井書店2005年）。

株主代表訴訟であれば、原告株主は内部規程や業議書までは知らないことが多いと思われるから責任追及が厳格になされることも少ないと思われる。これに対して、査定の手続きは、内部資料に十分アクセスできるだけでなく、倒産という結果も出ていることから、後知恵によって役員の融資決済責任を合理的な因果関係をベースにして請求しやすくなるわけである。裁判所も、取締役の注意義務に関して、後述するよう経営判断の原則という手法で独自の銀行家の理想像を設定して普管注意義務の怠りを論じるので、無担保融資をしたような金融機関の役員は責任を逃れられないことになっている。学説もこのような事態を助長するようである（岩原前掲「銀行融資における取締役の注意義務（下）」商事法務1742号4頁）。

#### ②カブトデコム事件（最高裁判所第二小法廷平成17年（受）第1440号平成20年1月28日判決（判時1997号148頁）

カブトデコムは、昭和60年ころ以降、さらなる企業規模拡大と株式上場を目指して北海道拓殖銀行に金融面での支援を要請し、拓銀もその事業計画等に賛同し、カブトデコムを企業育成路線の対象企業としてこれを積極的に支援するという過程で本件融資がなされた。建設されたホテルユナイテッドホテル洞爺は、破産管財人によって売却されたが、その後再建され、ザ・ウインザーホテル洞爺として運営されている。サミットがここで開催されるなどした立派なホテルとなっている。

株式会社整理回収機構は、拓銀の役員に対して損害賠償請求をしたのである。カブトデコム事件の最高裁判所判決は、請求を認めた。すなわち、融資は、著しく不合理な経営判断であって責任を免れない旨の判示をした。すなわち、「北海道拓殖銀行は、本件過振りの結果、B不動産に対して48億4000万円の無担保債権を有することとなり、その保全を図る目的でB不動産から本件不動産の担保提供を受けようとしたところ、担保を提供する条件としてB不動産に対する総額20億円の本件追加融資を求められたものであるが、・・・本件追加融資は、このように健全な貸付先とは到底認められない債務者に対する融資として新たな貸出リスクを生じさせるものであるから、本件過振りの事後処理に当たって債権の回収及び保全を第一義に考えるべき被上告人らにとり、原則として受け容れられたA銀行の内部調査でも本件不動産に約3.5億円の担保価値が認められていたというが、上記2（4）の経緯に照らせば、これが客観的な実効担保価値を示すものでないことは明らかである。

そうすると、B不動産に対し本件不動産を担保とすることを条件に本件追加融資を行うことを決定した被上告人らの判断は、本件過振りが判明してから短期間のうちにその対処方針及び本件追加融資に於ける否かを決定しなければならぬという時間的制約があっ



積されるようである。株主総会における株主民主主義が徹底していることとなっている。機関投資家は、自分の気に入った取締役の選任提案をきわめて安価に（会社の費用で）できる。株主民主主義が徹底しているといえる。

アメリカにおける株主提案権制度は、SECの委任状規則によって委任状資料に株主提案が記載されているものである。株主総会の適切議題の標準は州会社法によることになるが、経営者の業務執行権は絶対的であり、株主は勧告的提案が認められることには疑問である。さらにいえば、選任提案は州会社法上は株主総会の適切議題であることに疑問はないが、SECの委任状規則では、それは委任状争奪戦の問題とされ、株主提案権制度によって選任提案はできないこととなっている。したがって、株主が会社法上の株主の権利として、株主総会において経営者に経営判断の変更を求める決議は、定款変更の形式をとっても勧告的提案しかできないのである。経営者の業務執行権が、株主によって妨害されないこととなっている。

これに比べて、わが国の株主権は会社法上も尊重され、電力会社の株主総会に対しては、原子力事故以後において、自治体が株主であることから原子力発電に關する株主提案を真顔で行っていることにも留意すべきである。企業の営業に対する自治体の干渉は、法律に基づく行政権の行使によるのが筋であると思われる。株主民主主義の徹底のゆがみを感じさせる事態となっているように思われる。

②敵対的企業買収の防衛策の株主総会権限  
敵対的企業買収に対して、当該株主だけが自己株式を取得することができないし、そもそも会社の将来の経営について経営者が責任を持って対処しようとすることすら裁判所はこれを認めないようである。

東京高裁は、ニッポン放送事件において経営者による企業防衛に關して、次のように判断した。すなわち、「一般論としても、取締役自身も地位の変動がかわる支配権争奪の局面において、果たして取締役がどこまで公平な判断をすることができると疑問であるし、会社の利益に沿うか否かの判断自体は、短期的判断のみならず、経済、社会、文化、技術の変化や発展を踏まえた中長期的展望の下に判断しなければならぬ場合も多く、結局、株主や株式市場の事業経営上の判断や評価にゆだねるべき防衛のものである。」とされた。いわゆる権限分配論をもちだして、株主総会こそが支配権争奪の局面において判断主体となることを明らかにしたが、株主総会万能主義の法的根拠は不明である。むしろ、ゴーイング・コンサーンとしての会社においては、経営者こそが企業継続の責任を有しているのではなかろうか。

上記の判例は、株主総会権限を重視しており、実務としてはこれを尊重せざるを得ないようである。ブルドッグソース事件においては、経営者は、新株予約権を発行して敵対的大株主の持株比率の低下を計画した。まず株主総会の決議事項を追加して、新株予約権の無償割当てに関する事項を株主総会の特別決議により決定することができる旨の定款変更を行い、これにしたがって、新株予約権の無償交付を全株主に對して行うが、特定の大株主にはその行使は認めずに金銭によりそれを会社が買取るという決議を行った。最高裁判所は、同決議は、株主総会において、該当株主を除くほとんどの株主により可決されたものであり、これらの株主は、当該株主による経営支配権の取得が企業価値を棄損し、株主の共同の利益を害することになると判断したものであり、その判断にその正当性を失わせ

あるが、業務を担当しないからこそ監査できるという利点もあるといわれてきた。監査の独立性は法的にも整備されてきた。

監査役が、取締役の業務執行を監査をし、もしも取締役の法令違反があればその旨を記載する監査報告書というの、尋常でない制度である。このような監査報告書は世界にも例を見ないようであり、監査意見としてはたどどどのような記載が行われるか興味をもっていた。ちょうど昭和49年改正後に神戸学院大学に勤務することとなったが、そこで大隅健一郎先生とお会いできた。京大教授から最高裁判事を経て神戸学院大学で教授を執られたが、大隅先生は、商法改正による監査役としてトヨタ及び近鉄の監査役に就任され、大物監査役が経営者に対して物申すぞとの雰囲気が出されていた。大隅先生は、日本監査役協会においても大いに指導をされていたようであり、監査報告書の業務監査の結果の記載方法について、「指摘すべき重大な違法はなかった、」という含意のある表現を考案したのだとお話になっていた。

監査役は、監査報告書において取締役の業務執行に重大な任務違反がありましたなどと書くことができ、いわば伝家の宝刀を与えられたのであるが、これは決して抜いてはならない刀だという説明がされていた。はたして、伝家の宝刀という概念を海外投資家に理解してもらえないのか甚だ疑問ではある。監査役は、これを抜くときは差し違えるという武士道であるといえるが、経営者に脅威を与えるだけの論理であって、監査役と経営者の間の議論による問題解決の道を開きず権限な法構造であり、法制度の品格も問われかねない未熟なコーポレートガバナンスだと思われる。監査役は、取締役の責任についてのセーフ・ハーバー・ルールに従ってその履行を経営者に促すというガバナンスに変更すべきだと思われる。その具体像については、本稿の最後で言及する。

2. 伝家の宝刀を付与されてしまった日本の社外取締役  
アメリカの社外取締役は、経営者の裁量権が株主から干渉を受けないためのお墨付きを与える大きな機能があると考えられているのと異なり、わが国の指名委員会等設置会社や監査等委員会設置会社の社外取締役は、これまで監査役が携えてきた伝家の宝刀を付与されてしままい、経営者を擁護するのではなく、むしろ脅威となる役割を担うこととされた。これでは、わが国の社外取締役は、経営者の積極的な新規投資などの判断を擁護するという役割を演じることができないのである。ここにおいて、わが国の社外取締役制度は、アメリカの社外取締役とは180度異なる厳格な監督機能を果たさせる仕組みとなっているのである。これでは、日本の経営者は、たとえ社外取締役を採用しても、アメリカのような経営者の裁量権の行使を擁護してくれる機能を社外取締役に期待できないのである。効率的な経営政策の展開を講ずるために、グローバルな資本主義の展開において、日本の企業経営者が、資金の効率性を高める新規投資等のリスクテイクの判断をとりやすくするというコーポレートガバナンスの本来の機能が改善されないままとなる。

### III. 株主民主主義の徹底

#### ①株主権の強化

#### 1株主提案権

株主提案権により、株主は会社の費用で選任提案をなすことができるし、定款変更の形式をとれば、例えば「我が社は原子力発電はしない」というようなことも提案できると解

社外取締役は何を期待するのであろうか。興味深いことに、金福亨・東証のコーポレートガバナンスコード原案による株主の権利の確保について、背景説明として次のことが指摘されている。すなわち、「一般に我が国の上場会社は、他国の上場会社に比して幅広い事項を株主総会にかけられているとされる。しかしながら、上場会社に係る重要な意思決定については、これをすべてからく株主の直接投票で決することが常に望ましいわけではなく、株主に対する受託者責任を十分に果たし得る取締役会が存在する場合には、会社法が認める選択肢の中でその意思決定の一部を取締役会に委任することは、経営判断に求められる機動性・専門性を確保する観点から合理的な場合がある。」という。

