

日本取引所金融商品取引法 研究

第 11 号

2017 年 9 月 22 日 開催

会社法制の見直しについて —「会社法研究会報告書」公表とその後の動向—

京都大学大学院法学研究科教授 前田 雅弘

1

2017 年 10 月 27 日 開催

役員等の自社株売買情報の開示

甲南大学大学院法学研究科教授 梅本 剛正

29

2017 年 11 月 24 日 開催

株式買取請求をめぐる近時の問題 —補正の要否に関する議論の整理と公正な手続に関する考察—

同志社大学法学部教授 白井 正和

65

2018 年 10 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）

2017年10月1日現在

氏名	所属
飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
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
梅本 剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
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
志谷 匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井 正和	同志社大学法学部教授
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	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田 章	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
若林 泰伸	早稲田大学法学部教授

特別会員

氏名	所属
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

会社法制の見直しについて — 「会社法研究会報告書」公表とその後の動向—

2017年9月22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4階402会議室

出席者(五十音順)

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
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教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
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(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部教授
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
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

会社法制の見直しについて —「会社法研究会報告書」公表とその後の動向—

京都大学大学院法学研究科教授

前 田 雅 弘

目 次

- I. はじめに
- II. 株主総会に関する手続の合理化
 - 1. 株主総会資料の電子提供制度の新設
 - 2. 株主提案権の濫用的な行使を制限するための措置の整備
- III. 役員に適切なインセンティブを付与するための規律の整備
 - 1. 取締役の報酬等に関する規律の見直し
 - 2. 会社役員賠償責任保険（D&O 保険）に関する規律の整備
 - 3. 会社補償に関する規律の整備
- IV. 社債の管理の在り方の見直し
 - 1. 新たな社債管理制度の創設
 - 2. 社債権者集会に関する規律の見直し
- V. 社外取締役を置くことの義務付け等
 - 1. 社外取締役を置くことの義務付け
 - 2. 社外取締役の要件である業務執行性の見直し
 - 3. 重要な業務執行の決定の取締役への委任に関する規律の見直し

討 論

○川口 それでは、定刻になりましたので、研究会を始めさせていただきたいと思います。

本日は、京都大学の前田先生から、「会社法制の見直しについて —「会社法研究会報告書」公表とその後の動向—」と題してご報告いただきます。よろしくお願ひします。

○前田

I. はじめに

平成 29 年 4 月から、法制審議会会社法制部会（以下「部会」という）におきまして、次期会社法改正に向けた審議が進められています。今回の会社法改正の作業は、平成 29 年 2 月 9 日の法制審議会の総会で法務大臣から会社法制見直しに関する諮問がされたのを受けたものです。

法制審議会に諮問された事項は、レジュメに挙げましたように、「近年における社会経済情勢の

変化等に鑑み、株主総会に関する手続の合理化や、役員に適切なインセンティブを付与するための規律の整備、社債の管理の在り方の見直し、社外取締役を置くことの義務付けなど、企業統治等に関する規律の見直しの要否を検討の上、当該規律の見直しを要する場合にはその要綱を示されたい」というものです。

まず会社法制見直しの諮問に至った背景をごく簡単に振り返っておきたいと思います。平成 26 年に実現した会社法改正が平成 27 年 5 月 1 日に施行されてから約 2 年が経過しました。この約 2 年の間、上場会社では、社外取締役の設置が一段と進み、また監査等委員会設置会社の制度の利用も拡大するなど、平成 26 年改正の狙いが着実に実務界に浸透しつつあるように見えます。また、この間、平成 27 年 6 月に適用が開始されましたコーポレートガバナンス・コードは、平成 26 年に策定・

公表されましたスチュワードシップ・コードと並んで普及・定着が進みつつあるように見えますし、ほかにも、経済産業省のもとに設置された研究会から、コーポレート・ガバナンス関係の報告書ですとか、株主総会電子化に関する報告書が公表されるなど、会社法制の分野は、平成26年改正法施行後もいろいろな動きがあります。

また、平成26年改正法の附則には、改正法施行後2年を経過した段階で「社外取締役の選任状況その他の社会経済情勢の変化等を勘案し」、必要があれば「社外取締役を置くことの義務付け等所要の措置を講ずる」ものとするという定めが置かれていましたが（附則25条）、ちょうど平成29年5月1日に改正法施行後2年を経過しました。

このような流れの中で、次期改正のための準備作業として、平成28年1月に商事法務研究会に会社法研究会が設置され、平成29年3月まで1年余り、合計14回にわたって幅広く会社法制上の課題について論点が整理され、規律の在り方の検討などが行われました。

この会社法研究会の審議結果は、会社法研究会報告書という形で取りまとめられ、平成29年3月2日に公表されています（商事法務2129号4頁）。部会の審議は、主にこの会社法研究会報告書での議論を基礎に進められています。

今回の改正の詳細は、いずれ中間試案が出た段階、あるいは改正法が成立した段階で、この研究会でまた何回かにわたって取り上げていくことになると思いますが、本日は、会社法研究会報告書とこれまでの部会での審議状況から、今回はどのような事項が見直しの対象となって、それぞれどのような点が問題になりそうかという、全体的な動向の概要についてご報告させていただきます。

II. 株主総会に関する手続の合理化

1. 株主総会資料の電子提供制度の新設

(1) 新たな電子提供制度の導入

今回、株主総会関係で、まず株主総会資料の電子提供制度の新設が検討事項とされています。この事項は、もともとは『日本再興戦略』改訂2015』

（平成27年6月30日閣議決定）で検討事項とされ、これを受けて経済産業省が設置した研究会が提言を取りまとめています（株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会「株主総会の招集通知関連書類の電子提供の促進・拡大に向けた提言～企業と株主・投資家との対話を促進するための制度整備～」（平成28年4月21日））。

現行法のもとでも、既に株主総会資料の電子提供の制度は存在するのですが、株主の個別の承諾を要するなど、利用しにくい制度になっており、現に利用は進んでいないと指摘されています。ウェブ開示の制度は利用が進みつつありますが、利用している会社でも、個別注記表と連結注記表にしか利用していない会社が多いと指摘されているところです。そこで、今回、新たな電子提供の制度を整備すべきことが検討課題とされています。電子提供をすることは、会社側の費用削減になりますが、決してそれだけではなく、株主側にもウェブならではの利点が生じます。すなわち、これによって、株主への情報提供のさらなる充実、株主にとっての検討期間の拡大、会社と株主とのコミュニケーションの充実を図ることができます。つまり、電子化を認めることは、会社側と株主側の両方にとって利点になると考えられます。インターネットの普及に合わせて電子化を進めるという方向は、時代の流れでありまして、ほぼ固まったと思われます。

(2) 基本的な仕組み

そこで、どういう制度設計にするかが問題なのですが、まず新たな制度として考えられているのは、招集に際して株主に提供すべき資料（株主総会資料）をすべてインターネット上のウェブサイトに掲載し、株主に対する書面による招集通知には、当該ウェブサイトのアドレス等の基本的な事項のみを記載することが案として示されています。

イメージとしては、これまで招集通知及びその添付書類として紙で送っていた資料、つまり冊子体で送っていたものを、全部インターネット上の

ウェブサイトに掲載する。あとは株主に、ここにアクセスしてください、というごく簡単な書面、おそらくは葉書1枚だけを送れば済むようにしようという仕組みです。

(3) 株主総会資料のウェブサイトへの掲載

ウェブサイトへの掲載期間は、「招集通知を発した時から株主総会の日以後3か月を経過する日までの間」とすることが予定されています。「招集通知を発した時から」としているのは、株主が書面での通知を受けて、直ちにウェブサイトアクセスできるようにするためです。また、「株主総会の日以後3か月を経過する日まで」としているのは、株主総会資料が株主総会決議の取消しに係る訴訟で証拠等として使用されうることを考慮して、決議取消しの訴えの提訴期間である決議後3か月までは、株主が株主総会資料にアクセスできるようにしようという趣旨です。

ウェブサイトに掲載した事項について修正すべき事項が生じた場合は、その旨およびその事項をウェブサイトに掲載することができるようにすることが検討されています。現在のウェブ修正の制度を実質的にここに取り込もうというものです。ただ無制限に修正が認められるわけではなく、修正事項の重要性等を考慮して、修正が招集手続の著しい不公正に当たることはありえます。これは現在のウェブ修正の制度について一般に解されているのと同様です。

(4) ウェブサイトのアドレス等の書面による通知

いくら株主総会資料を電子提供すると言いましても、書面を完全に無くしてしまうのではなく、ウェブサイトのアドレスなどの基本的事項だけは、従来どおり原則として書面で通知します。電磁的方法での提供を株主が承諾した場合には、この通知さえも、書面でなく電磁的方法で行うことができますけれども、この場合を除いて、基本的事項は従来どおり書面で提供しなければなりません。この書面による通知を、会社法研究会では「アク

セス通知」と呼んでいました。つまり、ウェブにアクセスするための基本的事項だけ書面で提供するというのです。この書面による通知には、ウェブサイトのアドレスのほか、株主総会の日時・場所・議題などの基本的事項だけを記載することが考えられています。これを増やしますと、印刷や郵送に多くの費用がかかってしまって、株主総会資料を電子化する意味が乏しくなってしまいます。ですから、この書面の記載事項は、現行の招集通知の記載事項よりも大幅に簡素化されます。前述のように、葉書に書ける程度のものにするということになるかと思えます。

もっとも、このように書面による通知の法定の記載事項は大幅に絞られることになるのですけれども、会社の側が任意に追加の事項を書面で提供することは禁じられません。例えば、会社が任意に葉書にせず封書にして、議決権行使書面を書面による招集通知に同封することは差し支えないということで議論が進められています。議決権行使書面の同封は、電子提供制度のもとでは、もちろん強制はされませんが、禁止もされないということです。電子提供制度が導入されても、議決権行使書面だけは紙で送る、あるいは議決権行使書面と株主総会参考書類だけは紙で送ることにする会社も、当分の間は相当に残るかもしれません。

書面による通知の発送期限としては、株主総会の日の3週間前または4週間前とする案が検討されています。現行法のもとでは、公開会社における招集通知の発送期限は株主総会の日の2週間前ですけれども、今回、会社の側では、株主総会参考資料を印刷・郵送する必要がなくなり、他方で株主の側は、書面での招集通知を受けた後、自分でウェブサイトにアクセスして資料の印刷等をしなければならなくなることを考慮して、現在の書面での通知期限よりも1週間から2週間程度前倒ししようという案です。一般に株主が議決権行使のために検討できる期間を長くするのが望ましい、ということも考慮されています。

(5) 書面交付請求権

制度設計に当たって最も重要と思われる問題は、株主に書面交付請求権を保障するかどうかです。書面交付請求権とは、株主がウェブサイトに掲載すべき事項を記載した書面を自らに交付するよう請求することのできる権利です。要するに、紙でくれと言った株主には紙で渡す必要があることにするか、ということです。

これは準備段階での会社法研究会で大きく意見が分かれていた問題です。一方では、デジタル・デバイドの弱者、つまりコンピューターを利用できない高齢者等にとりましては、紙での交付をなくしてしまいますと、実質的に議決権の行使を制限されるおそれがあるという意見があります。他方では、書面交付請求権を認めて紙を残すとしますと、請求を受けた会社側は、ウェブサイトに掲載すべき事項を印刷して、請求した株主に郵送しなければならないということになり、せっかくの電子化の意味が乏しくなるという意見があります。

書面交付請求権を認めますと、新たな制度を設ける意義が減殺されることは確かなのですが、かといって、デジタル・デバイドの弱者を保護しないというところまで割り切るのは困難ではないかと思われまます。現在のところ部会では、書面交付請求権を認める方向で議論が進みつつあります。すなわち、株主が書面の交付を請求すれば、会社の側は、ウェブサイトに掲載すべき事項をコピーして、請求した株主に紙で送付しなければならないものとするということになりそうです。

そしてもしこの書面交付請求権を認めるとしますと、さらに、書面交付請求権の行使期限をいつにするかということが問題になります。部会で現在検討されている案は2つあります。A案は、書面による招集通知発送期限の1週間後までとする案で、この案ですと、株主は、書面での招集通知に記載された議題を見て、株主総会ごとに書面交付請求をするかどうかを選択できることとなります。B案は、議決権行使の基準日株主であって基準日までに書面交付請求をした者に対してのみ、書面を交付すれば足りるとする案で、こちらは、

書面交付請求をする株主かどうかを、いわば株主の属性として早期に確定して登録しておこうという案です。この案では、株主が早期にいったん書面交付請求権を行使すれば、その後に開催されるすべての株主総会について書面の交付を受けることができることとなります。このB案については、書面交付を要する株主かどうかを株主名簿および振替口座簿の記載事項にしてはどうかということも、検討の対象となっています。

そしてB案の場合は、株主が書面での招集通知を受けた段階では、もはや資料の書面交付請求はできず、基準日までに交付請求しておかなければなりません。そこで、会社が電子提供制度を利用するかどうかを早期に株主が知りうるよう、会社が電子提供を利用する場合には、その旨の定款の定めを要することが提案されています。

A案とB案のうち、会社側の事務負担の点ではB案が優れています。B案ですと、基準日時点ですでに会社は書面の交付をすべき株主を把握することができ、この書面の交付を書面での招集通知と一括して行うことができるからです。株主側も書面での招集通知と同時に、資料を早期に入手できる点で利益になります。ここは現時点ではA案とB案が両論併記の形になっていますが、部会ではB案の支持が多いように思われます。

(6) 電子提供の義務付け

この電子提供制度を利用できる会社の範囲は、特に限定しないということで議論が進められています。電子提供のニーズが大きいのは上場会社でしょうけれども、上場会社に限らず、非上場会社でも使いたいという会社があるときに、上場会社しかだめだという理由はないと思います。

問題は、一定の範囲の会社、例えば上場会社については、電子提供制度の利用を義務付けるかということであり、これが検討事項とされています。電子提供の制度ができますと、上場会社は特に義務付けられなくても、コスト削減のために自らこれを採用するのではないかとも思われるところで、すけれども、制度のわかりやすさからは、義務付

けがいいという指摘があります。例えば上場会社に電子提供を義務付けることにしますと、上場株式を取得した株主は、一々会社が電子提供をする会社かどうかを確認する必要がなくなります。ここは、部会での方向性はまだ明らかではありませんけれども、義務付けも十分に考慮に値するところだと思います。

(7) ウェブサイトへの掲載の調査と掲載の中断
ウェブサイトへの掲載期間中は、掲載事項に係る情報が掲載されているかどうかについて、調査機関に調査を行うことを求めなければならないことが提案されています。これは、現行法上の電子公告（会社法 941 条（以下特に断りのない限り会社法の条文をいう））と同様の調査制度を設けようというものです。株主総会の招集手続にもし瑕疵があれば、それは株主総会決議の取消事由になりますので（831 条 1 項 1 号）、電子提供が適法に行われたかどうかを事後に訴訟で証明できる手段を確保できるようにしておこう、という趣旨です。

そしてそれとともに、電子公告の制度と同じように、掲載の中断が生じた場合でも、一定の要件を満たせば、電子提供の効力に影響を及ぼさないものとするのが提案されています。サーバーのダウン等や、ハッカーやウィルス感染等による改ざん等が生じた場合に、常に電子提供が無効になると、会社に酷ですし、株主の混乱を招くことにもなりますので、一定の場合は、掲載に中断があっても救済されることにしようというものです。

2. 株主提案権の濫用的な行使を制限するための措置の整備

(1) 濫用的な行使への制限の必要性

近時、株主提案権の濫用的な行使事例が見受けられるようになってきました。株主提案の内容面では、著しく些末な提案の事例、または個人的な目的もしくは会社を困惑させる目的で行使されたと見られる事例が存在します。また、提案された議案の数の面では、一人の株主が膨大な数の議案を

提案した事例が存在します。そこで今回、これらの濫用的な行使に対して立法による手当てが必要ではないかということが検討事項とされています。

既に現行の会社法におきましても、明文で拒絶事由が定められていますけれども、これは昭和 56 年改正当時、総会屋による濫用的な行使を念頭に置いて定められた拒絶事由であり、これだけでは近時の新たなタイプの濫用的な事例に対応することはできません。もちろん、明文の拒絶事由に該当しなくても、株主提案権の濫用的な行使は許されないのであって、現に提案の全体が権利の濫用に当たると認定された裁判例もあります（東京高判平成 27 年 5 月 19 日金融・商事判例 1473 号 26 頁）。しかし、「権利濫用」という抽象的な要件では、提案を拒絶するのは現実にはなかなか難しいという問題があります。そこで今回、提案できる議案の数と内容の両面から規制を設けることが検討されています。

(2) 提案できる議案の数の制限

提案する議案の数が多いことは、それだけでは、当然には株主提案権の濫用的な行使だとは言えません。しかし、一人の株主があまりに多数の議案を提案することは、審議の時間を無駄に割くことになって、株主総会の本来の意思決定機関としての機能が害されるおそれがあります。また、会社側での検討に要するコスト、招集通知の印刷等に要するコストも不当に大きくなるおそれがあります。そこで、一人の株主が同一の株主総会で提案できる議案の数を制限することが検討されています。

ただ、何個が適切かは判断の難しいところであって、あまり多いと問題の解決になりませんし、かといってあまり少ないと、正当な提案権行使を妨げてしまうことになります。

そして、議案の数を制限するとなりますと、議案をどう数えるのか、数え方についての理解を統一しておく必要が出てきます。

まず、役員を選任・解任議案は、1 候補 1 議案と数えるのが通説ですので、役員選任・解任議案

の場合は、ある程度数が多くなっても認めざるを得ません。そこで現在、取締役会設置会社において「役員選任議案・解任議案を除いて10個まで」という案が検討されているところです。

議案の数が難しいのは定款変更議案です。例えば関連性のない多数の条項を追加する定款変更議案の場合、株主がそれらを分けずにまとめて提案してきたときに、これらをまとめて1つと数えるのか、それとも実質的な内容の固まりごとに複数の議案を提案していることになるのか、必ずしも明らかではありません。これまでは、議案の個数を論じる必要がなかったのですけれども、もし数を制限する規律を設けるのであれば、まず数え方について考え方をまとめておく必要があります。

なお、この個数制限は、議題提案権(303条)及び議場での議案提案権(304条)には及ぼさないというのが現在の案です。これらまで個数制限をする必要性は乏しいという考えによります。

(3) 不適切な内容の提案の制限

内容面の規制としましては、典型的に権利濫用に当たることが明確なものを具体的に例示することが検討されています。現在は、専ら人の名誉を侵害または人を侮辱する目的での提案、専ら人を困惑させる目的での提案、株主総会の適切な運営を妨げ、株主の共同の利益を害する目的での提案について、会社は提案を拒絶できるものとすることが検討されています。ここは真に権利濫用と言える場合をできるだけ過不足なくうまく拒絶事由として表現する必要があり、具体的な規定ぶりを今後さらに詰めて検討していくことになると思われれます。

なお、この不適切な内容の提案の制限は、議題提案権(303条)には及ぼさないのが現在の案です。

(4) 株主提案権の行使要件の引上げの要否

株主提案権の行使要件は、現行法では「総議決権の1%以上の議決権または300個以上の議決

権」とされていますが、このうちの300個以上という要件は引き上げるべきであるという指摘があります。なぜこのような引上げの指摘がされているのかという理由としては、この300個の要件が設けられた昭和56年改正当時に比べて、1議決権当たりの投資単位が小さくなっていること、また、これが近時の濫用的な行使の原因の1つになっていることが挙げられています。

しかし、そもそもこの議決権300個という個数基準が、1%という割合基準と別に設けられたのは、株主数の多い大規模な会社であってもある程度の出資をした株主には提案権行使の機会を与えようという趣旨です。この要件の引上げがこの趣旨に反しないかを考える必要があります。

会社法研究会では、現在の議決権300個基準でも、全上場会社の平均値で約6,300万円の出資が必要だという数字も紹介されたところであり、今の300個基準のままでも、提案権行使には相当程度には高額の出資が必要であることを考慮する必要があります。

(5) 株主提案権の行使期限の前倒しの要否

株主提案権の行使期限は、現行法では「株主総会の日から8週間前まで」とされていますが、この期限を前倒しすべきであるという指摘があります。招集通知を法定の期限よりも早期に発送しようとしても、この株主提案権の行使期限のために早期発送を実現しにくいというのが主たる理由です。

たしかに、会社が招集通知の早期発送に向けて努力しようとしているときに、この株主提案権の行使期限がその流れを阻害するものであってはならないとは思いますが、他方で、行使期限があまりに早まることで株主側が受ける不利益も考慮しなければなりません。ですから、直ちに一律に前倒しを認めるのはいいかは、慎重な検討を要するところです。たとえば、招集通知を法定の期限より前倒しする会社についてのみ、その招集通知の前倒し分だけ、株主提案権の行使期限も前倒しできることとするような制度も考えられるかもしれませんが。

Ⅲ. 役員に適切なインセンティブを付与するための規律の整備

1. 取締役の報酬等に関する規律の見直し

(1) 報酬規制の見直し

役員に適切なインセンティブを付与するための規律の整備として、まず、取締役の報酬についての規律の見直しが検討事項とされています。

現在の報酬についての規定である 361 条の趣旨は、専らお手盛り防止にあると考えられてきました。しかし、近時は、報酬規制は、単にお手盛り防止を実現できればいいというにとどまらないのであって、むしろ取締役に対する動機付けまたは監督として積極的に機能すべきだという考え方が主張されるようになってきています。

もちろん、現行の制度のままでも業績連動報酬の利用は可能なのですけれども、特にその利用を促すような仕組みにはなっていません。そこで、報酬に関する現行法の規定を見直して、現在よりも、報酬が取締役に対する動機付けまたは監督として働きやすくなるよう手当てをすることができないかが検討されています。

(2) 報酬内容の決定に関する方針

これまでの主な考え方を挙げておきますと、まず、会社が報酬内容の決定に関する方針を定めているときは、361 条 1 項の株主総会決議の際に、当該方針の内容の概要等についての取締役会の判断・理由を説明しなければならないこととする案が検討されています。決定過程の透明性・公正性を確保するために、決定の方針を株主に開示させようというものです。現行法上、指名委員会等設置会社だけは決定に関する方針を必ず定めなければならないこととされているのですけれども(409 条 1 項)、今回の案は、指名委員会等設置会社以外の会社では、それぞれ実情がさまざまであることを考慮して、方針の決定を義務付けることまではしていません。方針があれば、それを開示させるという規律にとどめています。

(3) 金銭報酬債権を現物出資する場合に定款・株主総会決議で定めるべき事項

一旦金銭の形で報酬を付与することにして、それで取締役が取得した金銭報酬債権を現物出資するという方法が実務上行われています。この方法をとる場合、現行法のもとでは、報酬規制としてはあくまで金銭報酬としての規制しかかかってこないことになります。これは実質的に見れば報酬として株式が付与されているのと変わりありませんので、株式の「具体的な内容」(361 条 1 項 3 号)を定めて、それを相当とする理由を株主総会で説明しなければならないこととする案が検討されています。要するに、1 号報酬の形をとってはいっても、実質は 3 号報酬なのだから 3 号報酬扱いとすることです。新株予約権のほうも、金銭報酬債権との相殺構成で交付するということが実務で行われていますが、同様の扱いにすることが提案されています。

(4) 株式報酬

現行法のもとでは、募集株式の発行は、新株予約権の発行とは異なり、払込金額またはその算定方法を常に定めなければならないという形で規定されているために(199 条 1 項 2 号、238 条 1 項 2 号と対照)、報酬としていきなり株式を交付することはできないと解されています。だからこそ、前述のように、金銭報酬債権を現物出資するという回りくどい方法がとられているわけですけれども、今回、いきなり報酬として株式を交付できるようにしてはどうか、具体的には、新株予約権と同じように、募集株式と引換えに金銭の払込みを要しないことができるようにしてはどうか議論されています。

これを認めますと、有利発行との関係が問題になるのですけれども、これはちょうど新株予約権の場合と同じように、交付される株式の公正価値を上回る額を 361 条 1 項 1 号の「額」として定めていけば、有利発行規制の適用はないと考えてよいのではないかと指摘されているところです。ま

た、株式報酬を認めますと、このほか、資本金の額を増加させるのかどうかというようなことも検討課題になってきますけれども、まだ方向性は明らかではありません。

(5) 配分額の決定の再一任

株主総会決議で定めた報酬総額の上限の範囲内での各取締役への配分額の決定を、取締役会が代表取締役の再一任することに対して、規制を設けることが検討されています。ここも、報酬規制がお手盛り防止だけを目的とするのであれば再一任は問題ないのですけれども、監督という観点からしますと、最も監督を受けるべき立場の代表取締役のほうが配分額を決めるのは問題です。

そこで、再一任を禁止する案、再一任について事業報告でその旨とその理由を開示させる案、あるいは再一任することをあらかじめ株主総会決議で定めておく案などが検討されているところですが、ここもまだ方向性は明らかではありません。

(6) 事業報告における開示

開示の面でも、現行法では総額を事業報告の内容として開示すれば足りるとされていますけれども、これもお手盛り防止だけを考えているからであって、やはり動機付けまたは監督の手段として報酬を捉えますと、単に総額が過大でなければいいということにはなりません。そこで、事業報告における報酬に関する開示を充実させるべきことが検討されています。

現在、具体的な開示事項として検討されているのは、まず報酬決定に関する方針の概要等。これは方針を定めていれば事業報告で開示せよというものです。それから、361条1項の株主総会決議の日及び決議の内容等。これは、一旦株主総会決議で最高限度額を定めてしまえば、変更しない限りはずっとそのままだという問題に対処するために、取締役会への委任の範囲が今も適切かを株主が判断できるよう、株主総会決議の内容等を開示させようというものです。

それから、報酬の種類ごとの総額。これは、基本報酬、業績連動の金銭報酬、株式、新株予約権など報酬の種類の内訳と、種類ごとの総額を開示させようというものです。

それから、報酬として交付された株式の内容の概要等。新株予約権につきましても、既に現行法上、職務執行の対価として交付されたものがあれば、その新株予約権の内容の概要等を事業報告に記載しなければならないことにされています。前述の株式報酬を認めるのであれば、これに相当する記載が必要になると考えられます。

それから、ここは最も異論が多そうなところですけれども、一定の取締役、例えば代表取締役や報酬1億円以上の取締役などにつきまして、個人別の報酬の内容を事業報告に記載すべきかも議論されています。

このように報酬の開示面でも、報酬が動機付けまたは監督の手段として働くよう後押しをしようという方向で議論が進みつつあります。

2. 会社役員賠償責任保険（D&O 保険）に関する規律の整備

会社役員賠償責任保険は、会社役員に対して損害賠償請求がされることで会社役員が受ける損害を填補する責任保険です。要するに、会社役員が負担する損害賠償金とか防御費用などを填補するための保険であって、通常、会社が保険契約者、会社役員が被保険者となります。

会社役員賠償責任保険の制度は、役員の責任の負い方についての重要な制度ですけれども、現在の会社法には全く規定がないところ、今回、保険料負担を含めた保険契約の内容、手続、開示などについて会社法上規定を設ける方向で議論が進められています。

現在のところ、保険契約の内容の決定には、取締役会決議（取締役会設置会社以外では株主総会決議）を要するけれども、利益相反取引規制は適用しないとする案が検討されています。特に手当てをしなければ、会社役員賠償責任保険契約は間接取引に該当することになるのですけれども、任

務懈怠の推定規定（423 条 3 項）をこの場面に適用しますと、あまりに容易に任務懈怠責任が認められることになって、会社役員賠償責任保険の制度を利用しにくくなることを考慮したものです。

開示につきましては、会社役員賠償責任保険に関する事項を事業報告の内容に含めるということが提案されています。

3. 会社補償に関する規律の整備

（1）会社補償

会社補償とは、第三者または会社が役員に対して責任追及をし、その結果役員が要した費用等を会社が当該役員に対して負担してやることを言います。現行の会社法には、会社補償に関する規定が存在せず、これがどの範囲で認められるかについて解釈が定まっていません。

（2）補償契約

補償契約が認められる範囲につきまして、まず費用のほうですけれども、役員に対する責任追及を受けるなどして当該役員が要する費用について、相当と認められる範囲で会社が補償することを約する補償契約を、会社が役員と締結することを認める案が出されています。

この費用については、役員が善意無重過失であることを問わないことにしています。悪意重過失があっても、適切な防御活動が会社の利益になり得ること、また職務の適正を害するおそれが小さいことなどが理由とされていますけれども、ここは異論もあるところです。

次に賠償金の部分ですけれども、役員が第三者に損害賠償責任を負う場合に、善意無重過失であれば、当該役員が賠償することで受ける損失について補償契約の締結を認める案が出されています。会社に対して損害賠償責任を負う場合は対象外です。会社に対する責任についてまで会社補償を認めるのは、実質的な責任免除になるからです。

そして、会社も当該第三者に損害賠償責任を負って、会社が賠償すれば会社が当該役員に求償できる部分は、補償の対象から除外されます。ちょ

っとややこしいのですけれども、典型的には、代表取締役が第三者に不法行為責任を負い、会社法 350 条に基づいて会社もまた第三者に損害賠償責任を負う場合に、会社が第三者に賠償すれば、会社は当該代表取締役に対して 423 条 1 項の損害賠償請求権を持つはずで、この責任に係る部分は補償することができないということです。これについてまで補償を認めますと、やはり実質的な責任免除になるからです。

その結果、役員が第三者に損害賠償責任を負う場合に、会社が賠償金を補償できる場面は相当に限定されることとなります。

（3）手続・開示規制

手続・開示規制としましては、まず、補償契約の内容の決定、及び補償契約に基づく補償をする旨の決定には取締役会決議を要するけれども、利益相反取引規制は適用しないとする案が出されています。特に手当てをしなければ、補償契約は直接取引に該当するところですが、任務懈怠の推定規定（423 条 3 項）とか無過失責任の規定（428 条 1 項）、さらには責任の一部免除を認めない規定（428 条 2 項）をこの場面に適用しますと、あまりに容易に任務懈怠責任が認められることになってしまって、補償の制度を利用しにくくなることを考慮したものです。

開示につきましては、補償契約に関する事項を事業報告の内容に含めることが提案されています。

IV. 社債の管理の在り方の見直し

1. 新たな社債管理制度の創設

社債関係の検討事項の 1 つ目は、新たな社債管理制度の創設です。社債管理者を設置することを要しない社債について、会社が契約に基づき、社債管理者による管理よりも限定された管理を委託できる制度を創設する案が検討されています。

現行法のもとでは、社債を発行する場合には、原則として社債管理者を設置しなければならないのですけれども、これには例外が認められており、一定の要件を満たす場合、つまり大口の発行また

は少人数への発行につきましては、社債管理者を設置しなくてもよいことにされています(702条、会社法施行規則169条)。

実際、我が国で発行される社債の多く、約8割の社債は、この例外規定を使って、社債管理者が設置されていないと言われていています。これが設置されない理由としては、社債管理者の義務・責任・資格要件が厳格であって、かつ法定権限が広範なものであることから、社債管理者を設置するコストが大きいこと、また、社債管理者となる者を確保することが困難であることなどが指摘されてきました。そして、近年、このような社債管理者が設置されていない社債についてその債務の不履行が発生し、社債権者に損失や混乱が生じた事例があり、これを契機に、社債管理者が設置されていない社債の管理の在り方が議論されるようになってきました。

つまり、現行の社債管理者の制度は、あまりに重い制度になっていて使われていない、そして使われていないことから現に不都合が生じているので、何らかの対応が必要だということです。

実務上は、既に現行法の枠組みの中で、社債管理者よりも限定的な権限を有する任意の管理者を契約に基づいて設置しようという取組みが進められてきましたけれども、現行法の枠組みの中では、例えば破産手続での破産債権の届出ができないなど、任意の管理者では十分に期待された役割を果たすことができないと指摘されています。そこで今回、立法によって、社債管理者とは別に、より限定された管理を委託できる制度を創設する案が検討されているのです。

制度の具体的な内容として現在検討されている案の概要は、次のようなものです。

まず、新たな社債管理機関の権限につきましては、新たな社債管理機関にとって過大な負担とならないよう、非常に限定的なものにする案が出されています。具体的には、最低限、(ア)弁済を受ける権限、(イ)破産債権等の届出をする権限を有するとした上で、委託契約で定める範囲で、(ウ)支払請求の訴えの提起など社債権の完全な満足に

つながる権限を付与できるというものです。少し複雑ですが、社債権の処分に関する権限を与えないということです。

そして、この権限行使に必要な範囲で、新たな社債管理機関は社債権者集会を招集することができるものとする案が出されています。

この新たな管理機関の義務及び責任につきましては、社債管理者と同様に、新たな社債管理機関は社債権者に対して善管注意義務及び公平誠実義務を負うこととする案が検討されています。ただし、710条2項の損害賠償責任、この規定は、特別な利益相反行為があった場合については、誠実義務違反と因果関係の立証責任を社債管理者側に負わせるというものですけれども、これに相当する責任については、前述の(ウ)の権限を有する場合に限定するものとされています。前述の(ア)(イ)の権限だけであれば、裁量の余地が乏しく、710条2項に相当する責任を負わせる必要性は乏しいという考慮によります。

2. 社債権者集会に関する規律の見直し

第1に、社債権者集会の特別決議により、社債の元本・利息の全部・一部の免除をすることができる旨の規定を設けることが提案されています。この社債の元本または利息の全部または一部の免除は、現行法のもとでも、706条1項1号の「和解」としてすることができるという解釈が有力ですが、明確ではないとの指摘もあるので、明文化して明らかにしようというものです。

第2に、社債権者全員が書面・電磁的記録により同意をした場合には、社債権者集会の決議を省略することができるようにするという提案がされています。これは、株主総会決議(319条)と同様の決議の省略を認めようというものです。そしてこの場合には、裁判所の認可を要することなく、社債権者集会の決議の効力が発生するようにすることが提案されています。現行法のもとでは、裁判所の強い後見的機能によって社債権者を保護するために、社債権者集会の決議は裁判所の認可によってその効力を生ずることとされていますが

(734 条)、常に裁判所の認可が必要か、問題提起がされていることを受けた提案です。

V. 社外取締役を置くことの義務付け等

1. 社外取締役を置くことの義務付け

平成 26 年改正のときは、一定範囲の監査役会設置会社について社外取締役の設置義務付けが検討はされましたけれども、設置義務付けは見送られ、開示規制にとどめられました(327 条の 2)。そして冒頭に申しましたように、平成 26 年改正法の附則 25 条に、必要があれば見直すべき事項として、社外取締役の設置義務付けが明示的に例示されたことから、今回もお検討事項として取り上げられています。

しかし、社外取締役の選任比率は、平成 26 年改正法の施行後さらに増加し、平成 29 年には東京証券取引所の全上場会社の 96.9%、市場第一部では 99.6% にまで達しており、平成 26 年改正時の狙いは着実に実現、または実現しつつある状況にあります。ここまで設置が普及したのだから、むしろ法的に義務付ける環境が整った、今こそ義務付けるべきだという意見も出されてはいるのですが、多くの意見は、現在の普及状況を見れば、もはや設置義務付けは必要ないというものです。

2. 社外取締役の要件である業務執行性の見直し

現行法のもとでは、社外取締役の資格要件として、「株式会社の業務を執行した」取締役でないことが含まれています(2 条 15 号イ)。しかし近時、社外取締役への期待が高まり、社外取締役の活動の機会が拡大しつつある中で、「業務を執行した」ことになると社外取締役の要件を欠いてしまうという問題があります。例えば、社外取締役がマネジメント・バイアウトの際に会社のために買収者と交渉を行った場合、もしもそれで社外取締役が「業務を執行した」ことになりますと、社外取締役の資格を失うのではないかという問題が指摘されています。