これは、わが国の会社法が株主の権限を強化させすぎて、所有と経営の分離を徹底させてこなかったことへの反省を迫る指摘であるといえよう。法務省は、このような指摘に対してどのように応えていくのであろうか。資本主義のインフラとしての会社法の在り方について真剣に検討すべきである。

#### IV 営業の自由と取締役の善管注意義務

営業の自由は、憲法上の根拠条文は職業選択の自由に由来すると解釈されるようである。会社法学者からすれば、人格権ではなく、財産権に基づく営業の自由こそが重要となる。国家に対する財産権に基づく営業の自由（使用・収益・処分）こそが、アダム・スミスの描いた資本主義の前提となっている。

##### 1. 経営判断に対する裁判所の後知恵

最高裁判所は、北海道拓殖銀行の無担保融資による損失について頭取を特別背任罪に問う事件において、「万一銀行経営が破たんし、あるいは危機にひんした場合には預金者及び融資先を始めとして社会一般に広範かつ深刻な混乱を生じさせること等を考慮すれば、融資業務に際して要求される銀行の取締役の注意義務の程度は一般の株式会社取締役の場合に比べ高い水準のものであると解され、・・・原則として確実な担保を徴求する等、相当の措置をとるべき義務を有する。例外的に、実質倒産状態にある企業に対する支援策として無担保又は不十分な担保で追加融資をして再建又は整理を目指すこと等があり得るにしても、これが適法とされるためには客観性を持って再建又は整理を目指すこと等があり得る銀行本体の強い経営体質を必要とするなど、その融資判断が合理性のあるものでなければならず、手続的には銀行内部での明確な計画の策定とその正式な承認を欠かさない。」として有罪とした。

最高裁判所は、パブル当時の通常の銀行員の注意義務の基準として無担保融資をしてはいけなかったという。法律問題として、銀行員の負うべき善管注意義務の水準は、当時の通常の銀行員に期待されるそれである。パブル時期には多くの銀行において貸付がどんどん行われ、無担保融資も珍しくなかったといえよう。パブル崩壊後に多くの銀行の健全経営に深刻な危機が生じたが、これに対しては預金保険機構などによって超多額の国家支援がなされたのである。したがって、パブル期の無担保融資は、銀行員の注意義務の水準からすると不当であったと断定することには無理があったと思われる。裁判所が、後知恵によって、銀行が地域企業振興のために無担保で融資した結果に対して頭取に刑事罰を与えるのは行き過ぎである。裁判所が、「過失」の解釈において規範において役員としての責任を追及することは、営業の自由に対する事後的な国家の干渉であるといえよう。

るような重大な瑕疵はない」と判示した。しかし、この防衛策を執行すれば、会社が敵対大株主からその持株の一部を高値で買戻すことになり、これが株主権行使にかかる利益供与罪にも実質的に該当する可能性を否定できないが、株主総会決議はそれほどの神聖不可侵の権限を有することとなる。むしろ、株主平等原則の適用にも経営者の経営判断を認めることができるように規制緩和しておくべきなのであろう。経産省の企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（平20年6月30日）も、買収提案が株主共同の利益に通うか否かについての第1次判断を自らは回避し、形式的に株主総会に買収の是非に関する判断をれごと委ねて、自己を正当化することは責任逃れであるとしている。

#### ③支配権の所在を決定する裁判所

ただし、わが国の裁判所は、主要目的ルールによって、経営者が自らの地位の確保を行うことについては寛容である（ベルシステム事件東京高決平成16年8月4日金判1201号4頁）。裁判所は、増資が企業価値を本当に向上させることになるとなるかどうかを審査している（清水俊彦「不正発行を理由とする第三者割当増資の差止めをめぐる判例理論の展開（上）」金判1309号14頁）といえよう。裁判所の権限は、株主権限の上にあるとの位置づけがされているようである。言語道断のことといえよう。

アメリカでは、ユノカル事件で、裁判所は敵対的買収者以外の株主から公開買付価格より高額の対価による自己株式の公開買付を行う会社経営者の防衛策を認める判断を示している。アラウエア州会社法は、もとより差別的な自己株式取得自体を認めているのである。つまり、敵対的企業買収に対する防衛策を経営者に認めており、わが国の裁判所とは大きな隔たりがある。つまり、経営者は、それだけ大きな権限を持つことから、その防衛手段が買収者の脅威に見合ったものであるかどうかの判断を社外取締役に判断してもらわなければならないのだと思われる。

##### 2. 株主代表訴訟の位置づけ

ドイツでは、株主代表訴訟提起のための特殊要件が、1%または10万ユーロの額面株式と厳格にされ、株主代表訴訟の前の裁判所の許可手続も厳格にされたようである（株式法148条1項）。

アメリカでは、後述するが社外取締役による委員会が却下を求めることが出来るようになってきている。わが国においては、株主代表訴訟の提起について、裁判所の許可もいらないし、事前に監査役に通知するだけで、株主は、きわめて安価に訴訟ができる。監査役に訴訟の却下を求める権限もなく、会社としての対抗措置は補助参加しかできないと考えられている。株主は、きわめて大きい権限を与えられていることになり、取締役会や監査役の権限が、株主よりも劣後されているのは、所有と経営の分離の不徹底の現れであるといえよう。

今回の会社法改正では、多重代表訴訟制度まで新設されている。そこまで株主の監督は正権を大事にするのであれば、社外取締役も必要といえようべきであらう。

##### 3. 株主の権利の確保への疑問

わが国では、株主の経営者に対する監督権がきわめて強くなっており、機関投資家も株主権を行使すればよいのではないかと思われる。さらに、裁判所の関与も大きくなって正義が実現される仕組みになっているともいえよう。それでは、機関投資家は、わが国の

な情報を基礎として会社の福利のために行われしと合理的に認められる場合、義務違反はない。」ことを明文化した。

#### V. 社外取締役制度の趣旨

##### 1. アメリカの社外取締役の機能

1970年代の企業の不正支出問題で、わが国は、企業の不正支出問題を契機として自主的監視機構を強化し、会計監査人の独立性を高めることなどを事細かに立法したのであるが、アメリカでは、会社法が州法であることもあり、州間の規制緩和競争の環境下では会社法の改正は無理であった。他方、資本主義のインフラとして、企業の不正支出問題で経営者が株主代表訴訟にさらされないようにする効率的な法的仕組みを構築するべきだとの研究が本格的に進展した。経営判断の原則の拡大である。

アメリカ法律協会は、企業の不正支出問題の影響を受けて、コーポレートガバナンスについてのプロジェクトを開始した。それが1990年に「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」となり、そこでは社外取締役が中心のモニタリングモデルの取締役会制度を提言し、これが世界を席巻することになったのである。このプロジェクトは、法律ではなく自主規制レベルの展開なのである。資本主義のインフラとして、取締役が株主代表訴訟にさらされないためのもっとも効率的な方法が、プロジェクトで議論されたのである。

企業の効率的経営を確保するためには、経営者の裁量権を確立させるべきであり、経営者が経営の失敗について株主代表訴訟にさらされることから解放する必要があるため、経営者から独立してそのような判断できる社外取締役の役割が注目されたのである。

ALI (アメリカ法律協会) によると、不正支出をした取締役がその行為を経営判断だということではできないかもしれないが、その後社外取締役となった者は、行為者取締役(経営者)に対して会社が民事責任を追及すべきかどうかという経営判断をすることができ、推測すべきでないとの判断を裁判所に提出すると、代表訴訟は却下されるのである(ALI 17.08条)。これは、経営者が効率的経営をする場合、たとえ任務懈怠があつとして、それについて株主からの代表訴訟を遮断するためのインフラである。社外取締役は、経営者の経営判断の失敗を擁護できるわけである。

わが国の改正会社法は、社外取締役の設置を義務化させようとしているが、その役割は経営者に対する脅威であると考えているようである。それは、アメリカの議論からすると外れの規制であることは言及してきたところである。まずは、上場会社の経営者に営業の自由をみとめる裁量権を付与すべきである。そのようにして経営者に認められた業務執行の裁量権の行使について、株主に代わって第三者的にチェックすることこそが社外取締役の役割となるはずである。

##### 2. アメリカの監査委員会制度の概要

SECは、ウォーターゲート事件以後、企業の不正支出の開示に乗り出したが、会社取締役会に監査委員会の設置されるべき必要性を強く感じようであり、当時のSEC委員長ヒルズは、一九七六年五月にニューヨーク証券取引所長に宛てた書面において、上場規則改正によって監査委員会の設置を実現させるよう依頼した。

ニューヨーク証券取引所は、SECの要請を受けて、一九七七年に上場および上場維持要件として、社外取締役からなる監査委員会の設置および維持を要求することとなった。このことにより、米国の上場会社において監査委員会の制度が大いに普及したといえよう。