この「業務を執行した」とは、取締役が継続的

に業務に関与し、または代表取締役らに従属的な立場で業務に関与した場合だけをいうのであって、例えば今の例のように企業買収の交渉役を務めるような場合は、「業務を執行した」には該当しないという解釈も主張されているところですが、社外取締役は一体どこまでのことができるのかを明確にすべきだという指摘があります。

現在のところ、会社と取締役との利益が相反する状況にある場合に、社外取締役が業務に関する行為(「特定受託行為」)をすることが相当と認めるときは、会社は、取締役会決議に基づき、「特定受託行為」をすることを社外取締役に委託することができる旨の規定を設けることが提案されています。

ここは、社外取締役ができることをうまく明文で書けるかが問題で、うまく書けないのであれば、解釈に委ねておいたほうがよいようにも思われるところです。

3. 重要な業務執行の決定の取締役への委任に関する規律の見直し

次は、取締役会の決議事項に関するものですが、重要な業務執行の決定の取締役への委任に関する規律の見直しが検討事項に挙げられています。

近時、コーポレート・ガバナンスの実効性確保の観点から、取締役会の監督機能を重視しようという考え方が強くなってきており、その流れの中で、監査役設置会社においても、いわゆるモニタリング・モデルを採用できるようにすべきだという見解が現れています。例えば日本取締役協会などの提言がそうです。つまり、取締役会は、その意思決定権限を大幅に縮小して、主に代表取締役らの業務執行担当者の監督に徹するのがよいという考え方です。

そして、その際現行法上問題となるのが、監査役設置会社においては、重要な業務執行の決定は必ず取締役会自身で行わなければならないという規定があり(362 条 4 項)、取締役会の意思決定権限を縮小するには、この規定の見直しが必要に

なるということです。

現在出されている案では、次の5つの要件を満たす場合には、監査役設置会社において重要な業務執行の決定の取締役への委任を認めてよいのではないかということが議論されています。(1) 取締役の過半数が社外取締役であること、(2) 会計監査人設置会社であること、(3) 取締役会が経営の基本方針について決定していること、(4) 取締役会が内部統制システムの整備について決定していること、(5) 取締役の任期が1年であること、です。

要するに、業務執行担当者に対する規律付けが指名委員会等設置会社におけるのと同等であると言える場合に、決定の委任を認めてはどうかという案です。ただ、決定の委任を認めるべきだという、このような考え方に対しては、制度を複雑にしてまで、そもそも監査役設置会社のままでモニタリング・モデルを採用できるようにする必要はない、という意見も有力です。つまり、平成26年改正で、モニタリング・モデルを採用しやすくするよう監査等委員会設置会社の制度が設けられたのですから、モニタリング・モデルを採用したいのであれば、監査等委員会設置会社または指名委員会等設置会社に移行すればいいと思われまます。現に、平成26年改正法施行後、監査等委員会設置会社への移行が進みつつあるのであって、監査役設置会社にとどまりながら、なおモニタリング・モデルをとれる仕組みを設けるのは、制度をいたずらに複雑にするだけだとも考えられるところです。