#### 2. 和製の経営判断原則

アパマン事件最高裁判決は、「このような事業再編計画の策定は、完全子会社とすることのメリットの評価を含め、将来予測にわたる経営上の専門的判断にゆだねられていると解される。・・・その決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としての善管理注意義務に違反するものではないと解すべきである。」と判断している。「著しく不合理でない」という基準での経営判断の原則を打ち立てようとしている点に意義を有すると評価するものがある。

しかし、このような和製の経営判断原則には賛成できない。第一の根拠は、株主の権限である。本件子会社株式買収は、取締役の会社の業務執行権の行使に他ならず、株主が代表訴訟で取締役の任務懈怠の責任を追及する枠組みは、それが違法または善管理注意義務違反であることを立証することである。しかしながら、株主は、取締役会設置会社では業務執行権を有しておらず、業務執行のいわゆる違法性の主張はできずとも、妥当性の主張をすることの法的根拠を欠いている。ペタナー経営判断が有り得たことを理由として、任務懈怠の責任追及はできないはずである。監査役でも妥当性監査がしにくくいわれていることを想起すべきである。第二は、裁判所が、経営者の経営判断を審査した上で、それが著しく不当ではなかったと判断していること自体が問題である。裁判所は会社の業務執行権を有していないのに、「過失」概念の解釈によって事後的に経営判断の妥当性を審査すること自体が、会社の営業の自由を侵害することになるからである。

#### 3. アメリカの経営判断原則

アメリカで経営判断原則を認めた判例としてしばしば引用される *Shlensky v. Wrigley* 判例において、株主主張の経営政策が現経営者のそれよりもより賢明な政策であり、それを採用すれば業績がより向上するであろうと思われる場合であっても、裁判所は、会社の経営政策をコントロールすることにはしない、と判断した。この判例は、取締役の業務執行権が、株主や裁判所から、詐欺でもない限り干渉されないことを明言している。深慮みすれば、会社には営業の自由があり、その業務執行権は取締役会にあることを尊重している。

経営判断原則については、アメリカでは次のように説明される。すなわち、取締役は、会社に対して善管理注意義務 (duty of care) を負う。それは、不法行為法の注意義務と似ているけれども、経営判断原則は、取締役を過失責任から隔離するためにある。したがって、会社の取締役や執行役員が業務上善管理注意義務を負うというのは、誤解を招く表現である。現実にも、悪質な経営判断について稀に責任が課されるだけであり、不成功となつた経営判断に対して責任を課すことを躊躇するのであり、これを経営判断原則と呼んできた、という。

#### 4. 善管理注意義務の束縛からの解放

裁判所は、会社の経営判断について取締役の善管理注意義務違反を審査する場合に、経営政策のあるべき姿を打ち立てて、それを怠れば任務懈怠があつたと判断する。このことは、裁判所が「過失」の解釈によって会社の営業の自由を侵害することになっている。経営判断の原則の立法が喫緊の課題である。

ドイツでは、判例により経営判断の原則が認められてきたが、グローバルな資本主義に対応するために、新たに立法を行った。ドイツ株式法 93 条 1 項 2 文は、米国の経営判断原則を継受して、次のように規定する。すなわち、「取締役が企業家的決定において適切

わが国の監査役制度は、サーベランスオクスリー法制定前のアメリカの監査委員会制度を参考としており、アメリカの制度に比べて勝るとも劣らないといえよう。確かに会計専門家を入れておけるという点では日本では法律化されていないが、わが国では、そこまで要件を掲げないといえよう。公認会計士が監査役となっていては例も少なくないし、それなりの立派な人が社外監査役となることが通常であるといえよう。わが国の監査役制度は、アメリカの監査委員会制度よりも劣っているということではできないように思われる。監査等委員会設置会社も実質的には監査役制度を基本に据えていることにも留意すべきである。

#### VI. 監査役制度の再評価

1. グローバルな環境  
ふり振り返ってみると、わが国のコーポレート・ガバナンスの強化は、監査制度の充実を通じてなされてきたが、今やグローバルな風潮として、社外取締役制度こそが望ましいという論調が目立ってきている。本年の会社法改正は、上場会社であって社外取締役を一人も置いていない場合は、その理由を説明しなければならぬこととする。しかし、なぜアメリカで社外取締役が大切にされるのか、その本来の機能がわが国では全然理解されていないのである。

たしかにグローバルな資本主義がわが国にも及びつつあるが、そこで株主保護のインフラとして求められているのは、経営の監視の強化や少数株主権の行使ではなく、経営の効率性の強化ないし新規投資への積極性である。そのために、会社法は、経営者の経営判断の裁量権を確保させる必要がある。具体的には、裁判所が後知慮によって、経営判断に失敗した取締役に対して会社へ損害賠償させるという法的枠組みの見直しに踏み切ることである。アメリカにおける経営判断の原則をわが国の会社法に取り入れ、経営者がリスクテイクする場合などに社外取締役（あるいは監査役）が第三者的にチェックをすれば、経営判断が結果的に失敗であったとしても、裁判所は第三者の判断を優先して株主代表訴訟を却下するという私的自治の仕組みが必要である。会社法改正の喫緊の課題である。

アメリカ型のコーポレートガバナンスでは、このように経営者を擁護する担い手こそが社外取締役であり、このことによって経営の積極性が確保され、ひいては株主の保護が図られるのである。

効率性を高める経営を促進させるには、上述したように、経営者の経営判断の裁量権が確保されなければならない。そのためには監査役の役割も経営者に対する脅威から保護にシフトしなければならない。そのための会社法の早急な変革が望まれる。監査役に「伝家の宝刀」という脅威の源泉を与えるのではなく、彼らが株主になり代わって間近に経営者の行動をみて、経営者がリスクテイクする裁量の適切な行使をチェックしてこれを擁護できるようにすべきである。この担い手は、社外取締役なのか、それとも監査役なのか問題となるが、後者が適任だと思う。以下にその理由を掲げる。

#### 2. 監査役機能

##### ① ステークホルダーの利益の確保のための法令遵守監査

コーポレートガバナンスの大きな柱は、効率性の促進である。それは、アメリカでは株主利益の最大化であるが、わが国では企業の公共性が強調され、政府が質上げをすべきであるといえ企業もこれに応じてベアースアップするという国であるから、ステークホル

#### ① サーベランスオクスリー法による監査委員会の規制

##### ① 監査委員会制度の基準の法定

301条により、34年法10A条に(m)項「監査委員会に関する基準」を追加した。その内容は以下のようである。

##### (1) 委員会規則

委員会規則は、以下の(2)～(6)の要件を遵守しない発行者の証券の上場を禁止することを証券取引所等に命じる。

##### (2) 登録公認会計事務所に関する責任

各発行者の監査委員会は、取締役会の委員会としての権限において、監査報告書を作成するために、発行者が契約する登録公認会計事務所の指名、報酬、監査作業について直接的に責任を負い、かつ各登録公認会計事務所は、監査委員会に対して直接報告しなければならない。

##### (3) 独立性

監査委員会の構成員は、取締役会、またはその他の取締役会のメンバーとしての資格以外において、コンサルタント、顧問、その他の報酬を発行者から受領してはならない。発行者またはその子会社との関係者であってはならない。ただし、委員会は、上記の基準について特定の状況下で適切と判断する場合は適用除外することができる。

##### (4) 申立情報

各監査委員会は、以下の手続きを確立しなければならない。

(A) 発行者が内部会計コントロールまたは監査事項について受領した申立情報の受領、保管および取扱。 (B) 疑問のある会計または監査事項についての問題提起を発行者の従業員から秘密裏に匿名でする提出

##### (5) 顧問の雇用

各監査委員会は、その職務遂行のため必要と判断するときは、独立の法律顧問その他のアドバイザーを契約する権限を有しなければならない。

##### (6) 報酬の支払い

各発行者は、監査委員会が取締役会の委員会としての資格において決定した以下の者に対する報酬を適切に供給しなければならない。

(A) 監査報告書を作成するために発行者が契約する登録公認会計事務所に対して、

(B) 監査委員会が(5)の規定により契約したアドバイザーに対して

#### ② 監査委員会における財務専門家の存在

サーベランスオクスリー法407条(a)項は、監査委員会の少なくとも1名の構成員は、SECの定義する財務専門家 (financial expert) であるかどうか、もしそうでないのならその理由の開示をしなければならない、定義される財務専門家 (financial expert) としてSFCが検討する事項は、公的会計士、監査人、または発行者の幹部財務役員、経理部長、その他類似の職務上の地位などの経験および学歴を通じて、(1) 企業会計原則および財務諸表についての理解を有するかどうか、(2) 発行者と一般的に比較しうる財務諸表の作成、および会計に関する予測、accruals および準備金 reserves に関連して会計原則の適用の経験、(3) 内部会計コントロールについての経験の有するかどうか、(4) 監査委員会の機能についての理解を有するかどうかである。

わが国においては、もとより証券市場による企業経営のコントロールは十分でないから、証券市場の監視を無視するコーポレートガバナンスは無理である。

そうだとすると、わが国のコーポレートガバナンスにおいては、ステークホルダーの利益の考慮は避けられないのである。監査役は、事細かに法令遵守の監査を行うことでのそのような機能を果たしてきた。社外取締役制度では常勤監査役のような仕組みがなく、このような機能は期待できないといえよう。

②株主代表訴訟の取下を求める監査役会の権限  
経営者がリスクテイクの判断をする場合、それが失敗したからといってすぐに株主代表訴訟にさらされることのないようなコーポレートガバナンスを構築するべきである。アメリカの社外取締役からなる訴訟委員会に代えて、監査役会が、イニシアチブをとり、役員等に対する会社の民事責任追及訴訟が会社の最善の利益とならぬと判断すれば、裁判所もこれに従うという法則が必要である。アメリカの訴訟委員会よりも充実した審査が監査役会によって行われることが期待できよう。

会社法制定時には、このような考え方に由来する条文が国会に提案されたのであるが、政治的な理由でこれが国会で削除されたようである。この修正は、わが国の資本主義の展開を阻止することにつながる暴挙であつたといわなければならない。

3. 証券市場の機能の限界

コーポレートガバナンスコード原案が指摘するように、上場会社は、適切な情報開示が必要であり、監査役がIRを通じてグローバルに登場すべきであるといえよう。発行会社によるアナリスト等への情報発信が不十分であることについては、前回に報告した。フェアディスタクロージャーを早期に実現すべきである。

他方では、未だに官製相場によって株価の上昇がもたらされているなどという記事が新聞をにぎわしている(朝日新聞 2014年 12月 31日)ことは、わが国の証券市場が未成熟であることを示しているといえよう。

そうだとすると、裁判所の経営に対する干渉を早急に除去した場合に重要となるのは、独立性のある監査役が業執行の監査を行う自主的監視機構の機能である。わが国の文化に根ざした方法としてその効用を再認識すべき理由となるように思われる。

①機関投資家の声を聞く受け皿  
アメリカでは、裁判所が経営者の経営判断に干渉せず、また株主の経営に対する干渉もできるだけ排除してきているといえよう。これによって経営者をコントロールするよりも、その業績の結果は証券市場における株価によって判定することとなる。資本市場の機能としての敵対的公開買付や株主議決権代理行使の勧誘における委任状争奪戦などによる経営者のコントロールが期待されてきたといえよう。

しかしながら、裁判所は、経営者に敵対的企業買収の防衛権を認めるようになっており、敵対的買収や委任状争奪戦よりも、大株主である企業年金などのファンド等が、会社に対してリストラや配当の増額、あるいは資金の活用を促すようである。機関投資家の声を聞くことが効率的であると考えられるような株主構造の変化が生じてきているのである。機関投資家の声に耳を貸すべきことの重要性が増してきているようである。

機関投資家は、スチュワードシップを定めて発行会社に対して議決権行使を戦略的に行う傾向が顕著となりつつある。

わが国においては、もとより証券市場による企業経営のコントロールは十分でないから、証券市場の監視を無視するコーポレートガバナンスは無理である。

常勤の監査役もいるので、監査役は、グローバルに行動し、IRなどにより、経営の効率性についての海外機関投資家の考え方を聞いて、それを監査活動につなげていくべきである。常勤の社外監査役を設けていくことが有益であろう。他方では、監査役制度のグローバルな情報発信も大事である。監査役がアメリカの監査委員会以上の監査を行っていることを世界に説明すべきである。監査役の英文表示は、Audit Director と翻訳した方が海外投資家に説明しやすいように思う。このための会社法改正も必要となる。

②2名以上の独立取締役

コーポレートガバナンスコード原案によると、独立社外取締役は、「会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る」との観点からの助言を行うこと」と、あるいは「少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映すること」が求められるというが、具体的にガバナンスにおいて独立取締役が何をすることが制度目的なのか不透明である。例えば、わが国の株主総会の民主主義は徹底しているもので、少数株主は、独立取締役の力を借りずとも、自ら監督は正権を行使できるのではないかと思われることは前述した。

コーポレートガバナンスコード原案は、さらに「会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。」という。このような発言がなされるについては、わが国の上場企業の経営がおしなべて劣悪であり、その改善が国家の喫緊の課題となつていくとの強い危機感が原因なのであろうか。まさかそのような認識も語めないところであろうか。言語道断のことである。このような政府の動きに対しては、官主導の規制であつて、産業界に懸念が生じている(日経 2014年 11月 26日)。これは、究極的には、政府が、企業の営業の自由を干渉することに他ならない。基本原則は、「会社に持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はどのような性質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。」といふ。しかし、そのような理由では、公共の福祉という概念で営業の自由を規制することも該当しないであろう。

政府は、内部留保を設備投資や賃上げに振り向けたい考えがあるといふが、上場会社の経営者が、専門的見地からリスクテイクできる業務執行権の確保というインフラの整備こそを行うことが喫緊の課題であることを忘れてはいえよう。わが国の会社法上監査役会では、すでに独立のものが半数以上であることが義務化されている。

そもそも金庫は、コーポレートガバナンスに干渉する権限はないはずである。委任状規制等による開示要件を定めることはできるが、社外取締役を2名以上設置せよという実質的規制はできないはずである。証券取引所の自主規制権限についても、金庫にその権限が以上、社外取締役2名以上設置せよと命じることの権限はどこから来るのか甚だ疑問である。アメリカのサーベランスオズスリー法は、監査委員会設置を強制しているが、わが国ではこれを夙に監査制度が行ってきたことを忘れてはならない。

最近の海外の機関投資家の主張に押されて、金融庁が権限なき行政指導によって日本のこれまで培ってきたコーポレートガバナンスを混乱させることは避けるべきである。コーポレートガバナンスコードの策定に関する有識者会議とは、いかなる正当性の権限を有しているのだろうか。金融庁自体が関与しない体裁でのような重要事項を現実化させていくという金融行政の在り方自体が正当性を問われることになる。ただし、上場会社の社外取締役設置については、会社法改正という国会審議を経たばかりであるが、ここでは、上場会社の社外取締役設置は開示規制で行うこととなったことは記憶に新しいところである。上場会社のコーポレートガバナンスの重要な課題について、国会の審議結果を出し抜くように、金融庁が有識者会議をして2名の社外取締役設置を実現させようとするのは、国会監視の権限なき行政指導であって、暴挙である。

#### 4. 監査役会の役割に焦点を当てたコーポレートガバナンスの将来像の一例

取締役会が大規模な第三者割当増資を行い、現在の大株主を少数株主に追いやる結果を想定する経営計画を行うことについては、従来でも監査役が自らの意見を取締役会において述べてきたと思われる。しかしながら、取締役会の決定に際しては監査役には議決権がないとこのことでその意見が十分に生かされないことが多かったというのが現実であったと思われる。

ここでもしも、本稿で述べた監査役の役割が経営者を援助するという仕組みを採用する場合は、監査役はその第三者割当増資の計画について財務情報の正確性および法令遵守の観点から検討を行うことと監査報告を提出することとし、そのリスクテイクの取締役会の判断に監査役が関与することを法制化すべきことになる。つまり、取締役会は、その計画が忠実義務および善管注意義務に違反していないことについての承認を監査役に求め、もしも監査役会がこれを承認する判断をして経営者を後押しするのであれば、裁判所もその監査役会の判断を尊重して、株主から請求された新株発行差し止めの可否を判断することになる。会社法は206条の2等において、10分の1以上の株主の請求による株主総会の開催による承認決議を制度化しているが、それよりも監査役会の意見を尊重するような自主的監視機構の制度こそを考えるべきである。

「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」

平成26年12月12日現在

コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方  
(案)

コーポレートガバナンス・コード原案

～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～

|                  |           |                                        |
|------------------|-----------|----------------------------------------|
| 座長               | 池尾 和人     | 慶応義塾大学経済学部教授                           |
| メンバー             | 内田 章      | 東レ株式会社取締役                              |
|                  | 太田 順司     | 公益社団法人 日本監査役協会最高顧問                     |
|                  | 大場 昭義     | 東京海上アセットマネジメント株式会社取締役社長                |
|                  | 小口 俊朗     | ガバナンス・フォー・オナーズ・ジャパン株式会社取締役             |
|                  | 神田 秀樹     | 東京大学大学院法学政治学研究所教授                      |
|                  | スコット キャロン | 日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク理事                |
|                  | 武井 一浩     | 弁護士 (西村あさひ法律事務所)                       |
|                  | 高山 和彦     | 株式会社創基盤代表取締役CEO                        |
|                  | 中村 美華     | 株式会社インテリジェンス法務部法務シニアオフィサー              |
|                  | 堀江 貞之     | 株式会社総合研究所 所長                           |
|                  | 松井 忠三     | 株式会社計画代表取締役会長                          |
|                  | 森 公高      | 日本公認会計士協会会長                            |
| アドバイザー<br>(国際機関) | マツ イサクソン  | Head, Corporate Affairs Division, OECD |
| 幹事               | 坂本 三郎     | 法務省大臣官房参事官                             |
|                  | 中原 裕彦     | 経済産業省経済産業政策局産業組織課長                     |

コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議

平成26年12月12日

事務局  
金融庁、株式会社証券取引所

(敬称略・五十音順)

コーポレートガバナンス・コードについて

本コード（原案）において、「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえ、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。