次期改正については、冒頭に申しましたように、いずれこの研究会で詳しく取り上げられることになると思いますけれども、本日は、主にどういう検討事項について審議が進められ、それぞれの検討事項についてどういうことが問題になるのかということについて、全てを網羅したわけではありませんけれども、全体の状況を概観しました。報告は以上です。

~~~~~

## 【討 論】

○川口 ありがとうございます。  
それでは、興味のあるところから、ご自由にご質問・議論いただければと思います。よろしくお願ひします。

### 【株主総会資料の電子提供——議決権行使書面の扱い】

○片木 アクセス通知の中に議決権行使書面を同封することは認めるが、別に強制もしないという考えということですが、同封しない場合には別便で送るといいますか。

○前田 いえいえ、議決権行使書面も電子提供するのですね。書面投票しようと思った株主は、自分で議決権行使書面を印刷するのです。議決権行使書面も株主総会資料の中に入っています。

○片木 葉書仕様にして……。

○前田 どのような様式にするか、郵便料をどう会社が負担するかというような問題まではまだ議論が進んでいませんけれども、書面投票制度は今のまま残ります。ですから、議決権株主1,000人以上の会社は、書面投票の機会を株主に保障しなければなりません。議決権行使書面を同封するか、同封しないのであれば、自分で打ち出してくださいということですね。

○片木 打ち出せる力のある人だということであれば、むしろ、電磁的方法による投票に統一したほうが早いような気がするのですけれども。

○前田 もちろん、電子投票制度が採用され、株主がそれを利用できるのであれば打ち出さなくていいのですけれども、ただ、書面投票制度については、特に今回の改正で変更することは予定されていませんので、議決権株主1,000人以上の会社では、いくら電子投票制度を採用しても、書面投票はできるようにしなければならないということです。

○片木 そこは、条文は変えないという議論ですか。

○前田 ええ。

○黒沼 今の点について追加の質問をよろしい

でしょうか。

私も、片木先生が質問された点は最初から気になったのですけれども、書面投票制度を変えないというのであれば、株主に提供すべき資料について一括してウェブサイトに掲載するという制度を設ける際に、議決権行使書面は株主に提供すべき資料から除くべきだったのではないかと感じました。

というのは、議決権行使書面というのは書面投票の手段であって、情報提供制度ではないと思うのです。それを一緒に議論していいのかという点をやや疑問に思ったのですけれども、その点について何かもし議論等があったら、教えていただければと思います。

○前田 今黒沼先生がご指摘くださった点については、特に会社法研究会あるいは部会で議論はされておりません。ともかく書面を最小限にしようという考えに基づいて、株主総会資料と言っているものの中に議決権行使書面も入るということで、議論が進められてきています。

あと、先ほどの片木先生のご質問に対して、議決権行使書面を会社が同封しなければ株主は自分で打ち出さなければならぬと申しましたけれども、書面交付請求をすることももちろんできます。書面交付請求できる書面の中に、議決権行使書面も入っていますので。

○片木 それはそうなのですが、黒沼先生がおっしゃったとおり、今までの議論は全部、情報についてはもうインターネットでやっつけてしまおうということで、議決権行使書面の書面交付請求を認めるにしても、議決権行使の方法についてまで電子化に統一するというのは、かなり質的に異なってきますよね。打ち出せばいいという議論というのはかなり欺瞞的で、これは明らかに、インターネットが使えない場合には議決権行使がかなり制約されるに違いないので、そこが議論されないという理由がよくわからないのですけれども。

○前田 インターネットを使えないなら、書面交付請求をせよということですね。ただ、片木先生、黒沼先生からご指摘いただきましたように、

一口に株主総会資料といっても、確かに議決権行使書面とその他の書類とは、随分性格が違うというのは、おっしゃるとおりだと思います。

【株主総会資料の電子提供——制度導入の目的】

○船津 今の議論のそもそものスタートといたしますか、株主総会の電子提供制度の新設、それより上の手続の合理化という改正の目的は一体何なのか、ということをちょっと確認させていただきたいのです。

日本再興戦略や株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会の提言などで、コミュニケーションとか、機関投資家というような話も出てきていた気がして、そうなってくると、電子的なほうが早かったり簡単だったりするような議論が一つあるのかなと思います。他方で、株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会の中でも、書類の提供はまた別項目として立っているような感じです。書類の提供というのは、一つは、物理的な紙を要求すると大部になるので、コミュニケーションの情報としてたくさん盛り込むには電子資料のほうがいいですね、というような話がされたりする一方で、おそらく実務的なニーズに関しては、発送をやめたいとか、コストがかかるという、コストパフォーマンス的な話も出てきているように思うのですね。

そうすると、実はコストパフォーマンスを追求すると、コミュニケーションなんかどうでもいいという話になりかねないわけです。そのあたりに関して、総会資料の電子提供につき果たして何を目的として改正したほうがいいのかという議論がされていて、かつ法制審議会でどういう態度で議論がされてい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。

○前田 この制度導入の目的は、経済産業省の研究会報告書で述べられていたところから変更はないと思います。船津先生がおっしゃいましたように、株主側が早く情報を入手でき、かつ分量についてもほとんど制約がかかりにくくなる。つまり、早期に充実した内容の情報を株主が取得でき



ることが一つです。ですが、実際上最も大きな理由は、会社にとってのコスト節減だと思うのです。これまでの制度でも、会社はこういう資料をインターネットを通じて任意に提供することはできますけれども、紙でも提供しなければならないものですから、なかなか紙に加えて電子提供ということは進んでこなかった。しかし、もう紙での提供はしなくてよろしいということになれば、インターネットを通じた情報提供が促進されます。それが先ほども申しましたように、早期に充実した内容の情報提供につながると、こういう考え方なのだと思います。

ですから、会社側にとってのコスト節減だけではなくて、株主側にとってもメリットはある制度なのかなと思うのですけれども。

○船津 そうだとすると、要するに株主に対する情報の提供という観点から一番重要なのは、おそらく早期化だと思うのですけれども、早期化の議論はあまり出てきていない。早期化というと、おそらく義務付けのほうの話になってくると思うのですけれども、そのあたりはあまり出てきていないという理解でいいのでしょうか。

○前田 今の案ですと、1、2週間程度は早めるということですね。印刷に要する手間、それから送付にかかる手間がなくなりますので、その分は早められるだろうと。

○船津 したがってそれは、電子提供を選択した会社については早くなるという形になって、逆に言うと、早くしたくないところは遅くていいというような方針ではないかということですね。

○前田 そうですね。ただ、今回の制度を一定範囲の会社、例えば上場会社に義務付けるのはいかがかという議論は別にあって、もし上場会社に義務付けることになれば、上場会社について招集通知の時期が早まることになると思います。

#### 【株主総会資料の電子提供——書面投票制度との関係】

○梅本 最初の片木先生と黒沼先生のおっしゃったことを私もとても感じています。書面投票を

なくしてしまって、電磁的方法に統一したほうがいいのではないかと、そのほうがコストも低くなるよと思いましたが、そうは言いながら、実務的な観点から見ると、ウェブサイト情報を提供すればいいというのは、例えばホームページに載せてしまえばいいわけなのでしょうが、株主が電磁的方法で議決権行使するには、パスワードを打ち込んだ上で中に入るという手続が必要で、株主に電磁的方法での議決権行使を強制することになると、パスワードを入れてからという、おそらくほとんどの株主が利用しない制度を強制することになってしまう。そうなると、議決権行使比率も低下してしまう。そういったところを考えると、面倒ですけれども、やはり書面投票を残しておいて、その方法も認めるというのは、わからないではないという気がいたしました。

○前田 おっしゃるとおりだと私も思います。

#### 【株主総会資料の電子提供——情報提供の早期化】

○久保 先ほど船津先生がおっしゃったこととの関連で、書面による通知、ウェブサイトのここに掲載していますよという通知は、株主総会の日から3週間前から4週間前にすべきというふうになっているとのことでした。それは先ほど前田先生がおっしゃったところによれば、印刷や発送などの手間がなくなるから、その分早くできますよねという話になって、情報提供の早期化にもつながりますということでした。それで、まず細かい点の確認として、書面による通知が発送されたときには、もう既にウェブサイトに情報が載ってなければならぬという話なのか、それとも、ここに載せますよという通知は早くしなければいけないけれども、ウェブサイトに載せるのはもうちょっと後でもいいですよという話になるのか、まず、その辺についてお聞きしたいと思います。

○前田 どれだけの期間ウェブサイトに掲載しておかなければいけないかということ、今の案では、招集通知を発したときから株主総会決議後3か月を経過する日までとなっています。書面での通知

を受けたら、すぐに株主がウェブサイトアクセスできる状態を確保しようということです。

○久保 もう一つは、そうやって発送しても、せいぜい延びるのは1週間か2週間ということになって、それで果たして本当に株主の検討期間が十分に延びるのかどうかというのは、一つ議論のタネになるところです。特に海外の人にとってみれば、招集通知が発送されたところで——電子メールだったら一瞬で行くかもしれませんけれども——1週間ぐらい延びたところで、というところはあるかもしれません。

そのときに、例えば田中亘先生などがおっしゃっていたのは、縛りになっているのは、要するに基準日の設定が3か月以内ではないといけないからみんな大あわてでいろいろとやっているの、それをもうちょっと延ばせたらいいのではないかという提言とかがあったと思うのですけれども、その基準日制度に関する改革という見直しという点に関して、例えば会社法研究会や部会の中で何らかの議論がなされているかということについてご存じの点があったら、教えてください。

○前田 今回の会社法制の見直しの論点としては、久保先生がおっしゃったような基準日制度にかかわる問題までは扱わないことになっているかと思います。ただ、久保先生のご指摘のように、株主が招集通知を受け取ってから検討できる期間が短いという声は一般にあるところだと思いますので、それはそれでまた一つ大きな問題なのでしょうけれども、今回は、ともかく現在は紙で送っている株主総会資料を電子化しようというところに話を絞って議論されているということです。

○久保 そうすると、実質的にはコストを減らしたいという意図なのかなという裏読みをしてみたいともなります。

○前田 コスト節減が実質的には一番大きいのだと私も思います。

○久保 なるほど。

【株主総会資料の電子提供——個別株主通知の要否等】

○白井 また話が戻って恐縮ですがけれども、確かにコストの点で、議決権行使書面を同封しないという選択肢をとった場合に、郵送等のコストが削減できるということはあると思います。ただ、それについては、先ほど来議論になっていますように、議決権行使書面というのは議決権行使のための手段であって、情報提供のための制度ではないため、それを一緒に議論してよいのだろうかという疑問は、私もよくわかるところです。

もっとも、その一方で、仮に議決権行使書面を同封しないという制度を正当化しようとするのであれば、同封する場合の問題として、白紙で議決権行使書面を返送してしまう可能性が高まるのか、または何も考えずに会社提案に賛成してしまう、場合によっては議案すら読まずに賛成してしまう可能性が高まるといった弊害が生じ得るという議論は、海外の議論ですが、あったように思います。すなわち、同封する場合、とりわけデジタル・デバイドの株主であれば、ウェブサイトアクセスして情報を取得するのが面倒なので、送られてきた紙の議決権行使書面だけをみて、議案等を精査することなく議決権行使書面を会社に返送してしまう可能性が高まるのではないかという問題です。議決権行使書面を同封しないという制度をコスト以外の面で正当化するのであれば、こうした問題を念頭に置いて議論することも考えられると思うのですが、いかがでしょうか。

また、別の質問を合わせてさせていただくことになり恐縮ですが、以上の問題と関連して、書面交付請求をするための株主のコストを考える上で、書面交付請求をする際に個別株主通知が必要かどうかは重要な点になり得ると思うのですが、個別株主通知の要否について、現在どのような議論がされているかを教えていただければありがたいです。

○前田 株主が株主総会参考書類を見ずに議決権行使書面を会社に提出してしまうおそれがあることは、会社法研究会および部会でも問題点として認識はされていました。しかし、今のように紙で株主総会参考書類を送るとしても、株主がそれ

を読む保証は何もないわけですから、それほど大きな問題ではないということだと思います。

あと、書面交付請求については、個別株主通知は要らないという前提で議論が進んでいると思います。書面交付請求権は議決権と一体となった権利であって、たとえ基準日以降に株式を売った者でも議決権行使ができますので、書面交付請求権も認めざるを得ません。個別株主通知は要らないということになると思います。

○白井 ありがとうございます。書面交付請求について個別株主通知は要らないという前提のことですが、その場合、議決権行使の基準日株主であれば、書面交付請求ができるという整理ですか。

○前田 はい、そうなると思います。

○白井 書面交付請求をする時期についてもまた難しい問題があるように思うのですが、議決権行使の基準日株主について書面交付請求を認める場合、仮に基準日後に書面交付請求をするということになると、スケジュールの点で実務上対応が難しくなるということはないのでしょうか。

○前田 書面交付請求権の行使期限について、レジュメの2ページのA案は、書面での招集通知を見てから、株主総会ごとに書面交付請求できるという案です。それに対してB案のほうは、基準日までに請求しておけという案であって、会社のほうからすれば、書面を送らなければならない株主が誰かが基準日までにわかります。もし書面交付を請求してきた者が議決権行使の基準日株主でないこととなれば、会社は書面を送る必要はありません。

#### 【株主総会資料の電子提供——上場会社における情報開示との関係】

○森田 私はいろいろな会社の株を持っていますが、この時期は面倒くさいのですね、たくさん来ますし。封を開いて一々送らなければならないでしょう。情報開示で会社の概要などが書いているのですが、上場会社ならば、見ようと思ったら、いつでも見られますね。

上場会社の場合はもう議決権行使書面だけ送った方がいいのであり、いわゆる事業報告のようなものは要らないと思うのですがね。

○川口 アクセス通知も要らないということですか。

○森田 アクセス通知も要らない。今の時代は、上場会社であればホームページの無いような会社はありませんし、ホームページ上でフルディスクロージャーがなされています。会社の名前を検索すれば、今はどの会社でも出てきますよ。ですから、通知があったから見ますと言わなくても、皆見えていますよ。

だから、株主としてはたくさんの通知書類をごみとして捨てるのはかなわんですわ。(笑)ですから、ちょっと分けて考えていただいて、もう要らないというほうでいいのではないですかね。

○前田 株主の中には、森田先生のような株主も存在しないことはないでしょうけれども、一般的な株主は、多分そうではないと思いますね。

○森田 それでは、アクセスできない人は言ってくださいと言ったら送りましょうと、反対にすればどうですか。

○久保 今、森田先生のおっしゃった、アクセス通知すら要らないということは、要するに株主は勝手に行けと。

○森田 そうですね。今は私でも見られますよ。

○久保 森田先生はまともな会社に投資しているかもしれないですけども、それこそ何かとんでもない、例えば上場したはいいけれども、上場した途端にだまし取られるみたいな、そのような会社だってあるわけですよ。

○森田 それは虚偽記載で捕まえるということで金融庁が一生懸命働いたらいい。そのようなことは関係ない。それは信用したらいい。そうした会社は、どうせ送ってきたって、うそをついてきますよ。

○久保 どうせ送ってきたって、うそをついていますと言っても、その送らせることに意義があるのではないですか。

○森田 いや、しょせん無駄なことだと思います

す。

○川口 株主総会の開催日も要らないのですか。

○森田 書面投票というのは会社法の制度で必要ですから、それはそれなりに考えていただいて、情報開示の面は、上場会社であれば、そういうフルディスクロージャーを利用すればいいというような気持ちですね。

○前田 森田先生のおっしゃった問題は、今回の株主総会資料の電子化の話にとどまらず、結局、上場会社には株主総会の招集通知の制度は要らないということになりかねませんね。

○森田 いやいや、イエス・オア・ノーは書いてもらわなければいけませんから。議案はどうかということのディスクロージャーは必要だと思いますよ。

○川口 それは通知の内容として必要ということですね。

○森田 通知で。

○川口 それであれば、あとはアドレスを載せるか載せないかだけの違いですかね。

○森田 そうですね。（笑）

【株主総会資料の電子提供——書面交付請求をした株主への情報提供時期】

○行澤 ちょっと瑣末なことですが、2ページのA案、B案で、私は基本的にB案が望ましいと感じたのですが、A案は結局、デジタル・ディバイドの弱者の方とデジタルに精通した方との間には、そもそも熟慮期間というか行使期間に差があって当然だということを前提にした制度ですね。それは正当化できるのかなと。

つまり、アクセス通知をもらって、アドレスが書いてあっても、自分はインターネットは苦手だから書面交付してもらおうとすれば、そこからさらに時間がかかるのです。そうすると、もうそれ自体において差が生じてしまうのですが、それでもいいという見解のように聞こえたのです。この点は、どういうご議論になっているのでしょうか。

○前田 今行澤先生がおっしゃった問題は、A

案についての問題点として部会でも指摘されているところですよ。

○行澤 そうすると、B案支持は、単に会社側の事務負担の問題だけではなくて、もう少し根本的な……。

○前田 そうですね。A案をとりますと、書面交付請求をした株主の検討期間が短くなるおそれがあるというのは、先生のおっしゃるとおりであって、この面からもB案が優れていることになります。

○行澤 そうですね。3週間とっているから、結局2週間弱でいいのだという話にはならなくて、やはりアクセスの平等という問題は生じると思うというだけです。

【株主総会資料の電子提供——書面交付請求できる株主】

○片木 個別株主通知がなくてもいいではないかという話だったのですが、現在、会社はおそらくは総株主通知によって半年に一度しか株主名簿を変えないので、会社法上の株主名簿は、何か逆に不利益になるような感じもしないでもありませんが、もう少し一定の時点で総株主通知を要求して、きちんと名簿を改めることを義務付けるとか、そういうことになるのでしょうか。

○前田 いえ、書面交付請求権については、議決権行使についての基準日株主が行使できるようにすれば、それで必要十分なのではないでしょうか。

○片木 いや、つまり、普通、年度末時点の情報をベースに総株主通知をするだろうから、要するに、株主名簿が改まるのは大体3月31日付ですね。その基準日までに基準日株主として書面交付請求権を行使せよという話になってしまうと、半年の間に株主になった人たちは、3月31日に改まって、3月31日に請求せよといった話になりはしないかなと思ったということです。

○前田 基準日時点の株主名簿上の株主となるべき者であれば、たとえ基準日前には株主名簿上の株主でなくても、書面交付請求はできると考え

ればいいのではないのでしょうか。総株主通知があれば、会社は請求した者が基準日株主かどうか分かり、基準日株主でないなら、会社は書面を送る必要はありません。議決権行使と一体として考えるということですね。

○北村 片木先生のご質問はB案を前提にしているのですね。

○片木 はい、B案の前提です。

○北村 A案だったらその問題を考えなくてよいわけですね。

#### 【株主総会資料の電子提供——書面交付請求権の行使】

○洲崎 B案について確認させていただきたいのですが、株主の属性として早期に登録して、株主名簿及び振替口座簿の記載事項にするということは、結局、証券会社を通じて株式を売買するときの買い注文を出すときに、私は書面交付請求権を行使しますよという形で登録させる。つまり、ネット取引でいえば注文画面にそのような項目を新しくつくるといったイメージでしょうか。

○前田 基準日前のどの時点かということについては、特にまだ議論はされていないのですけれども、今洲崎先生の言われたようなことは考えられると思います。別に注文時でなくても、その後の時点でもいのように思いますけれども、いずれにせよ上場会社については、口座管理機関を通じて、書面交付請求権を行使する形になるのではないのでしょうか。

#### 【報酬規制の見直し】

○川口 ほかに興味深いテーマがありますので、よろしければ、ほかのテーマについて質問をお願いしたいと思います。

○行澤 レジユメの5ページの報酬の問題で、報酬規制を単なるお手盛り防止から、業績連動型報酬等を念頭にインセンティブ及び監督に資するようにしようということで、情報開示の内容も充実させようということですが、そこでちょっと気になったのが、英米でもそうですけれども、勧告

的決議等の議論というのが日本でもなされていると思います。あまりにも情報開示を細かくして、株主総会で承認を得なければならないということになると、ちょっと硬直した制度になってしまわないかと懸念します。むしろ、指名委員会等設置会社のようなスタイルで、取締役会等で報酬は決められるのですけれども、株主がそれに対して、情報開示に基づいて、勧告的決議を重ねていく。こうして、コミュニケーションを取っていき、あまりにも株主の意見が通らないような場合には、報酬議案の効力を問題にする、といったことは特に議論はなされていないのでしょうか。あるいは、その辺についての見通しとかはどうでしょうか。

○前田 これまでの会社法研究会と部会を通じて、行澤先生のおっしゃったような勧告的決議のようなものを利用しようという議論はされたことはないと思います。任意にそういうことをやるのは差し支えないのでしょうかけれども、そういうものに法的な決議としての意味がないのは確かであって、法的な制度として組み込めるのかは、なかなか難しいように思います。

○川口 ほかにいかがでしょうか。

○久保 報酬内容の決定に関する方針を定めているときは取締役会の判断・理由を説明しなければならないというところで、指名委員会等設置会社では、別に株主総会にかけなくても報酬委員会限りで報酬を決定できる制度になってはいますが、報酬委員会がこういう方針を決めたときは開示しなければならないというような議論があり、普通の取締役会設置会社でも、こういうことを決定しているのだったら開示しなさいよという考え方自体は、非常にいいと思います。しかし、取締役会による報酬決定と報酬委員会による報酬決定の性質が似てくると、例えば取締役会の中で社外取締役が過半数を占めている会社が増えてきたときに、指名委員会等設置会社の場合には報酬委員会限りで報酬を決められるのに、うちの会社の取締役会は社外取締役が多数であるにもかかわらずなぜ一々株主総会にかけなければいけないのだ、という議論にもつながり得るのかなという気がしてい

ます。報酬の決定権限そのものについてのそうした議論というのは考えられるのですかね。また、会社法研究会や部会でそういった議論、そもそも株主総会の報酬決定権限自体を見直そうというような意見や議論などはあったのですか。

○前田 いえ、それはないと思います。確かに最近では、報酬規制を単にお手盛り防止だけではなくて、監督あるいはインセンティブ付与の手段として機能させようということがよく言われますけれども、やはりお手盛り防止も報酬規制の重要な機能として残しておく必要があると思うのですね。

ですから、指名委員会等設置会社以外の会社については、株主総会決議を外すことは難しいのではないのでしょうか。指名委員会等設置会社だけは、まさに制度上、報酬規制を監督ないしインセンティブ付与のための規制としている組織形態ですよ。その指名委員会等設置会社の仕組みを、報酬のところだけ指名委員会等設置会社以外の会社にも持ってくるというのは、難しいと思います。いずれにしても、会社法研究会とか部会でそういう議論がされたことはないと思います。

#### 【会社役員賠償責任保険・会社補償】

○船津 純粋に質問ですけれども、D&O 保険の契約の内容の決定には利益相反取引規制を適用しないとする案の理由として、任務懈怠の推定規定をこの場面に適用すると責任保険の制度の利用がしにくくなると書いておられるのですけれども、これは具体的にどういうことを意味しておられるのかということをお聞きしたいと思います。

それと、補償につきまして、会社が賠償金を補償できる場面は限定的と書いておられるのですけれども、その限定的な場面として、どういう場面では補償できるのかということをお聞きいただければと思います。

○前田 会社役員賠償責任保険契約に利益相反取引規制をかけない理由は、報告でも申しましたように、任務懈怠の推定規定を外さないと、取締役の責任が容易に認められやすくなってしまうということです。今回、補償と並んでこの会社役員

賠償責任保険契約の制度も取締役にとって適切なインセンティブを付与する制度として積極的に活用できるようにしたいというのが、基礎にある考え方で、それでは具合が悪いということになってしまいます。

ただ、利益相反取引規制は外しますけれども、取締役会決議は必要ですし、開示を充実させることによって利益衝突の危険には対処すると、こういう考え方になっているのだと思います。

○船津 今の点、損害というのは何なのかというのがよくわからなかったのですが、423 条 3 項というのは、おそらく損害があることを前提に、という議論ですね。

○前田 そうですね。

○船津 その場合、この保険契約の内容の決定と損害というのはどういう関係にあるのかというのがわからなかったのですが。

○前田 会社が受ける損害は、保険料の負担でしょうね。任務懈怠の推定規定を残しておけば、保険料を払ったことについて任務懈怠がないことを取締役の側で証明しなければならなくなる、それが具合が悪いということではないのでしょうか。

それから、補償について、賠償金の補償を使う場合は限定的だと申しましたけれども、取締役が第三者に対して損害賠償責任を負っても、会社が第三者に対して損害賠償責任を負わないという場合はあり得ますね。

○行澤 レジュメの 6 ページにある補償契約について 2 点、議論状況等をお聞きしたいのですけれども、まず 1 番目の費用の問題で、「役員が善意無重過失であることを問わない」という点についてです。例えば民法の委任の受任者による費用等償還契約ですと、委任事務を処理するのに必要と認められる費用、必要とされる債務、という切り口になっていたと思うのですが、悪意重過失によってなされた結果、応訴負担といいますが訴訟負担が生じた場合に、果たしてそれは本当にその委任事務の遂行にとって必要な費用なのかという点は疑問に思います。にもかかわらず、会社法の規律として、なおそのような場合も費用は補償し

てあげようというふうに考えるのはどうしてなのかというのが一点です。

付随して例えば弁護士費用などもそこに含まれるのかどうかも、議論の状況としてちょっと教えていただきたいと思います。

2番目に、これは確認なのですけれども、「役員が第三者に損害賠償責任を負う場合に、善意無重過失であれば、当該役員が賠償することで受ける損失」という点について、429条を使うのであれば、善意無重過失であれば第三者責任を負いませんので、これは不法行為等による責任ということを念頭に置いているのか、という点を少し確認させてください。

○前田 まず、補償契約に係る費用のほうですけれども、これは民法650条による費用の補償とはまた別の話なのです。民法650条のほうは、特にあらかじめ契約してはいないけれども、委任事務に必要な費用を負担したのなら償還してあげましょうという話ですね。それとは別に、こちらはあらかじめ契約でこのような場合は会社が補償しますということを定めておく場合です。これはもちろん弁護士費用を含みますし、むしろそれが一番大きいのではないのでしょうか。

ここで善意無重過失であることを問わないとしたことには、異論もあるところです。確かに費用は、悪意重過失があるかどうか分からないうちにどんどん発生しますから、一旦補償してやるのは仕方がないと思うのです。ですけれども、後から悪意重過失があったら、会社が補償してやった分は返せと言える制度にはしておかないといけないのではないかと思うのです。取締役の悪意重過失がある場合まで補償するというのは、取締役に適正なインセンティブを付与するとか、人材を確保するとかというような理由では説明できないと思います。

○行澤 なるほど。ありがとうございます。

○前田 賠償金の補償は、不法行為を念頭に置いているのかと言われましたけれども、それは…

○行澤 質問の趣旨はですね、善意無重過失で

あれば補償する、そして職務執行について善意無重過失であれば、基本的に429条の要件を満たさないので、補償すべき賠償責任を負わないという……。

○前田 ああ、善意無重過失の要件との関係です。それはおっしゃるとおりだと思います。

○行澤 ということは、その点に限って言えば、不法行為ですね。

○前田 ええ。賠償額については、悪意重過失の場合には補償しないということです。

○行澤 わかりました。ありがとうございます。

○洲崎 ちょうどD&O保険の話が出ましたので、質問させて下さい。

D&O保険は、日本ではもう20年以上の歴史があって、これまではD&O保険が何かおかしい使い方をしているという議論が特にあったわけではないように思うのですが、今回にわかにこれを規制しなければならないという話が出てきたように思えます。会社法研究会報告書によれば、高額な保険料の支払いによって会社の財産が減少するだけではなく、役員にいわゆるモラルハザードが生ずるおそれがあるとされています。つまり、ゆるゆるの保険で、ちょっとぐらい失敗したって保険で全部カバーしてもらえるとということになると、取締役に対するガバナンスがきかなくなる。これがD&O保険を規制すべきだという根拠の一つなのかなと思うのですが、過去20年間の実務で、D&O保険があることで取締役に対する規律が働かなかったというようなエビデンスがあって、こういう話が出てきたのでしょうか、ということが一つ目の質問です。

もう一つは、保険契約について開示するとした場合には、考えられるのは保険金額とか、あるいは保険料の開示かなという気がするのですが、しかし、保険料を会社が支払うことで役員の規律が弱くなってしまうことが規制の根拠であるということからすると、保険金額や保険料を出すだけではなくて、契約そのものを示す、つまり、適切な免責条項がきちんと置かれているのか、それを置かないゆるゆるの保険契約になってはいないかと

いったことまで開示しないといけないのではないか。特別の規律が必要だとする趣旨・根拠からすると、保険金額を開示するだけでは十分ではないのではないかという気がしたのですけれども、そのあたりの議論はどうなっているのでしょうか。

○前田　まさに洲崎先生のご指摘のように、会社役員賠償責任保険について、特にこれまでモラルハザードが生じているというような事実が実証されているわけではありません。ですから、今回、これに関する規定を設けることが検討事項とされたことについて、損害保険業界は強く反対していて、今のままで何も困っていないと主張しています。

ですけれども、今のままで困っていないといっても、とるべき手続とか、保険料の負担などについて、なお不明確なところが少なくありません。特に経済産業省の解釈指針で、役員が敗訴した場合の賠償金を填補する部分の保険料についても会社が負担できるというような解釈が示され、現に実務はこれに依拠したわけですよ。これはおそらく学説ではなお議論があるところではないかと思えます。つまり、これまで困ったところはないとはいっても、法的には不安定なままやってきたところが随分あるので、この際きちんと法的に不明確な部分は明らかにして、正面からこれを会社法上の制度として認めようということなのではないかと思えます。

それから、開示の点についても、まさに洲崎先生がおっしゃったように、保険金と保険料だけではどれほどの意味があるかという問題がある一方、損害保険業界や経済界は詳しい開示に反対しているのです。保険がついていると、その役員が狙い撃ちされるおそれがあるというような議論もされるわけです。しかし、この会社役員賠償責任保険の制度は、会社と役員との間に利益衝突があることは疑いのないところですから、特に利益相反取引規制は外すと言っていることもあいまって、開示の部分は充実させる必要があります。例えば今出ている案では、取締役の職務の適正性を害さないように配慮した事項があれば、それを事業報

告に書かせることが提案されています。この額までは保険会社は免責されますというような、モラルハザードを防ぐ仕組みですね。

○洲崎　今までは、弁護士費用その他の訴訟費用と敗訴した場合の賠償金を、本体と特約に分けて、特約の部分については取締役自身が保険料を負担するという形で、特にそれが問題視されることもなく20年間やってきたのに、経済産業省が両者を一体にして全部会社が保険料を支払うことができるという指針を出して、損保業界もそれに従ったために、このような議論がにわかにならないうまい、損保業界も経済界も困惑しているというところかなという気がします。

ところが、部会で事務局が出してこられている案だと、本体と特約を分ける旧バージョンと、両者を一体にして会社が保険料を全部持つ新バージョンを区別せずに、両者を一緒に規律しようとしているように見えます。というのは、開示項目として保険料負担者が誰かということも含まれているからです。つまり、取締役が一部負担しているのかどうかも開示項目として挙がっている。そうすると、旧バージョンについても同じように規律されることになるのかなという気がして、損保業界と経済界が反対するのも無理はないかなという気はしているのです。

特に経済界にとっては、D&O 保険の内容は、まさに企業秘密にかかわること、つまり、当該企業がどういうリスクを抱えているのかということを示すことにもなるので、これを知られるのはやはり嫌だろうなという気がします。たとえ保険料と保険金額だけにしても、非常に嫌がる場所ではないかなという気がいたします。

○前田　ただ、論者によれば、会社役員賠償責任保険に関する情報は、会社がどの程度のリスクを感じているかということを示すものであって、株主にとっても有益な判断材料になるという意見もあるのです。

#### 【株主提案権の濫用的行使】

○川口　ほかのテーマもよろしければ……。株



主提案権の濫用といったところはいかがですか。

○久保　　ちょっと細かいところになるかとは思いますが、個数制限をかけましょうということになっていったとき、それでも上限数を超えて提案してきた株主がいたときの扱いというのは、どういう形になるのですか。つまり、例えば10個までと決めた場合、それでも15個出しましたという株主がいたときに、会社が見て、15個はちょっと多過ぎるけど、でも中身はいいではないかとなると、受けられますよという扱いになるのか、それとも、株主にはそもそも10個しか出す権利がないのだから、10個しか出せなくて、それを超えて出してきたらもう全部だめです、会社が受けようと思っても受けられませんという扱いになるのか。あるいは、10個を選んで、ここまでは受けてもいいけど、残り5個は選別して切り捨てますよという扱いになるのか。

○前田　　行使期限までであれば、提案してきた株主に対して、10個までしかだめだから、優先的に10個を選んでこいと会社が言うことは、別に禁止はされていないと思うのですね。ですけれども、行使期限に10個を超えていけば、10個全体が無効ということになるのではないですかね。これは法律ができた後の解釈問題ですけれども、超えれば全体として無効と解すべきではないでしょうか。

○久保　　それは会社側が有効に扱う余地のないものというふうに考えるのですか。つまり、もし拒絶事由だという法的構成をすると、会社は拒絶しないということによって、10個を超える提案を受け入れる余地はあり得るわけですね。そういう構成にはしないという議論の方向なのですか。

○前田　　部会では特にこれまで議論はされていないと思いますけれども、10個を超えると、単に会社が拒絶できるというのではなくて、10個までしか提案を認めることはできないのだと私は理解していました。

○川口　　グループで株主提案をすれば、仮に10個に制限しても、無限に広がっていくという議論はあるかと思うのですけれども、そこは濫用的なものとして対処するというのでしょうか。

○前田　　少数株主要件を複数の株主で満たして共同して提案してきた場合は、その共同してされた株主提案として10個までと。

○川口　　いえ、A、B、C、D、Eに分けたら、それぞれ10個ずつやれば50個になるのではないかということです。

○前田　　それは確かにそうですね。この個数制限に実効性がどこまであるかは確かに問題で、より重要なのは、内容面での制限のほうだと思うのですね。しかし、内容面の規律だけですと、利用しにくいおそれがあるということで、個数制限のほうもつけようということだと思います。個数制限のほうは基準が明確ですから、会社のほうとしては使いやすいということなのだと思います。

○梅本　　行使要件については、同時に改正する方向なのか、それとも、個数制限をしたらこちらは検討しなくてもいいということなのか、いずれでしょうか。

○前田　　今回、こちらも並列的に検討事項として出てきています。しかし梅本先生のおっしゃいましたように、個数制限などの濫用防止策を整備するのであれば、行使要件の引上げの必要性はさほど大きくないという指摘はされています。行使要件の引上げのほうも、濫用防止の対応策の一つという位置付けになると思います。

○梅本　　行使要件との関係で、例えば決議事項に絡めるという話はないのでしょうか。というのは、株主提案の行使要件について普通決議事項と特別決議事項とで要件に違いを設けることは考えられないのかと。そもそも可決に必要な票数が違うわけですから、特別決議事項のように議案が通りにくいものを提案するのならば、もっと行使要件を高くするというふうにしたらどうなのかなと。というのは、濫用的な株主提案というのは、大抵定款変更議案で出てきますよね。役員選任議案については、まともなものも結構あるということで今回も除外されたのだろうと思うのですけれども、行使要件で違いを設けてしまえば、意外と濫用的なものは切れるのかなと。思いつきで恐縮ですが。

○前田　　今梅本先生がおっしゃったような考え

方は、会社法研究会とかこれまでの部会では出てはいないのですけれども、確かに、決議事項に応じて比率または個数を変えることはあり得る考え方なのだと思います。

○森田 提案権については、中身がけったいなものであった場合も、どうしようもないという制度になっていますよね。ですから、そのときに、独立の弁護士事務所から支持する意見書でペケだと言ってもらったら決議取消しの訴えにはなじまないというような、何かそういう制度にでもしないと、中身のほうはいつまでたっても規制できないでしょう。アメリカの SEC は提案内容をチェックしているでしょう。だから、そのような第三者機関みたいなものが判断するというようなガバナンスにしないと、形式要件だけではなかなか大変ですよ。

と思いましたが、せっきやく立法するのならば、日本も成熟した社会になってきていますし、そういうきめ細かい対応というようなこと——それで弁護士もたくさん使ってもらわないとロースクールとしても困るので（笑）——そういう弁護士が飯を食べていけるような制度もつくってもらおうということでお願いしたいと思います。

#### 【重要な業務執行の決定の取締役への委任】

○川口 東京会場のほうはいかがですか。

○黒沼 監査役設置会社において、重要な業務執行の決定の取締役への委任を認めたらどうかということが議論されています。それで、モニタリング・モデルとの関係が問題になるのですけれども、取締役会の意思決定権限を縮小するから監督権限が強まるということはないわけですし、意思決定権限を縮小すれば、取締役会の回数を減らすことができ、そのときに、その取締役会においては監督に徹するという、そういう考え方だと思うのです。

しかし、指名委員会等設置会社のように指名権限とか報酬の決定権限があるような場合には、それを通じて監督することはできると思うのですが、そうでない監査役設置会社において、重要な業務

執行の決定が取締役に上がってこないときに、例えば社外取締役はどういう重要な業務執行決定が行われているかさえもわからなくなるのではないかと思うのです。そうすると、それが本当に監督権限の強化につながるのかという点については、やや疑問に感じました。

○前田 黒沼先生のおっしゃるとおり、取締役会の意思決定権限を縮小するのであれば、それに見合うだけ、監督権限を強めるような手当てが備わっていないければならないのだと思います。

そして今、黒沼先生は社外取締役を例におっしゃいましたけれども、監査役もまさにそうなのですね。監査役は、何も会社の業績全体を見て意見を言うのではなくて、個々の業務執行の適法性をチェックするのが職務の基本ですから、取締役会で重要な業務執行の決定がされなくなれば、結局、内部統制システムの相当性をチェックするのが監査役の主たる職務になってしまって、監査役制度の基本的な在り方を大きく変えてしまうことになると思うのです。

○川口 せっきやくご報告をいただきながら、議論ができなかったところもありますが、今後、また、要綱が出た段階などでご議論いただければと思います。

それでは、本日の研究会はこれで終わりにさせていただきます。どうもありがとうございました。

日本取引所グループ金融商品取引法研究会 平成 29 年 9 月 22 日  
京都大学 前田雅弘

## 会社法制の見直しについて

### 一 「会社法研究会報告書」公表とその後の動向

#### I はじめに

- 法制審議会の会社法制（企業統治等関係）部会で審議開始（平成 29 年 4 月 26 日）  
[[http://www.moj.go.jp/shingi/1/house02\\_00297.html](http://www.moj.go.jp/shingi/1/house02_00297.html)].
- ・ 法務大臣から会社法制見直しに関する諮問（平成 29 年 2 月 9 日）。  
「近年における社会経済情勢の変化等に鑑み、株主総会に関する手続の合理化や、役員に適切なインセンティブを付与するための規律の整備、社債の管理の在り方の見直し、社外取締役を置くこととの義務付けなど、企業統治等に関する規律の見直しの要否を検討の上、当該規律の見直しを要する場合にはその要綱を示されたい」。
- 会社法制見直しの諮問がされた背景。
  - ・ 平成 26 年改正法施行（平成 27 年 5 月 1 日）後の動き。
    - － 社外取締役設置の普及、監査等委員会設置会社制度の利用拡大など。
    - － コーポレートガバナンス・コード + ステewardシップ・コード。
    - － コーポレート・ガバナンス関係の報告書、株主総会電子化に関する報告書など。
  - ・ 平成 26 年改正法附則＝施行後 2 年を経過した段階で、「社外取締役の選任状況その他の社会経済情勢の変化等を勘案し」、必要があれば「社外取締役を置くこととの義務付け等所要の措置を講ずる」ものとする（25 条）。
- 「会社法研究会」（商事法務研究会に設置）における準備作業。
  - ・ 平成 28 年 1 月～平成 29 年 3 月まで 14 回の会合。
  - ・ 審議結果＝会社法研究会報告書（平成 29 年 3 月 2 日、商事法務 2129 号 4 頁）  
[<https://www.shojihomu.or.jp/kenkyuu/corporatelaw/>].

#### II 株主総会に関する手続の合理化

##### 1 株主総会資料の電子提供制度の新設

###### 1-1 新たな電子提供制度の導入

- 『日本再興戦略』改訂 2015』（平成 27 年 6 月 30 日閣議決定）。  
→ 「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」の提言（「株主総会の招集通知間連の電子提供の促進・拡大に向けた提言～企業と株主・投資家との対話を促進するため」の制度整備～」（平成 28 年 4 月 21 日））。
- 現行の制度は、株主の個別の承諾を要するなど、利用しにくく、利用は進んでいない。
  - ・ ウェブ開示の制度も、個別注記表と連結注記表にしか利用していない会社が多い。
  - 電子提供。
- ・ 会社側の費用削減だけでなく、株主への情報提供がより充実し、株主にとっての検討期間が拡大し、また会社と個人株主とのコミュニケーションの充実を図ることができる。

#### 1-2 基本的な仕組み

- 招集に際して株主に提供すべき資料（「株主総会資料」）をすべてインターネット上のウェブサイトに掲載し、株主に対する書面による招集通知には、当該ウェブサイトのアドレス等の基本的な事項のみを記載する案。

#### 1-3 株主総会資料のウェブサイトにへの掲載

- ウェブサイトへの掲載期間。
  - ・ 招集通知を発した時から株主総会の日以降 3 か月を経過する日までの間とする案。
  - － 株主が書面での通知を受けて、直ちにウェブサイトにアクセスできるようにする。
  - － 決議後 3 か月＝決議取消しの訴えの提起期間（831 条 1 項）。
- ウェブサイトに掲載した事項についての修正。
  - ・ その旨およびその事項をウェブサイトに掲載できることとする案。
  - ・ 修正事項の重要性等を考慮し、修正が招集手続の著しい不正に当たることあり。

#### 1-4 ウェブサイトのアドレス等の書面による通知

- ウェブサイトのアドレスなどの基本的事項は、従来どおり原則として書面で通知。
  - ・ 会社法研究会では「アクセス通知」。
  - 書面による通知の記載事項。
    - ・ ウェブサイトのアドレスのほか、株主総会の日時・場所・議題などの基本的事項だけ。
    - ・ 会社が任意に追加の事項を書面で提供することは禁じられない。
  - 書面による通知の発送期限。
    - ・ 株主総会の日の 3 週間前または 4 週間前とする案。
    - ・ 現行法＝公開会社では株主総会の日の 2 週間前（299 条 1 項）。

#### 1-5 書面交付請求権

- 株主に書面交付請求権を保障する案。
  - ・ 書面交付請求権＝株主がウェブサイトに掲載すべき事項を記載した書面を自らに交付するよう請求することのできる権利。
  - ・ 一方では、デジタルデバイドの弱者にとっては、書面での交付をなくすと実質的に議決権行使が制限されるおそれ。
  - ・ 他方では、書面交付請求権を認めると、電子化の意味が乏しくなる。
- 書面交付請求権の行使期限。
  - ・ A 案＝書面による招集通知発送期限の 1 週間後まで。
  - － 株主は、書面での招集通知に記載された議題を見て、株主総会ごとに書面交付請求をするかどうかを選択できる。
  - ・ B 案＝議決権行使の基準日株主であって基準日まで書面交付請求をした者に対してのみ、書面を交付すれば足りる。
- － 株主の属性として早期に登録しておく。
- － 株主名簿および振替口座簿の記載事項とすることも検討事項。
- － 電子提供を利用する場合にはその旨の定款の定めを要することとする案。
- ・ 会社側の事務負担を考慮し、B 案を支持する意見が多い。

- ・定款変更議案をどのように数えるか。実質的な内容の固まりごとか。
  - 議題提案権 (303 条)：議場での議案提案権 (304 条)には個数制限を及ぼさない案。
- 2-3 不適切な内容の提案の制限**
- 典型的に権利濫用に当たることが明確なものを具体的に例示。
  - ・次の場合に会社は提案を拒絶できるものとする案。
    - 一専ら人の名誉を侵害しまたは人を侮辱する目的での提案。
    - 一専ら人を困惑させる目的での提案。
  - 一株主総会の適切な運営を妨げ、株主の共同の利益を害する目的での提案。
- 議題提案権 (303 条)には制限を及ぼさない案。
- 2-4 株主提案権の行使要件の引上げの要否**
- 現行法＝「総議決権の1%以上の議決権または300個以上の議決権」。
  - ・300個以上という要件を引き上げるべきとの指摘あり。
  - 一1議決権当たりの投資単位の大きさ、濫用的な行使を考慮。
  - ・要件引上げが議決権300個という個数基準の趣旨に反しないかを検討する必要がある。
- 2-5 株主提案権の行使期限の前置きの要否**
- 現行法＝「株主総会の日の8週間前まで」。
  - ・期限を前倒しすべきであるとの指摘あり。
  - 一招集通知の早期発送を実現しにくくことが主たる理由。
  - ・他方では、行使期限が早まることで株主側が受ける不利益も考慮する必要がある。

**Ⅲ 役員に適切なインセンティブを付与するための規律の整備**

- 1 取締役の報酬等に関する規律の見直し**
- 1-1 報酬規制の見直し
- 会社法361条の規定の趣旨＝お手盛り防止。
  - ・報酬規制は取締役に対する動機付けまたは監督として積極的に機能すべきではないか。
- 1-2 報酬内容の決定に関する方針
- 報酬内容の決定に関する方針を定めているときは、株主総会決議の際、当該方針の内容の概要等についての取締役会の判断・理由を説明しなければならぬこととする案。
  - ・決定過程の透明性・公正性の確保(指名委員会等設置会社についての409条1項参照)。
- 1-3 金銭報酬権を現物出資する場合に定款・株主総会決議で定めるべき事項
- 金銭報酬権を現物出資する方法をとる場合は、株式の「具体的な内容」(361条1項3号)を定め、それを相当とする理由を株主総会で説明しなければならぬこととする案。
  - ・現行法のもとでは、金銭報酬としての規制(361条1項1号)のみ。
  - ・新株予約権を金銭報酬権との相殺構成で交付する場合も同様とする案。
- 1-4 株式報酬
- 募集株式の発行は、払込金額(または算定方法)を常に定めなければならない形で規定(199条1項2号、238条1項2号と対照)。
  - 募集株式と引換えに金銭の払込みを要しないことができるようにすべきかどうか議論。

- 1-6 電子提供の義務付け
- 電子提供の制度を利用できる会社の範囲は限定しない。
  - 一定範囲の会社(たとえば上場会社)について、電子提供制度の利用を義務付けるか。
  - ・制度のわかりやすさから、義務付けるべきとの指摘あり。
- 1-7 ウェブサイトへの掲載の調査と掲載の中断
- ウェブサイトに掲載期間中は、掲載事項に係る情報が掲載されているかどうかについて、調査機関に調査を行うことを求めなければならないとする案。
  - ・現行法上の電子公告(941条)と同様の調査制度。
  - ・株主総会の招集手続の瑕疵は株主総会決議の取消事由(831条1項1号)。事後に訴訟で証明できる手段を確保。
- 掲載の中断が生じた場合でも、一定の要件を満たせば、電子提供の効力に影響を及ぼさないものとする案。
- ・サーバーのダウン等、またははacker・ウィルス感染等による改ざん等が生じた場合、常に電子提供が無効になると、会社に酷であり、また株主の混乱を招く。
- 2 株主提案権の濫用的な行使を制限するための措置の整備**
- 2-1 濫用的な行使への制限の必要性
- 株主提案権の濫用的な行使事例。
    - ・内容面一著しく些末な提案の事例、または個人的目的もしくは会社を困惑させる目的で行われたと見られる事例。
    - ・議案の教一1人の株主が膨大な数の議案を提案した事例。
  - 現行の拒絶事由＝議案が法令・定款に違反する場合、または最近3年以内に10%未満の賛成しか得られなかった議案と実質的に同一である場合(304条但書・305条4項)。
  - ＝昭和56年改正当時、総会屋による濫用的な行使を念頭において定められた拒絶事由。
  - ・株主提案権が株主たることと関係のない利益のために行使され、これにより会社の利益が侵害される場合には、株主権の濫用として、権利行使を拒むことができる。
  - ＝権利濫用とされた事例(東京高判平成27年5月19日金融・商事判例1473号26頁)。
  - ・しかし、株主権濫用に当たることの立証責任は会社側が負担。「権利濫用」という要件では、提案を拒絶するのは現実には困難。

- 2-2 提案できる議案の数の制限**
- 1人の株主があまりに多数の議案を提案することは、審議の時間を無駄に割くことになり、株主総会の意思決定機関としての機能が害されるおそれあり。また、会社側での検討に要するコスト、招集通知の印刷等に要するコストも不当に大きくなるおそれあり。
  - 何個が適切か。
  - ・あまりに多いと問題の解決にならず、他方あまりに少ないと正当な提案権行使を妨げてしまう。
  - 議案の数え方。
    - ・役員を選任議案は1候補1議案。
    - ・取締役会設置会社において「役員選任議案・解任議案を除いて10個まで」という案。

- 有利発行規制との関係。
- ・交付される株式の公正価値を上回る額を 361 条 1 項 1 号の「額」として定めていれば、有利発行規制の適用はないと考えよう。
- 1-5 配分額の決定の再一任**
- 株主総会決議で定めた報酬総額の上限の範囲内での各取締役への配分額の決定を、取締役会が代表取締役を再一任することに対して規制を設けるべきか。
- ・再一任を禁止する案、再一任について事業報告でその旨とその理由を開示させる案、再一任することをあらかじめ株主総会決議で定めておく案など。
- 1-6 事業報告における開示**
- 事業報告における報酬に関する開示を充実させるべきことが検討。
- ・現行法＝総額を事業報告の内容として開示すれば足りる (435 条 2 項、会社則 121 条 4 号)。
  - 報酬決定に関する方針の概要等。
  - 361 条 1 項の株主総会決議の日、および決議の内容等。
  - 報酬の種類ごとの総額。
  - ・基本報酬、業績連動の金銭報酬、株式、新株予約権など報酬の種類の内訳と、種類ごとの総額。
  - 報酬として交付された株式の内容の概要等。
  - ・新株予約権についての会社則 123 条 1 項に相当。
  - 一定の取締役 (代表取締役、または報酬 1 億円以上の取締役など) についての個人別の報酬の内容。
- 2 会社役員賠償責任保険 (D&O保険) に関する規律の整備**
- 会社役員賠償責任保険＝会社役員に対して損害賠償請求がされることで会社役員が受ける損害を填補する責任保険。
- ・会社役員が負担する損害賠償金や防衛費用などを填補。通常、会社が保険契約者、会社役員が被保険者。
  - 保険料負担を含めた保険契約の内容、手続・開示などについて会社法上規定を設ける方向で議論。
  - 保険契約の内容の決定には、取締役会決議 (取締役会設置会社以外では株主総会決議) を要するが、利益相反取引規制は適用しないこととする案。
  - ←任務懈怠の推定規定 (423 条 3 項) をこの場面に適用すると賠償責任保険の制度を利用しにくくなる。
  - 開示については、賠償責任保険に関する事項を事業報告の内容に含める案。
- 3 会社補償に関する規律の整備**
- 3-1 会社補償**
- 第三者または会社が役員に対して責任追及をし、その結果役員が要した費用等を会社が当該役員に対して負担。
- 3-2 補償契約**
- 費用＝役員に対する責任追及を受ける等して当該役員が要する費用について、相当と認められる範囲で補償契約を締結することを認める案。
- ・役員が善意無重過失であることを問わない。
  - 賠償金＝役員が第三者に損害賠償責任を負う場合に、善意・無重過失であれば、当該役員が賠償することで受ける損失について補償契約を締結することを認める案。
  - ・会社に対して損害賠償責任を負う場合は対象外。
  - ・会社も当該第三者に損害賠償責任を負い、会社が賠償すれば会社が当該役員に求償できる部分は、補償の対象から除外。
  - 会社が賠償金を補償できる場面は限定的。
- 3-3 手続・開示規制**
- 補償契約の内容の決定、および同契約に基づく補償をする旨の決定には、取締役会決議 (取締役会設置会社以外では株主総会決議) を要するが、利益相反取引規制は適用しないこととする案。
- ←任務懈怠の推定規定 (423 条 3 項)、無過失責任の規定 (428 条 1 項)、責任の一部免除を認めない規定 (428 条 2 項) をこの場面に適用すると、補償の制度を利用しにくくなる。
  - 開示については、補償契約に関する事項を事業報告の内容に含める案。
- IV 社債の管理の在り方の見直し**
- 1 新たな社債管理制度の創設**
- 社債管理者を設置することを要しない社債について、会社が契約に基づき、社債管理者による管理よりも限定された管理を委託できる制度を創設する案。
- ・現行法＝原則として社債管理者設置を要するが、大口の発行または少人数への発行について例外あり (702 条、会社則 169 条)。
  - ・實際上、社債の多くは、例外規定に基づき社債管理者が設置されていない。
  - ←社債管理者の義務・責任・資格要件が厳格で、法定権限が広範であることから、社債管理者設置のコストが大き。
  - ←社債管理者となる者を確保することが困難。
  - ・社債管理者が設置されていない社債について債務の不履行が発生した事例。社債管理者が設置されていない社債の管理の在り方が議論。
  - ・現行法の枠組みの中では、任意の管理者は期待された役割 (破産債権の届出など) を果たすことができないとの指摘あり。
  - 新たな管理機関の権限。
  - ・(7) 弁済を受ける権限、(4) 破産債権等の届出をする権限を有するとし、(7) うえ、委託契約で定める範囲で、(4) 支払請求の訴え提起など社債権の完全な満足につながる権限を付与できるとする案。
  - ・この権限行使に必要な範囲で、社債権者集会を招集することができるとする案。

### 3 重要な業務執行の決定の取締役への委任に関する規律の見直し

- 取締役会の監督機能重視。  
→監査役設置会社におけるモニタリング・モデル採用の提言（日本取締役協会など）。  
＝取締役会は意思決定権限を大幅に縮小し、主に代表取締役らの業務執行担当者の監督に徹するのがよいとの考え方。
- 現行法上、監査役設置会社では、重要な業務執行の決定は取締役会自身で行わなければならない（362条4項）。
- 次の5つの要件を満たす場合には、監査役設置会社において重要な業務執行の決定の取締役への委任を認めてよいかどうかが議論。
  - (1) 取締役の過半数が社外取締役であること。
  - (2) 会社監査人設置会社であること。
  - (3) 取締役会が経営の基本方針について決定していること。
  - (4) 取締役会が内部統制システムの整備について決定していること。
  - (5) 取締役の任期が1年であること。
- 他方、モニタリング・モデルを採用したければ、監査等委員会設置会社または指名委員会等設置会社に移行すべきとの意見も有力。

## VI おわりに

- 新たな管理機関の義務・責任。  
・社債権者に対して善管注意義務および公平誠実義務を負うこととする案。  
→ただし710条2項の損害賠償責任に相当する責任については、前記(ウ)の権限を有する場合に限定。
- 2 社債権者集会に関する規律の見直し
  - 社債権者集会の特別決議により、社債の元本・利息の全部・一部の免除をすることができ旨の規定を設ける案。
  - ・現行法のもとでも706条1号の「和解」としてすることができるという解釈が有力。  
→明文で明確に。
  - 社債権者全員が書面・電磁的記録により同意をした場合には、社債権者集会の決議を省略することができるものとする案。
  - ・株主総会決議（319条）と同様の決議の省略。
  - ・この場合には、裁判所の認可を要することなく、社債権者集会の決議の効力発生。
- V 社外取締役を置くことの義務付け等
  - 1 社外取締役を置くことの義務付け
    - 平成26年改正では設置義務付けは見送られ、開示規制にとどめられた（327条の2）。
    - ・附則25条＝必要があれば見直しすべき事項として明示的に列示。
    - 社外取締役の選任比率は平成26年改正法施行後さらに増加。
    - ・東京証券取引所の全上場会社で平成29年度96.9%、市場第一部では99.6%。
    - ・もはや設置義務付けは必要ないという意見が多い。
  - 2 社外取締役の要件である業務執行性の見直し
    - 現行法＝社外取締役の資格要件として、「株式会社の業務を執行した」取締役でないことが含まれる（2条15号イ）。
    - ・社外取締役への期待の高まり、社外取締役の活動の機会の拡大。  
→「業務を執行した」ことになると社外取締役の要件を欠いてしまうという問題。  
⇒MBOの際に会社のために買収者と交渉。
    - 「業務を執行した」とは、取締役が継続的に業務に関与し、または代表取締役らに従属的な立場で業務に関与した場合だけという解釈あり。
    - ・社外取締役はこれまでのことができたかを明確にすべきとの問題意識。
    - 会社と取締役との利益が相反する状況にある場合に、社外取締役が業務に関する行為（「特定受託行為」）をすることが相当と認めるときは、会社は、取締役会決議に基づき、「特定受託行為」をすることを社外取締役に委託することができる旨の規定を設ける案。

## 日本取引所グループ金融商品取引法研究会

役員等の自社株売買情報の開示

2017年10月27日(金) 15:00~16:26

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 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 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         |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学大学院法学研究科教授     |
| 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         |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授   |
| 龍田 | 節  | 京都大学名誉教授(特別会員)     |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授         |
| 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 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授  |
| 森田 | 章  | 同志社大学大学院司法研究科教授    |

【報 告】

役員等の自社株売買情報の開示

甲南大学大学院法学研究科教授

梅 本 剛 正

目 次

|                                 |                             |
|---------------------------------|-----------------------------|
| I. 問題の所在                        | 3. PDMR 及び関係者の範囲            |
| 1. 役員らの自社株売買情報開示規制の欠如——ガラパゴス規制？ | 4. 報告義務等の通知                 |
| 2. 役員らの不公正な行為の防止など              | 5. 報告内容                     |
| 3. その他 投資情報としての利用               | 6. 報告期限                     |
| II. 日本法における役員等の自社株売買情報の開示       | 7. 公衆開示                     |
| 1. 役員らの保有株式の開示                  | 8. 規制負担の軽減措置                |
| 2. 金商法 163 条の沿革                 | 9. 閉鎖期間 (closed period)     |
| 3. 売買報告制度 (163 条) の概要           | V. 自社株売買情報の開示につき検討すべき幾つかの論点 |
| III. アメリカ法                      | 1. 改正の必要性                   |
| 1. 規制趣旨                         | 2. 規制趣旨と適用対象                |
| 2. 規制概要                         | 3. 報告・開示時期                  |
| 3. Jesse Fried 教授の事前開示規制の提案     | 4. 負担軽減                     |
| IV. EU 法                        | 5. エンフォースメント                |
| 1. Market Abuse Regulation      | 6. 事前開示規制？                  |
| 2. PDMR 等の開示義務                  | 討論                          |

○前田 それでは、定刻になりましたので、10月の金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、甲南大学の梅本剛正先生より、「役員等の自社株売買情報の開示」というテーマでご報告をいただくことになっています。

それでは、梅本先生、よろしく願いいたします。

○梅本 甲南大学の梅本です。よろしく願いいたします。

レジュメに書いていますとおり、会社内部者による自社株式の売買情報につきまして、先進国に限らず他の多くの国々の証券規制では公衆開示されていますが、我が国の金融商品取引法（以下「金商法」という）ではそのような規制は存在しません。金商法 163 条（以下特に断りのない限り金商法の条文をいう）は役員らに自社株式の売買情報の報告を求めています。モデルとしたアメリカ法と異なり、公衆開示はされていません。163 条の規制趣旨は、164 条の短期売買利益返還制度の実効性を確保するものと狭く捉えられているから



です。これまで我が国におきましては、役員らの自社株売買情報の開示に関し、規制の必要性についてはほとんど議論されてきませんでした。しかし、エクイティ型報酬などが導入されていく中で、役員らによる自社株売買の機会が増えていくことは確実です。インサイダー取引などの不正取引の抑止や国際的な規制の調和という点からも、我が国においても自社株売買情報を透明化する規制を設けるべきではないかというのが、本日の報告の趣旨です。

## I. 問題の所在

### 1. 役員らの自社株売買情報開示規制の欠如——ガラパゴス規制？

日本の金商法では、上場会社役員らの自社株式の売買情報は開示されていません。ところが、後に見ますアメリカ、EU はもちろんのこと、EU 以外のヨーロッパ諸国、それからざっと見ただけですけれども、カナダ、オーストラリア、シンガポール、香港など多くの国や地域におきまして、根拠は法規制に限らず自主規制によるものもありますが、上場会社役員らの自社株売買情報は透明化されています。この点に関する限り、役員らの自社株売買情報が規制当局に対して報告されるのみで公衆開示されない日本の金商法は「ガラパゴス規制」と言えるのではないかと思います。

これまで、創業者一族などを除きまして、会社の役員であっても自社株式の保有数はさほど多くなく、自社株の売買もさほど行われてこなかったため、そもそも問題とはなり得なかったのかもしれませんが、多くの上場会社では、内規等で自社株式売買の許可制、届出制、売買禁止期間の設定など、会社内部者による自社株売買に制限を加えていることや、あるいは従来インサイダー取引規制の適用除外の範囲が狭かったので、役員らが売買を自重していたという事情もあるのかもしれませんが。

しかしながら、会社役員らに対して会社業績に連動するエクイティ型報酬の導入が進む中で、会社内部者が自社株式を手にする機会は増えてきて

います。自社株の一部を金銭にするために市場等で処分する機会も当然のことながら増えることは疑いなく、会社内部者によるインサイダー取引規制違反のリスクが高まっていくことは容易に予想されるのではないかと思います。我が国におきまして、会社内部者の自社株式を衆人環視の下に置くべき時期に来ているのではないかと思います。

## 2. 役員らの不公正な行為の防止など

### (1) インサイダー取引の予防

会社内部者による自社株式の売買情報を公衆開示し透明化することによって、内部者による不正な取引が抑止されることが期待されるわけですが、これに対しては、インサイダー取引規制は規制当局が摘発するものであって、現行規制のように規制当局に対する報告義務があればそれで足りるのではないかという見方もあるかもしれません。しかしながら、規制当局の摘発能力には限界がありまして、全ての違法な取引にまで目が行き届かないのは確かです。情報を公衆開示して会社内部者の売買を透明化すれば、不自然な取引に気づく人も現れるでしょうし、内部者は衆人環視の下で違法行為をしようとは思わなくなるかもしれません。アメリカの Louis Brandeis 判事の言ったように、情報開示は「最善の消毒薬」と言ってよいと思います。

### (2) 会社内部者の行為のチェック

インサイダー取引規制違反に該当しなくても、情報を利用した自社株式の取引により内部者が利益を上げることはできます。例えば、未公表の重要事実を知って売買すればインサイダー取引規制違反に当たりますけれども、売買を行わなければ、当然のことながら違反にはなりません。売買を行わなければ利益を得られないかというところではなくて、例えば、自社株の売付けを検討しているけれども、上げ材料が公表予定であることを内部者が知っているとしますと、それを待ってから売付けをすればいい、買付けを検討しているものの

下げ材料が公表予定であれば、それを待ってから買付けをすればよいという形で、売買のタイミングを選ぶことは可能です。この売買のタイミングの選択の優位性によって、内部者はほかの投資者よりも自社株取引で利益を上げる蓋然性は高くなるというふうに言えるかと思えます。

また、取締役が自社株式の売買をするに当たって、取締役として利益相反が絡む決定を行う可能性がないとは言えません。例えば、特定の内部者の保有株式の処分を目的としたり、あるいは役員らが間もなく満期を迎えるストックオプションを保有したりして、時価が権利行使価格を下回っているような状態が続いていたとしますと、権利行使を促すことを目的として一時的に株高となるような決定、例えば規模の大きな自社株式の取得を公表するといったことも全くないとは限らないと思われます。

このような行為が公正でないのは確かです。我が国の現行規制では情報が開示されないので、問題として認識されませんが、会社内部者による自社株式の売買情報が公開されれば、これらの行為に株主や投資者らの利害関係人が何らかの評価をすることが可能になります。もちろん、任務懈怠責任を問えるまでは言いませんけれども、かかる決定を行った役員らに対してその適格性、つまり次の株主総会で再任を認めない等の材料にはなるかと思われます。

### 3. その他 投資情報としての利用

規制趣旨というものではないかもしれませんが、内部者の自社株式の売買情報を知ることによって、他の投資者らが当該会社の株価の割高・割安を判断する目安とすることができるということも指摘されています。実際に自社株売買情報が公開されている国々では、主要紙に情報が掲載されていたり、インターネット上の投資サイトで当該情報が投資情報として分析対象とされたりしています。Wall Street Journal とか Financial Times では、Insider Dealings や Directors Dealings など、内部者による自社株売買情報が公開されているの

はご存じの方も多いかと思えます。

かつて、インサイダー取引規制を許容すべきだという議論がありまして、その際、市場の効率性を促進するからという議論がありました。この考えは是認できるものではありませんけれども、適法な内部者の売買情報を公表し、それを他の投資者の参考情報にすることは、市場の効率性を促進すると言うことはできるかもしれません。

## II. 日本法における役員等の自社株売買情報の開示

以下では、163 条の沿革、とりわけどうして現行規制のような形を取るに至ったのかという点を概観し、それからアメリカと EU の規制を見ていきたいと思えます。

### 1. 役員らの保有株式の開示

#### (1) 定期的な役員らの保有株式開示

日本法による役員等の自社株売買情報の開示につきましても、163 条が主たるものですが、それ以外のものも含めて見ていきますと、まず、定期的な役員らの保有株式の開示というものがあります。株主総会の参考書類におきまして、役員保有株数が開示されます(会社法施行規則 74 条 2 項 1 号)。また、有価証券報告書におきまして、【役員状況】という欄で所有株式数が開示されます(企業内容等の開示に関する内閣府令 15 条、3 号様式)。これにより、役員等の年度間の保有状況の推移については開示されています。

#### (2) 適時の開示

タイムリーな開示としましては、適用対象となれば、大量保有報告制度による開示がなされますけれども、これは例外的ではないかと思われます。また、163 条の売買報告制度がありますけれども、これも公衆開示されるのは極めて例外的な場合です。

### 2. 金商法 163 条の沿革

昭和 23 年の旧証券取引法の制定の際に、188 条

といった形で条文が設けられていました。これは、役員・主要株主が自社株式の所有株式数等を当時の証券取引委員会に報告し、異動があったときは翌月 10 日までにその旨を報告するというものでして、後に見るアメリカ法の規定をほぼそのまま引き継いだ形となっています。しかし、旧証券取引法 188 条は、当初から規制当局への報告義務を定めるだけで、公衆開示については定めを置いていませんでした。この点は大きな違いと言えるかと思えます。

それから、昭和 28 年に、この旧証券取引法 188 条は実効性がないという理由で削除されました。これは、大蔵省に送られる売買報告書が多過ぎて適切に処理できないとか、仮設人名義が利用されることが多くて実効性を欠いている等の理由からだそうです。

しかしながら、これに対しましては、学界を中心に多くの批判が上がりました。代表的なものとして、竹内先生が「実効性がないのなら、それを実効性あらしめるように解釈運用を改めるのが当然であって、実効性がないからといって法文自体を削除してしまうというのは、全く『後ろ向き』の措置である」という批判を加えられまして（竹内昭夫『会社法の理論 I』314 頁（1984 年））、龍田先生（龍田節「インサイダー取引規制の新立法について」（金融法務事情 1191 号 39 頁（1988 年）））、神崎先生、河本先生も同じように厳しく批判を加えていらっしゃいました。

それを受けまして、証券取引審議会「内部者取引の規制の在り方について」では、旧証券取引法 189 条の実効性確保の見地から、報告制度の復活が提言されていました。

昭和 63 年改正により、同規定は復活して現行法の形をとるようになりまして、金商法におきましては 163 条に整理され（平成 4 年）、若干の修正を加えられています（平成 10 年）。

短期売買利益の返還を求める会社や株主が、役員らが該当する取引を行っていることを知る手がかりがなかったために、当該規定はほとんど機能していなかった、「そこで本条はインサイダー取

引を間接的に規制する第 189 条の機能を一層充実させるという観点から、役員または主要株主による当該会社の株券等の売買について、大蔵大臣に報告する義務を規定したものである」との規制理由が説明されています（横畠裕介「逐条解説 インサイダー取引規制と罰則」（商事法務（1989 年）））。

しかしながら、これは昭和 28 年の批判の中心であります旧証券取引法 189 条（金商法 164 条）の実効性確保という点に焦点を当てられていまして、その後の昭和 63 年改正においても、短期売買利益返還義務の実効性確保という点に主眼を置いて改正が行われているということは注意すべきかと思われます。

そうして改正の結果、164 条が実際に実効的になりまして、幾つかの民事訴訟も提起されるようになりました。憲法上の問題も含めまして、最高裁の判断（最判平成 14 年 2 月 13 日民集 56 卷 2 号 331 頁）が示される中、学界の関心も 163 条ではなく、164 条のほうに移りまして、163 条につきましては、我が国におきましてはほとんど顧みられず、役員らの自社株売買情報の開示という議論はなされないまま今日に至る、というふうに整理できるかと思えます。

### 3. 売買報告制度（163 条）の概要

#### （1）規制趣旨

現行規定についての概要をざっと見ておきますと、上場会社の役員及び 10%以上の主要株主に対して自社の株式等を売買したときの報告義務を負わせるものです。短期売買利益返還規定の 164 条の実効性を高めるべきであるという、昭和 63 年改正の契機となった議論を反映したものでありまして、逆に言いますと、163 条は 164 条の実効性を高めることに目的を限定し、164 条の単なる添え物としての位置づけしか与えられていないと言っているかと思えます。

#### （2）規制当局への報告義務（163 条）

上場会社の役員及び 10%以上の議決権を有する主要株主は、自己の計算で特定有価証券等の買付

けまたは売付け等をした場合は、翌月 15 日までに報告書を提出する義務を負うということです。

(3) 報告事項（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 29 条 1 項、別紙様式 3 号）

報告事項は、取引者の氏名住所、会社との関係、銘柄名、約定日、執行市場、買付売付の別、数量、単価、代金などです。

(4) 利益関係書類の限定的な公衆開示

公衆開示が例外的になされると言いましたけれども、これは 164 条に規定されています。規制当局は、役員らが短期売買利益を得ていると認めたときには、利益関係書類の写しを当該役員らに送り、異議がなければ会社に写しを送るとされていまして（164 条 4 項）、30 日経過してから公衆縦覧（164 条 7 項）に供せられます。しかしながら、短期売買利益が会社に返還された場合には、公衆開示はなされません。

この公衆開示は、164 条 2 項によって株主が代位請求できるようにすることが主たる目的です。

### III. アメリカ法

#### 1. 規制趣旨

さて、アメリカ法がどうなっているかということですが、1934 年証券取引所法 16 条(a)項に定めが置かれています。主たる規制趣旨は、短期売買利益返還規定を実効的にするためというものであることは確かですが、それにとどまらず、内部者の自社株売買情報を投資情報として市場に提供させるという趣旨もあると理解されています（James Cox, Robert Hillman, Donald Langevoort, Securities Regulation Cases and Materials 8th Ed. (2016)）。エンロン事件などで会社内部者が事前に売り逃げていたことを理由に報告時期が早められたことから、不正抑止のために売買情報を透明化するという趣旨も最近ではあるように思われます。

#### 2. 規制概要

(1) 報告義務者（1号）

報告義務者は、取締役、執行役（officer）、実質的に 10%超を保有する株主です。

(2) 対象者の持株報告

取締役など報告義務者となった場合に、10 日以内にフォーム 3 に基づく持株報告書を提出することが求められています（2号(B)）。

(3) 報告期限（2号(B)）

対象者が自社株の売買等を行った場合は、その日から 2 日以内にフォーム 4 を SEC に提出することになっています。エンロン事件など企業の会計不祥事が頻発した時期に、事態が明らかになる前に経営陣らが売り逃げていたことから、サーベンスオクスレー法で、たしか以前は 4 日だったと思うのですが、それが 2 日以内に短縮化されています。

(4) 報告事項（3号）

フォーム 3 は地位に就任して最初の持株報告、フォーム 4 は取引の報告（SEC 規則 16a-3(g)）で、記載事項は、銘柄、売買の別、売買価格、売買数、執行場所等です。

(5) 公衆開示（4号）

SEC は、報告を受けた翌日までに EDGAR で電子開示をすることになっていまして、発行会社も翌日までに会社のウェブサイトで報告内容を開示することとなっています（SEC 規則 16a-3(k)）。ただ、よくわからなかったのは、SEC に対する報告義務は定めていますけれども、発行会社はどのようにして知るかということです。根拠規定はわかりませんが、フォーム 4 のコピーが取引所や発行会社にも送られるということのようです。それによって発行会社はウェブサイトを開示するという流れのようです。

(6) 少額の報告義務

1 万ドルを超えない少額の取引につきましては、

一定の適用除外を受けることになっています (SEC 規則 16a-10)。ただ、これは適時の開示は必要ないということでありまして、フォーム 5 という形で年度末から 45 日以内に報告書を提出することが求められています (SEC 規則 16a-6)。ここはその他適用除外を受ける取引などが一括して報告される形になっています (SEC 規則 16a-3(f))。

#### (7) エンフォースメント

違反に対しては、アメリカの証券規制一般と同様、課徴金や刑事罰などの適用がありますが、実効性については疑問も持たれています。そのため、かつて報告義務違反の日数に応じて制裁金を課す制度などが提案されていましたが、実現していません。かわりまして、役員らに証券取引所法 16 条 (a) 項の報告義務の不履行があった場合には、発行会社は年次報告書などにおいてその旨を記載する Regulation S-K Item 405 というものが設けられています。

### 3. Jesse Fried 教授の事前開示規制の提案

以上がアメリカ法の概要ですが、これに対しまして、ハーバード大学の Jesse Fried 教授が、事前開示規制というものを提案していらっしゃいます (Jesse M. Fried, Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure, 71 S. Cal. L. Rev. 303 (1998))。10 年ほど前に日本に来てこのテーマについて報告されたので、出席された先生方もいらっしゃるかと思いますけれども、Fried 教授は、証券取引所法 16 条 (a) 項のような自社株売買情報の事後開示では、内部者が不当に利益を得ることが可能になるので、取引前に情報を開示させるべきだという主張を展開されました。重要事実とは言えないけれども、株価に影響する情報 (sub material information) が存在するということを指摘して規制の必要を説くところが特徴的かと思われます。

内部者の自社株売買を、開示される情報から、一定のルールに基づいて保有株式を売買する「ル

ーティンの売買」と、何らかの投資判断に基づいた取引の「機会主義的な売買」とに区別して、情報の反映される取引であります後者の機会主義的な売買と同じ売買を行うことで、一定のリターンを確実に得ることができるという研究があります (LAUREN COHEN, CHRISTOPHER MALLOY, and LUKASZ POMORSKI, Decoding Inside Information, Journal of Finance 67 (2012) 1009)。Fried 教授は、このように内部者が確実に利益を得ているということから、この利益は不当な利益だ、だから事前に開示させることによって先に市場が当該情報を織り込むようにさせればよいのではないか、という提案をいらっしゃいます。

事前開示とすれば、内部者が売買する前に市場価格が修正され、内部者が不当に利益を上げることはできなくなり、このようなルールが導入されれば、短期売買利益の返還を定める証券取引所法 16 条 (b) 項は不要になるので廃止するべきだ、という提案も同時にしているという点が特徴的かと思われます。

## IV. EU 法

### 1. Market Abuse Regulation

イギリスでは早くから会社法で役員らの自社株売買報告義務が定められていましたが、EU におきましても、Market Abuse Directive に役員らの自社株売買情報の開示義務の規定が置かれていまして、2016 年 7 月に施行された EU の Market Abuse Regulation (以下「MAR」という) にも引き継がれています。

EU 法の特徴としましては、自社株売買情報が開示される内部者の範囲が役員らに限られず、かなり広いという点を挙げるができるかと思えます。それゆえ、内部者が開示義務を負うことを周知するための規制なども設けられています。

### 2. PDMR 等の開示義務

開示義務を負うのは、PDMR (Persons discharging managerial responsibilities) —— 「経営上の職責を果たす者」とでも訳せばよいの

でしょうか——及び PDMR と密接に関係する者 (persons closely associated with them) は、自社株式等の取引内容を当局及び発行会社等に報告する義務を負うという定めを置いています (MAR 19 条(1)項)。

### 3. PDMR 及び関係者の範囲

PDMR には、発行者の取締役会や監査役会のメンバーですとか、内部情報に継続的に接し発行者の将来に影響を与える経営上の意思決定に関与する上級職員が該当すると言われていています。関係者には、PDMR の配偶者や子供、その他家計を同一にする親族、PDMR 等が経営責任を負う法人等が含まれるというふうに言われています。

### 4. 報告義務等の通知

発行会社は、PDMR に対して書面で本条の義務を通知するとともに、PDMR と関係者のリストを作成するというこのようです。また PDMR は、配偶者や子などの関係者に対して書面で MAR 上の義務、つまり通知義務があるということを教えて、その通知の写しを保存する必要があるということです (MAR 19 条(5)項)。

### 5. 報告内容

報告書式、これの具体的な記載内容につきましては、お配りましたイギリスの Financial Conduct Authority の資料などを参考にいただければいいかと思えますけれども、名前・名称、発行者における立場等、発行者、取引の詳細 (証券の種類、取引の種類、取引価格、取引量、取引日、取引場所) などが報告事項とされています。

### 6. 報告期限

報告を受けた発行者は、迅速に、遅くとも取引の日から 3 営業日以内に当該情報を開示する義務を負うということでありまして (MAR 19 条(3)項)、Market Abuse Directive では 4 営業日以内とされていたものが 1 日短くなっています。

### 7. 公衆開示

発行者が公衆開示するという規定が置かれているのですが、MAR 19 条(3)項では、加盟国によっては、国が公衆開示するように定めることは妨げられないと規定されています。しかし、具体的に調べてみますと、ドイツなどでは、規制はよくわからないのですが、発行会社のルフトハンザですとかドイツ証券取引所などはホームページに内部者の自社株売買情報について開示していますし、イギリスにおいても幾つかの会社はホームページで同様の開示を行っています。オーストリアでは、規制当局が開示主体であったのが、最近、発行会社のホームページへの開示という形に改められたというふうに定めが置かれていました。

### 8. 規制負担の軽減措置

Market Abuse Directive にはない新たな規定として、負担軽減措置が講じられています。この報告義務が生ずるのは、取引額が年ベースで 5,000 ユーロ以上となって以後であるとされています (MAR 19 条(8)項)。ただ、規制当局は、国によってはこの額を 2 万ユーロまで拡大することができるようですけれども、その場合には一定の手続が必要だということです (MAR 19 条(9)項)。

### 9. 閉鎖期間 (closed period)

その他 MAR 19 条には閉鎖期間というもののが定められていて、PDMR は、発行者が開示義務を負う財務報告や年次報告の公表の 30 営業日前に自社株の取引をすることが原則的に禁止されています (MAR 19 条(11)項)。潜在的にインサイダー取引のリスクが高い期間であると同時に、多くの主要な資本市場においてそのような慣行があることが理由だとされています。ただし、一定の例外はあるということです (MAR 19 条(12)項)。

以上がアメリカと EU の規制の概要です。恐らく我が国におきましても、この点は議論するべき必要があるのではないかと思うのですが、検

討すべき幾つかの論点について、最後にざっと見ておきたいと思います。

## V. 自社株売買情報の開示につき検討すべき幾つかの論点

### 1. 改正の必要性

旧証券取引法 188 条（金商法 163 条）が制定当初から自社株売買情報の公衆開示をしてこなかった理由は明らかではありません。立法担当者らが上場会社の経営者に過剰に配慮したのかもしれませんが、そもそも規制の必要性が認められなかったのかもしれませんが。ただ、さきに役員らの保有数が少なくても売買も不活発だと言いましたけれども、これとて噂以上のものではなくて、そもそも情報開示がなされてきませんでしたので、実態はわからないというのが正しい理解ではないかと思われま

す。法規制のみならず、コーポレートガバナンス・コードなどのソフトローでも自社株売買の透明化を図るということにはなされてい

ませんでしたので、日本では、この点については問題意識そのものが希薄だと言ったほうがよいのかもしれませんが。しかし、上場会社における会社内部者の自社株売買情報を開示するというのが世界標準になっていることは疑いありません。株式取引が国際化している今日、国際的な規制の整合性確保についても十分に配慮する必要があるのではないかと思われま

### 2. 規制趣旨と適用対象

我が国におきまして会社内部者の自社株売買情報の開示を規制するとするならば、163 条を公衆開示規制に改めれば足りるという考え方があり得るかと思われま

す。ただ、規制趣旨とも絡む問題ですけれども、EU のようにインサイダー取引規制の抑止のために規制対象を拡大することを考えるの

であれば、単なる 163 条あるいは関連規定の改正ということでは済まないのではないかと思われま

す。なぜなら、163 条は 164 条とセットになっていて、163 条で売買報告義務を負う者は、164 条によりまして短期売買利益返還義務が生ずることになります。開示義務を負うだけならともかく、短期売買利益を剥奪されるというのはかなり負担が大きいと捉えられるでしょうから、164 条に目配りをするなら、163 条をあまり拡大することはできなくなってしま

すのではないかと思われま

### 3. 報告・開示時期

我が国におきまして会社内部者の自社株売買情報の開示を規制するとするならば、163 条を公衆開示規制に改めれば足りるという考え方があり得るかと思われま

見地からは適時開示、数日以内の開示がなされるべきではないかというふうに考えています。

#### 4. 負担軽減

さらにまた、負担軽減措置についてはどう考えればいいのか、私はよくわからないのですが、163 条の報告義務には、少額免除などの規定はありません（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 30 条の適用除外規定に含まれない）。しかしながら、金融商品取引業者等を通じて売買を行った場合には、業者を通じて報告書の提出が可能だという定めが 163 条 2 項にありまして、これは役員らの負担軽減を目的としたものと説明されています。業者から当局に報告されると同時に公衆開示もされないわけですから、少額か多額かで区別する必要も従来はなかったと言えるのではないかと思います。ただ、仮に公衆開示とするのであれば、報告の事務負担と売買が開示される負担との違いがあることを考えますと、少額免除のような規制も併せて導入すべきことになるのかどうか、このあたりについては、私はまだ考えがまとまっていません。

#### 5. エンフォースメント

規制が遵守されるのが重要なことは言うまでもありませんが、アメリカでは、この義務違反がかつて問題とされたことがあります。日本では、違反へのサンクションについてどのように考えるべきか。そもそも現行規制で、当局への報告義務違反があるのかどうかということ自体がよくわからないので、何とも言うことはできませんけれども、現行法の 163 条 2 項のように、業者を通じた報告が自動的になされるのであれば、少なくともエンフォースメントについては大きな問題はないのかなど。もちろん、業者を通じずに売買をすることもあるのかもしれませんが、このルートでの報告が適切になされているのである限りは、違反ということはあまり考えなくてもいいのかなという気はします。もちろん、本人名義でない形で売買をすることがどの程度可能かということにも絡むの

かもしれませんけれども。

#### 6. 事前開示規制？

最後に、Fried 教授の主張する事前開示規制について簡単にコメントしておきたいと思います。

Fried 教授の主張というのは大変興味深いものです。ただ、内部者の取引に追随した売買によって一定の利益が上がるということについては、主張されているように、インサイダー取引に該当しない重要事実を前提とした不正な利益と言えるのかどうか、いま一つよくわからない。確かに不正なものではないのであれば、内部者の売買が市場を効率的にするという見方もできるのではないかと思います。

いずれにしましても、日本法の下では、会社内部者の自社株売買のデータそのものが公衆開示されていませんので、問題のある取引があるのかないのか、実証研究そのものが現在のところ不可能です。そうであると、差し当たり日本では事後開示という形で制度を導入して、それから検証する作業があればいいのではないかというふうに思う次第です。

ざっと大まかな報告でございまして、詰めるべきところを十分に詰めずに報告させていただきましたが、いろいろとご教示いただければ幸いです。