本コード（原案）は、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。

経緯及び背景

1. 我が国におけるコーポレートガバナンスを巡る取組みは、近年、大きく加速している。
2. 平成 25 年 6 月に閣議決定された「日本再興戦略」においては、「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップ・コード）」について検討し、「取りまとめる」との施策が盛り込まれた。これを受けて、平成 25 年 8 月、金融庁に設置された「日本版スチュワードシップ・コード」に関する有識者検討会において検討が開始され、平成 26 年 2 月に「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）（以下、序文において「スチュワードシップ・コード」という。）が策定・公表され、実施に移されている。
- また、法務省法制審議会は、平成 24 年 9 月に「会社法制の見直しに関する要綱」を採択したが、その後、社外取締役を選任しない場合における説明義務に関する規定なども盛り込んだ上で、会社法改正案が国会に提出され、平成 26 年 6 月に可決・成立している。

3. 更に、上記の「日本再興戦略」においては、「国内の証券取引所に対し、市場基準における社外取締役の位置付けや、収益性や経営面での評価が高い銘柄のインデックスの設定など、コーポレートガバナンスの強化につながる取組を働きかける」との施策も盛り込まれていたが、これを受けて、日本取引所グループにおいて「資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした、『投資者にとって投資魅力の高い会社』で構成される新しい株価指数」である「JPX 日経インデックス 400」が設定され、平成 26 年 1 月 6 日より算出が開始されている。

4. こうした中、平成 26 年 6 月に閣議決定された「日本再興戦略」改訂 2014」において、「東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議において、秋頃まで

を目的に基本的な考え方を取りまとめ、東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合うよう新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定することを支援する」との施策が盛り込まれた。これを受けて、平成 26 年 8 月、金融庁・東京証券取引所を共同事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議（以下、「本有識者会議」という。）が設置された。本有識者会議は、8 月から計 8 回にわたって議論を重ね、今般、コーポレートガバナンス・コードの策定に関する基本的な考え方を「コーポレートガバナンス・コード（原案）」（以下、「本コード（原案）」という。）の形で取りまとめた。なお、『日本再興戦略』改訂 2014」において、コードの策定に当たっては「OECD コーポレート・ガバナンス原則」を踏まえ、コードのとすと明記されたことを受けて、本有識者会議は同原則の内容に沿って議論を行ってきており、本コード（原案）の内容は同原則の趣旨を踏まえたものとなっている。

5. 今後、本コード（原案）は、国内外に広くパブリック・コメントに付すことを予定しており、その後、東京証券取引所において、『日本再興戦略』改訂 2014」を踏まえ、関連する上場規則等の改正を行うとともに、本コード（原案）をその内容とする「コーポレートガバナンス・コード」を制定することが期待される。

本コード（原案）の目的

6. 本コード（原案）は、『日本再興戦略』改訂 2014」に基づき、我が国の成長戦略の一環として策定されるものである。冒頭に掲げたように、本コード（原案）において、「コーポレートガバナンス」とは、会社は、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえ、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味しており、こうした認識の下、本コード（原案）には、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を盛り込んでいる。

7. 会社は、株主から経営を付託された者としての責任（受託者責任）をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である。本コード（原案）は、こうした責務に関する説明責任を果たすことを含め、会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果敢な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンス」の実現を目指すものである。本コード（原案）では、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いている。

本コード（原案）には、株主に対する受託者責任やステークホルダーに対する責務を踏まえ、一定の規律を求める記載が含まれているが、これらを会社の事業活動に対する制約と捉えることは適切ではない。むしろ、仮に、会社においてガバナ



テークホルダーに対する説明責任等を負うそれぞれが、本コード（原案）の趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定されている。

株主等のステークホルダーが、会社との間で対話を行うに当たっても、この「プリンシプルベース・アプローチ」の意義を十分に踏まえることが望まれる。

11. また、本コード（原案）は、法令とは異なる法的拘束力を有する規範ではなく、その実施に当たっては、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」(原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか)の手法を採用している。すなわち、本コード（原案）の各原則（基本原則・原則・補充原則）の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定している。

12. こうした「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法も、スチュワードシップ・コードにおいて既に採用されているものの、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられる。本コード（原案）の対象とする会社が、全ての原則を一律に実施しなければならぬことには十分な留意が必要であり、会社側のみならず、株主等のステークホルダーの側においても、当該手法の趣旨を理解し、会社の個別の状況を十分に尊重することが求められる。特に、本コード（原案）の各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施していないことのみをもって、実効的なコーポレートガバナンスが実現されていない、と機械的に評価することは適切ではない。一方、会社としては、当然のことながら、「実施しない理由」の説明を行う際には、実施しない原則に係る自らの対応について、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう工夫すべきであり、「ひな型」的な表現により表面的な説明に終始することは「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨に反するものである。

### 本コード（原案）の適用

13. 本コード（原案）は、我が国取引所に上場する会社を適用対象とするものである<sup>1</sup>。その際、本則市場（市場第一部及び市場第二部）以外の市場に上場する会社に対する本コード（原案）の適用に当たっては、例えば体制整備や開示などに係る項目の適用について、こうした会社の規模・特性等を踏まえ一定の考慮が必要となる可能性があり得る。この点に関しては、今後、東京証券取引所において、本コード（原案）のどの部分に、どのような形で考慮が必要かについて整理がなされることを

<sup>1</sup> 我が国取引所に上場する外国会社については、一般に、そのガバナンスに関して別途適用を受ける本国の規制が存在し、その内容が本コード（原案）と異なり得るため、本コード（原案）の内容をそのままの形で適用することが適切でない場合も想定される。このため、その取扱いに關しては、今後、東京証券取引所において整理がなされることを期待する。

スに関する機能が十分に働かないような状況が生じれば、経営の意思決定過程の合理性が確保されなくなり、経営陣が、結果責任を問われることを懸念して、自ずとリスク回避的な方向に偏るおそれもある。こうした状況の発生こそが会社としての果敢な意思決定や事業活動に対する阻害要因となるものであり、本コード（原案）では、会社に対してガバナンスに関する適切な規律を求めることにより、経営陣をこうした制約から解放し、健全な企業家精神を発揮しつつ経営手腕を振るえるような環境を整えることを狙いとしている。

8. 本コード（原案）は、市場における短期主義的な投資行動の強まりを懸念する声が聞かれる中、中長期の投資を促す効果をもたらすことをも期待している。市場においてコーポレートガバナンスの改善を最も強く期待しているのは、通常、ガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期保有の株主であり、こうした株主は、市場の短期主義化が懸念される昨今においても、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在である。本コード（原案）は、会社が、各原則の趣旨・精神を踏まえ、自らのガバナンス上の課題の有無を検討し、自律的に対応することを目指すものであるが、このような会社の取組みは、スチュワードシップ・コードに基づくこうした株主（機関投資家）と会社との間の建設的な「目的を持った対話」によって、更なる充実を図ることが可能である。その意味において、本コード（原案）とスチュワードシップ・コードとは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって実効的なコーポレートガバナンスが実現されることが期待される。

### 「プリンシプルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクスプレイン」

9. 本コード（原案）において示される規範は、基本原則、原則、補充原則から構成されているが、それらの履行の様子は、例えば、会社の業種、規模、事業特性、機関設計、会社を取り巻く環境等によって様々に異なり得る。本コード（原案）に定める各原則の適用の仕方は、それぞれが自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものである。

10. こうした点に鑑み、本コード（原案）は、会社が取るべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」(細則主義)ではなく、会社が各々の置かれた状況に応じて、実効的なコーポレートガバナンスを実現することができよう、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」(原則主義)を採用している。

「プリンシプルベース・アプローチ」は、スチュワードシップ・コードにおいて既に採用されているものであるが、その意義は、一見、抽象的で大掴みな原則（プリンシプル）について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある。このため、本コード（原案）で使用されている用語についても、法令のように厳格な定義を置くのではなく、まずは株主等のス

期待する。

14. 我が国の上場会社は、通常、監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社のいずれかの機関設計を選択することとされている。本コード（原案）は、もとよりいずれかの機関設計を参照するものではなく、いずれの機関設計を採用する会社にも当てはまる、コーポレートガバナンスにおける主要な原則を示すものである。

我が国の上場会社の多くは監査役会設置会社であることを踏まえ、本コード（原案）には、監査役会設置会社を想定した幾つかの原則（監査役または監査役会について記述した原則）が置かれているが、こうした原則については、監査役会設置会社以外の上場会社は、自らの機関設計に応じて所要の読替えを行った上で適用を行うことが想定される。

15. 本コード（原案）は、東京証券取引所において必要な制度整備を行った上で、平成27年6月1日から適用することを想定している。

なお、本コード（原案）の幾つかの原則については、例えば体制整備に関するもの等を中心に、各会社の置かれた状況によっては、その意思があっても適用当初から完全に実施することが難しいことも考えられる。その場合において、上場会社が、まずは上記の適用開始に向けて真摯な検討や準備作業を行った上で、なお完全な実施が難しい場合に、今後の取組み予定や実施時期の用途を明確に説明（エクस्पライン）することにより、対応を行う可能性は排除されるべきではない。

また、本コード（原案）には、会社が「エクस्पライン」を行う場合を含め、幾つかの開示や説明を求める旨の記載があるが、これらのうちには、特定の枠組み（例えば、コーポレート・ガバナンスに関する報告書）の中で統一的に開示・説明を行うことが望ましいものもあると考えられることから、この点については、今後、東京証券取引所において整理がなされることを期待する。