~~~~~

【討 論】

○前田 どうもありがとうございました。それでは、ただいまのご報告について、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見をよろしく願います。

【164 条の合理性・必要性】

○前田 レジュメの 8 ページのところで、梅本先生は、164 条の短期売買利益返還規定は削除してはどうかという立法論を提唱されました。本日のテーマである自社株売買情報の開示規制を導入したときに、現在の 164 条を残したままにすると

何が不都合なのかが、ご報告を聞いていてよくわかりませんでした。開示義務を負った上に短期売買の利益まで剥奪されるのは負担が大きいということですが、開示義務を負わせても、短期売買利益の返還義務が生じるのは、6か月以内に売買をしたときだけです。必ずしもそれで負担が大きくなるわけではないとも思ったのですけれども、その点をご説明いただければと思います。

○梅本 私の基本的な発想は6か月以内に反対売買をしたら、その利益が自動的に剥奪されるというのは、株式の売買の自由を大幅に制限するものではないかと考えるわけです。現行規制そのものに合理性がないのではないかとこの立場です。

○前田 164条固有の問題として、もともとこの規定の合理性は疑わしいということですね。ただ、アメリカ法と比べますと、日本の現在のインサイダー取引規制は、しばしば言われますように画一的、形式的な規制であって、いわば抜け穴だらけです。そういう中であって、こういうごく形式的な要件で利益を吐き出させる制度は重要なのではないかとこの気もしたのですけれども、そこはおっしゃるように、恐らくは考え方の違いということになるのだと思います。

○伊藤 164条は、梅本先生としては廃止すべきだと考えられているということですが、これを163条の規制の適用範囲の問題と連動させる必要はないように思います。ご報告では、163条を公衆開示規制にして、しかも適用範囲を広げるといえるときに、164条が障害になるとのことでした。しかしこれは、現状では163条と164条の適用範囲がそろえられているというだけで、例えばインサイダー取引を抑止したいから自社株売買情報の開示は適用範囲を広げようとか、あるいはそのほかの独自の趣旨を163条に持たせた上で適用範囲を広げようというふうに考えることは可能だと思います。つまり、163条と164条は独立して考えればよいのではないかと思うわけです。

○梅本 ご指摘のとおり、163条の問題と164条の問題を分けるという考え方も、私はあり得ると思います。ただ、先ほどの前田先生のご質問と

も関係すると思うのですけれども、164条は果たして必要なと、こういった問題意識が根底にあるものですから、そういった提案になったということですね。

【EU規制と主要株主】

○松尾 規制の対象者についてですが、EUは、主要株主に当たる者は対象になっていないというふうに考えてよろしいのでしょうか。

○梅本 法人も対象にはなるのですけれども、その会社の大株主ではなくて、PDMR等が経営責任を負う法人等ですから、その役員が別会社を経営していて大株主であれば適用範囲になるということですね。

○松尾 経営上の職責ということが大きなポイントになっているということですね。

○梅本 おっしゃるとおりです。単に株式を持っていればそれに当たるのか、それとも支配権を有するぐらいの影響力のあるような者でなければいけないのかという議論はあります。

○松尾 日本で規制を厳しくて公衆開示も含めて163条で開示させるとして、さらに開示までの期間も短くするというときに、主要株主が入っていますと、5%ルールよりも厳しくなると思います。そこで主要株主は別途考えるというようなことはできないのかなと。ご報告の趣旨からも、どちらかという、まさに純粋な会社関係者というか、経営陣を念頭に置いておられるようでしたので、両者は区別していいのではないかなと考えたのですけれども、いかがでしょうか。

○梅本 すみません、主要株主についてはあまり考えがなくて、もともと純粋な内部者、自然人をベースに考えていましたので、もしかしたらご指摘のとおりかもしれないです。

【自社株売買情報開示とわが国インサイダー取引規制全体との理論的整理】

○松井 非常に興味深いご報告をどうもありがとうございました。ちょっと抽象的なレベルの話で恐縮ですが、一点、梅本先生のお考えを

お伺いできればと思います。

我が国の163条や164条、あるいはもともとなったアメリカの証券取引所法16条というのは、もともとの考え方として、役員等が自らの会社に対して負っている義務に違反して情報を利用したときに一定の規制がかかってくるというイメージでできているのだと思います。他方、EUの規制はもう少し違う観点から作られていて、例えば市場の完全性を損なうとか、あるいは情報の平等が確保されなくなるとか、そういう観点からできているのではないかと思います。

先生の今回のご報告ですと、164条は、その役割等を考えても廃止をして、新たに役員株の売買情報等を開示させるという方向性が示されていますが、この場合、日本のインサイダー取引規制の基本的な考え方についても、EUにおけるような、例えば情報の平等性を確保していくとか、市場の完全性を確保していくとか、そういった考え方に基づいて規制をつくっていくという方向になるのでしょうか。もともと日本の規制というのはこのあたりが非常に曖昧なままででき上がっているところがあるので、先生の今回のご提案は、そのあたりもきれいに理念的に整理をしていくということを含んでいるのかどうか、そのあたりについて、少しご感触等をお伺いできればと思います。よろしくお願ひします。

○梅本 私の本日のご報告は、きれいに整理するというより、むしろ混乱しているほうです。例えば、アメリカにつきましても、おっしゃるように、制定当初は会社に対する義務といったあたりをベースにしていたのかもしれないですけども、現在はどうもアメリカのインサイダー取引規制にいろいろと悩みがありますように、証券取引所法16条(a)項の位置づけにつきましても、必ずしも会社に対する義務と結びつけて考えられるものではないように思われ、むしろ情報を開示することによって資本市場の効率性に資するといったような議論もかなりありまして、どう考えればいいのかよくわからないところです。ただ、実際上の問題として、インサイダー取引規制や不公正な取引

の抑止という側面と、あるいは投資情報としての側面の両方がある、実は私はどちらの意味でも売買情報の開示というのは望ましいのではないかと、というぼやとした考え方を持っております。

ですから、理論的な整理というのは、仮にこの規制が導入されるようになれば、それから改めて考えようかなと思っています。今のところ日本では、そもそも議論すらなされていないという状況ではないかと思います。お答えになっていないかもしれませんが、以上でございます。

○松井 大変参考になりました。ありがとうございます。

【自社株売買情報の公衆開示と規制コスト】

○伊藤 自社株売買情報を公衆に向けて開示させるという規制を設ける際には、規制のベネフィットとコストを考える必要があると思います。ベネフィットとしては、レジュメの2ページで説明されているように、例えば役員は内部者取引規制には違反しないのだけれど、不公正な行為を行うことがあり得て、それを抑止しましょうとか、あるいは市場の効率性にも資する面がありますよというふうにおっしゃったわけですね。ただ、そういうベネフィットはいずれも間接的であるし、明瞭ではないように思われます。例えば、内部者取引規制には違反していないけれども不公正な行為があるかどうか自体、まず一つの問題として、不公正というだけで積極的に規制によって抑止すべきかということも考えなければならない。このようにベネフィットが比較的間接的なものなのであれば、コストが大きい規制は正当化できないようにも思います。

それでは、このような自社株式売買情報の公衆開示のコストとは何なのだろうかということですが、梅本先生が事前開示に関連して述べられていたように、内部者による自社株の取引自体が減ってしまうということはあるかもしれない。そうすると、例えば上場会社でエクイティ報酬を与えたとしても、そのエクイティ報酬の旨味が減るようにも思います。役員としてエクイティを与

えられても、いずれは現金化しなければいけないわけですが、そこがちょっとやりにくくなってしまいます。あるいは、単純に上場会社の役員全員がこれから報告を上げていきますよというルールにすると、それ自体のコストであるとか、規制当局が全部それを処理するコストというのも考えなければいけないわけですね。このようなコスト、ベネフィットの大小をどう考えるかということですが、梅本先生ご自身はどういうご感触なのか、お聞かせいただければと思います。

○梅本 コストについては、例えば欧米のように主要経済紙に当然のように役員の自社株売買情報が開示され、投資情報サイトなどでも分析対象にされたりするのが一般的な風潮となると、売買への萎縮効果も小さいかもしれない。今ならば、売買情報を開示するなんてことをされるのならば売買そのものを控えるだろうということをご指摘のとおりだと思うのですが、売買情報の開示が一般的になり、いずれ売買の抵抗感も薄まって、取締役の報酬のストックオプションを換金するのだから何が悪いのだという状況になるのであれば、売買が細るということはないのかなと考えます。

さらにまた、一定のルールに基づいた売買については追随しても利益は得られないというふうに先ほど申し上げましたけれども、実際、例えば3か月ごとに定期的に売却していくというやり方であれば、恐らくこれ自体を問題視されることはないと思います。保有株式を処分して現金化することは可能だと。また、それは一定のルールに基づいたエグジットなのだということでも市場も受け取ると思うのですね。

だから、情報に基づく売買をしていれば、開示すべきかなど。反対に164条のような役員等が自由に売買する利益を剥奪するルールというのは、私はとてもコストが大きいと思うのです。開示については、プライバシーの問題云々ということとは言えるかもしれませんが、役員としてエクイティ報酬をもらうのだったら、それは透明化するのが当然かなという認識でおります。

○伊藤 そうしますと、やはり梅本先生の中では、164条の廃止は不可欠な話というふうに捉えられているわけですか。

○梅本 リンクさせるつもりはないのですけれども。

○伊藤 ありがとうございます。

○久保 今、164条を残すことによるコストというお話があったのですけれども、具体的にはどういうコストがあって問題だとお考えなのですか。

○梅本 普通、投資家が同一銘柄を手がけていて売買をする場合に、6か月以内に反対売買をするということはそれほど珍しいことではないと思うのですね。ただ、それを自社株でやっていいのかという問題はもちろんあると思います。それがコストなのか、それともやってはいけないことなのかということ、価値判断の違いかと思うのですけれども、私は、少なくともインサイダー取引に該当しない限りは、6か月以内に自社株の反対売買、例えば定期的・形式的に自社株を売却していた会社関係者が、何らかの理由で買付けを必要とした場合に、インサイダー取引規制に違反しなくてもその自由が剥奪されるのは、ちょっとかわいそうかなと。

インサイダー取引規制に該当しない限りは、できる限り売買は自由にすべきという考え方に基づくものでありまして、逆に、先生方がおっしゃるように、164条は残すべきだという考え方も、全くおかしいとは思いません。

【インサイダー取引規制に加えて自社株売買情報開示は必要か】

○川口 インサイダー取引の防止のためにも、さらなる情報開示を要求すべきというご報告であったかと思いますが、現行の166条のみでは、やはり不十分ということなのでしょう。166条の規制に加えて、さらに、自社株の売買を開示させることは、よりコストをかけることとなりますが、それだけのプラスがあるのかという質問なのですが。

○梅本 そういう側面もあると思います。自社

株売買情報を公衆開示すれば、規制当局も日々の取引についてタイムリーに見ることができるわけですね。一般の人たちも役員個々の売買についてタイムリーに知ることによって、この取引は何かおかしいだろうということを見つけて指摘する人などが出てきて、新聞などメディアを通じて、特定会社の取引の公正さや不公正さについて情報・認識が共有されていくということもあるのではないかと思うのです。

○川口 その不公正というのは、先ほども出ていましたけれども、インサイダー取引ではない不公正な取引を念頭に置かれているのですよね。

○梅本 含めてです。(笑)

○川口 現行のインサイダー取引規制が機能しているとすれば、それ以上に規制をする必要があるのかとも思うのですけれども。

○梅本 インサイダー取引規制に限っても、事実がどうかということと、当局がそれをきちんと立証できるかという2つの問題があるかと思えます。

○川口 やはり、現行の規制が不十分という認識から、そういう新たな提案をされているという話なのでしょう。

○梅本 自社株売買情報について、事実共有しようということですが、インサイダー取引に当たるかどうか、それを摘発できるかどうかということはまた別問題だという認識です。

【自社株売買情報の開示と売買の委縮】

○森田 ディスクロージャーが消毒剤と言うのなら、例えばその会社の役員がトータルで1万株売りましたという数字ではなくて、誰がどう売ったかまで書けということですか。

○梅本 そうです。

○川口 もっとも、多くの会社では、社内規則などがあり、内部者は株を売れないのではないのでしょうかね。

○森田 売れませんよ、実際は。

○川口 だから、開示を要求しても、あまり変わらないような……。

○森田 本日の梅本先生のご報告については、取引できるようにしてほしいなと思うのですよ。今回も役員報酬を株でしなさいというような雰囲気になってきていますけれども、それをされると、キャッシュ化はできない財産でもらうことになってしまっています。

だから、今がそういう状況だから、それを打開するにはどうしたらいいかというようなことが聞きたかったけれども、個別の取引の完全開示ではまた厳しくなるなという感じがしますね。

【アメリカのインサイダー取引規制の知る前計画と役員等の売買情報開示】

○加藤 アメリカ法についてお伺いしたいことがあります。SEC規則10b5-1には知る前計画の例外というものがありますよね。証券取引所法16条(a)項の開示義務は、知る前計画の例外が適用される場合にも適用されるという理解でよろしいでしょうか。

○梅本 ちょっとうろ覚えなのですが、知る前計画の場合については、たしか証券取引所法16条の規制の適用除外とされていたのではないかと思います。ただ、ちょっとうろ覚えなので、確認してみます。

○加藤 ありがとうございます。役員報酬との関係では、事後的に取引の情報を開示しなければならないという規制がエクイティ報酬を導入する際のコストになるとのご指摘はそのとおりでと思います。ただ、このようなコストの存在がエクイティ報酬を導入する際の障害となるかどうかは、アメリカにおいて実際に役員報酬として株式を取得した役員たちがどのような形で株式を売却しているのかという実態とも関係があるように思います。例えば、機械的に知る前計画に基づいて株式を処分しているというのが実態であり、かつ、情報開示規制の対象からも除かれているのであれば、事後的な情報開示規制の導入はエクイティ報酬を導入する際のコストであるとの評価も少し変わってくるかなと思って質問しました。

○森田 知る前計画で取得はしていますよね。

それはしていますけれども、売却のほうは、なかなかそう簡単にできないのではないかなと思いますけどね。

○梅本 アメリカでは売却も使われています。

○森田 日本ではやっているのでしょうかね。あまり売却の知る前計画の実例は聞きませんね。

○松尾 売却しやすくしたのですよね。エクイティ報酬を入れたら必要になるので、と言って。

○森田 しかし、梅本先生によると、それも書きなさいということになる。

○松尾 アメリカでも開示していたと思います。適用除外になっていなかったと思います。

○梅本 たしかEU法で、閉鎖期間については原則的に売却できなくなるので、EUの株式を持っているアメリカ人は困るよねという話はどこかで見たことがあるのですけれども、アメリカの場合の知る前計画に基づく売却は、松尾先生がおっしゃるように、適用除外にはなっていないかもしれないですね。

○飯田 その点について過去に私が報告したのではないかと思います、そのときの資料を見ますと、知る前計画に基づいて取引したときも、フォーム4、すなわち証券取引所法16条に従った開示はするということになっているかと思われまます。

○梅本 ありがとうございます。

【知る前計画自体の開示】

○飯田 ついでに質問させていただければと思います。知る前計画を利用して役員がインサイダー取引規制に違反しない形で取引を行うことがあると思うのですけれども、知る前計画それ自体についても開示させる必要があるかどうかについて、もし先生のお考えがあれば教えていただければと思います。

○梅本 それは難しい議論になるかと思います。ただ、開示を区別するということがうまくできるならいいけれども、知る前計画の場合は適用除外にして、それ以外のものは適用対象にするという——いや、基本的に全部開示させたほうがいいのかというのが私の感覚です。知る前計画そのもの

のにつきましても、たしかアメリカでの議論によると、実は濫用的に利用されているという話もありましたので、そういったこともチェックするのであれば、やはり知る前計画であるか否かを問わず、開示義務を課すのであれば、一律に課すと言うべきかと考えます。

○飯田 ありがとうございます。知る前計画それ自体を公表させるかどうかというのはいかがでしょうか。つまり、今おっしゃったように、知る前計画を濫用することもあるのだとすれば、本日のご報告の趣旨からいけば、開示情報を充実させるという延長線上の論点になり得ると思いました。本日のご報告とは別の論点でもあるので、もしご意見があればという趣旨でお尋ねしました。

○梅本 アメリカの開示の仕方は、ちょっと記憶があやふやでして、これはむしろ飯田先生のほうがよくご存じではないかと思うのですけれども、アメリカではどうなのでしょう。

【インサイダー取引規制に違反しない自社株売買の情報開示】

○飯田 知る前計画それ自体の公表の義務は全くないので、自発的にするケースとしないケースに分かれているということだったと思います。

証券取引所法16条での報告の仕方の中で、知る前計画に基づく取引だったという記載をする事項があったかどうかまでちょっと記憶は定かではないのですけれども、いずれにせよ、知る前計画それ自体については、公表義務は課されていないという状況だったかとは思いますが。

それから、役員の売買状況がほかの投資者にとっての有益な情報であるという可能性がもう一つのメリットとして考えられるのかもしれないのですが、それが本当に有意義な情報であるとするれば、裏を返すと、インサイダー情報に基づく取引をやっているから有益な情報になるという可能性もあるように思いました。そうすると、メリットないしはデメリットというような、役員取引を認めるとか認めないとか、そういう話というのは、結局のところ、インサイダー取引の重要な事実の規

定がどうなっているかというところに左右されるのであって、インサイダー取引に当たらないけれども、役員が売ったとか買ったということを開示させるそのこと自体に何かメリットはあり得るのか、ということについて教えていただければと思います。

○梅本　まず、インサイダー取引規制に該当するには売買をすることが要件です。しかし、内部者であれば、情報を知っているがゆえに売買を見合わすということはあるわけですね。インサイダー取引規制に該当しないが、売買のタイミングを選ぶことはできるわけです。自社株を買うつもりだが、もうしばらくしたら下げ材料が公表される、あるいは売ろうと思ったけれども、ポジティブな情報が間もなく公表されるというのであれば、公表まで売買を見合わすということはあるはずです。

なぜ内部者が売買しないのかというのはよくわからないけれども、現在のところ会社関係者が売買を控えているということは、市場には知らせることができます。それで、情報を公表した後に会社関係者が一斉に売買を行えば、そういう理由があったのかと一般の人たちは知ることができる。だから、インサイダー情報が売買に反映されない、つまり売買をしないとといった形で、内部者が情報を市場に発信するということもあり得ると思うのです。そこに売買の不公平さを感じることもあるかもしれない。

そうであれば、売買情報、あるいは売買しない情報といったものを公表させることによって、インサイダー取引ではないけれども、ほかの投資者が利益を得るということはあると思うのです。お答えになったかどうかかわからないですけども。

○飯田　ありがとうございます。要するに、売買タイミング、つまり、役員が売買をしているかということそれ自体が持っている情報の価値があるということですね。わかりました。

○森田　プライバシーはないのですね。（笑）

○船津　プライバシーの話がありましたけれども、事前開示規制ってどうなのだろうかということがご報告の中であったと思うのですが、これは実際にどのような開示をすることになっているのかということがいま一つイメージできませんので、本当にそのようなことができるのだろうかというのをちょっと疑問に思っているところです。例えば、この株を1万円で何日に売りますというような情報を流すことがあるのだろうか、といったあたりがちっとよくわからなかったので、どういう形を想定されているのかご質問させていただければと思います。

○梅本　ご質問の件は、たしかFried教授が日本に来たときもいろいろと議論になったところです。その当時の話によりますと、たとえば1週間前のある役員が1万株売るということを公表する。恐らく成行で売るということになるのではないかと思います。1万株売るということを公表する。それで、実際に3日後に1万株売るという取引をする。ただ、予想外に大きく市場が動いた場合には見合わせてもいい、その代わりにペナルティーを払え、というふうな結構ややこしく、いろいろなルールとセットにしないとワークしないという説明をFried教授はしていました。だから、ご質問のように、それほど簡単なものではないというのは、そのとおりだと思います。

○船津　仮に成行売買だったとしても、流動性の低いような銘柄、とりわけ株式報酬が小さい会社で使われた場合には、当然狙い撃ちにされる危険性が出てくるので、誰も出さなくなるのではないかなと思ったので、質問させていただきました。