#### 本コード（原案）の将来の見直し

16. 上述のとおり、本コード（原案）は、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであるが、不変のものではない。目まぐるしく変化する経済・社会情勢の下で、本コード（原案）がその目的を果たし続けることを確保するため、本有識者会議は、本コード（原案）が定期的に見直しの検討に付されることを期待する。

#### 基本原則

##### 【株主の権利・平等性の確保】

1. 上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。

また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。

少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

##### 【株主以外のステークホルダーとの適切な協働】

2. 上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

##### 【適切な情報開示と透明性の確保】

3. 上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組みべきである。

その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるよう努めるべきである。

第1章 株主の権利・平等性の確保

【取締役会等の責務】

4. 上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、
- (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
  - (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
  - (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと
- をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。
- こうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。

【株主との対話】

5. 上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。
- 経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正當な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

【基本原則1】

上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使用することができる環境の整備を行うべきである。

また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。

少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

【考え方】

上場会社には、株主を含む多様なステークホルダーが存在しており、こうしたステークホルダーとの適切な協働を欠いては、その持続的な成長を実現することは困難である。その際、資本提供者は重要な要であり、株主はコーポレートガバナンスの規律における主要な起点でもある。上場会社には、株主が有する様々な権利が実質的に確保されるよう、その円滑な行使に配慮することにより、株主との適切な協働を確保し、持続的な成長に向けた取組みに邁進することが求められる。

また、上場会社は、自らの株主を、その有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱う会社法上の義務を負っているところ、この点を実質的にも確保していることについて広く株主から信頼を得ることは、資本提供者からの支持の基盤を強化することにも資するものである。

**【原則1-1. 株主の権利の確保】**  
 上場会社は、株主総会における議決権をはじめとする株主の権利が実質的に確保されるよう、適切な対応を行うべきである。

**補充原則**

- 1-1-1 取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。
- 1-1-2 上場会社は、総会決議事項の一部を取締役会に委任するよう株主総会に提案するに当たっては、自らの取締役会においてコーポレートガバナンスに関する役割・責務を十分に果たし得るような体制を整っているかを考慮すべきである。他方で、上場会社において、そうした体制がしっかりと整っていると判断する場合には、上記の提案を行うことが、経営判断の機動性・専門性の確保の観点から望ましい場合があることを考慮に入れるべきである。

*【背景説明】*

一般に我が国の上場会社は、他国の上場会社と比して幅広い事項を株主総会にかけているとされる。しかしながら、上場会社に係る重要な意思決定については、これをすべからず株主の直接投票で決することが常に望ましいわけではなく、株主に対する委託者責任を十分に果たし得る取締役会が存在する場合には、会社法が認める選択肢の中でその意思決定の一部を取締役会に委任することは、経営判断に求められる機動性・専門性を確保する観点から合理的な場合がある。このような委任が適切であるか否かは、取締役会においてコーポレートガバナンスに関する役割・責務を十分に果たし得るような体制が整っているか否かに左右される部分が大きいと考えられる。

- 1-1-3 上場会社は、株主の権利の重要性を踏まえ、その権利行使を事実上妨げることのないよう配慮すべきである。とりわけ、少数株主にも認められている上場会社及びその役員に対する特別な権利（違法行為の差止めや代表者訴訟提起に係る権利等）については、その権利行使の確保に課税や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

**【原則1-2. 株主総会における権利行使】**

上場会社は、株主総会が株主との建設的な対話の場であることを認識し、株主の視点に立って、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備を行うべきである。

**補充原則**

- 1-2-1 上場会社は、株主総会において株主が適切な判断を行うことに資すると考えられる情報については、必要に応じ適確に提供すべきである。
- 1-2-2 上場会社は、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるよう、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその早期発送に努めるべきであり、また、招集通知に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を送送するまでの間に、IDnet や自社のウェブサイトに電子的に公表すべきである。
- 1-2-3 上場会社は、株主との建設的な対話の充実や、そのための正確な情報提供等の観点から、株主総会開催日をはじめとする株主総会関連の日程の適切な設定を行うべきである。

*【背景説明】*

株主総会開催手続については、本有識者会議において、以下の議論があった。

- ・ 基準日から株主総会開催日までの期間は、ガバナンスの実効性を確保する観点から、できるだけ短いことが望ましい（英国では、2日間以内）。
- ・ 招集通知から株主総会開催日までの期間は、熟慮のため、できるだけ長いことが望ましい（英国では、約4週間以上）。
- ・ 決算期末から、会計監査証明までの期間は、不正リスクに対応した実効性ある会計監査確保の観点から、一定の期間を確保する必要がある。
- ・ 以上に対応するため、必要があれば、株主総会開催日を7月（3月期決算の会社の場合）にすることも検討されることが考えられるが、業績評価に基づく株主総会の意思決定との観点から、決算期末から株主総会開催日までの期間が長くなりすぎるとは避ける必要がある。

なお、以上の方向で考える場合、（監査済財務情報の提供時期や株主総会の開催時期が後倒しになることが考えられることから、）決算短信によるタイムリーな情報提供が一層重要となることや、例外的な事象が生じた場合も視野に入れた他の制度との整合性の検討が必要となることなどにも留意が必要である。

本問題については、本コード（原案）に寄せられるパブリックコメント等の内容も踏まえつつ、必要に応じ、本有識者会議において引き続き議論を行い、東京証券取引所における最終的なコードの策定に反映される必要があるかを検討することとする。

- 1-2-4 上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り（議決権電子行使プラットフォームの利用等）や招集通知の英訳を進めるべきである。

- 1-2-5 信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等が、株主総会において、信

託銀行等に代わって自ら議決権の行使等を行うことをあらかじめ希望する場合に対応するため、上場会社は、信託銀行等と協議しつつ検討を行うべきである。

**【原則1-3. 資本政策の基本的な方針】**

上場会社は、資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を与え得ることを踏まえ、資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである。

**【原則1-4. いわゆる政策保有株式】**

上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に關する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。

**【原則1-5. いわゆる買取防衛策】**

買取防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならない。その導入・運用については、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

**補充原則**

1-5① 上場会社は、自社の株式が公開買付けに付された場合には、取締役会としての考え方（対抗提案があればその内容を含む）を明確に説明すべきであり、また、株主が公開買付けに応じて株式を手放す権利を不当に妨げる措置を講じるべきではない。

**【原則1-6. 株主の利益を害する可能性のある資本政策】**

支配権の変動や大規模な希釈化をもたらす資本政策（増資、MBO等を含む）については、既存株主を不当に害することのないよう、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

**【原則1-7. 関連当事者間の取引】**

上場会社はその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が会社及び株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を醸起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に依じた適切な手続を定めてその枠組みを開示するとともに、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである。

第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働

【基本原則2】

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。  
取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

【考え方】

上場会社には、株主以外にも重要なステークホルダーが数多く存在する。これらのステークホルダーには、従業員をはじめとする社内の関係者や、顧客・取引先・債権者等の社外の関係者、更には、地域社会のように会社の存続・活動の基盤をなす主体が含まれる。上場会社は、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するためには、これらのステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることを十分に認識すべきである。また、近時のグローバルな社会・環境問題等に対する関心の高まりを踏まえれば、いわゆるESG（環境、社会、統治）問題への積極的・能動的な対応をこれらに含めることも考えられる。

上場会社が、こうした認識を踏まえて適切な対応を行うことは、社会・経済全体に利益を及ぼすとともに、その結果として、会社自身にも更に利益がもたらされる、という好循環の実現に資するものである。

【原則2-1. 中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定】

上場会社は、自らが担う社会的責任についての考え方を踏まえ、様々なステークホルダーへの価値創造に配慮した経営を行いつつ中長期的な企業価値向上を図るべきであり、こうした活動の基礎となる経営理念を策定すべきである。

【原則2-2. 会社の行動原則の策定・実践】

上場会社は、ステークホルダーとの適切な協働やその利益の尊重、健全な事業活動倫理などについて、会社としての価値観を示しその構成員が従うべき行動原則を定め、実践すべきである。取締役会は、行動原則の策定・改訂の責務を担い、これが国内外の事業活動の第一線にまで広く浸透し、遵守されるようにすべきである。

補充原則

2-2① 取締役会は、行動原則が広く実践されているか否かについて、適宜または定期的にレビューを行うべきである。その際には、実質的に行動原則の趣旨・精神を尊重する企業文化・風土が存在するか否かに重点を置くべきであり、形式的な遵守確認に終始すべきではない。

【背景説明】

上記の行動原則は、倫理基準、行動規範等と呼称されることもある。

【原則2-3. 社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題】

上場会社は、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ（持続可能性）を巡る課題について、適切な対応を行うべきである。

補充原則

2-3① 取締役会は、サステナビリティ（持続可能性）を巡る課題への対応は重要なリスク管理の一部であると認識し、適宜に対処するとともに、近時、こうした課題に対する要請・関心が大きく高まりつつあることを勘案し、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討すべきである。

【原則2-4. 女性の活用を含む社内多様性の確保】

上場会社は、社内に異なる経験・技能・属性を反映した多様な視点や価値観が存在することは、会社の持続的な成長を確保する上での強みとなり得る、との認識に立ち、社内における女性の活用を含む多様性の確保を推進すべきである。