○川口　事前に役員の売買の予定を公表すると、かえって、市場関係者に、変なシグナルを送る危険性はないですか。

○梅本　確かにそういう危険もあると思います。

○川口　市場は何かあるのではないかと思いますよ。（笑）

○梅本　そうですね。（笑）

○森田　操縦はできると。

【Fried教授の事前開示規制の提案】

【売買情報の開示と投資情報】

○石田 先ほどの飯田先生のご質問とほぼ同じで大変恐縮ですけれども、結局、先生が投資情報とおっしゃっているところは、大量保有報告制度で言うようなマーケット・インフォメーションとしてなぜ株価が動いているかを知らせる、そういう意味での投資情報ではないという理解でよろしいのですね。

○梅本 大量保有制度と違う投資情報と言いますと……。

○石田 つまり、今株価が少し上がったたり下がったりしたのは大株主が売買を行っているからだ、というような情報を市場に流していくという意味ではない、ということですよ。

○梅本 そうですね。恐らく最も一般的に使われているインサイダーの売買情報については、内部者が多く買い向かっているということであれば、その会社の株価が安く評価されているのだ、売っているということは、株価が高く評価されているのだ、というふうに一般の市場の関係者が評価するのが最も素朴な見方だろうと思うのです。

○森田 だから、163条とか164条は、インサイダー情報でもうけた利益を出しなさいという趣旨だったのですけれども、ころっと趣旨が変わってしまって、内部者の取引状況がマーケットに有益な情報であるから、それを出させるようにしましょうというふうに変質してしまう。それは新説ですね。

【売買情報が日本では非開示とされてきた理由】

○梅本 ただ、どうして日本では逆に売買情報が公開されてこなかったのでしょうか。

○森田 プライバシーの侵害もあるでしょう。

○梅本 やはりプライバシーでしょうか。

○森田 それはそうですね。私が売ろうと買おうと、どうして開示するのですか。(笑)ですから、トータルで開示されるというのならまだわかりますよ。市場の情報としてであれば、買い向かっているかどうかだけならば、内部者全員の取引量を出せばいいでしょう。

○船津 結局のところ、インサイダー取引の防止と考えるのか、市場の効率性と考えるのかという話で、梅本先生の中でも若干まざっている部分があるのかなという気がしています。市場の効率性の観点から考えて、先ほどどういう意義があるのかというところで梅本先生がご説明された、まさに役員が売買していないのだという情報こそが一番価値があるのだと考えるのであれば、森田先生がおっしゃったように、役員がいつ取引したか、総量幾らかだけで済むと。ところが、それにインサイダー取引の防止というものを加えると、誰がやったのかという問題になってくるということかな、という気がしました。

○森田 ご解説ありがとうございます。(笑)

○船津 なのかなあ、というクエスチョンマークつき。(笑)

○片木 実際にインサイダー取引の抜け穴を使えるような取引が、どれだけあるのかよくわからないのですけれども、そういう怪しいのが出るかもしれないから、164条で短期売買を規制してしまうと。主要株主を相手にそこまでやっていいのかというのは、確かに気にはなるのですけれども、少なくとも役員については、短期売買を規制することで抜け穴になるかもしれない取引をかなり防止して、かつ、短期売買を禁止することでの弊害は、役員については少ないのではないかというのが、今の164条の建付けだと思うのです。すると、今の話にあったように、163条と164条の2つについて、役員についてトレードオフの関係にあるというのは、あまり腑に落ちないのですけれども。

○梅本 私は、163条の公衆開示は強く主張しますけれども、164条の撤廃については、それほど強くは主張しません。(笑)

ただ、規制の必要性ということであれば、国際的な規制の調和ということは、最近の金商法改正の議論ではよく説かれていますけれども、どうして日本の金商法では、この規制については国際的な規制との調和といったことが議論されないのでしょうか。

○片木 私は全然詳しくないので教えて欲しいのですけれども、EU のインサイダー取引規制は、我が国のような細かな形式規定になっているのですか。アメリカと日本の規制とは全然違うというのはわかるのですけれども。

○梅本 申し訳ありません、私よりもご存じの先生からお答えいただいたほうが……。

【売買報告制度・短期売買利益返還制度の沿革とインサイダー取引規制】

○龍田 第二次世界大戦後の占領初期には、旧証券取引法でも独占禁止法でも、随分厳しい制度を設けさせられましたが、日本が独立を回復した段階で揺り戻しが来て、厳し過ぎる制度は占領期の遺物だとして廃止されました。短期売買利益の規定もそのうちの一つです。

もともと、当時はインサイダー取引を一般的に禁止する規定は全然なかった。短期売買利益の規定は、形式面で押さえられる制度だから使いやすだろう、それでもってインサイダー取引の規制がないのを少しでも補うことができるのではないかと、という点に存在意義が認められていたのだらうと思います。それを実効性がないという理由で廃止してしまった。実効性がないなら実効性があるようにしろというのが、先ほど言われた竹内先生のご批判ですね。

インサイダー取引を正面からとらえる規定は、その後に出てきましたね。アメリカはかなり早くから、一般的な詐欺禁止規定を使って対処を始めましたが、日本はこれには従わず、昭和 63 年の刑罰規定が最初の対応だったでしょう。インサイダー取引に対する規制がきちり行われていれば、6 か月間の短期売買利益などを問題にする必要はないはずでしょうね。これは川口先生が言われたとおりです。一般的な規制が不十分な状態であるのなら、役員らの短期売買利益をとらえる方法で補う必要があるという議論にも説得力がありそうに思えますね。

○森田 先ほども議論に出ていましたけれども、実際のところは、日本のいわゆる会社関係者は今

はほとんど取引できない状態ですね。ですから、その規制云々というのはどうかと思います。ただ、他方、M&A などで大量取得して売買するといったことがしばしば起こってきていまして、そのときに憲法違反じゃないかとか言われるぐらいに利益返還の義務が行き過ぎるのではないかという面は出ているかもしれません。本当に敵対的な買収者がこれで捕まっているという例はあったわけですし、そういう意味では、龍田先生のおっしゃるように、そういうのは不必要な規制かなというふうに思いますけれどね。

だから、実際は、龍田先生のおっしゃったように、タテホ化学工業とか何かの事件の後で、非常に詳細に決めてしまったし、しかも厳しく、役員の方は会社の中で売買誓約書のようなものを書かされていました。それで証券会社は全部把握していますし、ほとんど取引ができなくなっていますよね。売買しようと思うと、よほど勇気が要りますね。

○川口 梅本先生のお考えを入れると、そこがやりやすくなるというのであれば、制度導入の価値はあるように思いますが、はたして……。

○梅本 売買は自由にできると思います。(笑)

○川口 そうですが、結局、インサイダー取引を疑われる可能性があるから、事実上できないという話でしたよね。

○森田 それはもう、取締役会に出ていたら、頻りに経営の現状の話が出てきますから、全然知らない状態ということはありませんよね。それが大ヒットになるのかどうか知りませんが、いわゆる事業情報に接していることは間違いありませんよね。ですから、売りにくいと言えば売りにくいと思います。だから、逆に言えば、いつになったら売れるのですかと。一時は、決算発表をしたときだったら売れるのではないかというような議論がありましたけれどね。

【売買情報開示規制の負担軽減と少額の取引】

○飯田 EU もアメリカも、少額の取引の場合には軽減策が導入されているということでしたが、

先ほどのやりとりから考えてみますと、役員が取引を控えているという情報が重要だということだとすれば、その取引の額が幾らであるかということとを理由に開示規制の対象から外すということは、論理的には一貫せず、事実上大変だからといったような別の政策的な理由で負担軽減を入れるかどうかを考えるということになるのでしょうか。

○梅本 インサイダー取引に当たらないけれども開示するのは意味があるというのは、例えば、会社が大量の自社株買いを公表した、その後株価が上がって、なぜか知らないけれどもそれまで自社株の売却を控えていた役員らが、会社の公表後に株価が上がったところで一斉に大量の株式を処分したというような場合であっても、それが投資情報として有益かどうかは別にして、利益相反絡みで開示すべきかなと思います。

先ほど来お話が出ていますように、インサイダー取引の抑止なのか、不公正な行為の抑止なのか、あるいは市場の効率性のためなのかという規制趣旨が、私の中ではまだごちゃごちゃになっていますが、規制の負担との関係で少額のものについては免除してもいいという考え方は、EUやアメリカを見ると検討に値するのかなとは思いますが。ただ、証券会社を通じて売買を報告すればいいという163条2項の負担軽減措置を前提にすると、事務負担という点をことさら考える必要はないのかなとも思います。しかし、公表されてしまうことが嫌だという心理的負担の点からは、少額のものについてはお目こぼしでもいいのかなというふうには思う、という程度のことです。

○飯田 少額であれば、あまり重大な事実に基づく取引ではむしろないのだというような評価も、もしかしたらあり得るのかしらという気も若干しましたけれども、先生のお考えはわかりました。ありがとうございました。

○前田 それでは、今月の金融商品取引法研究会はこれで閉会とさせていただきます。梅本先生、どうもありがとうございました。

役員等の自社株売買情報の開示

2017/10/27
甲南大学 梅本剛正

【報告趣旨】
会社内部者による自社株式の売買情報は、他の先進国の証券規制では公衆開示されるなど透明化されているが、わが国の金商法ではかかる規制は存在しない。金商法 163 条は役員らに自社株式の売買情報の報告を求めているが、モデルとしたアメリカ法と異なり公衆開示はされない。163 条の規制趣旨は 164 条の変動性を確保するものと狭く捉えられているからである。これまでわが国においては、役員らの自社株売買情報の開示について、規制の必要性についてほとんど議論がなかった。しかし、会社業績に連動するエクイティ型報酬の導入が進む中で、役員らによる自社株売買の機会が増えていくことは確実である。インサイダー取引などの不正取引の抑止や、国際的な規制の調和という観点からわが国において、自社株売買情報の透明化を図るべきではあるまいか。

I 問題の所在

1 役員らの自社株売買情報開示規制の欠如 ～ ガラパゴス規制？

日本の金商法では、上場会社役員らの自社株式の売買情報は開示されていない。ところが、後に見るアメリカ、EU はもちろんのこと、EU 以外の欧州諸国やカナダ、オーストラリア、シンガポールなど多くの国や地域において、上場会社役員らの自社株売買情報は透明化されている。この点に関する限り、日本の金商法は「ガラパゴス規制」といえる。これまでは創業者などを除き、会社の役員であっても自社株保有数はさほど多くなく、自社株の売買もさほど行われなかったため、そもそも問題とはなりえなかった。

しかし、会社の役員らに対して会社業績に連動するエクイティ型報酬の導入が進む中、会社内部者が自社株式を手にする機会が増え、処分する機会も増えるはず。(昨今事例が増えている情報受領者ではなく)会社内部者によるインサイダー取引規制違反のリスクは増えていくことが予想される。会社内部者の自社株売買を衆人環視の下に置くことは、インサイダー取引の予防効果があるが、それにとどまらない有益な効果がある。

2 役員らの不正な行為の防止など

(1)インサイダー取引の予防
自社株式の売買情報を開示することにより、内部者による不正な取引が抑止されること
が期待される。インサイダー取引規制は規制当局が摘発するものであり、そうであれば現
行規制のように規制当局に対する報告義務のみで足りるとの見方もある。しかし、規

制当局の摘発能力には限界がありすべての違法な取引にまで目が行き届かない。情報を公衆開示として会社内部者の売買を透明化すれば、情報開示の「消毒効果」により不適切な行為は一層抑止できると考えられる。

(2)会社内部者の行為のチェック

インサイダー取引規制違反に該当しなくても、情報を利用した自社株式の取引により内部者が利益を上げることができる。たとえば、未公表の重要事実を知って売買すればインサイダー取引規制違反であるが、売買を行わなければ違反にはならない。売買を行わなければ利益を得ないかというところではない。自社株の売付を検討しているが上げ材料が公表予定なのでそれを待ってから、買付を検討しているが下げ材料が公表予定なのでそれを待ってから、と売買のタイミングを選ぶことは可能であり、それにより、他の投資者よりも自社株取引で利益を上げる蓋然性は高くなる。また、特定の内部者の保有株式の処分やストックオプションの権利行使を目的に、株高となるような決定、たとえば規模の大きな自社株式の取得を公表することも、ないとは限らない。

以上の行為は違法と評価されないかもしれないが、公正ともいえない。会社内部者による自社株式の売買情報が公開されれば、これらの行為に株主・投資者らの利害関係人が何らかの評価を下し対応を採ることはできる(わが国のように情報が開示されなければ問題として認識されない)。

3 その他 投資情報としての利用

規制趣旨というものではないかもしれないが、内部者の自社株式の売買情報を知ることにより、他の投資者らが当該会社の株価の高・割安を判断する目安とすることができる。実際に自社株売買情報が公開されている国々では、主要紙に情報が掲載されたりインターネット上の投資サイトで当該情報が投資情報として分析対象とされたりしている。⇒市場の効率性に資する？

・以下では、日本の金商法 163 条の沿革と規制内容を概観し、アメリカと EU の規制を見ていく。

II 日本法における役員等の自社株売買情報の開示

1 役員らの保有株式の開示

- (1)定期的な役員らの保有株式開示
- ・有価証券報告書における開示【役員らの状況】「所有株式数」(開示府令 15 条、第 3 号様式)
 - ・株主総会参考書類における役員保有株数の開示(会社法施行規則 74 条 2 項 1 号)
- (2)適時の開示
- ・大量保有報告制度

条に移り、163 条についてはわが国においてはほとんど顧みられず、今日に至る。

3 短期売買報告制度(163 条)の概要

(1) 規制趣旨

上場会社の役員及び 10%以上の主要株主に対して自社の株式等を売買したときの報告義務を負わせるもの。短期売買差返還規定 164 条の実効性を高めるべきであったという、1988 年改正の契機となった議論を反映したものである。163 条を 164 条の実効性を高めることに目的を限定し、短期売買利益返還規定(164 条)の単なる添え物。

(2) 規制当局への報告義務(163 条)

上場会社の役員および 10%以上の議決権を有する主要株主は、自己の計算で特定有価証券等の買付けまたは売付け等をした場合、翌月 15 日までに報告書を提出する義務を負う。

(3) 報告事項(取引規制府令 29 条 1 項、別紙様式 3 号)

取引者の氏名住所、会社との関係、銘柄名、約定日、執行市場、買付売付の別、数量、単価、代金など。

(4) 利益関係書類の限定的な公衆開示

規制当局は役員らが短期売買差益を得ていると認めるときには、利益関係書類の写しを当該役員らに送り、異議がなければ会社に写しを送る(164 条 4 項)。30 日経過してから公衆閲覧(164 条 7 項)。ただし、短期売買利益が会社に提供された場合には公衆開示はされない。
⇒164 条 2 項により株主が代位請求できるようにすることが目的

III アメリカ法

1 規制趣旨

1984 年証券取引所法 16 条(a)項に定めが置かれている。主たる規制趣旨は短期売買利益返還規定を実効的にするため、というものであるが、それにとどまらず、内部者の売買情報や投資情報として市場に開示させるといった趣旨もあると理解されている。エンロン事件などで会社内部者が事前に売り逃げたことを理由に報告時期が早められたことから、不正抑止のために内部者の売買の透明化を図る趣旨も。

2 規制概要

- (1) 報告義務者(1 号)
取締役、執行役 (officer)、実質的に 10%超保有する株主である。

④適用対象となった場合のみ

- ・短期売買報告制度(163 条)

例外的な開示

2 163 条の沿革

◎1948(昭和 23)年証券取引法により規定される(旧法 188 条)。アメリカ法を引き継いだものの。役員・主要株主は、自社株所有株数等を証券取引委員会(当時)に報告し、異動があったときは翌月 10 日までに報告する義務を課していた。後に見るアメリカの規定をほぼそのまま引き継いでいるが、証券法旧 188 条は当初から、規制当局への報告義務を定めるだけで、公衆開示については定めていなかった点は要注意。

◎1953(昭和 28)年に実効性が無いとの理由で削除。

大蔵省に送られる売買報告書が多すぎて適切に処理できない。仮設人名義などが利用され、実効性を欠いている。

⇒「実効性がないというのなら、それを実効性あらしめるように、解釈運用を改めるのが当然であって、実効性がないからといって法文自体を削除してしまうというのは、全く『後向き』の措置である」²

※批判の中心は旧 189 条(現 164 条)の実効性確保にあった。

証券取引審議会「内部者取引の規制の在り方について」

旧 189 条の実効性確保の見地から、報告制度の復活が提言されていた。

◎1988(昭和 63)年改正により、復活し現行法の形を取るようになり、1992(平成 4)年に 163 条に整理され、1998(平成 10)年に若干の修正。

短期売買利益の提供を求める会社や株主が、役員らが該当する取引を行っていることを知る手がかりがなかったため、当該規定はほとんど機能していなかった。「そこで本条はインサイダー取引を間接的に規制する第 189 条の機能を一層充実させるといった観点から、役員または主要株主による当該会社の株券等の売買について、大蔵大臣に報告する義務を規定したものである。」³

その後、164 条が実効的になり訴訟も提起されるようになり、憲法上の判断も含めて最高裁の立場(最判平成 14 年 2 月 13 日民集 56 卷 2 号 331 頁)が示される中、学界の関心も 164

¹ 加美, 113 頁

² 竹内, 314 頁

³ 横島, 219 頁

- (2) 対象者の特殊報告
取締役など報告義務者となった場合に、10 日以内に「フォーム 3」に基づく特殊報告書を提出することが求められる (2 号(B))。
- (3) 報告期限 (2 号(B))
対象者が自社株の売買等を行った場合はその日から 2 日以内に「フォーム 4」を SBC に提出。エンロン事件など企業の会計不祥事が顕著した時期に、事態が明らかになる前に経営陣らが売り逃げていたことから、サーペンシンスオクスレー法で報告期間の短縮化が図られた

(4) 報告事項(3 号)

フォーム 3 は地位に就任して最初の特殊報告

フォーム 4 は取引の報告(規則 16a-3(g))

記載事項は、銘柄、売買の別、売買価格、売買数、執行場所、等々である。

(5) 公衆開示(4 号)

SBC は報告を受けた翌日までに EDGAR で電子開示をする。

発行会社は翌日までに会社のウェブサイトで報告内容を開示する(規則 16a-3(k))

(6) 少額の報告義務

1 万ドルを超えない少額の取引など一定の適用除外を受けける取引 (規則 16a-10) は、フォーム 5 で報告すること (規則 16a-6)。

「フォーム 5」は、年度末から 45 日以内に提出することが求められる報告書であるが、報告されなかった取引についても記載することが求められている (規則 16a-3(f))。

(7) エンフォースメント

違反に対してはインジャンクション、課徴金、刑事罰などの適用があるが、実効性については疑問もある。役員らに 16 条(a)項の報告義務の不履行があった場合には、発行会社は年次報告書などにおいて、その旨を記載する必要がある(Regulation S-K Item 405)。

3 Jesse Fried 教授の事前開示規制の提案

フリードは 16 条(a)項のような自社株売買情報の事後開示では、内部者が不当に利益を得ることが可能となるので、取引前に開示させるべきと主張。重要事実とはいえないが株価に影響する情報の存在(sub material information)を指摘し、規制の必要を説く。ある研究

4) によると、内部者の自社株売買を、開示される情報から、一定のルールに基づいて保有株式を売買する「ルーティンの売買」と、なんらかの投資判断に基づいたり、投資機会を狙ったりすることによる「機会主義的な売買」とに区別し、後者の売買と同じ売買を行うことで、一定のリターンを確実に得ることができること。また、会社の自社株式取得の公表後に通常は株価が上昇するが、その際に会社内部者が大量に株式を処分しているとの研究があり、フリードは内部者が自社株を処分したときに、会社の自社株取得などにより一時的に株高を演出することがあることを問題視する

事前開示とすれば、内部者が売買する前に市場価格が修正されて、内部者が不当に利益を上げることができなくなる。このようなルールが導入されれば、短期売買利益の返還を定める 16 条(b)項は不要となるので、廃止することも同時に提案する。

IV EU 法

1 Market Abuse Regulation

イギリスで早くから会社法に役員らの自社株売買報告義務が定められていたが、EU においても、Market Abuse ディレクティブに役員らの自社株売買情報の開示義務が置かれ、2016 年 7 月に施行された EU の Market Abuse Regulation にも引き継がれている。EU 法の特徴として、自社株売買情報が開示される内部者の範囲が役員らに限られず、かなり広い点を挙げることができる。それゆえ、内部者が開示義務を負うことを周知するための規則なども設けられている点も特徴的といえる。

2 PDMR 等の開示義務

発行者において「経営上の職責を果たす者」(Persons discharging managerial responsibilities; PDMR)および PDMR と密接に関係する者(persons closely associated with them)は、自社株式等の取引内容を当局および発行会社等に報告する義務を負う(MAR 19 条(1)項)

3 PDMR および関係者の範囲

「PDMR」には発行者の取締役会、監査役会のメンバーや内部情報に継続的に接し発行者の将来に影響を与える経営上の意思決定に関与する上級職員

「関係者」には、PDMR の配偶者や子その他家計を同一にする親族、PDMR 等が経営責任を負う法人等が含まれる。

⁴ LAUREN COHEN, CHRISTOPHER MALLOY, and LUKASZ POMORSKI, Decoding Inside Information, *Journal of Finance* 67(2012)1009

⁵ Brexit 後に、イギリス法がどうなるのか不明だが、EU 法で規制が設けられるはるか以前の 1948 年会社法の頃から役員らの自社株売買情報の開示規制が置かれていたので、大きな変更はないものと思われる。

4 報告義務等の通知

発行会社は PDMM に対して書面で本条の義務を通知するとともに、PDMM と関係者のリストを作成する⁶。また、PDMM は関係者に対して書面で MAR 上の義務を通知し、通知の写しを保存する必要がある(第5項)

5 報告内容

報告書式によると、記載事項として名前・名称、発行者における立場等、発行者、取引の詳細(証券の種類、取引の種類、取引価格、取引量、取引日、取引場所)など

6 報告期限

報告を受けた発行者は迅速に、遅くとも取引の日から 3 営業日以内に当該情報を開示する義務を負う(19 条(3)項)。ディレクティブの 4 営業日を短縮。

7 公衆開示

発行者が公衆開示することとされているが、加盟国によっては、国が公衆開示するよう定めることは妨げられない。⇒イギリスを調べる

8 規制負担の軽減策

ディレクティブには新しい新たな規定として負担軽減措置が講じられた。すなわち、この報告義務が生ずるのは、取引額が年ベースで 5000 ユーロ以上となって以後である(19 条(8)項)。ただし規制当局はこの額を 2 万ユーロまで拡大することができる。(19 条(9)項)

9 閉鎖期間(closed period)

PDMM は発行者が開示義務を負う財務報告や年次報告の公表 30 営業日前に自社の取引をすることを原則的に禁止される(19 条(11)項)。潜在的にインサイダー取引のリスクが高い期間であると同時に、多くの主要な資本市場における慣行でもあることが理由。ただし発行会社の許可を条件に適用除外される場合あり(19 条(12)項)

V 自社株売買情報の開示につき検討すべき幾つかの論点

1 改正の必要性

証券法の旧 188 条(金商法 163 条)が制定当初から自社株売買情報の公衆開示をしてこなかった理由は明らかではない。立法担当者らが上場企業の会社経営者に過剰に配慮したも

⁶ 内部者リスト(Insider List); 一定の書式に従った内部者リストを備えることが求められている(18 条)。

⁷ Commission implementing regulation(EU) 2016/523 of 10 March 2016

のかもしれないし、規制の必要性が認められなかつたためかかもしれない。法規制のみならず、コーポレート・ガバナンスコードなどのソフトローで自社株売買の透明化を図ることもありえたと思われるが、そうならないのは日本ではこの点について問題意識そのものが希薄だといった方がよいかもしれない。

しかし、上場会社の会社内部者の自社株売買情報を開示するのが世界標準となっていることは疑いない。株式取引が国際化している今日、国際的な規制の整合性確保ということも十分に配慮する必要がある。エグゼクティブ報酬の採用が進められ、会社の内部者による自社株取引の機会が増大していくことを踏まえ、自社株売買情報の開示規制の導入は不可避とみらるべきではないか。

2 規制趣旨と適用対象

わが国で会社内部者の自社株売買情報の開示をするなら、金商法 163 条を公衆開示に改めれば足りるという考え方がありうる。ただし、規制趣旨をどのように捉えるのかをハッキリさせる必要がある。EU のようにインサイダー取引規制の抑止のために、規制対象を拡大するならば、単なる 163 条(新しい関連規定)の改正というだけでは済まない。

なぜなら、163 条は 164 条とセットになっており、163 条で報告義務を負う者は 164 条により短期売買利益の提供義務が生ずることになる。164 条に目配りすると、163 条はあまり広げることではできなくなってしまう。開示義務を負うだけならともかく、短期売買の利益を剥奪されるというのは、負担が大きいかである。

そもそも、インサイダー取引規制が整備された今日では、164 条についてはその必要性について疑問がある。フリードは(事前開示を前提に)短期売買利益提供規定の撤廃も主張する。わが国においても、(163 条改正という形を採るかどうかは別として)役員らの自社株売買情報の開示規制を導入すると同時に、164 条の短期売買利益の返還規定は削除してはどうだろうか⁸。日本経団連は、「インサイダー取引規制の明確化に関する提言」(2003 年 12 月 16 日)において、「証券法 164 条(短期売買利益返還)は、外形的・形式的規制であり、合理性が薄く、国際的にも普遍的なものとは言いがたいことから、その廃止・合理化について検討がなされるべきである。」と主張していた。

3 報告・開示時期

163 条では、報告期限は翌月 15 日となっているが、諸外国の報告・開示時期は、売買から数日以内となっており、違法・不正行為の予防という見地から適時の開示が望ましいので、

⁸ 石角莞爾弁護士は、アメリカの 16 条(b)項に対して批判的検討を加えた論文の中で、日本法においても、インサイダー取引規制を強化し 163 条を公衆開示として予防効果を高めるとともに、164 条を撤廃することを提言していた。石角、19 頁
同じ理由から、「合理性が」**狭くみとめられる**「上」、国際的にも普遍的な「自社株売買情報の公衆開示規制の導入についても反対しないと思われる。

これに依ることにならう。⇒副次的効果として、日経新聞やフアフォーアライナンスなどに主要株主の売買情報が公表されることになると思われる。

4. 負担軽減

163 条の報告義務には、少額免除などの規定はない(取引規制府令 30 条の適用除外に含めない)。ただし、金融商品取引業者等を通じて売買を行った場合には業者を通じて報告書の提出が可能とされており (163 条 2 項)、これは役員らの負担軽減をも目的としたものと考えられる。業者から当局に報告されると同時に公衆開示もされない以上、少額が多額かで区別する必要もなかったといえる。⇒公衆開示を前提とするなら、少額免除のような規制も併せて入れることになる?

5. エンフォースメント

違反へのサンクションについて。そもそも現行規制はどの程度遵守されているのか、されていないのか?

6. 事前開示規制?

フリードの主張する自社株売買前の事前開示の規制は興味深い提案ではある。ただし、内部者の取引に追隨した場合に一定の利益が上がるというのは、主張されているように、インサイダー取引に該当しない重要事実を前提にした不正な利益といえるかどうか。かりに、不正なものでないのであれば、内部者の売買が市場を効率的にするという見方もできる(事前開示にすれば内部者の売買を減少させないだろうか?)。アメリカの研究では、ガバナンスの弱い企業において自社株売買情報に追隨した投資手法が有効であるとの結果が示されていることからすると、日本でも同様の事態が生ずる可能性は否定できないが、いずれにせよ、日本法の下では、会社内部者の自社株売買のデータそのものが開示されないもので、問題のある取引があるのかないのか、実証研究そのものが不可能である。さしあたり、事後開示で検証してみる必要がある。

【参考文献】

- 石角莞爾「米国の内部者取引規制の批判的検討:証券取引所法 16 条(b)項の問題点」商公司法務 848 号 11 頁(1979)
- 竹内昭夫『会社法の理論 I』314 頁(1984)
- 龍田節「インサイダー取引規制の新立法について」金融法務事情 1191 号 39 頁(1988)
- 加美和照「内部者による自社株式の短期売買」金融商事判例 806 号 110 頁(1988)
- 横島裕介『逐条解説 インサイダー取引規制と罰則』(1989)
- 明田川昌幸「内部者取引と利益相反」『商法への提言』833 頁(2004)
- 梅本剛正『現代の証券市場と規制』(2005)

Jesse M. Fried, Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure, 71 S. Cal. L. Rev. 303 (1998).

Jesse M. Fried, Open Market Repurchases: Signaling or Managerial Opportunism?, 2 Theoretical Inquiries L. 865 (2001).

Niamh Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation 3rd Ed. (2014)

James Cox, Robert Hillman, Donald Langevoort, Securities Regulation Cases and Materials 8th Ed.(2016)

(f) ENFORCEMENT.—The regulations issued under this section shall be enforced by—

- (1) the appropriate Federal banking agency, with respect to any securitizer that is an insured depository institution; and
- (2) the Commission, with respect to any securitizer that is not an insured depository institution.

(g) AUTHORITY OF COMMISSION.—The authority of the Commission under this section shall be in addition to the authority of the Commission to otherwise enforce the securities laws.

(h) AUTHORITY TO COORDINATE ON RULEMAKING.—The Chairperson of the Financial Stability Oversight Council shall coordinate all joint rulemaking required under this section.

(i) EFFECTIVE DATE OF REGULATIONS.—The regulations issued under this section shall become effective—

- (1) with respect to securitizers and originators of asset-backed securities backed by residential mortgages, 1 year after the date on which final rules under this section are published in the Federal Register; and
- (2) with respect to securitizers and originators of all other classes of asset-backed securities, 2 years after the date on which final rules under this section are published in the Federal Register.

SEC. 16. 17891 DIRECTORS, OFFICERS, AND PRINCIPAL STOCKHOLDERS.

(a) DISCLOSURES REQUIRED.—

(1) DIRECTORS, OFFICERS, AND PRINCIPAL STOCKHOLDERS REQUIRED TO FILE.—Every person who is directly or indirectly the beneficial owner of more than 10 percent of any class of any equity security (other than an exempted security) which is registered pursuant to section 12, or who is a director or an officer of the issuer of such security, shall file the statements required by this subsection with the Commission.

(2) TIME OF FILING.—The statements required by this subsection shall be filed—

(A) at the time of the registration of such security on a national securities exchange or by the effective date of a registration statement filed pursuant to section 12(g);

(B) within 10 days after he or she becomes such beneficial owner, director, or officer, or within such shorter time as the Commission may establish by rule;

(C) if there has been a change in such ownership, or if such person shall have purchased or sold a security-based swap agreement involving such equity security, before the end of the second business day following the day on which the subject transaction has been executed, or at such other time as the Commission shall establish, by rule, in any case in which the Commission determines that such 2-day period is not feasible.

(3) CONTENTS OF STATEMENTS.—A statement filed—

(A) under subparagraph (A) or (B) of paragraph (2) shall contain a statement of the amount of all equity securities of such issuer of which the filing person is the beneficial owner; and

January 4, 2017 As Amended Through P.L. 114-284, Enacted December 16, 2016

(B) under subparagraph (C) of such paragraph shall indicate ownership by the filing person at the date of filing, any such changes in such ownership, and such purchases and sales of the security-based swap agreements or security-based swaps⁶³ as have occurred since the most recent such filing under such subparagraph.

(4) ELECTRONIC FILING AND AVAILABILITY.—Beginning not later than 1 year after the date of enactment of the Sarbanes-Oxley Act of 2002—

(A) a statement filed under subparagraph (C) of paragraph (2) shall be filed electronically;

(B) the Commission shall provide each such statement on a publicly accessible Internet site not later than the end of the business day following that filing; and

(C) the issuer (if the issuer maintains a corporate website) shall provide that statement on that corporate website, not later than the end of the business day following that filing.

(b)⁶⁴ For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security-based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security or security-based swap agreement involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection.

(c) It shall be unlawful for any such beneficial owner, director, or officer, directly or indirectly, to sell any equity security of such issuer (other than an exempted security), if the person selling the

⁶³ Section 762(d)(5)(D) of Public Law 111-203 amends section 16(a)(3)(B) by inserting “or security-based swaps” after “security-based swap agreement”. The amendment probably should have been to insert such language after “security-based swap agreements” but was executed here to conform to the language in the bill.

⁶⁴ The amendment made by subparagraph (D) of section 762(d)(5) of Public Law 111-203 was carried out below to reflect the probable intent of Congress. A hyphen between the words “Loach” and “Bliley” in the matter proposed to be struck is missing.

As Amended Through P.L. 114-284, Enacted December 16, 2016

January 4, 2017

You may not send a completed printout of this form to the SEC to satisfy a filing obligation. You can only satisfy an SEC filing obligation by submitting the information required by this form to the SEC in electronic format online at <https://www.onlineforms.edgarfiling.sec.gov>.

UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
Washington, D.C. 20549

OMB APPROVAL
OMB Number: 3235-0287
Expires: February 28, 2018
Estimated average burden hours per response 0.5

FORM 4

Check this box if no longer subject to Section 16. Form 4 or Form 5 obligations may continue. See Instruction 1(b).

STATEMENT OF CHANGES IN BENEFICIAL OWNERSHIP

(Print or Type Responses)

1. Name and Address of Reporting Person*			2. Issuer Name and Ticker or Trading Symbol		5. Relationship of Reporting Person(s) to Issuer (Check all applicable) Director _____ 10% Owner _____ Officer (give title below) _____ Other (specify below) _____		
(Last)	(First)	(Middle)	3. Date of Earliest Transaction Required to be Reported (Month/Day/Year)	4. If Amendment, Date Original Filed (Month/Day/Year)	6. Individual or Joint/Group Filing (Check Applicable Line) <input type="checkbox"/> Form filed by One Reporting Person <input type="checkbox"/> Form filed by More than One Reporting Person		
(Street)							
(City)	(State)	(Zip)	Table I — Non-Derivative Securities Acquired, Disposed of, or Beneficially Owned				

1. Title of Security (Instr. 3)	2. Transaction Date (Month/Day/Year)	2A. Deemed Execution Date, if any (Month/Day/Year)	3. Transaction Code (Instr. 8)		4. Securities Acquired (A) or Disposed of (D) (Instr. 3, 4 and 5)			5. Amount of Securities Beneficially Owned Following Reported Transaction (s) (Instr. 3 and 4)	6. Ownership Form: Direct (D) or Indirect (I) (Instr. 4)	7. Nature of Indirect Beneficial Ownership (Instr. 4)
			Code	V	Amount	(A) or (D)	Price			

Reminder: Report on a separate line for each class of securities beneficially owned directly or indirectly.
* If the form is filed by more than one reporting person, see Instruction 4(b)(v).
Potential persons who are to respond to the collection of information contained in this form are not required to respond unless the form displays a currently valid OMB control number. (Over) SEC 1474 (11-11)

FORM 4 (continued) **Table II — Derivative Securities Acquired, Disposed of, or Beneficially Owned (e.g., puts, calls, warrants, options, convertible securities)**

1. Title of Derivative Security (Instr. 3)	2. Conversion or Exercise Price of Derivative Security	3. Transaction Date (Month/Day/Year)	3A. Deemed Execution Date, if any (Month/Day/Year)	4. Transaction Code (Instr. 8)		5. Number of Derivative Securities Acquired (A) or Disposed of (D) (Instr. 3, 4, and 5)		6. Date Exercisable and Expiration Date (Month/Day/Year)		7. Title and Amount of Underlying Securities (Instr. 3 and 4)		8. Price of Derivative Security (Instr. 5)	9. Number of derivative Securities Beneficially Owned following Reported Transaction (s) (Instr. 4)	10. Ownership Form of Derivative Security: Direct (D) or Indirect (I) (Instr. 4)	11. Nature of Indirect Beneficial Ownership (Instr. 4)
				Code	V	(A)	(D)	Date Exercisable	Expiration Date	Title	Amount or Number of Shares				

Explanation of Responses:

** Intentional misstatements or omissions of facts constitute Federal Criminal Violations. See 18 U.S.C. 1001 and 15 U.S.C. 78ff(a). **Signature of Reporting Person _____ Date _____

Note: File three copies of this Form, one of which must be manually signed. If space is insufficient, see Instruction 6 for procedure.

Potential persons who are to respond to the collection of information contained in this form are not required to respond unless the form displays a currently valid OMB Number.

(b) any auction platform, auctioneer and auction monitor in relation to auctions of emission allowances or other auctioned products based thereon that are held pursuant to Regulation (EU) No 1031/2010.

9. In order to ensure uniform conditions of application of this Article, ESMA shall develop draft implementing technical standards to determine the precise format of insider lists and the format for updating insider lists referred to in this Article.

ESMA shall submit those draft implementing technical standards to the Commission by 3 July 2016.

Power is conferred on the Commission to adopt the implementing technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 15 of Regulation (EU) No 1095/2010.

Article 19

Managers' transactions

1. Persons discharging managerial responsibilities as well as persons closely associated with them, shall notify the issuer or the emission allowance market participant and the competent authority referred to in the second subparagraph of paragraph 2.

(a) in respect of issuers, of every transaction conducted on their own account relating to the shares or debt instruments of that issuer or to derivatives or other financial instruments linked thereto;

(b) in respect of emission allowance market participants, of every transaction conducted on their own account relating to emission allowances, to auction products based thereon or to derivatives relating thereto.

Such notifications shall be made promptly and no later than three business days after the date of the transaction.

The first subparagraph applies once the total amount of transactions has reached the threshold set out in paragraph 8 or 9, as applicable, within a calendar year.

2. For the purposes of paragraph 1, and without prejudice to the right of Member States to provide for notification obligations other than those referred to in this Article, all transactions conducted on the own account of the persons referred to in paragraph 1, shall be notified by those persons to the competent authorities.

The rules applicable to notifications, with which persons referred to in paragraph 1 must comply, shall be those of the Member State where the issuer or emission allowance market participant is registered. Notifications shall be made within three working days of the transaction date to the competent authority of that Member State. Where the issuer is not registered in a Member State, the notification shall be made to the competent authority of the home Member State in accordance with point (f) of Article 2(1) of Directive 2004/109/EC or, in the absence thereof, to the competent authority of the trading venue.

3. The issuer or emission allowance market participant shall ensure that the information that is notified in accordance with paragraph 1 is made public promptly and no later than three business days after the transaction in a manner which enables fast access to this information on a non-discriminatory basis in accordance with the implementing technical standards referred to in point (a) of Article 17(10).

The issuer or emission allowance market participant shall use such media as may reasonably be relied upon for the effective dissemination of information to the public throughout the Union, and, where applicable, it shall use the officially appointed mechanism referred to in Article 21 of Directive 2004/109/EC.

Alternatively, national law may provide that a competent authority may itself make public the information.

4. This Article shall apply to issuers who:

(a) have requested or approved admission of their financial instruments to trading on a regulated market; or

(b) in the case of an instrument only traded on an MTF or an OTF, have approved trading of their financial instruments on an MTF or an OTF or have requested admission to trading of their financial instruments on an MTF.

5. Issuers and emission allowance market participants shall notify the person discharging managerial responsibilities of their obligations under this Article in writing. Issuers and emission allowance market participants shall draw up a list of all persons discharging managerial responsibilities and persons closely associated with them.

Persons discharging managerial responsibilities shall notify the persons closely associated with them of their obligations under this Article in writing and shall keep a copy of this notification.

6. A notification of transactions referred to in paragraph 1 shall contain the following information:

(a) the name of the person;

(b) the reason for the notification;

(c) the name of the relevant issuer or emission allowance market participant;

(d) a description and the identifier of the financial instrument;

(e) the nature of the transaction(s) (e.g. acquisition or disposal), indicating whether it is linked to the exercise of share option programmes or to the specific examples set out in paragraph 7;

(f) the date and place of the transaction(s); and

(g) the price and volume of the transaction(s). In the case of a pledge whose terms provide for its value to change, this should be disclosed together with its value at the date of the pledge.

7. For the purposes of paragraph 1, transactions that must be notified shall also include:

(a) the pledging or lending of financial instruments by or on behalf of a person discharging managerial responsibilities or a person closely associated with such a person, as referred to in paragraph 1;

(b) transactions undertaken by persons professionally arranging or executing transactions or by another person on behalf of a person discharging managerial responsibilities or a person closely associated with such a person, as referred to in paragraph 1, including where discretion is exercised;

(c) transactions made under a life insurance policy, defined in accordance with Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council⁽¹⁾, where:

(i) the policyholder is a person discharging managerial responsibilities or a person closely associated with such a person, as referred to in paragraph 1.

⁽¹⁾ Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II) (OJ L 335, 17.12.2009, p. 1).

(ii) the investment risk is borne by the policyholder, and

(iii) the policyholder has the power or discretion to make investment decisions regarding specific instruments in that life insurance policy or to execute transactions regarding specific instruments for that life insurance policy.

For the purposes of point (a), a pledge, or a similar security interest, of financial instruments in connection with the depositing of the financial instruments in a custody account does not need to be notified, unless and until such time that such pledge or other security interest is designated to secure a specific credit facility.

Insofar as a policyholder of an insurance contract is required to notify transactions according to this paragraph, an obligation to notify is not incumbent on the insurance company.

8. Paragraph 1 shall apply to any subsequent transaction once a total amount of EUR 5 000 has been reached within a calendar year. The threshold of EUR 5 000 shall be calculated by adding, without netting all transactions referred to in paragraph 1.

9. A competent authority may decide to increase the threshold set out in paragraph 8 to EUR 20 000 and shall inform ESMA of its decision and the justification for its decision, with specific reference to market conditions, to adopt the higher threshold prior to its application. ESMA shall publish on its website the list of thresholds that apply in accordance with this Article and the justifications provided by competent authorities for such thresholds.

10. This Article shall also apply to transactions by persons discharging managerial responsibilities within any auction platform, auctioneer and auction monitor involved in the auctions held under Regulation (EU) No 1031/2010 and to persons closely associated with such persons in so far as their transactions involve emission allowances, derivatives thereof or auctioned products based thereon. Those persons shall notify their transactions to the auction platform, auctioneers and auction monitor, as applicable, and to the competent authority where the auction platform, auctioneer or auction monitor, as applicable, is registered. The information that is so notified shall be made public by the auction platform, auctioneers, auction monitor or competent authority in accordance with paragraph 3.

11. Without prejudice to Articles 14 and 15, a person discharging managerial responsibilities within an issuer shall not conduct any transactions on its own account or for the account of a third party, directly or indirectly, relating to the shares or debt instruments of the issuer or to derivatives, or other financial instruments linked to them, during a closed period of 30 calendar days before the announcement of an interim financial report or a year-end report which the issuer is obliged to make public according to:

(a) the rules of the trading venue where the issuer's shares are admitted to trading; or

(b) national law.

12. Without prejudice to Articles 14 and 15, an issuer may allow a person discharging managerial responsibilities within it to trade on its own account or for the account of a third party during a closed period as referred to in paragraph 11 either:

(a) on a case-by-case basis due to the existence of exceptional circumstances, such as severe financial difficulty, which require the immediate sale of shares; or

(b) due to the characteristics of the trading involved for transactions made under, or related to, an employee share or saving scheme, qualification or entitlement of shares, or transactions where the beneficial interest in the relevant security does not change.

13. The Commission shall be empowered to adopt delegated acts in accordance with Article 35 specifying the circumstances under which trading during a closed period may be permitted by the issuer, as referred to in paragraph 12, including the circumstances that would be considered as exceptional and the types of transaction that would justify the permission for trading.

14. The Commission shall be empowered to adopt delegated acts in accordance with Article 35, specifying types of transactions that would trigger the requirement referred to in paragraph 1.

15. In order to ensure uniform application of paragraph 1, ESMA shall develop draft implementing technical standards concerning the format and template in which the information referred to in paragraph 1 is to be notified and made public.

ESMA shall submit those draft implementing technical standards to the Commission by 3 July 2015.

Power is conferred on the Commission to adopt the implementing technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Article 15 of Regulation (EU) No 1095/2010.

Article 20

Investment recommendations and statistics

1. Persons who produce or disseminate investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy shall take reasonable care to ensure that such information is objectively presented, and to disclose their interests or indicate conflicts of interest concerning the financial instruments to which that information relates.

2. Public institutions disseminating statistics or forecasts liable to have a significant effect on financial markets shall disseminate them in an objective and transparent way.

3. In order to ensure consistent harmonisation of this Article, ESMA shall develop draft regulatory technical standards to determine the technical arrangements for the categories of person referred to in paragraph 1, for objective presentation of investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy and for disclosure of particular interests or indications of conflicts of interest.

ESMA shall submit those draft regulatory technical standards to the Commission by 3 July 2015.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

The technical arrangements laid down in the regulatory technical standards referred to in paragraph 3 shall not apply to journalists who are subject to equivalent appropriate regulation in a Member State, including equivalent appropriate self-regulation, provided that such regulation achieves similar effects as those technical arrangements. Member State shall notify the text of that equivalent appropriate regulation to the Commission.

Article 21

Disclosure or dissemination of information in the media

For the purposes of Article 10, Article 12(1)(c) and Article 20, where information is disclosed or disseminated and where recommendations are produced or disseminated for the purpose of journalism or other form of expression in the media, such disclosure or dissemination of information shall be assessed taking into account the rules governing the freedom of the press and freedom of expression in other media and the rules or codes governing the journalist profession, unless:

(a) the persons concerned, or persons closely associated with them, derive, directly or indirectly, an advantage or profits from the disclosure or the dissemination of the information in question; or

**Guide to submitting a Person
Discharging Managerial Responsibilities
and persons closely associated with
them notification via the FCA website**

July 2016



Financial Conduct Authority



Guide to submitting a Person Discharging Managerial Responsibilities and persons closely associated with them notification via the FCA website / July 2016

When to submit a PDMR form

A Person Discharging Managerial Responsibilities (PDMR) of an issuer and those that are closely associated with them are required to:

- Notify the FCA of every transaction that has been conducted on their own account relating to the shares or debt instruments, derivatives or other financial instruments linked to that issuer. This applies to transactions once the total amount of EUR 5,000 has been reached within a calendar year.
- Provide these notifications no later than three business days after the date of the transaction.

These notifications can be made by completing the PDMR form, which can be accessed on the FCA website.

Guide to submitting a Person Discharging Managerial Responsibilities and persons closely associated with them notification via the FCA website / July 2016

Create a PDMR form

Persons Discharging Managerial Responsibilities and persons closely associated with them notification

This system is for the use of persons discharging managerial responsibilities (pdmrs), as well as persons closely associated with them, to submit notifications to the Financial Conduct Authority (FCA) in relation to the European Parliament and of the Council (Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council) (the "Market Abuse Regulation" (MAR)).

The form provided in this system facilitates the "close association" mentioned in Article 2 of Regulation (EU) 2016/233. PDMRs, as well as persons closely associated with them, are required to use this form when submitting a notification under this article.

Once the form is completed, submitters will be sent an automated acknowledgement and the submitter will be required to provide a confirmation of the notification. Once the notification is submitted, the submitter will be required to provide a confirmation of the notification. Once the notification is submitted, the submitter will be required to provide a confirmation of the notification.

Email Address

[Access PDMR Notification](#)

Copyright © 2016 Financial Conduct Authority (FCA). All rights reserved.

To create a PDMR form, navigate to the PDMR form landing page from the FCA website and:

- enter your email address (note that your email address will be validated when you submit the form – see below)
- click the 'Access PDMR Notification' button [Access PDMR Notification](#)

The form is split into 4 sections:

- Section 1 – Details of the person discharging managerial responsibilities/ person closely associated
- Section 2 – Reason for the notification
- Section 3 – Details of the issuer, emission allowance market participant, auction platform or auction monitor¹
- Section 4 – Details of the transaction(s)

*Note that mandatory fields are denoted by an *.*

¹ Emission market participants, auction platforms and auction monitors will be subject to these requirements from 3 January 2018

Guide to submitting a Person Discharging Managerial Responsibilities and persons closely associated with them notification via the FCA website / July 2016

Section 1 – Details of the person discharging managerial responsibilities / person closely associated

Complete the 'Name of the natural person' OR 'Legal Person', but not both. When you complete one you'll see that the other box is automatically greyed out.

1 - Details of the person discharging managerial responsibilities / person closely associated
 Must complete either for a natural person or a legal person. If completing for a legal person, please include the legal form as provided for in the register where it is incorporated, if applicable.

Name of natural person * First Name(s) Last Name(s)

OR

Legal person * Full name including legal form as provided for in the register where it is incorporated, if applicable.

Guide to submitting a Person Discharging Managerial Responsibilities and persons closely associated with them notification via the FCA website / July 2016

Section 2 – Reason for the notification

Complete the 'Position/status' box to show the position or status of the PDMR within the issuer.

If the notification relates to a person closely associated with a PDMR, in the 'Position/status' box add:

- an indication that the notification concerns a person closely associated with the PDMR, and
- the name and position of the relevant PDMR

In the 'Initial notification/amendment' dropdown box indicate whether the notification is an 'Initial notification' or an 'Amendment' to a prior notification.

For an amendment, enter:

- the previous notification reference number, and
- explain the error that the current notification amends in the freeform box below

(You can find the previous notification reference number in the confirmation email received when the original PDMR notification was submitted.)

2 - Reason for the notification
For persons discharging managerial responsibilities:
 - The position occupied within the issuer, emission allowance market participant / auction platform / auctioneer / auction monitor should be indicated e.g. CEO, CFO.
For persons closely associated with:
 - Name and position of the relevant person discharging managerial responsibilities

Position/status *

Initial notification/amendment *

In case of amendment, please enter the previous notification reference number and explain the error that this notification is amending.

Max. of 250 characters.

Guide to submitting a Person Discharging Managerial Responsibilities and persons closely associated with them notification via the FCA website / July 2016

Section 3 – Details of the issuer, emission allowance market participant, auction platform, auctioneer or auction monitor

Enter the:

- 'Full name of the entity', and
- 'Legal Entity Identifier code' of the entity

A Legal Entity Identifier (or LEI), is a unique 20-character code that identifies distinct legal entities that engage in financial transactions. (Note that, although we would prefer you to include this information, it is not mandatory.)

3 - Details of the issuer, emission allowance market participant, auction platform, auctioneer or auction monitor

Full name of the entity *

Legal Entity Identifier code

An acronym used with ISO 17444 LEI code.

Section 4 – Details of the transaction

Click 'Add Transaction' to enter the details of the transaction.

Note that if there are multiple transactions you will need to click 'Add Transaction' each time any of the following differ:

- type of instrument
- nature of transaction
- date
- place where transactions were conducted
- currency of the trade

Where only the price and volume differ, you can enter these as further lines on one transaction.

4 - Details of the transaction(s)

Details of the transaction(s): section to be repeated for (i) each type of instrument; (ii) each type of transaction; (iii) each date; (iv) each place where transactions have been conducted

Add Transaction(s)

Guide to submitting a Person Discharging Managerial Responsibilities and persons closely associated with them notification via the FCA website / July 2016

Add details of the transaction

Add Transaction(s)

Description of the financial instrument, type of instrument *

Identification Code *

Nature of the transaction *

Currency *

Mandatory fields are denoted by an *

In the 'Description of the financial instrument, type of instrument' box indicate whether the instrument is:

- a share, a debt instrument, a derivative or a financial instrument linked to a share or a debt instrument,
- an emission allowance, an auction product based on an emission allowance or a derivative relating to an emission allowance

In the 'Identification Code' box provide the instrument identification code.

In the 'Nature of the transaction' box describe the type of transaction. Please provide a detailed description – transactions may include:

- purchases or sales of shares, debt instruments, derivatives or other financial instruments linked to the issuer
- transactions conducted on your own account relating to emission allowances and auction products or associated derivatives (for emission allowance market participants)
- pledging or lending of financial instruments
- transactions made under a life insurance policy in accordance with Directive 2009/138/EC where:
 - the policyholder is a PDMR or person closely associated with a PDMR

- the investment risk is borne by the policyholder
- the policyholder has the power or discretion to make investment decisions regarding specific instruments in that life insurance policy or to execute transactions regarding specific instruments for that life insurance policy

Guide to submitting a Person Discharging Managerial Responsibilities and persons closely associated with them notification via the FCA website / July 2016

Also indicate whether the transaction is linked to the exercise of a share option.

In the 'Currency' box state what currency the transaction was executed in.

Add Price and volumes

Where more than one transaction of the same nature (purchases, sales, lending, borrowing, etc.) has been executed on the same financial instrument or emission allowance on the same day, in the same currency and on the same place of transaction, report their prices and volumes in the 'Price(s) and Volume(s)' table.

In the table you can insert up to 20 lines.

Price	Volume	Total
Banque	0	0.00

[Add Price & Volume](#)

Add Aggregated price volumes and complet the remaining transaction details

The form will automatically calculate aggregated volume and the weighted average price in the 'Aggregated Information' box.

In 'Date of the transaction' provide the date of execution of the notified transaction. This should be given in Coordinated Universal Time (UTC) time. (Please avoid entering a future date as the system will not register a transaction where this is the case.)

In 'Place of the transaction' give the:

- name and code to identify the MIFID trading venue
- systematic internaliser, or
- organised trading platform outside of the Union where the transaction was executed

Guide to submitting a Person Discharging Managerial Responsibilities and persons closely associated with them notification via the FCA website / July 2016

If the transaction was not executed on any of the above venues, state 'outside a trading venue'.

Date of transaction: *

Date of the particular day of execution of the notified transaction. Using the ISO 8601 date format: YYYY-MM-DD; Date of trade in UTC time

Place of transaction *

Name and code to identify the MIFID trading venue, the systematic internaliser or the organised trading platform outside of the Union where the transaction was executed as defined under delegated acts (Article 2(1)(10) of Regulation (EU) No 600/2014). If the notified transaction was not executed on any of the above mentioned venues, please mention "outside a trading venue"

Save and Return to form / Save and add another

Once you have completed all transactions for this notification click on the [Save & Return to Form](#) button.

If you have more transactions to add click the [Save & Add Another](#) button.

Review, Submit and print the notification

Once you have added all of the transactions you can review the submission by clicking on the [Next Page >](#) button.

Review Form and Submit

[Please review the information you provided in the form](#)

This will display a page of all the data you have entered into the form.

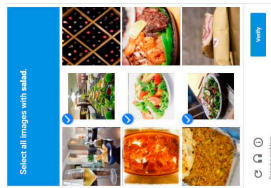
- To amend your form, click on the [< Edit back](#) button.
- To submit your form, click on the 'I'm not a robot' reCAPTCHA box.

I'm not a robot

reCAPTCHA
Privacy / Terms

Guide to submitting a Person Discharging Managerial Responsibilities and persons closely associated with them notification via the FCA website / July 2016

In certain circumstances, for example, where you have submitted several notifications within a short period of time, you will be requested to complete a more advanced level of verification. You will be asked to click on certain pictures to complete the verification.

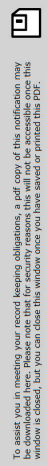


Click the **Submit to FCA** button to send the notification to a team within UKLA.



Thank you for your submission

Thank you for your submission.
If you need to amend a previously submitted notification at a later date, please submit a new notification to the FCA via the notification submission page, giving the previous notification reference number and include an explanation of what you are amending.
If we require any further information, we will contact you.
For further information regarding the FCA's market abuse regime or the UKLA, please consult our webpage at <http://www.fca.org.uk/info/market-abuse/ukla>.



To assist you in meeting your record keeping obligations, a pdf copy of this notification may be downloaded here. Please note that for security reasons this will not be accessible once this window is closed, but you can close this window once you have saved or printed this PDF.

Guide to submitting a Person Discharging Managerial Responsibilities and persons closely associated with them notification via the FCA website / July 2016

On the submission page you will be given an option to save and print the notification.

Click on the disc icon to save or print the notification.



To assist you in meeting your record keeping obligations, a pdf copy of this notification may be downloaded here. Please note that for security reasons this will not be accessible once this window is closed, but you can close this window once you have saved or printed this PDF.

We recommend that you save and print your notifications for your own records.

Verification email

We will send an email to the email address you provided on the form. Click on the 'Verify email address' link included in our email to ensure that the FCA has a valid contact email address should we wish to make an enquiry regarding the notification.

Thank you for completing your PDRs, and persons closely associated with them notification. Please click on the following link to confirm your email address
[Verify email address](#)
No further action is required from you after performing this task.
Regards,
Financial Conduct Authority

Financial Conduct Authority



© Financial Conduct Authority 2016
25 The North Colonnade Canary Wharf London E14 5HS
Telephone: +44 (0)20 7066 1000
Website: www.fca.org.uk
All rights reserved

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

株式買取請求をめぐる近時の問題
—補正の要否に関する議論の整理と公正な手続に関する考察—

2017年11月24日(金) 15:00~17:00

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	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
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
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
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教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
龍田	節	京都大学名誉教授(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授

【報 告】

株式買取請求をめぐる近時の問題

—補正の要否に関する議論の整理と公正な手続に関する考察—

同志社大学法学部教授

白 井 正 和

目 次

I. 本日の報告の概要	き措置に関する問題
II. 補正の要否に関する問題	1. ジュピターテレコム事件決定と手続面の審査を重視する傾向
1. ナカリセバ価格の算定と補正の必要性	2. 手続的な公正さの審査の枠組み
2. インテリジェンス事件決定	3. MBOにおけるマーケットチェックの活用という視点
3. 補正の要否に関する判例の体系的な理解	4. 小括
4. 現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定と補正の要否	IV. おわりに
III. 手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置に関する問題	討論

○前田 それでは、定刻になりましたので、11月の金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内のとおり、同志社大学の白井正和先生より「株式買取請求をめぐる近時の問題 —補正の要否に関する議論の整理と公正な手続に関する考察—」というテーマでご報告をいただくことになっております。

それでは、白井先生、よろしく願いいたします。

○白井 同志社大学の白井です。本日は、貴重な報告の機会を与えていただき、まことにありがとうございます。

I. 本日の報告の概要

本日の私の報告では、株式買取請求権制度をめ

ぐる近時の問題を取り扱いたいと考えておりまして、中でも、補正の要否に関する問題と公正な手続に関する問題を中心にお話をさせていただきたいと考えています。

・ジュピターテレコム事件決定（最決平成28年7月1日民集70巻6号1445頁）

株式買取請求権制度に関する近時の重要な最高裁決定として、ジュピターテレコム事件決定が挙げられます。ジュピターテレコム事件決定では、約70%の株式を保有する支配株主による少数株主の締め出しが行われたわけですが、このような多数株主と少数株主との間に利益相反関係が存在する企業買収の場面であっても、意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置（利益相反排除措置）が採られ、手続の公正さが十分に確保できていると認められる場合には、テクモ事件決

定（最決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁）のような相互に特別の資本関係がない会社間の企業買収の場面と同様に、原則として当事者間で合意した買収条件を尊重するという裁判所の姿勢が明確にされました。

ジュピターテレコム事件決定が示した内容に関する具体的な検討は、既に本研究会でも今年 5 月に早稲田大学の若林先生によってご報告されています。したがって、本日の私の報告では、ジュピターテレコム事件決定それ自体には深入りせず、同決定で示された内容をいわば所与のものとした上で、同決定後の非独立当事者間の企業買収の場面における公正な価格の算定に当たって今後問題となりそうな点を幾つか取り上げさせていただきたいと考えています。具体的には、市場全体の株価の動向を考慮した「補正」の要否に関する問題と、手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置に関する問題について、それぞれ分析・検討を試みたいと思います。

なお、本日の報告で「補正」という用語は、マーケットモデル等を利用することで、価格算定の基準日までの間に生じた市場全体の株価の動向を考慮して公正な価格を算定することを指して用いることとします。

II. 補正の要否に関する問題

1. ナカリセバ価格の算定と補正の必要性

最初に指摘させていただきたい点としまして、日本の裁判所は、企業価値を反映するものとしての株価に高い信頼を寄せているということが、その判断枠組みにおける重要な特徴の一つであると言えることができるように思われます。すなわち、日本の裁判所は、例えばインテリジェンス事件決定（東京高決平成 22 年 10 月 19 日判タ 1341 号 186 頁）で述べられた内容を引用するのであれば、「一般に、株式価格は、市場に参画した多数の投資者が、当該企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどに基づく企業価値を基礎とし、その企業に関して有する情報やその時点における一定の偶然的要素に影響されながら下した投

資判断により、形成されるもの」であると、多くの場合考えているようです。そのため、日本の裁判所は、株式買取請求権が行使された会社が上場会社であって株価が存在するのであれば、公正な価格のうちのナカリセバ価格の算定に当たっては、当該会社の株価を価格算定の基礎とすることが一般的です。

そして、仮に問題となっている買収が企業価値を増加も毀損もしないのであれば、ナカリセバ価格として、価格算定の基準日——これは判例によりますと株式買取請求権が行使された日ということになりますが——における当該会社の株価を直接に用いることが可能になります。この場合には、公正な価格として、買収の影響を排除した価格であるナカリセバ価格を算定することにはなりますが、問題となっている買収が企業価値を増加も毀損もしない以上、少なくとも理屈の上では、買収の計画公表の事実がそれ以後の買収対象会社の株価に対して影響を与えることはないと考えられることができるからです。実際に、楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件（最決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 卷 3 号 1311 頁）では、同事件における吸収分割が企業価値を増加も毀損もしないという事実認定に基づきまして、価格算定の基準日、すなわち株式買取請求権の行使日における買収対象会社（分割会社）の株価をもってナカリセバ価格と決定しています。

ところが、これに対して買収が企業価値を毀損する場合には、買収の計画公表「後」の株価は、当該買収による企業価値の毀損を見越して下落することになるので、買収の影響を排除した価格であるナカリセバ価格の算定に当たって用いることはできなくなります。そのため、買収が企業価値を毀損する場合のナカリセバ価格の算定に当たっては、買収が企業価値を増加も毀損もしないいわば例外的な場合と比較して、やや複雑な検討が必要になります。

具体的には、買収の計画公表後の株価は、ナカリセバ価格の算定に当たって用いることはできませんので、株価を参照するのであれば、買収の計

画公表「前」の株価を用いるしかないわけですが、買収の計画公表前の株価は、計画公表から価格算定の基準日までの間に生じた当該買収以外の事情、例えば経済全体あるいは業界全体の動向や、当該会社に固有の事情ではあるけれども当該買収とは無関係に生じる事情といったものを織り込んではいませんので、これらを織り込む必要があるのではないかという問題が学説において提起されてきました。ナカリセバ価格というのは、買収がなかったとすれば、価格算定の基準日に当該株式が有していたであろう価値を意味する以上、理論的に考えるのであれば、計画公表から価格算定の基準日までの間において買収がなかったとしても生じ得る事情については、価格算定に当たって当然に考慮すべきだからです。

2. インテリジェンス事件決定

こうした問題意識を背景としまして、インテリジェンス事件決定では、株式交換による株対価の買収の場面におけるナカリセバ価格の算定に当たって、同事件の株式交換の計画公表前の買収対象会社の株価を基礎としつつも、回帰分析の手法により、これに価格算定の基準日までの市場全体の株価の動向を反映した一定の「補正」を行った最初の公表裁判例として、重要な意義を有します。

レジュメの2ページのグラフは、実線部分が買収対象会社の実際の株価の終値を表し、点線の部分が補正後の買収対象会社の推定株価を表します。インテリジェンス事件の原決定に当たる東京地裁の決定（東京地決平成22年3月29日金判1354号28頁）は補正を行わなかったのですが、そのため原決定では、単純に株式交換の計画公表前の買収対象会社の株価の終値の平均値をもってナカリセバ価格を算定していました。すなわち、レジュメのグラフでいうところの①の部分をとったわけです。これに対して、インテリジェンス事件の高裁決定のほうでは、補正を行いまして、補正後の推定株価のうち株式交換の効力発生前1か月間の平均値をもってナカリセバ価格と算定しています。地裁とは異なり高裁では、レジュメのグラフの②

の部分をとっているということです。

インテリジェンス事件決定が示される前の裁判例には、企業買収によって買収対象会社の企業価値が毀損される場合、買収の計画公表後の買収対象の株価は、繰り返しにはなりますが、当該買収による企業価値の毀損を見越して下落しており、価格算定には用いることができないことなどを理由として、買収の計画公表前の一定期間の平均株価をもって公正な価格、すなわちナカリセバ価格とする例が散見されていました。

こうした中、インテリジェンス事件決定が回帰分析の手法を採用し、ナカリセバ価格の算定に当たって価格算定の基準日までの市場全体の株価の動向を反映した一定の補正を行ったということは、裁判所による意欲的な試みとして評価することができるものと思われま

3. 補正の可否に関する判例の体系的な理解

(1) 問題の所在

以上見てきましたように、インテリジェンス事件決定では、公正な価格の算定に当たって、価格算定の基準日までの間の市場全体の株価の動向を考慮した補正を行っており、このような算定の枠組みは、インテリジェンス事件の許可抗告審に当たる最高裁の決定（最決平成23年4月26日判時2120号126頁）によって是認されています。インテリジェンス事件で最高裁は、価格算定の基準日までの間の市場全体の株価の動向を考慮した補正を行った原決定（高裁決定）の算定の枠組みについて、裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるものと言うべきであると述べているからです。また、学説上も、インテリジェンス事件で最高裁が補正の余地を認めた点につきましては、賛成するものが少なくありません。

ところが、これに対して、冒頭で紹介をしたジュピターテレコム事件決定は、全部取得条項付種類株式の取得日までの市場全体の株価の動向を考慮した補正をするなどして株式の取得価格を算定すべきであるとした原審（東京高決平成27年10月14日金判1497号17頁）の判断を是認すること

ができないとし、そのような補正をすることは、原則として裁判所の合理的な裁量を超えたものと言わざるを得ないとしています。そして、こうしたジュピターテレコム事件決定の判断については、一般に学説からも広く支持を集めています。それでは、公正な価格の算定の場面における市場全体の株価の動向を考慮した補正の要否に関して、ジュピターテレコム事件決定の内容とインテリジェンス事件決定の内容は、どのようにすれば整合的に理解することができるのでしょうか。これが、本日の報告の中で詳しく扱ってみたい1つ目のトピックになります。

(2) ジュピターテレコム事件決定の事案で補正に反対する理由

この問題について考察するに当たりましては、ジュピターテレコム事件決定の事案において学説が補正に反対している理由を詳細に取り上げる必要があります。学説上は、ジュピターテレコム事件決定の事案において理論的な観点から補正に反対する見解が多数ですが、そこで述べられている内容としては、大きく2つの点が挙げられます。

まず第1に、これは東京大学の藤田友敬先生のご見解ですが、ジュピターテレコム事件決定では、現金対価の買収（キャッシュアウト）におけるシナジー適正分配価格の算定が問題となったということ踏まえれば、全部取得条項付種類株式の取得日までの市場全体の株価の動向を考慮した補正をする余地は通常は認められないという理由づけが挙げられます。

この見解は、まず、取引条件の公正さは取引に関する意思決定の時点で存在する事情に基づいて判断すべきであるとし、すなわち、価格算定の基準日と取引条件の公正さを判断する時点は区別して考えるわけです。その上で、現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定が問題となる場合には、公開買付価格が公開買付けの開始時点の判断として公正であれば、当該価格が取得価格となり、公正でなければ、裁判所は公開買付けの開始時点における判断として公正な公開買付

価格が幾らであるかを算定し、それが取得価格となるため、いずれにせよ、取得日までの市場全体の株価の動向を考慮した補正をする余地は通常は認められないということになります。公開買付価格が公正な場合、不公正な場合のいずれの場合であっても、反対株主には、公開買付期間の終了後の市場全体の株価の動向を考慮した補正を受ける利益が保障されることにはならないからです。

したがって、現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場面では、この見解に従いますと、価格算定の基準日というものはほとんど意味を持たないということになります。この見解は、どのような利益が反対株主に保障されるべきかという観点から理論的な分析を行い、その結果として、ジュピターテレコム事件決定の事案では補正の余地は通常は認められないという判断をしているわけです。

以上とはやや異なる観点に基づく見解としまして、第2に、仮に現金対価の買収の場面で補正を認めてしまうと、株主によるリスクのない投機が可能になるという問題が生じ得るということが、ジュピターテレコム事件決定の事案において補正に反対する理由づけとして指摘されています。すなわち、株主の機会主義的な行動の問題が指摘されているわけです。仮に現金対価の買収の場面で補正を認めてしまうと、株主は、とりあえずは買収に反対しておいて、その後、取得価格決定の申立期限までに株式市場全体の相場が上昇し、それに伴って公開買付価格などの現実の買収対価を上回る取得価格が決定されると期待できるようになった場合には、取得価格決定の申立てを行い、逆に相場が下落した場合には、取得価格決定の申立ては行わず、あらかじめ定められていた現実の買収対価（現金）で株式を手放すという形で、リスクのない投機をするということが可能になります。

このようなリスクのない投機が可能であれば、株主には、買収者による公開買付けには常に応募せず、全部取得条項付種類株式の取得決議などの締出しを実現する株主総会決議には常に反対するといった機会主義的な行動をとるインセン

タイプが生じ、その結果として買収のコストが高まることや、場合によっては、企業価値を高める望ましい買収であっても実現が困難になってしまうことが危惧されるところです。先ほど、学説がジュピターテレコム事件決定の事案で補正に反対する理由に関して、理論的にどのような利益が株主に保障されるべきかという観点からの分析に基づく見解を1つ目の理由づけとして紹介しましたが、この2つ目の理由づけのほうは、株主の機会主義的な行動の抑止という観点からの分析に基づく見解という整理が可能かと思えます。

(3) インテリジェンス事件決定の事案の考察

以上のジュピターテレコム事件決定の事案において学説が補正に反対している理由づけを念頭に置きながら、インテリジェンス事件決定の事案を検討してみたいと思います。

結論を先に述べるとすれば、インテリジェンス事件では、株対価の買収におけるナカリセバ価格の算定が問題となったため、ジュピターテレコム事件決定の事案において学説が補正に反対している理由づけは当たりません。いずれの理由づけも、少なくとも現金対価の買収の場面であることがその前提であるからです。その上で、インテリジェンス事件では、次の2つの点からすれば、むしろ補正を行うことが理論的には要請されるタイプの事案であったとすることができそうです。

まず、インテリジェンス事件決定ではナカリセバ価格の算定が問題となりましたが、ナカリセバ価格の算定の場面では、買収（インテリジェンス事件では株式交換）がなかったとすれば価格算定の基準日に買収対象会社の株式が有していたであろう価格の算定が問題となる以上、買収の公表前の時点における買収対象会社の株価を算定の基礎とするのであれば、理論的には、それに価格算定の基準日まで生じた市場全体の株価の動向を考慮した補正を行うことが要請されます。買収がなかったとすれば、買収対象会社の株式は、価格算定の基準日まで生じた市場全体の株価の動向による影響を大なり小なり受けていたはずだからで

す。先ほどの学説がジュピターテレコム事件決定の事案で補正に反対する2つの理由づけの観点から言いますと、1つ目の理論的な観点からの分析という点では、インテリジェンス事件決定の事案では、ナカリセバ価格の算定の場面なので、むしろ補正が要請されることになりそうです。