第3章 適切な情報開示と透明性の確保

【原則2-5. 内部通報】

上場会社は、その従業員等が、不利益を被る危険を懸念することなく、違法または不適切な行為・情報開示に関する情報や真摯な疑念を伝えることができるよう、また、伝えられた情報や疑念が客観的に検証され適切に活用されるよう、内部通報に係る適切な体制整備を行うべきである。取締役会は、こうした体制整備を実現する責務を負うとともに、その運用状況を監督すべきである。

補充原則

2-5① 上場会社は、内部通報に係る体制整備の一環として、経営陣から独立した窓口の設置（例えば、社外取締役と監査役による合議体を窓口とする等）を行うべきであり、また、情報提供者の秘匿と不利益取扱の禁止に関する規律を整備すべきである。

【基本原則3】

上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組みべきである。その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行うための基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。

考え方

上場会社には、様々な情報を開示することが求められている。これらの情報が法令に基づき適時適切に開示されることは、投資家保護や資本市場の信頼性確保の観点から不可欠の要請であり、取締役会・監査役・監査役・外部会計監査人は、この点に関し財務情報に係る内部統制体制の適切な整備をはじめとする重要な責務を負っている。

また、上場会社は、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

更に、我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、定性的な説明等のいわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。

法令に基づく開示であれそれ以外の場合であれ、適切な情報の開示・提供は、上場会社の外側において情報の非対称性の下におかれている株主等のステークホルダーと認識を共有し、その理解を得るための有力な手段となり得るものであり、「[責任ある機関投資家]の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」を踏まえた建設的な対話にも資するものである。

- 3-2② 取締役会及び監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。
- (i) 高品質な監査を可能とする十分な監査時間の確保
  - (ii) 外部会計監査人からCEO・CFO等の経営陣幹部へのアクセス（面談等）の確保
  - (iii) 外部会計監査人と監査役（監査役会への出席を含む）、内部監査部門や社外取締役との十分な連携の確保
  - (iv) 外部会計監査人が不正を発見し適切な対応を求めた場合や、不備・問題点を指摘した場合の会社側の対応体制の確立

**【原則3-1. 情報開示の充実】**  
 上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、(本コード(原案)の各原則において開示を求めている事項のほか、)以下の事項について開示・公表し、主体的な情報発信を行うべきである。

- (i) 会社の目指すところ（経営理念等）や経営戦略、経営計画
- (ii) 本コード（原案）のそれぞれの原則を踏まえ、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方や基本方針
- (iii) 取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続
- (iv) 取締役会が経営陣幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続
- (v) 取締役会が上記（iv）を踏まえて経営陣幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行う際の、個々の選任・指名についての説明

**補充原則**

- 3-1① 上記の情報開示に当たっても、取締役会は、ひな型的な記述や具体性を欠く記述を避け、利用者にとって付加価値の高い記載となるようにすべきである。
- 3-1② 上場会社は、自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲において、英語での情報の開示・提供を進めるべきである。

**【原則3-2. 外部会計監査人】**  
 外部会計監査人及び上場会社は、外部会計監査人が株主・投資家に対して責務を負っていることを認識し、適正な監査の確保に向けて適切な対応を行うべきである。

**補充原則**

- 3-2① 監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。
- (i) 外部会計監査人候補を適切に選定し外部会計監査人を適切に評価するための基準の策定
  - (ii) 外部会計監査人に求められる独立性と専門性を有しているか否かについての確認



第4章 取締役会等の責務

り、本コード(原案)は、上場会社の透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を促す効果を持つこととなるものと期待している。

【基本原則4】

上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、

- (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
- (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
- (3) 独立した客観的な立場から、経営陣(執行役員及びいわゆる執行役員を含む)・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと

をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。

こうした場合、取締役会設置会社(その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる)、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。

【考え方】

上場会社は、通常、会社法(平成26年改正後)が規定する機関設計のうち主要な3種類(監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社)のいずれかを選択することとされている。前者(監査役会設置会社)は、取締役会と監査役・監査役会に統治機能を担わせる我が国独自の制度である。その制度では、監査役は、取締役・経営陣等の職務執行の監督を行うこととされており、法律に基づき調査権限が付与されている。また、独立性と高度な情報収集能力の双方を確保すべく、監査役(株主総会で選任)の半数以上は社外監査役とし、かつ常勤の監査役を置くこととされている。後者の2つは、取締役会に委員会を設置して一定の役割を担わせることにより監督機能の強化を目指すものであるという点において、諸外国にも類似が見られる制度である。上記の3種類の機関設計のいずれれを採用する場合でも、重要なことは、創意工夫を施すことによりそれぞれその機関の機能を実質的かつ十分に発揮させることである。

また、本コード(原案)を策定する大きな目的の一つは、上場会社による透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を促すことにあるが、上場会社の意思決定のうちには、外部環境の変化その他の事情により、結果として会社に損害を生じさせることとなるものが無いとは言えない。その場合、経営陣・取締役が損害賠償責任を負うか否かの判断に際しては、一般的に、その意思決定の時点における意思決定過程の合理性が重要な考慮要素の一つとなるものと考えられるが、本コード(原案)には、ここでいう意思決定過程の合理性を担保することに寄与すると考えられる内容が含まれてお

【原則4-1. 取締役会の役割・責務(1)】

取締役会は、会社の目指すところ(経営理念等)を確立し、戦略的な方向付けを行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、具体的な経営戦略や経営計画等について継続的な議論を行うべきであり、重要な業務執行の決定を行う場合には、上記の戦略的な方向付けを踏まえるべきである。

補充原則

4-1-1 取締役会は、取締役会自身として何を判断・決定し、何を経営陣に委ねるのかに関連して、経営陣に対する委任の範囲を明確に定め、その概要を開示すべきである。

4-1-2 取締役会・経営陣幹部は、中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。仮に、中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである。

4-1-3 取締役会は、会社の目指すところ(経営理念等)や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者等の後継者の計画(プランニング)について適切に監督を行うべきである。

【原則4-2. 取締役会の役割・責務(2)】

取締役会は、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、経営陣からの健全な企業家精神に基づく提案を歓迎しつつ、説明責任の確保に向けて、そうした提案について独立した客観的な立場において多角的かつ十分な検討を行うとともに、承認した提案が実行される際には、経営陣の迅速・果敢な意思決定を支援すべきである。

また、経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在リスクを反映させ、健全な企業家精神の発現に資するようなインセンティブ付けを行うべきである。

補充原則

4-2-1 経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報

酬との割合を適切に設定すべきである。

**【原則 4-3. 取締役会の役割・責務(3)】**

取締役会は、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、適切に会社の業績等の評価を行い、その評価を経営陣幹部の人事に適切に反映すべきである。  
また、取締役会は、適時かつ正確な情報開示が行われるよう監督を行うとともに、内部統制やリスク管理体制を適切に整備すべきである。  
更に、取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者と会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきである。

**補充原則**

4-3-① 取締役会は、経営陣幹部の選任や解任について、会社の業績等の評価を踏まえ、公正かつ透明性の高い手続に従い、適切に実行すべきである。

4-3-② コンプライアンスや財務報告に係る内部統制や先を見越したリスク管理体制の整備は、適切なリスクテイクの裏付けとなり得るものであるが、取締役会は、これらの体制の適切な構築や、その運用が有効に行われているか否かの監督に重点を置くべきであり、個別の業務執行に係るコンプライアンスの審査に終始すべきではない。

**【原則 4-4. 監査役及び監査役会の役割・責務】**

監査役及び監査役会は、取締役の職務の執行の監査、外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、株主に対する受託者責任を踏まえ、独立した客観的な立場において適切な判断を行うべきである。  
また、監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわゆる「守りの機能」があるが、こうした機能を含め、その役割・責務を十分に果たすためには、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切でなく、能動的・積極的に権限を行使し、取締役会においてあるいは経営陣に対して適切に意見を述べるべきである。

**補充原則**

4-4-① 監査役会は、会社法により、その半数以上を社外監査役とすること及び常勤の監査役を置くことの双方が求められていることを踏まえ、その役割・責務を十分に果たすとの観点から、前者に由来する強固な独立性と、後者が保有する高度な情報収集力とを有機的に組み合わせさせて実効性を高めるべきである。また、

監査役または監査役会は、社外取締役が、その独立性に影響を受けることなく情報収集力の強化を図ることができるよう、社外取締役との連携を確保すべきである。

**【原則 4-5. 取締役・監査役等の受託者責任】**

上場会社の取締役・監査役及び経営陣は、それぞれの株主に対する受託者責任を認識し、ステークホルダーとの適切な協働を確保しつつ、会社及び株主共同の利益のために行動すべきである。

**【原則 4-6. 経営の監督と執行】**

上場会社は、取締役会による独立かつ客観的な経営の監督の実効性を確保すべく、業務の執行には携わらない、業務の執行と一定の距離を置く取締役の活用について検討すべきである。

**【原則 4-7. 独立社外取締役の役割・責務】**

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- (イ) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと
- (ロ) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
- (ハ) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること
- (ニ) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること

**【原則 4-8. 独立社外取締役の有効な活用】**

独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するよう役割・責務を果たすことができ、上場会社はそのような責務を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。  
また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案し、自主的な判断により、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、そのための取組み方針を開示すべき