その上で、どちらかといえば補助的な理由づけにはなりますが、仮に株対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面——インテリジェンス事件はそのような事案だったわけですが——で補正を認めないとすれば、株式買取請求権制度を通じて、将来の株価下落に対する株主によるヘッジがヘッジの対価を支払うことなく可能になるため、政策的な観点からは適切ではないと考える余地もあります。すなわち、仮に株対価の買収の場面で補正を認めないとすれば、株主は、とりあえず買収に反対しておいて、もしその後株式市場全体の相場が下落し、それに伴って価値の下落した買収者の株式を取得するよりはナカリセバ価格として買収が公表される前の買収対象会社の市場株価に基づく価格で受け取るほうが有利であると考えられる場合には、株式買取請求権を行使し、逆にもし株式市場全体の相場が上昇した場合には株式買取請求権を行使せず買収者の株式を取得する、という形で、株式買取請求権制度を通じた将来の株価下落に対するヘッジが可能になるとも考えられるからです。

なお、以上の株主による将来の株価下落に対するヘッジの問題が生じるのは、株対価の買収の場面におけるナカリセバ価格の算定の場面においてということになります。すなわち、買収が公表される前の買収対象会社の株価をもってナカリセバ価格と算定する場合に、こうした問題は顕著になります。

これに対して、株対価の買収の場面であってもシナジー適正分配価格の算定が問題となる場合には、当事会社間で合意した比率が公正ならば——株対価なので比率ということになるわけですが——価格算定の基準日における買収対象会社の株価をもって公正な価格とされ、比率が不公正ならば

株主総会の時点などの買収に関する意思決定の時点における公正な比率を算定し、その比率に基づいて価格算定の基準日における買収者及び買収対象会社の株価を修正するなどして公正な価格を算定することになるので、いずれにせよ、株式買取請求権の行使日までの市場全体の株価の動向は公正な価格に織り込まれることになりそうです。したがって、株対価の買収であっても、シナジー適正分配価格の算定の場面では、補正の要否という問題は基本的には生じないように思われます。

以上見てきましたように、ジュピターテレコム事件決定とインテリジェンス事件決定の事案の違いに着目することで、ジュピターテレコム事件決定では補正が否定され、インテリジェンス事件決定では補正の余地が認められたことを、整合的に説明することが可能になります。一見すると矛盾するように見える両事件の決定ですが、理論的な観点からは、ジュピターテレコム事件決定では補正が否定され、インテリジェンス事件決定では補正の余地が認められたことは、いずれも正当化することができるように思われます。

4. 現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定と補正の要否

以上のように補正の要否の問題を整理してきますと、残された問題として、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めるべきか否かという問題があることに気がつきます。

この場面ですけれども、既に述べましたように、ナカリセバ価格の算定の場面であることからしますと、理論的には補正を行うことが要請されるということになりそうです。ところが、その一方で、現金対価の買収の場面であることからしますと、補正を認めることで株主の機会主義的な行動が誘発される可能性が生じないとは言えません。ナカリセバ価格の算定の場面であっても、仮に現金対価の買収の場面で補正を認めてしまうと、株主は、とりあえず買収に反対しておいて、その後株式市場全体の相場が上昇し、それに伴って補正により現実の買収対価を上回る公正な価格（ナカリセ

バ価格）が算定されると期待できるようになった場合には、株式買取請求権を行使し、逆に相場が下落した場合には、現実の買収対価で株式を手放すという形で、リスクのない投機をすることが一応は可能になりそうだからです。そのように考えますと、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めるべきか否かというのは、悩ましい問題であると言い得るように思われます。

この問題について、私見では、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面では、補正を認めるということによいのではないかと考えています。補正をすることは、少なくとも裁判所の合理的な裁量の範囲内にあると位置づけてよいのではないかと考えています。その理由ですけれども、ナカリセバ価格の算定の場面である以上、理論的に考察するのであれば、補正を認めるということがやはり必要となるからです。

それでは、株主の機会主義的な行動の問題についてはどのように考えるのかということですが、確かに、補正を認めることで株主の機会主義的な行動が誘発される可能性が生じないとは言えないのですが、あくまでここでは、現金対価の買収の場面のうち、シナジー適正分配価格の算定の場面には先ほどのジュピターテレコム事件決定によって補正は明確に否定されているわけですから、ナカリセバ価格の算定の場面に限って補正を認めるにすぎないわけです。すなわち、現金対価の買収の場面のうち、ナカリセバ価格の算定の場面に限って補正を認めるということを目指しているにすぎません。

そうしますと、買収を通じた企業価値の増加の有無が事前に明確には判断できないということを踏まえれば、さらには、株式買取請求権の行使には行使する株主に一定のコストがかかるということも踏まえれば、ナカリセバ価格の算定の場面に限って補正を認めるとしても、株主が機会主義的な行動に出る可能性は必ずしも高いとは言えないように思われます。

また、仮に株主が機会主義的な行動に出ること

になったとしても、買収による企業価値の毀損が前提であるナカリセバ価格の算定の場面であることからしますと、機会主義的な行動の弊害として指摘されてきた企業価値を高める望ましい買収を阻害するという問題は起こりにくいと考えられることも、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めてよいと私が考える理由の一つとして挙げられます。

もちろん、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めるという立場をとりますと、本当は企業価値を高める望ましい買収であるにもかかわらず、株主が誤って企業価値を毀損する買収であると考えて、先ほど来説明しているリスクのない投機を目的に株主が買収に反対するようになるということも、理論的には考えられないではありません。

こうした点を踏まえれば、補正を認めることで企業価値を高める望ましい買収が阻害される可能性は、たとえ現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面に限って認めるとしても、ないとは言えないのですが、この場合には、株主は主観的には当該買収は企業価値を毀損する買収であると考えている以上、たとえ補正が認められないとしても、当該株主が当該買収に反対する可能性というのは実は高いのではないかと考えられそうです。すなわち、株主は主観的には企業価値を損なう買収であると考えている以上、たとえ現金対価のナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めるか認めないかのどちらの立場を採用するにしても、そのこととは無関係に、当該株主は買収に反対していた可能性が高いのではないかとということです。そうであるとすれば、補正が認められること自体が原因となって企業価値を高める望ましい買収が阻害されてしまう場合というのは、事例としてはそれほど多くないように思われます。

なお、以上のように分析を進める前提として、従来、公正な価格の解釈として学説上有力に主張されてきた、ナカリセバ価格とシナジー適正分配価格のうちいずれか高いほうの価格での株式の買取りを認めるという考え方は、私見では、弊害が

大きいので採用すべきではないと考えています。いずれか高いほうの価格での株式の買取りを認めるという考え方を採用してしまいますと、現金対価の買収の場面では、ナカリセバ価格の算定の場面に限って補正を認めるにすぎないとはいえ、企業価値を高める望ましい買収の場合でも株式買取請求権制度を通じたリスクのない投機が事実上可能になります。そのため、いずれか高いほうの価格の買取りを認めるという考え方をとる場合には、現金対価の買収における株主による機会主義的な行動の問題が大幅に深刻化することになり、企業価値を高める望ましい買収が阻害されてしまうおそれが高まるからです。

以上が、本日扱わせていただきたいと考えている1つ目のテーマである、補正の可否に関する問題についての報告です。

III. 手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置に関する問題

ここから先は、手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置に関する問題について述べさせていただきます。

1. ジュピターテレコム事件決定と手続面の審査を重視する傾向

ジュピターテレコム事件決定で最高裁は、多数株主と少数株主との間に利益相反関係が存在する企業買収の場面であっても、意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置、いわゆる利益相反排除措置が採られ、手続の公正さが十分に確保できていると認められる場合には、原則として当事会社間で合意した買収条件を尊重する姿勢を明確にしました。すなわち、買収の公正さを審査するに当たっては手続面を重視するということを裁判所として明らかにしたわけですから。

ジュピターテレコム事件決定が示される前においても、学説上は、MBO や支配株主による少数株主の締出しなどの構造的な利益相反の問題が懸念される企業買収の場面では、裁判所は、まずは第1段階目の取引である公開買付けに関する公開買

付価格の形成過程における公正さを審査した上で、公正と判断される場合には当該価格を尊重するとともに、不公正と判断される場合に限り、裁判所は独自に公正な価格、すなわちシナジー適正分配価格を算定すべきとする見解が多数でした。こうした見解の背後には、裁判所が独自にシナジー適正分配価格を算定することには慎重であるべきとの価値判断が存在するものと考えられます。その上で、公開買付価格の形成過程における公正さを審査するに当たっては、同過程における利益相反排除措置が有効に機能したかどうかに着目すべきとする見解が有力に主張されています。

ジュピターテレコム事件決定は、多数株主と少数株主との間に利益相反関係が存在する企業買収の場面であっても、裁判所は主として公開買付価格の形成過程における手続的な公正さを審査し、公正と判断される場合には原則として当事会社間で合意した買収条件を尊重するという点で、こうした学説上の多数説の見解とおおむね軌を一にするものと言うことができそうです。

2. 手続的な公正さの審査の枠組み

ジュピターテレコム事件決定は、以上の一般論を述べた上で、手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置として、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴取することや、公開買付けに応募しなかった株主の保有する株式も公開買付価格と同額で取得する旨があらかじめ明示されることを挙げていますが、これらの措置はあくまで例示であり、どの程度の措置を講じることが必要となるかについては、最新の実務動向等を踏まえつつ、個別の事案ごとに検討する必要があるように思われます。

そして、この問題について学説上は、MBO や支配株主による少数株主の締め出しなどの構造的な利益相反の問題が懸念される企業買収の場面において、裁判所が当事者間で合意した買収条件を尊重することを正当化するためには、独立当事者間の取引と同視できるような公正な手続を経ていると評価できることが必要であり、そのことからすれ

ば、単に第三者委員会を設置したという外形的な事実だけではやはり十分ではなく、利益相反排除措置が「実質的に」機能したということが必要であるとする見解が有力に主張されているところです。なお、ジュピターテレコム事件決定の先行評釈を踏まえれば、MBO の場面にもジュピターテレコム事件決定の考え方は原則として同様に妥当すると理解されています。

そして、これまでの日本の学説上は、利益相反排除措置の中核をなす第三者委員会に着目して議論が積み重なってきたように思われます。第三者委員会に関して申しますと、同委員会が実質的に機能したかどうかを判断するに当たっては、米国法からの示唆を踏まえつつ、同委員会が①取引に重大な利害関係を有しない者によって構成されているかどうか、②当該取引に関して十分に情報を得るための全ての合理的な手順を踏んでいるかどうか、③独立した財務及び法務に関するアドバイザーと直接に連絡をとることができるかどうか、④取引の審査、分析及び交渉の過程において十分な権限を有し、そして実際にも積極的な役割を果たしているかどうか、といった要素を総合的に考慮することが適切であり、中でも④の要素のうち、第三者委員会による検討や交渉等の活動の実質面を重視し、裁判所は、取引の過程において同委員会が現実に果たした役割について詳細な検討をすることが望まれるとする見解が述べられています。

3. MBO におけるマーケットチェックの活用という視点

(1) Subramanian 教授の見解

以上の第三者委員会を中心とした利益相反排除措置に関する議論、こうした議論はもともとは米国の判例・学説上積み重ねられてきたものであり、近年では日本でも活発な議論がなされていると理解していますが、こうした議論に加えて、近年の米国では、特に株式買取請求権 (appraisal rights) が行使される際の公正な価格 (fair value) の算定に関して、MBO の場面では、市場における他の潜在的な買収者の有無の調査・検討を内容とする

マーケットチェックの十分な実施という要素を重視すべきであるとする見解が、有力に主張され始めています。

なお、近年の米国では、株式買取請求権が行使される事例・金額は年々大幅に増加しているという点が、その重要な特徴として指摘することができます。米国で公表されている最近の論文 (Guhan Subramanian, Using the Deal Price for Determining “Fair Value” in Appraisal Proceeding (Feb. 6, 2017), 7-14) によれば、「株式買取請求権を行使した株式の数×買取対象会社の株式1株当たりの実際の買収対価」で表される表面上の金額 (face value) は、2009年・2010年ごろは米国ではごくわずかにすぎなかった (年間で1億ドルを大きく下回る程度の金額にすぎなかった) もの、2011年以降は毎年70%程度の累積的な成長を遂げ、2015年・2016年ごろになると、年間で20億ドル程度の金額にまで増加しているようです。

そのため、かつては、米国では、株式買取請求権は信認義務違反に基づく訴訟の提起などと比較してあまり行使されることがない権利であり、米国法においてその重要性は必ずしも高いものではないなどと紹介されることもないわけではなかったのですが、少なくとも2010年以降の米国では、このように株式買取請求権が行使される事例・金額は年々大幅に増加しており、株主、特にヘッジファンドなどのファンド株主による株式買取請求権の行使には、実務界からも強い関心が寄せられているようです。

話を本論に戻しますと、マーケットチェックの十分な実施という要素を重視すべきであると主張する代表的な論者であるハーバード大学のSubramanian教授は、株式買取請求権が行使される際の公正な価格の算定に当たって裁判所が当事会社間で合意した買収対価を尊重するための要件として、買収者との間で、主に第三者委員会による独立当事者間の交渉と評価できるような実質的な交渉が行われることに加えて、意味のあるマーケットチェック (meaningful market check) が行

われることを挙げています。

その上で、Subramanian教授は、MBOの場面において意味のあるマーケットチェックであると言えるためには、当初の買収者とマーケットチェックを通じて登場する潜在的な買収者との間で平等な競争の場 (level playing field) が確保されている必要があります。そのためには、例えばですけれども、買収に関する契約締結「前」の段階における買収対象会社の第三者委員会が雇用する財務アドバイザーなどによる潜在的な買収者に対する積極的な買収の勧誘行為を、これまで以上に重視する必要があるということや、最終的に取締役会がマーケットチェック等を通じて誰が買収者になるかを選定するまでは、MBOの際に経営陣が自らの雇用や報酬、出資に関するアレンジメントについてプライベート・エクイティ・ファンド (PEファンド) と事前に協議することを禁止することなどを指摘しています。そして、意味のあるマーケットチェックの実施を要件として挙げる理由としては、MBOの場面において、オークションの仕組みを通じた効果的な価格発見機能をこれまで以上に活用しようとする点が主張されているところ です。

(2) Dell 事件決定

また、近年では、米国のデラウェア州衡平法裁判所による価格決定の裁判例の中にも、MBOの場面では、意味のあるマーケットチェックの実施の有無という要素を重視するものが観察されるようになっていきます。近年のデラウェア州の裁判所による公正な価格の算定の場面では、取引の過程が適切なものであれば、実際の買収対価をもって公正な価格の最善の証拠である、すなわち最も信頼することができる証拠であると判断する姿勢が示されています。そして、取引の過程が適切であるかどうかを判断する際の要素として、近年のデラウェア州の裁判所では、意味のあるマーケットチェックの実施の有無という要素をこれまで以上に重視しようとする傾向を見てとることができます。

こうした傾向を有する近年の代表的な裁判例と

して、2016年に出された Dell 事件決定 (In re Appraisal of Dell Inc., Civ. A. No.9322, 2016 WL 3186538 (Del. Ch. May 31, 2016)) が挙げられます。Dell 事件決定は、パーソナル・コンピュータの開発・製造等を業とする Dell 社の創業者であり、同社の株式の約 16%を保有する Michael Dell 氏が、PE ファンドと組んで同社に対する MBO を実施したというものです。

Dell 事件では、買収対象会社である Dell 社に設置された第三者委員会と、買収者すなわち Michael Dell 氏と組んだ PE ファンドとの間の激しい交渉を通じて、2012年12月4日の段階では1株当たり 12.70 ドルであった買収対価が、最終的には2013年7月31日に 13.75 ドル、特別配当まで含めると 13.96 ドルにまで引き上げられました。また、Dell 事件で買収者との間で締結された買収に関する契約には go shop 条項が盛り込まれており、買収対象会社である Dell 社は、契約締結後 45 日間は他の潜在的な買収者に対して買収の勧誘をし、当初の買収者——買収に関する契約を締結した相手方を指し、本件では Michael Dell 氏と組んだ PE ファンドを指します——による買収提案に優越する内容の提案を引き出そうとすることが認められていました。

このように、Dell 事件では、①買収対象会社である Dell 社に設置された十分な権限を有する第三者委員会による買収者との間の長期にわたる激しい交渉が行われ、②当該交渉を通じて買収対価の上乗せが行われ、③買収に関する契約の締結後に、go shop 条項に基づき、第三者委員会がマーケットチェックのために雇用した財務アドバイザーによる全部で 60 社を超える数の潜在的な買収者に対する積極的な買収の勧誘が行われたにもかかわらず、裁判所は、買収に関する契約の締結「前」の段階では PE ファンド 2 社に対する勧誘しか行われていなかったことなどを問題視した上で、「Dell 社の売却の過程は価格発見のツールとして不十分にしか機能していない」と判示し、実際の買収対価である 13.75 ドルを重視することせず、DCF 法に基づき、同価格にさらに 28%を

上乗せした額である 17.62 ドルをもって公正な価格としました。Dell 事件決定の事案における以上の①から③の点を踏まえれば、現在の日本の公正な価格の算定の場面では、おそらくは手続の公正さが認められ、実際の買収対価をもって公正な価格であると算定される可能性が高い事案であると言えますが、デラウェア州衡平法裁判所は、マーケットチェックの不十分性等を理由に、実際の買収対価をもって公正な価格であると算定することはしませんでした。

以上の Dell 事件決定について、Subramanian 教授は、Dell 社が設置した第三者委員会が契約締結「前」の段階ではかなり限られた数のマーケットチェックしか行っていなかった点に問題があると分析しています。すなわち、買収対象会社である Dell 社の経営陣が引き続き同社の経営を担うことが取引において重要な価値を有するとともに、経営陣が約 16%もの Dell 社の株式を事前に保有していたなどの Dell 事件の事案の下では、買収に関する契約締結「後」の勧誘では契約締結「前」の勧誘に十分に代替することはできないと結論づけた上で、Dell 事件で買収に関する契約の締結後に go shop 条項に基づき買収の勧誘が行われたとしても、そこでは平等な競争の場は確保されていないことからすれば、Dell 事件では意味のあるマーケットチェックは行われていなかったと指摘し、公正な価格の算定に当たって実際の買収対価を尊重しなかった Dell 事件決定に賛成の立場を示しています。

4. 小括

以上の近年の米国における MBO の場面での意味のあるマーケットチェックの実施の有無を重視するという視点は、これまで日本の MBO の場面ではあまり考慮されてこなかった点であると思われるが、日本の裁判所による公正な価格の算定の場面、中でも手続の公正さを審査する場面で一定の有益な示唆を与えてくれるものと言えます。日本では、マーケットチェックを通じたオークションの仕組み以外の仕組みによる価格発見機能が

米国よりも高いとは言えず、むしろ第三者委員会に与えられる権限等の面からして、日本では米国ほどは利益相反排除措置としての同委員会が有効に機能していないとすら考える余地があることからしますと、オークションの仕組みを通じた効果的な価格発見機能を活用することの必要性は、日本の企業買収の場面では米国の企業買収の場面と比較して低いとは到底考えにくいと思われるからです。

したがって、近年では日本でも、第三者委員会の活動を「実質的に」評価する必要があるとする見解が有力に主張されていますが、そのような評価を行う際に、MBO の場面では、第三者委員会が雇用する財務アドバイザーなどによる意味のあるマーケットチェックの実施の有無を考慮要素の一つとして位置づけることは——そもそも第三者委員会に財務アドバイザーを雇用する権限を与えること自体まれな現在の日本の実務からすると、確かにハードルが高いという問題はあるのですが——理論的には一考に値するものと思われます。日本の実務でマーケットチェックといいますと、2007年に公表された「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」(MBO指針)の中で、MBOにおける「対抗的な買付の機会を確保し、当該期間に対抗買付が出ないことをもって、価格の適正性の担保とする」という考え方にに基づき、公開買付期間を比較的長期間に設定することが実務上の工夫として挙げられていることもあって、これまではどちらかといえば、契約締結後のマーケットチェックに議論が集中していたようにも思われます。こうした中、Subramanian 教授の2016年の論文(Guhan Subramanian, Deal Process Design in Management Buyouts, 130 HARV. L. REV. 590, 654-657 (2016))では、契約締結「後」のマーケットチェックは、日本と比較して企業買収に関する市場が大きく発展していると思われる米国においてさえ、契約締結「前」のマーケットチェックに十分に代替することはできないということが理論的に分析されていて、このような視点に基づく議論は、日本

の公正な価格の算定の場面においても一考に値するのではないかと考えている次第です。

IV. おわりに

本日の報告では、ジュピターテレコム事件決定後の非独立当事者間の企業買収の場面における公正な価格の算定に当たって今後問題となりそうな点として、市場全体の株価の動向を考慮した補正の可否に関する問題と、手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置に関する問題について、分析・検討を試みました。もっとも、市場全体の株価の動向を考慮した補正の可否に関する問題につきましては、若干の私見は述べさせていただきましたが、主として理論的な観点からの考え方の整理と残された課題を示したというにすぎず、また、手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置に関する問題につきましては、本日の報告の中では、米国法を参照しつつ、意味のあるマーケットチェックの実施の有無という近年米国で議論されている視点を紹介するにとどまるものでして、いずれも本格的な検討と言うにはほど遠く、問題意識の提示のみをさせていただきました。いずれの問題につきましても、今後研究を深めてまいりたいと考えています。

以上で報告を終わらせていただきます。いろいろとご教示いただければ幸いです。どうぞよろしくお願いたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○前田 どうもありがとうございました。ご報告は、補正の可否に関する問題と公正な手続に関する問題、大きく分けて2つあると思います。

まず、前半の補正の可否に関する問題について、ご質問やご意見をよろしくお願いたします。

#### 【ナカリセバ価格の算定と補正】

○小出 本日は私の不勉強な分野なものですから、プリミティブな質問は一番最初がいいと思

まして、いい機会ですので教えていただければと思います。

補正と言うときに、例えば全体のマーケット動向が下落傾向にあるときには、それを織り込んで補正をするというようなことが多分考えられると思うのですが、ナカリセバ価格の場合には、要は、その組織再編をすると企業価値が下落するというのが前提だと思うので、それに反対した株主は、できれば本当は早く出ていきたい。特に、マーケットが下落傾向にあるときには、本当はすぐに出て行って、マーケットの下落に対しても自分で対応を図りたいのだけれども、しかし、公表された瞬間に株価が理論的には下がっている可能性があるため、そこで出ていくと損をするわけですね。ですから、この株式買取りという制度を使う限りは、買取価格の結果が出るまでは持ち続けなければいけないということだと思います。

そうすると、公表をした後、価格の決定時までのマーケット全体の下落傾向というもののリスクを反対株主は負わなければいけないのでしょうか。補正するということはそういうことだと思うのですが、それはちょっとかわいそうな気がするのですね。本来であれば、すぐ売れば自分である意味ヘッジができたはずなのに、その機会が奪われているわけですから。その場合でもやはり補正はすべきだというふうにお考えなのでしょうか。

○白井 本日の報告の中では時間の都合上ご紹介できなかったのですが、学説上は、小出先生が今おっしゃった価値判断に基づき、企業価値の毀損が前提となるナカリセバ価格の算定の場面では、価格算定の基準日を、判例のように株式買取請求権の行使日と解するのではなく、組織再編の承認決議日とすべきとする見解が主張されています。そのように考えるのであれば、ナカリセバ価格の算定の場面では、組織再編の承認決議日における公正な価格を算定する以上、補正はすべきではないということになるかと存じます。そして、企業価値が毀損する場面では、反対株主に市場株価の変動リスクを負わせるべきではないという価値判断は、考え方として十分にあり得るところであ

ると私も考えています。

ただし、こうした見解に立つ場合に一つネックになってくると思われるのが、ある組織再編が企業価値を増加させるかそれとも毀損するかを、事前に明確には判断することができないという点です。明確には判断することができないことからすれば、価格算定の基準日については企業価値の増加・毀損によって左右されない統一的な基準を設けることが望ましいと言えそうであり、そうであるとすれば、株主の機会主義的な行動を防ぎ、組織再編に反対する過剰なインセンティブを抑止する観点を重視せざるを得ないため、価格算定の基準日については判例の理解でよいのではないかと考えています。

企業価値の増加・毀損の有無が事前に明確に判断できるのであれば、価格算定の基準日を変えるという考え方も十分にあり得るところだと思います。個人的には、ある組織再編が企業価値を増加させるかそれとも毀損するかを明確には判断することができないという点が気になり、悩ましいところではありますが、価格算定の基準日については判例の考え方でよいのではないかと考えています。

○小出 この議論は昔やったような記憶もあるのですが、私も白井先生のおっしゃることはそのとおりだと思います。ただ他方で結局ナカリセバ価格で判断をするというふうに決まったということは、結果的には企業価値を毀損するものだったわけですね。もちろん、事前にはわからないというのはおっしゃるとおりだと思います。その場合の事後的な解決として、やはり救済は与えなくてもよろしいのですかね。機会主義的な行動の問題もよくわかるのですが、どちらを重視すべきなのかなということだと思います。ありがとうございます。

#### 【企業価値の増加・毀損の判断】

○前田 補正の要否については、ナカリセバ価格なのか、それともシナジー適正分配価格なのかで考え方が異なることはわかったのですが、

ナカリセバ価格とシナジー適正分配価格のうちのいずれか高いほうの価格での買取りを認めるという考え方は、とるべきではないというお考えを示されました。そうすると、反対株主のほうとしては、とにかく公正な価格で買い取ってくれという形の請求ではなくて、いずれの価格による買取りを請求するのかを明らかにして請求しなければならないということになるのでしょうか。

○白井 現実問題としては、ある組織再編が企業価値を増加させるかそれとも毀損するかを明確には判断することができないという事例もあり得ると思うのですけれども、その場合に、仮にいずれか高いほうの価格での買取りを認めるという考え方に立つのであれば、ナカリセバ価格とシナジー適正分配価格の両方の価格を算定して、株主としてはそのうちの高いほうの価格での買取りを認めてもらうということは確かに可能になります。これに対して、本日の私の報告のようにそうした考え方をとらない場合には、裁判の中で、公正な価格としてどちらの価格を算定するかを明らかにしていくことが必要になりそうです。こうした作業は当事者にとって負担であるとも考えられないのではないのですが、実際には、これまでの日本の価格決定の裁判において、ナカリセバ価格とシナジー適正分配価格の両方を主張し、算定するというケースはほとんどないように理解しています。すなわち、当事者間に争いのない事実として、ナカリセバ価格とシナジー適正分配価格のうち、どちらかに焦点を絞って議論しているのが実務ではないかと考えています。そうしますと、いずれか高いほうの価格での買取りを認めるという考え方をとらないとしても、それが大きな不都合をもたらすということはないように思います。

とりわけ会社の側としては、通常は組織再編を通じて企業価値が増加するという説明をするわけです。といいますのも、企業価値が毀損するのであればなぜそのような組織再編をするのかといった問題が生じるわけですから、この組織再編によって企業価値が増加すると説明することが多いわけです。そして、補正の問題を除けば、通常はシ

ナジー適正分配価格の算定の方が株主にとって有利である可能性が高いと思われることや、単に組織再編の公表後の株価が下落したという事実だけをもって企業価値の毀損を立証することは、テクモ事件決定で見られるように困難であることなどを踏まえれば、おそらくは多くの場合、株主はシナジー適正分配価格の算定をすることに異存はないということになるかと思われまますので、実際には、当事者間に争いのない事実という形で、シナジー適正分配価格の算定をすることになるのではないかと考えます。

○船津 今の点ですけれども、結局それを誰が判断するのかというあたり、あとデフォルトはどちらなのかというあたりが、話としては非常に難しいのかなという気がしています。それで、申しわけないですけれども手続のほうに若干入るのですが、公正な手続を確保しているということと、企業価値が増加するか毀損するかということとは、論理的には明らかに関係はないと思うのですけれども、そこにまで及ぶというふうな取扱いがされるとお考えでしょうか、といいますか、そのあたりはどう考えればいいのでしょうか。

○白井 組織再編において公正な手続が確保されている場合に、そのことが企業価値の増加・毀損の有無の判断にどのような影響を与えるかという話は、重要な論点であると考えています。学説上も、この点については様々な見解が唱えられています。私自身は、少なくとも公正な手続が確保されていることのみをもって、組織再編による企業価値の増加を認定してよいとすることには若干の躊躇があります。

組織再編の場面において公正な手続が確保されている場合に、そのことをもって公正な価格の算定に当たり当事者間で合意した買取対価を尊重するという話と、組織再編による企業価値の増加の有無の話は、一応は区別して考えることができるように思われます。独立当事者間の組織再編の場面であっても、例えば当事会社の経営陣の自信過剰やバイアスの存在などを原因として、企業価値を毀損する組織再編は起こり得るわけですから、

独立当事者間の組織再編に比肩するような公正な手続が確保されていることをもって、当該組織再編は企業価値を増加するものだと認定してよいと考えることには、個人的にはやや慎重な立場をとっています。

ただし、その一方で、企業価値の増加・毀損の判断については、例えばテクモ事件決定の事案に関していろいろと議論されてきたように、株価の動きを見るだけでは判断することが容易ではないという側面もありますので、今後の実証研究の進展でどこまで明らかにすることができるかということ次第だという面はあると思いますが、仮に企業価値の増加・毀損の判断は現実にはかなり難しいということであれば、増加・毀損の判断をする際の一つのメルクマールとして、公正な手続の確保をもって組織再編による企業価値の増加についての一定程度の推認が働くという考え方も、十分に合理性のある考え方だとは思っています。

○船津 今の点に関してですけれども、白井先生が現金対価でナカリセバ価格の場合については補正してもいいのではないかと書かれているところが非常に気になっていまして、補正を認めるということは尊重しないということだと。公正な手続でやっけていても、やはりそこは尊重しないということなのですか。

○白井 尊重する、しないというのは、どういう意味でしょうか。

○船津 公正な手続によっていたとしても、当事者で合意した価格が尊重されない場合はあるのだということになるのですか。

○白井 ナカリセバ価格の算定の場面で補正を認める、認めないという議論と、当事者間の合意を尊重する、しないという議論は、別の話であって、相互に関係することはないと思います。ナカリセバ価格の算定の場面ですから、公正な価格の算定に当たって当事者の合意を尊重し、当事者が合意した価格をもって公正な価格とするという発想は、そもそもとり得ないように思われるのですが……。

○船津 手続的な公正さがあれば尊重していい

よというのがジュピターテレコム事件決定であるとして、いま一つ補正の要否とのつながりがわからないのが、マーケットが変動する云々という話と手続的な公正性というのがどうつながるのだろうかということとして、第三者委員会の話をしておられたのですけれども、これはもっぱら、どちらかというまさに公正な比率とか、対価が公正かどうかという点なのですね。それに対して補正の要否というのは、マーケットがどう動いたかという話ですね。公正な対価というものの中にマーケットの要素が含まれるのか、含まれないのかというのが最大の問題ではないかなという気がしていて、マーケットの変動まで含めて公正だと考えているのであれば、手続さえ公正であれば、あとはもう尊重するよという話になってくるのかなというふうに思ったので、第三者委員会という話とマーケットの変動の補正をするかしないかというのがどうつながるのかということをお聞かせいただければと思うのですけれども。

○白井 第三者委員会の話に限らず、利益相反排除措置を充実させて、構造的な利益相反のある組織再編の場面であっても、意思決定時点における手続的な公正さが十分に確保され、それが独立当事者間の取引と同視できるような程度にまできちんと確保されている場合には、その場合に当事者間で合意した買収条件を原則として尊重するというのが、あり得る一つの考え方ではないかと思われまます。また、こうした考え方が、おそらくはジュピターテレコム事件決定で最高裁が採用した考え方であると考えています。これに対して、市場全体の動向を考慮した補正の要否の話は、価格算定の基準日における公正な価格を算定する上でどこまでの事情を織り込むべきかという議論であり、手続の公正さの議論とは区別されたものであると理解しています。そして、本日の報告の中で紹介させていただいた藤田先生のような議論の枠組みをとるのであれば、買収条件の公正さは買収に関する意思決定時点で見るとということになります。その上で、価格算定の基準日における公正な価格を算定するのであっても、買収条件の公正さ



は買収に関する意思決定時点で見るというふうに、買収条件の公正さの判断時点と価格算定の基準日を切り分けるのであれば、少なくとも現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場面では、買収に関する意思決定時点で公正な手続がとられていて、その合意が尊重に値するものであれば、以後の市場全体の動向を考慮した補正をする余地はないということになるのではないかと思います。

○船津 切り分けられるとすれば、補正の余地はないと。

○白井 補正の余地はないということです。その一方で、現実に採用可能かどうかはさておき、以上の考え方とは異なる考え方として、例えば以後の市場全体の動向まで含めて適切に分析・予測できて初めて手続が公正であると認定されるという考え方はあるのかもしれないのですが、そのような考え方を採用することは現実的ではないと思われま

○船津 全くおっしゃるような整理でいいのではないかと思いますのですけれども、私はどちらかというと、ジュピターテレコム事件決定は後者にも読めるのではないかと思いますというだけです。

#### 【株主の機会主義的な行動に関する問題】

○伊藤 ご報告では、補正について学界で言われている幾つかの論拠を挙げられて、そこからいろいろな議論が展開されていまして、必ずしもこれらの全てを白井先生が支持されるというわけでもなさそうなのですが、少なくともレジュメの3ページに挙げられている、現金対価の買収で補正を認めれば機会主義的な行動を誘発するという論拠は、白井先生も支持されているのであろうと思います。そこでまず、この論拠の内容をちょっと確認させていただきたいのですが、ここで機会主義的な行動が生じるのは、現金対価だからだということというふうな論理だということによろしいですか。

つまり、いずれにしても現金を得て少数株主は退出するわけなのだが、補正を認めてしまうと、シナジー適正分配価格が問題になる場合には、そ

の後いろいろな事情で株価が上昇すれば、取得価格決定を申し立てることになるし、株価が上昇しないのであれば、何もせずに買収価格で株式を手放すと、そういうふうな行動を誘発するのであるということによろしいのでしょうか。

○白井 レジュメの3ページのところですけれども、現金対価の買収の場面で生じる問題と理解しています。伊藤先生からは今、シナジー適正分配価格の算定の場面を挙げていただきましたが、おそらくはナカリセバ価格の算定の場面でも同様であって、現金対価の買収では、組織再編に関する意思決定の時点の後で市場全体の株価が高騰し、仮に高騰した株価を反映した補正をするということになれば、ナカリセバ価格の算定の場面であろうが、シナジー適正分配価格の算定の場面であろうが、価格算定の基準日までの間の補正により得られる利益を目的とした株主の機会主義的行動の問題が生じてしまうのではないかと考えています。

○伊藤 それを前提にもう少し伺いたいのですけれども、ナカリセバ価格の場合も、やはり補正をしてしまうと機会主義的な行動の問題は生じるのであるが、レジュメの4ページの最後の3行に書かれているとおり、そもそも企業価値の増加の有無は事前にはそれほどはっきりとは判断できないし、あるいはそもそも株主が取得価格決定の申立てをしたり買取請求権を行使したりするには、個別の株主が事前に行うとやらなければいけないことがあるので、一定のコストがかかりますよということをおっしゃっています。しかし、そのようなことは、シナジー適正分配価格の場合にも妥当するのではないかと思います。企業価値の増加の有無が事前にはわからないとか、コストがかかるということは。

そうしますと、要は、両者は量的な差にすぎないので、もしナカリセバ価格のほうでは、機会主義の問題が存在するにもかかわらず補正を認めてよいとおっしゃるのであれば、企業価値の増加の有無が事前にはわからないとかコストがかかるという点でのシナジー適正分配価格事例とナカリセバ価格事例との差は量的な差なのだけれども、両事