指節もある。また、これらの基準には、幾つかの点において、諸外国の基準との差異も存在するところである。本有識者会議としては、今後の状況の進展等を踏まえつつ、金融商品取引所において、必要に応じて、適切な検討が行われることを期待する。

**【原則4-10. 任意の仕組みの活用】**  
**上場会社は、会社法が定める会社の機関設計のうち会社の特性に応じて最も適切な形態を採用するに当たり、必要に応じて任意の仕組みを活用することにより、統治機能の更なる充実を図るべきである。**

**補充原則**

4-10① 上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、例えば、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置することなどにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。

**〔背景説明〕**

取締役会に期待される説明責任の確保や実効性の高い監督といった役割・責務に関しては、監査や指名・報酬に係る機能の重要性が指摘されている。また、諸外国では、監査や指名・報酬に関しては特に独立した客観的な立場からの判断を求めている例も多い。こうした機能に関しては特に独立した客観的な立場からの判断を求め、この独立性・客観性を強化する手法としては、例えば、任意の諮問委員会を活用することや、監査等委員会設置会社である場合には、取締役の指名・報酬について株主総会における意見陳述権が付与されている監査等委員会を活用することなどが考えられる。その際には、コーポレートガバナンスに関連する様々な事項(例えば、関連当事者間の取引に関する事項や監査役の指名に関する事項等)をこうした委員会に併せて検討させるなど、会社の実情に応じた多様な対応を行うことが考えられる。

**【原則4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】**  
**取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。また、監査役には、財務・会計に関する適切な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。**

取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。

**である。**

**〔背景説明〕**

独立社外取締役を巡っては様々な議論があるが、単にこれを設置しさえすれば会社の成長が図られる、という捉え方は適切ではない。独立社外取締役を置く場合には、その期待される役割・責務に照らし、その存在を活かすような対応がとられるか否かが成否の重要な鍵となると考えられる。(独立)社外取締役については、既に会社法(平成26年改正後)や上場規則が1名以上の設置に関連する規定を置いており、実務上もこれに沿った対応が見られるが、本コード(原案)では、独立社外取締役を複数名設置すればその存在が十分に活かされる可能性が大幅に高まる、という観点から、「少なくとも2名以上」との記載を行っている。

なお、本有識者会議において、関係団体の中には、独立役員の出済な選任を促進する観点から、その候補に関する情報の蓄積・更新・提供をするなどの取組みを行っている団体もあり、今後、こうした取組みが更に広範に進められていくことが期待される、との指摘があった。

**補充原則**

4-8① 独立社外取締役は、取締役会における議論に積極的に貢献するとの観点から、例えば、独立社外者のみを構成員とする会合を定期的に開催するなど、独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有を図るべきである。

**〔背景説明〕**

独立社外者のみを構成員とする会合については、その構成員を独立社外取締役のみとすることや、これに独立社外監査役を加えることが考えられる。

4-8② 独立社外取締役は、例えば、互選により「筆頭独立社外取締役」を決定することなどにより、経営陣との連絡・調整や監査役または監査役会との連携に係る体制整備を図るべきである。

**【原則4-9. 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質】**  
**取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・公表すべきである。また、取締役会は、取締役会における筆頭・首席で憲法的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定するよう努めるべきである。**

**〔背景説明〕**

金融商品取引所が定める独立性基準やこれに関連する開示基準については、その内容が抽象的で解釈に幅を生じさせる余地があるとの見方がある。これについては、適用における柔軟性が確保されているとの評価がある一方で、機関投資家や議決権行使助言会社による解釈が様々に行われる結果、上場会社が保守的な適用を行うという弊害が生じているとの

**補充原則**

- 4-11① 取締役会は、取締役会の全体としての知識・経験・経歴・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。
- 4-11② 社外取締役・社外監査役をはじめ、取締役・監査役は、その役割・責務を適切に果たすために必要となる時間・労力を取締役・監査役の業務に振り向けるべきである。こうした観点から、例えば、取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合には、その数は合理的な範囲にとどめるべきであり、上場会社は、その兼任状況を毎年開示すべきである。
- 4-11③ 取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。

**【原則 4-12. 取締役会における審議の活性化】**

取締役会は、社外取締役を含め自由闊達で建設的な議論・意見交換を専ら風風の醸成に努めるべきである。

**補充原則**

- 4-12① 取締役会は、会議運営に関する下記の取扱いを確保しつつ、その審議の活性化を図るべきである。
  - (i) 取締役会の資料が、会日に十分に先立って配布されるようにすること
  - (ii) 取締役会の資料以外にも、必要に応じ、会社から取締役に対して十分な情報が（適切な場合には、要点を把握しやすいように整理・分析された形で）提供されるようにすること
  - (iii) 年間の取締役会開催スケジュールや予想される審議事項について決定しておくこと
  - (iv) 審議項目数や開催頻度を適切に設定すること
  - (v) 審議時間を十分に確保すること

**【原則 4-13. 情報入手と支援体制】**

取締役・監査役は、その役割・責務を実効的に果たすために、能動的に情報入手すべきであり、必要に応じ、会社に対して追加の情報提供を求めるべきである。

また、上場会社は、人面を含む取締役・監査役の支援体制を整えるべきである。取締役会・監査役会は、各取締役・監査役が求める情報の円滑な提供が確保されているかどうかを確認すべきである。

**補充原則**

- 4-13① 社外取締役を含む取締役は、透明・公正かつ迅速・果敢な会社の意思決定に資するとの観点から、必要と考える場合には、会社に対して追加の情報提供を求めるべきである。また、社外監査役を含む監査役は、法令に基づく調査権限を行使することを含め、適切に情報入手を行うべきである。
- 4-13② 取締役・監査役は、必要と考える場合には、会社の費用において外部の専門家の助言を得ることも考慮すべきである。
- 4-13③ 上場会社は、内部監査部門と取締役・監査役との連携を確保すべきである。また、上場会社は、例えば、社外取締役・社外監査役の指示を受けて会社の情報を適確に提供できるよう社内との連絡・調整にあたる者の選任など、社外取締役や社外監査役に必要な情報を適確に提供するための工夫を行うべきである。

**【原則 4-14. 取締役・監査役のトレーニング】**

新任者をはじめとする取締役・監査役は、上場会社の重要な統治機関の一翼を担う者として期待される役割・責務を適切に果たすため、その役割・責務に係る理解を深めるとともに、必要な知識の習得や適切な更新等の研鑽に努めるべきである。このため、上場会社は、個々の取締役・監査役に適合したトレーニングの機会の提供・斡旋やその費用の支援を行うべきであり、取締役会は、こうした対応が適切にとられているか否かを確認すべきである。

**補充原則**

- 4-14① 社外取締役・社外監査役を含む取締役・監査役は、就任の際には、会社の事業・財務・組織等に関する必要な知識を取得し、取締役・監査役に求められる役割と責務（法的責任を含む）を十分に理解する機会を得るべきであり、就任後においても、必要に応じ、これらを継続的に更新する機会を得るべきである。
- 4-14② 上場会社は、取締役・監査役に対するトレーニングの方針について開示を行うべきである。

第5章 株主との対話

【基本原則5】

上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主總會の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。  
 経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

【考え方】

『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》の策定を受け、機関投資家には、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)を行うことが求められている。  
 上場会社にとっても、株主と平素から対話を行い、具体的な経営戦略や経営計画などに對する理解を得るとともに懸念があれば適切に對応を講ずることは、経営の正統性の基盤を強化し、持続的な成長に向けた取組みに邁進する上で極めて有益である。  
 また、一般に、上場会社の経営陣・取締役は、従業員・取引先・金融機関とは日常的に接触し、その意見に觸れる機会には恵まれているが、これらはいずれも資金債権、買付債権等の債権者であり、株主と接する機会に限られている。経営陣幹部・取締役が、株主との対話を通じてその声に耳を傾けることは、資本提供者の目線からの経営分析や意見を吸収し、持続的な成長に向けた健全な企業家精神を喚起する機会を得る、ということも意味する。

【原則5-1. 株主との建設的な対話に関する方針】

上場会社は、株主からの対話（面談）の申込みに對しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに對応すべきである。取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、公表すべきである。

補充原則

5-1① 株主との実際の対話（面談）の対応者については、株主の希望と面談の主要な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部または取締役（社外取締役を含む）が面談に臨むことを基本とすべきである。

5-1② 株主との建設的な対話を促進するための方針には、少なくとも以下の点を記載すべきである。

- (i) 株主との対話全般について、下記(ii)～(v)に記載する事項を含めその統括を行い、建設的な対話を実現するように目配りを行う経営陣または取締役の指定
  - (ii) 対話を補助する社内のIR担当、経営企画、総務、財務、経理、法務部門等の有機的な連携のための方策
  - (iii) 個別面談以外の対話の手段（例えば、投資家説明会やIR活動）の充実に關する取組み
  - (iv) 対話において把握された株主の意見・懸念の経営陣幹部や取締役会に對する適切かつ効果的なフィードバックのための方策
  - (v) 対話に際してのインサイダー情報の管理に関する方策
- 5-1③ 上場会社は、必要に応じ、自らの株主構造の把握に努めるべきであり、株主も、こうした把握作業にできる限り協力することが望ましい。

【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

日本取引所金融商品取引法研究 第3号 2016年1月

ISSN 2188-2150

---



株式会社日本取引所グループ

<http://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

---

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。