例で補正について扱いを違えることを正当化できる程度にその差が大きいのだと言えなければならぬようにも思います。少し言い方を換えれば、シナジー適正分配価格が問題になっている場合であっても、企業価値の増加の有無は事前にわからないし、株主だって権利行使コストがかかっているのだから、補正を認めてやればいいではないかという議論もあり得るのではないのでしょうかという質問です。

○白井 本日の報告では、冒頭で申しましたとおり、ジュピターテレコム事件決定を所与のものとして扱うということで準備を進めましたので、現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場合には、ジュピターテレコム事件決定に基づいて補正を認めないということを前提としています。そのため、残された問題として、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めるべきかどうかを考える上では、現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場合には補正を認めないことを前提に、そうであればナカリセバ価格の算定に当たって補正を認めるとしても、報告で申し上げた理由に基づいて株主が機会主義的な行動に出る可能性は小さいのではないかと述べさせていただきました。

その上で、伊藤先生がご指摘くださった点ですが、買収を通じた企業価値の増加の有無は事前に明確には判断できないことに加え、株式買取請求権の行使には一定のコストがかかることから、株主の機会主義的行動のリスクは小さいという論拠は、確かに頭の訓練としては逆であっても、つまり架空の事例になりますが、ナカリセバ価格の算定の場合には補正を認めないという最高裁決定が先に存在し、その後で、シナジー適正分配価格の算定の場合に補正を認めるべきかどうか議論となる場合において、補正を認めるという議論を導くための論拠として成り立つ可能性はあるのかもしれない。ただし、伊藤先生のご質問の趣旨からは離れることになり恐縮ですが、以上の機会主義的な行動の抑止とは別の理由づけ——すなわち、シナジー適正分配価格の算定の場面では反対株主

に保障されるべき利益の観点から補正の余地はないという藤田先生が主張されている理由づけや、ナカリセバ価格の算定の場面では組織再編がなかった場合の価値であるのだから理論的には当然に補正が認められるべきだという理由づけ——に基づいて、この逆の場合というのは現実には起こりにくいとは思いますが。

○伊藤 もうちょっとその話を進めますと、事前に企業価値の増加の有無がそれほど容易に判定できないということなのであれば、ポリシーとしては補正を認めるかどうかはどちらでもいいけれども、どちらかにそろえさえすればいいという考え方はあり得ないのでしょうか。企業価値が増加するかどうかはわからないのだから、それならば、もうどちらかにそろえたほうがポリシーとしてはすっきりするという考え方は、これは乱暴なのでしょうか。

○白井 現金対価の買収か株対価の買収か、そしてナカリセバ価格の算定かシナジー適正分配価格の算定かという4つのマトリックスがあるので、どこの部分の議論をするのが適切なのかをちょっと今迷っているのですけれども、例えば現金対価の買収であって、ナカリセバ価格の算定の場合でもシナジー適正分配価格の算定の場合でも、どちらも補正をしないという整理は、確かにわかりやすさの点では一定のメリットがあると思います。ただし、その場合に懸念されるのが、ナカリセバ価格の考え方は組織再編がなかったとすれば有していたはずの価格ということなので、価格算定の基準日を株式買取請求権の行使日とする以上は、基準日までの市場全体の株価の動向は反映させるべきだという理論的な話と抵触する部分が出てしまうということです。

○伊藤 特定の事例がそのマトリックスのどこに属するかが事前にはわかっていないとしても、やはり事後的にどちらかに判明した以上は、ナカリセバ価格の場合にはやはり補正をしなければ理論上許されないというお考えのわけですね。

○白井 理論上許されないといまで言うつもりはないのですけれども、少なくとも日本の裁判所は、

ナカリセバ価格の算定とシナジー適正分配価格の算定とで算定方法を分けていますので、算定方法を分けるのであれば、それぞれの算定方法について、理論的により妥当性の高い算定方法を採用していくことが望ましいのではないかと考えています。

やや話が飛んでしましますが、関連する話として、例えば米国で公正な価格の算定が問題となる場合には、米国ではシナジー適正分配価格の算定方法とナカリセバ価格の算定方法を最初から分けているわけではなくて、今後の買取対象会社の企業価値を DCF 法などに基づいて算定した上で、仮にシナジー効果がいくらであるかの立証があればこれを公正な価格から控除するという方式をとっているようです。このように、米国の場合は、日本とは異なり、シナジー適正分配価格の算定とナカリセバ価格の算定とで算定方法を最初から分けるという発想に立っていないように思われます。

これに対して、日本のように、シナジー適正分配価格の算定方法とナカリセバ価格の算定方法を最初から異なるものとして併存させるというやり方は、内容が複雑化する上に、請求を申し立てる株主からすればどちらの価格を求めるべきかが事前に明確にはわからないという問題があり得ますので、将来的には米国のようなやり方に変わっていくという選択肢もあってもよいと思います。ただし、株価がある場合にはできるだけそれを尊重するという日本の裁判所の基本的な姿勢からすると、どうしてもシナジー適正分配価格の算定方法とナカリセバ価格の算定方法を最初から異なるものとして併存させるということになりそうで、そうしますと、現実には、米国のようなやり方に変わっていく可能性は低いのかもかもしれません。

○伊藤 機会主義的行動という論拠に関連してもう一つだけ伺いたいことがあります。補正を行う裁判例が出現したときから、機会主義的行動を誘発するというこの論拠は言われていることなのですね。田中先生や飯田先生がずっとおっしゃっていることなのですから、これはあくまで理論的にこういう可能性があるという根拠だと私は

思っています。これについて、例えば日本で本当にこのような機会主義的行動によって社会的厚生が失われていることを示す実証研究等はあるのでしょうか。ない限りは、これは理論的にはそうだという話にとどまるのですね。もし何かあるのであれば、教えていただけますでしょうか。(笑)

○白井 どうやら今の伊藤先生のご質問の真の相手方は私ではないようにも思われますので——どうしますか、私がお答えすればよいのでしょうか。(笑)

それでは、まずは私がお答えさせていただきますと、株主の機会主義的行動を実証する研究はあるのかということですが、株主の機会主義的行動に基づいて望ましい買収が阻害されていることを示す実証研究は、私がお勉強で知らないだけかもしれませんが、特に目にしたことはありません。ただし、その一方で、株式買取請求権の行使を専門とするヘッジファンドなどのファンド株主を念頭に置きますと、ファンド株主による株式買取請求権の行使の場面では、プレーヤーが自らの利益の最大化を目的に合理的に行動することが予想されますので、例えば近年の米国では専門のヘッジファンドによる appraisal arbitrage という現象が観察されることも踏まえれば、日本の企業買収の場面で株主の機会主義的行動が可能である場合には、機会主義的行動が原因となって望ましい買収が阻害されてしまう事態を憂慮することは、確かに理論的な話ではありますが、適切な価値判断であるように感じています。

○伊藤 アメリカの appraisal arbitrage のようなことをやっているプレーヤーが日本にもいるのではないかということは、藤田先生もよく指摘されているところですが、appraisal arbitrage 自体、アメリカではこれに反対する者だけではないですね。

○白井 伊藤先生のおっしゃる通り、反対する者だけではないと私も理解しています。例えば、買収の手続が不公正な場合にとりわけ appraisal arbitrage が起こりやすいという指摘があり、appraisal arbitrage の潜在的な脅威が企業買収

の場面で公正な手続の採用を促す面があるという議論もあります。

○伊藤 むしろ、それによって効率性が上がるという論文もありますので、そこはもうちょっと考えなければいけないのかなと思います。

○前田 東京の飯田先生、ご指名があったように思うのですが、いかがでしょうか。

○飯田 今のご質問の点については、理論的なものにすぎないと言われれば、そのとおりでございます。私の考えとしては、そもそも理論というのは、まず理想的な場面を前提に考えてみたときにどういうことが起こるかという分析から出発していますので、合理的な当事者をモデルに置いたときには、企業価値を高めるような買収であっても阻止されることがあり得るという議論をしています。

実例がないということについては、その理論モデルが間違っていることを示す証拠となる可能性もありますが、モデルは正しいけれど違うところに問題があるのが現状だと考えています。すなわち、買取請求についての権利行使のコストが高過ぎるから、反対して権利行使する株主が少ないことが一つの大きな要因だと思います。また、デラウェアのケースを見ますと、一定数の買取請求・反対通知が例えば10%来たときには、もうそのM&Aをやめますという appraisal right out という条項を入れているケースも、昔もありましたし、最近でもあると言われていていますので、実際には、目に見えないところで機会主義的な行動がもしかしたら悪さをしている可能性はあると思います。

買取請求を使った投機的行動の問題は公開買付けのフリーライド問題とほぼ同じであり、その弊害が起きていることの実証がないと言われればそのとおりですが、それについては、実は公開買付けの強圧性という、公開買付けのフリーライド問題の裏返しの問題についても全く同じ話です。それについて最高裁は相当重視した形でジュピターテレコム事件では結論を出していますから、両方も同じような状況だと思います。

### 【補正の要否に関する問題】

○飯田 別の点について、2つ質問があります。

第1に、日本とアメリカの比較についてですが、冒頭でもおっしゃったとおり、日本の裁判所は株価を出発点にしていると思います。後半に出てきた Dell 事件ですと、特に MBO のときには、株価は企業価値をむしろ低く評価しているから使えないという出発点で、およそ日本の裁判所とは全然違う方向を向くわけです。日本では株価を使うから、補正というかなりマニアックな議論になるのですが、日本とアメリカを比較した場合に、株価を中心に公正な価格を算定することをやりがちな日本の現状について、白井先生はどうお考えなのか伺えればと思います。

というのも、補正の要否という論点の立て方自体に、私は反対しています。あるべき公正な価格という概念を使って、それに近づくためのベストな証拠は何かという観点から株価を使うということはあり得るのではないかと考えていまして、補正の要否という論点の立て方は、ジュピターテレコム事件決定にあまりに引きずられ過ぎていないかなというのが1点目の話です。

2点目は、既に議論済みかもしれませんが、株主の機会主義的な行動について、機会主義的な行動をすること自体がいけないというようなニュアンスのように何となく感じられたのですけれども、そういう理解でよろしいでしょうか。機会主義的な行動云々ということよりは、むしろその先に企業価値を上げるとか下げるといような、M&A が阻止されるかどうかということこそがポイントだと私は思っているのですけれども、白井先生はどちらかという機会主義的な行動の有無に着目されたように思ったので、そこを確認させていただければと思います。

○白井 まず1点目のご質問についてですが、日本の裁判所は株価がある場合には株価を出発点として議論をする結果、補正というマニアックかつ複雑な論点が生じることになるというのは、飯田先生のご指摘のとおりだと私も感じています。

飯田先生もご指摘のように、株式買取請求に関

する近年の米国の判例を見ますと、そこでは株価を安易に信頼するのではなく、DCF 法などを用いた企業価値の算定が積極的に行われています。とりわけ MBO の場面では、そもそも株価が割安になっているのだから MBO が生じやすくなるわけで、それにもかかわらず株価を信頼するというのは適切ではないのではないかという発想もよくわかるところです。

ただし、その一方で、今の日本の裁判所の株価を出発点とした価格算定の枠組みについては、私自身は、おそらく飯田先生ほどは批判的ではないのかもしれませんが、それはそれで仕方がないのかもしれないとも考えているからです。といいますのも、日本の場合は、株主について、個人投資家の割合が米国や英国などと比べると高いのではないかと思いますし、さらには米国のデラウェア州の裁判所のような高度な会社法関係の事件を扱う専門の裁判所で価格を算定する仕組みが確保されていません。そのため、株式買取りを請求する株主の能力や裁判所の能力というものを考えますと、日本では、例えばほとんどの事例において DCF 法などを使って本来的な企業価値を算出するというやり方は、株式買取請求のコストを今以上に高めてしまうという問題や、恣意的・濫用的な DCF 法の利用を促してしまうという問題が、米国の場合よりも深刻化しやすいのかもしれないという懸念を抱いているからです。

次に、2点目の機会主義的な行動に関するご質問ですが、私自身も、飯田先生と同様に、機会主義的行動それ自体が問題というよりも、それによって企業価値を増加する望ましい買収が阻害されてしまうことのほうが問題であると考えています。株主の機会主義的な行動によって、機会主義的な行動をとる株主と会社に残る株主との間で生じ得る富の移転という問題に加え、買収に反対する株主の行動が促され、企業価値を高める望ましい買収であっても阻害されてしまうという問題の、2通りの問題が起こり得るわけです。そして、とりわけ日本では、公平の観点から、前者の問題がより強く意識されていると感じることがあるのです

が、私自身としては、社会的厚生観点から、むしろ望ましい買収が阻害されてしまう問題のほうを議論の軸として置くべきではないかと考えています。

そうした価値判断に基づきまして、レジュメ 4～5 ページの(4)の現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定と補正の可否に関する議論では、ナカリセバ価格の算定の場面である以上は、企業価値の毀損が前提なので、仮に株主が機会主義的な行動に出ることになったとしても、企業価値を高める望ましい買収を阻害するという問題は起こりにくいことから、補正を認めることでよいという立場をとっています。

○飯田 ありがとうございます。

○加藤 現金対価の買収においてナカリセバ価格の算定が問題となる場面で、補正をしないということも許されるのかという点について、白井先生のご意見を伺いたいと思います。インテリジェンス事件の最高裁決定は、高裁決定が行った補正は裁判所の合理的な裁量の範囲内にあると言っただけであって、補正しなければいけないとは言っていないと思います。この点に関しては、白井先生のお立場についてどう考えればよろしいのでしょうか。

○白井 悩ましい問題ですが、本日の報告では、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正をすることは、裁判所の合理的な裁量の範囲内と位置づけてよいという立場でして、逆に言えば、補正をしないということは裁判所の合理的な裁量の範囲を超えて許されないとまで考えているわけではありません。ジュピターテレコム事件決定では、現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場面で補正することは裁判所の合理的な裁量を超えるものだと言っているわけですが、現金対価の買収であっても、ナカリセバ価格の場合には、補正をしても、それは裁判所の合理的な裁量の範囲内と位置づけてよいというのが、本日の報告の内容です。

確かに、ナカリセバ価格の算定の場面なので、補正をしたほうが理論的には一貫するのですけれ

ども、現金対価の買収である以上は株主の機会主義的な行動の問題も同時に起こり得るので、補正はした方がよいけれども、補正をしなければ裁判所の合理的な裁量を超えるとまでは考えてはいないです。

○加藤 ジュピターテレコム事件において最高裁は、どういった場合に補正をしていいかということについて、一応基準のようなものを述べています。白井先生は、ナカリセバ価格の場合には、補正をしないことが合理的な裁量の範囲内に収まる余地があるとお考えだと理解しましたが、それはどういった場合なのでしょう。

○白井 分かりにくくて申し訳ありませんが、場合分けという形で考えているわけではなくて、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正をするかどうかという問いについては、私は補正をしたほうがよいという立場です。それでは、仮に裁判所がこの場面で補正をしなかった場合に、そのような価格の算定が裁判所の裁量を超え、許されないかどうかという問いについては、許されないとは考えていません。ただ、繰り返すにはなりますが、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面では補正することが望ましいとは思っています。

○加藤 わかりました。ありがとうございます。

#### 【取引条件の公正さの判断時点】

○松尾 確認なのですが、レジュメの4ページの Cf. のところで、株式対価の買収でシナジー適正分配価格の算定が問題になる場合で、裁判所が組織再編の条件が不公正だと認めたときには、裁判所が自ら公正な価格を算定する際に、まず意思決定の時点における公正な比率を算定し、その後基準時までの株価をもとに修正するとあります。これは、現金対価の買収で、その対価が不公正だと認めた場合に裁判所が独自に算定するときには、意思決定時点、つまり公開買付時点に公正と認められた対価を算定し、その後の株価の動向を踏まえた修正は加えないということによるのですね。

○白井 現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場合には、買収に関する意思決定の時点における公正な対価を検討することになり、補正の余地は認められないと考えます。

○松尾 当事者間で決めたものは不公正だと裁判所が認定した場合に、独自に公正な価格を算定する場合であっても……。

○白井 その場合にも、買収に関する意思決定の時点における公正な対価を検討することになります。

○松尾 そのように解する論拠は、機会主義的行動に伴う弊害というのは、このケースで補正を認めたとしてもほぼないと思うので、藤田先生がおっしゃるような取引条件の公正は意思決定時点、つまり公開買付時点において決すべきであるからだ、ということになるのでしょうか。

○白井 取引条件の公正は意思決定時点において決すべきであるというのが論拠の一つであるということは、おっしゃる通りです。

○松尾 そうすると、公正な価格の算定の基準日が取得日であると言っているのが、現金対価のときにはかなりフィクションめいてくるなあというのが正直なところです。

○志谷 その点について、本当に素人なので教えていただきたいのですが、従来の見解が、現金対価の場合に取引時点の条件で決めてしまうのだとおっしゃっている理由をもう少しわかりやすく教えていただけませんか。

○白井 取引条件の公正さについては、取引に関する意思決定時点で判断すべきだとする代表的な論者の方として、東京大学の藤田友敬先生と、同じく東京大学の田中亘先生がいらっしゃいます。そして、藤田先生のご論文の中では、取引条件の公正さについては取引に関する意思決定時点で判断すべきだとされていますが、その理由についてはあまり明確には述べられていないと理解しています。おそらくは、そのように判断することが後知恵の判断を排除できて公平であり、政策的にも望ましいということではないかと私は推察しています。次に、田中先生のご論文（判例評釈）の

中では、取引に関する意思決定の時点で予測できないような事情に基づいて公正さを判断すると、それは反対株主に過剰な保護を与えることになるというご指摘がありますが、これは判例評釈として述べられたものですので、株価上昇局面という当該裁判例の事案に大きく依存する内容のご指摘です。

○志谷 過剰な保護を与える……。

○白井 田中先生がご指摘されている反対株主に過剰な保護を与えることになるという点は、判例評釈として述べられたものですので、その裁判例の事案においては妥当なご指摘だと思います。ただし、取引に関する意思決定の時点で予測できない事情が反対株主にとってプラスになることもあります。株価が大幅に下落するなど、逆にマイナスになることもあるのではないかと思いますので、個人的には、常に過剰な保護を与えることにはならないと考えています。

○志谷 場合によれば酷なことにもなりかねないから、むしろ取引を決めた時点で固定したほうが……。

○白井 はい。場合によっては反対株主に棚ぼたの利益を与え、場合によっては一方的に不利益を与えることになるのはそれ自体として適切ではないので、そもそも取引条件が公正かどうかというのは、取引に関する意思決定の時点で判断するというのが望ましく、そうしないと後知恵の判断になってしまうのではないかという発想で、私は理解しています。

○志谷 ありがとうございます。

○伊藤 今の点ですけれども、後知恵になってしまうというふうに主張されるのは、一つには、シナジー適正分配価格の定義からなのかもしれないと思います。いずれにしてもそのところが、不当な利益なのかどうか価値観の対立があるところだと思うのです。強制的に株主としての地位を剥奪される以上は、地位を剥奪される取得時点ぎりぎりまでのプラス分も享受させてしかるべきだという考え方はあり得ると思います。それに賛成するかどうかは別にして。

○白井 考え方としてはもちろんあり得ると思います。そこまでの保護を与えることについては、望ましい買収であっても成立しにくくなるという問題も考慮すれば、異論の余地は大きいようには思いますが。

○伊藤 やはりそのところ、藤田説、田中説は根拠がわからないのです。結論は言われているけれども。

○梅本 今のお話のところで、私の知識が足りないので十分に理解していないのですけれども、公開買付価格とキャッシュアウトの額を同じにするというのは、補正はしないということなのですね。そうすると、公開買付けの終了からキャッシュアウト終了までの期間ですが、公開買付け後、売渡請求だったら40日ぐらいですかね。株主総会を開いて株式併合でやるとすると、60日いくか、いかないぐらいですかね。普通は公開買付け後、キャッシュアウトまでは最短のスケジュールで組むというのが当然のことなのですから、これが何かの事情で遅れたりしたら、価格決定の申立てをした場合に株主はその公開買付価格でずっと拘束されるというご主張なのではないでしょうか。それとも、ある程度の期間内であれば、それを補正しないというご主張なのではないでしょうか。

ここのところが私はよくわからなくて、かなり時間がたってしまうと、企業価値の変動といったものは取得価格に反映されるべきではないのかなというふうに思うのです。論者の先生方も、現在の実務を前提にして主張しておられるので、これぐらいならいいだろうというご主張なのではないでしょうか。ただ、これについてもやはりある程度期限や制限はあるのではないかなというふうに思いました。もしかしたら私が全くの勘違いをしているのかもしれませんが……。

○白井 ご質問の補正をしないという立場についてですが、現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場面の話でしょうか。

○梅本 そうです。

○白井 ありがとうございます。現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場面で

補正をしてはならないとする論者の先生方の立場は、公開買付前置型の買収であれば公開買付価格とキャッシュアウト価格を同額にした上で、可及的速やかにキャッシュアウトするというのが前提としてあります。仮にキャッシュアウトまでの期間が長いということになりますと、強圧性も生じますし、そこは可及的速やかにというのが前提であると思います。

○梅本 よく分かりました。ありがとうございます。

#### 【公正な手続に関する問題】

○前田 そろそろ後半の問題にも入りたいのですけれども、移らせていただけてよろしいでしょうか。もし時間があれば、また補正の要否のほうに戻らせていただきます。

公正な手続に関する問題について、ご意見、ご質問をよろしくお願いたします。

○北村 ジュピターテレコム事件では、多数派株主が70%を公開買付前に既に持っていたわけですね。一方De11事件では、MBOの前に経営陣が16%持っていたとのことです。多数派株主がかなりの割合の株式を有していて、公開買付前に少数株主との対立が顕在化しているのであれば、価格形成手続において公正さが強く求められるというのはわかるのですが、公開買付者がまだそれほど対象会社の株式を持っていないというときに、価格形成手続の公正さが、多数派が公開買付けの前に対象会社を十分に支配できるだけの株式を有している場合と同じ程度に要求されるのが少しわからなかったところです。

ジュピターテレコム事件以降、公開買付前に買収者がそれほど多くの対象会社株式を有していなかった場合において、公開買付後に特別支配株主の売渡請求が行われたときの価格決定申立事件の決定では、公開買付価格形成手続の公正さも考慮するのだけれども、株主の大部分が公開買付けに応じたことなどを含めて、トータルで公開買付価格は公正だったと判示するものがあります。そうしますと、日本の裁判所は、ジュピターテレコム

事件のような事例では価格形成手続をかなり重視するけれども、そうでない事件では、ジュピターテレコム事件の最高裁決定を規範として述べながらも、実際には価格形成手続以外の事情を相当重要視しているようにも思います。MBOのような事例と、支配株主がかなりの割合の対象会社株式を公開買付前に有していた場合とで、価格形成手続の公正さは同じように考慮されるべきなのかよくわかりませんでした。

○白井 おそらく日本の裁判所はあまり明示的には区別していないと思うのですが、実態としては、MBOで買収者が買収対象会社の株式をほとんど持っておらず、これから株を買い集めるパターンのもと、買収者が支配株主であって最初から60%、70%程度持っていて締出しをするような場合とで、マーケットチェックの有効性、すなわち市場における競合的な買収提案の起こりやすさというのは違ってきますので、支配株主が70%の株式を保有していたジュピターテレコム事件の場合には、市場における競合的な買収提案の出現を通じた株主の利益保護を期待することはできないということになりそうです。このように、誰が買収するかについてはもう決まっている、あとは価格だけであるという場合には、第三者委員会を通じた価格の交渉プロセスの部分を重視していくのが合理的なのではないかと思いますので、このような場合には価格形成手続において公正さが強く求められるという北村先生のご指摘には、私も強く共感するところです。

その上で、北村先生のご指摘に関連する話かと思うのですが、現在の日本の裁判所による公正な価格の算定の場面で、私自身がときどき感じているやや問題かなと思う点は、MBOの場面や支配株主による締出しの場面であっても、買収者以外の株主が多数、実際に公開買付けに応募したかどうか、または株主総会決議に賛成したかどうかを重視しているように思われる点です。買収者以外の多数の株主による応募・賛成が手続の公正さを裏づける事情になるのは、例えば強圧性のない状況で、十分な時間と情報を与えられて株主が判断で



きる場合などに限られるはずですが、個人的な感想ですが、公正な価格の算定の場面における日本の裁判所の一つの傾向として、買収に関する契約の締結後に大部分の株主が公開買付けに応じたとか、契約締結後において市場で競合する買収提案が現れなかった——いわゆる間接的なマーケットチェックの実施ですが——とかいった事情をある程度重視する傾向があるように思うのですが、買収対価に対する市場や株主の評価を公正な価格の算定に当たって考慮するのであれば、事前の積極的なマーケットチェックの有無を考慮する姿勢を示すというのも、一考に値するのではないかと思います。

○北村 事前のマーケットチェックですか。

○白井 ですので、ジュピターテレコム事件決定の考え方というのは、先行評釈によって MBO の場面でも基本的には妥当すると言われていまして、その点は同感なのですけれども、その場合の妥当の仕方については、仮に MBO で買収者の事前の持株比率がきわめて低いような場合には、事前の積極的なマーケットチェックなどの別の手段もありますので、ジュピターテレコム事件決定で例示として挙げられていた要素に常に拘束される必要はないのではないかと思います。あくまでケースバイケースだと思います。

○北村 ありがとうございます。

○石田 公開買付けに多数応募したということをもって公正な価格だったと言われると、ちょっと何か違和感があって、要するに、今持っている株式の価値よりは高いものだから売ったほうが得かな、だから賛成したと、そういうふうにもとれるわけなので、先ほどおっしゃっていた多数の応募者があったから公正であるとは一概に言えないのかなという感想を持ちました。

○白井 ありがとうございます。私も全く同感でして、応募に関する株主の判断には、当該株主がその株式を買ったときの価格や直近1年間の価格と比べて高いかどうかが大きく影響を与えている可能性があるという、認知心理学というところのバイアス（ヒューリスティクス）の影響も考え

られますし、さらには、買収が成功すれば上場廃止になってしまうようなケースでは、上場廃止の可能性が株主の判断に影響を与えることも予想されます。ですので、私も石田先生と同様に、公開買付けに多数の株主が応募したという事実を日本の裁判所はある程度重視しているようにも思われるのですが、多数の応募者があったから公正であるとは一概には言えないのではないかと考えています。

#### 【レブロン基準とマーケットチェック】

○志谷 不勉強でよくわからないので、また教えていただきたいのですが、アメリカではひところ、こういう買収の場面で最高価格を獲得する義務ということがよく言われたと思うのですが、いわゆるレブロン基準と言われるその義務と、今回ご紹介いただいたマーケットチェックをしっかりとせよという話とは、どのように切り分けたいのでしょうか。

○白井 ご指摘のように、米国では、主としてキャッシュアウトの場面において取締役はレブロン基準に基づく信認義務を負い、取締役は株主の利益のために合理的に入手可能な最善の価格を入手しなければならず、そのための手段として、場合によっては買収計画の公表を通じた間接的なものでもよいとされることもありますが、マーケットチェックの実施が要求されます。以上のレブロン基準が問題となるのは取締役の信認義務違反の場面であって、これに対して本日の報告で取り上げさせていただいたのは公正な価格の算定の場面であり、問題となっている場面は異なります。そして、一般にデラウェア州の裁判所は、公正な価格の算定の場面における手続の公正さの水準というのは、取締役の信認義務違反が問題となる場面で要求される義務違反かどうかの水準よりも高いものが要求されるとしています。そのため、デラウェア州の裁判所では、取締役の義務違反とは認定されなかった事案であっても、後に株式買取請求権が行使された場合に手続が不公正だと認定されることは当然にあると考えられているようです。

このように、デラウェア州の裁判所は、基本的には、公正な価格の算定の場面で要求される手続的な公正さの水準のほうが、信認義務違反の有無が争われる場面で要求される手続的な公正さの水準よりも厳格だという立場をとっているようです。そのため、例えばレブロン基準に基づく取締役の信認義務という観点からは十分なマーケットチェックであると評価されたとしても、公正な価格の算定の場面では、手続的な公正さはこの程度のマーケットチェックでは満たさないと判断されることはあると思いますし、本日ご紹介させていただいた Subramanian 教授の論文の中でも、デラウェア州では株式買取請求権は信認義務違反とまでは評価できない場合の反対株主の救済手段として機能していると指摘されています。

○志谷 それは手っ取り早く考えると、取締役が負担するのか、それとも最終的には買収者が負担するのかの違いだということでしょうか。買収者であれば、要するにリッチでしょうから、厳しくいっても、負担させてもよろしいのかなというのが裁判所の感覚であり、個人の取締役にそこまでの負担はさせたくないという気持ちがあるのでしょうか。それはいかがでしょう。(笑)

○白井 米国の裁判所の裁判官の心の中はよくわからないのですが、ごく一般論として述べさせていただきますと、企業買収の場面では、取締役に責任が認められた場合の損害賠償の額が多額になる傾向がありますので、取締役に責任を認めるということは企業買収に対する強い萎縮効果を事後の事例にもたらし得るとは言えると思います。

また、公正な価格の算定の場面で要求される手続的な公正さの水準のほうが取締役の義務違反の場面で要求される水準よりも高いという発想は、要求される手続的な公正さのレベル感は大きく違いますが、発想それ自体は実は日本の裁判所でも同様に採用されているのではないかと感じています。例えばレックス・ホールディングス事件では、公正な価格の算定の場面で手続的な公正さは認められなかったわけですが、取締役の損害賠

償責任は否定されたわけですし、このような発想それ自体は、ある程度万国共通なのかもしれないとも感じているところです。

○志谷 ありがとうございます。

○船津 今回のレブロン基準あたりの話との関係ですけれども、第三者委員会でもうちょっとマーケットチェックをする方向で考えたらいいのではないかというのを、公正な手続ということに関して白井先生はおっしゃっていたと思うのですが、難しいと思うのですが、具体的にどこまでのことをするのが第三者委員会として公正ということをお考えなのでしょうか。

○白井 本日の報告では、手続的な公正さを検討する際の考慮要素としてのマーケットチェックは、視点の提供という程度のことしか想定しておらず、また実務との折り合いをどのようにつけるのかという悩ましい問題もありますので、具体的な中身については今ここで明言することは難しいです。この問題について考える上で避けては通れない点として、日本であれ、米国であれ、第三者委員会自身にマーケットチェックをするノウハウがあるわけでは必ずしもないので、もしも積極的なマーケットチェックを要求するということになりますと、米国と同様に、第三者委員会がマーケットチェックを担当する財務アドバイザーを雇用するということになりそうです。ところが、日本の実務では、そもそも財務アドバイザーを雇用する権限を第三者委員会に与えるということはきわめて稀ですので、MBO の場面における積極的なマーケットチェックの実施は、実務上はかなりハードルが高いところではないかと感じています。ですので、例えば積極的なマーケットチェックを実施しなければ手続は不公正だという形の議論は、日本の実務から乖離してしまうので、受け入れづらいところかなとは思っています。

そうしたこともあって、本日は視点の提供にとどめますということをお先ほど申し上げたのですが、その一方で、以上の米国法の視点から示唆を得る形で日本の実務について具体的に議論できそうなこととして、例えば、買収に関する契約の締結後

に市場で競合する買収提案が現れなかったという事情を、手続の公正さを判断する際に重視することについては、本日ご紹介させていただいた Subramanian 教授の論文の中で理論的な問題点が多数指摘されており、日本でもこうした事情を重視しすぎることは適切ではないと考えています。また、買収者の事前の持株割合が低い MBO のケースで、仮に第三者委員会に財務アドバイザーまで雇用させて、積極的なマーケットチェックをある程度の数やっているのであれば、そうした事情は、裁判所が手続的な公正さを認定する上で高く評価すべき事情であると考えています。

○船津 加点主義ということですね。

○白井 そうですね。悩ましいところですが、今の日本の実務を前提としますと、手続的な公正さを審査する場面における加点主義に基づいて、徐々に積極的なマーケットチェックを促していくというやり方以外は、ちょっと難しいのかもしれないと思っています。

#### 【支配株主による買収とマーケットチェック】

○飯田 ジュピターテレコム事件の場合は、支配株主がいて、2つの会社で共同して70%ぐらい持っていました。そういう場面でマーケットチェックをすべきかという議論をする場合、支配株主がいるときに、買収に参加する人なんていないと思うのです。デラウェアだったらもっと厳しいことを言われ、場合によっては支配株主に売らせる約束も取り付けておくという話もあります。そういう支配株主がいる場面でのマーケットチェックと、MBO の場合の10%ぐらいの持分から買い上がった場面でのマーケットチェックとでは、求められる内容は違うのかどうかということについて、ご意見があれば教えてください。

○白井 正直に申しまして、理論的な観点からこれが望ましいという議論と現在の日本の実務をどうすり合わせたらよいかについて、非常に悩んでいます。飯田先生がご指摘されたように、例えば米国では、デラウェア州衡平法裁判所の判決において、特別委員会は支配株主に対して、支配株

主以外の買収者が支配株主の示した買収提案と比較してより望ましい買収提案を示す場合には、支配株主が当該提案を支持する旨の約束を積極的に求めるべきであったと指摘するものもあります。支配株主に対してそのような約束を求めることが実務において現実的であるとすれば、たとえ70%の株式を保有する支配株主による買収の場面であったとしても、マーケットチェックを実施することは可能だということになり、その場合に要求されるマーケットチェックは、例えば買収者が10%くらいしか持っていない場合に要求されるマーケットチェックと同内容であると考えられると思います。

もともと、現在の日本の MBO の場面や支配株主による買収の場面の実務を考えますと、手続的な公正さを審査する上で、第三者委員会が支配株主に対してそのような約束を積極的に求めることまで要求した事例というのは、私が知る限り日本ではないと思いますし、そのような約束が結ばれることを前提にマーケットチェックを実施するというのは、現在の日本では実務から乖離し過ぎた話なのではないかと思ひまして、本日の報告の中では、マーケットチェックに関しては、MBO の場面で、しかも買収者の持株比率が低い場面に限って示唆を得るという形で、射程を限定して議論を紹介することにしました。

○飯田 実務の現状をベースに議論をするとそうなるのですけれども、白井先生の理想としているものからするとかなりかけ離れた実務に妥協するということがいいのかと、ふと思ったということでした。どうもありがとうございました。

○白井 これまでの経験から、白井の議論は今の日本の実務と乖離し過ぎていて現実的ではないなどと批判されることが多かったですので、本日は控え目に報告させていただきました。(笑)

○前田 まだご議論があるかもしれませんが、時間もなりましたので、本日の研究会はこれで閉会とさせていただきます。

白井先生、どうもありがとうございました。

~~~~~

【補 記】

報告で言及した Dell 事件については、本研究会後の 2017 年 12 月 14 日、デラウェア州最高裁判所において衡平法裁判所の判断が一部破棄され、事件は衡平法裁判所に差し戻された (Dell v. Magnetar, 177 A.3d 1 (Del. 2017))。 (白井)

株式買取請求をめぐる近時の問題
— 補正の要否に関する議論の整理と公正な手続に関する考察 —

同志社大学 白井正和

1. 本日の報告の概要

- ・ ジュピターテレコム事件決定（最決平成28年7月1日民集70巻6号1445頁）
→多数株主と少数株主の間に利益相反関係が存在する企業買収の場面であっても、意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置（利益相反排除措置）が採られ、手続の公正さが十分に確保できていると認められる場合には、原則として当事者間で合意した買収条件を尊重する
- ・ ジュピターテレコム事件決定後の非独立当事者間の企業買収の場面における公正な価格の算定に当たって問題となりそうな内容
 - ・ 市場全体の株価の動向を考慮した「補正」の要否に関する問題
 - ・ 手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置に関する問題

（※）本日の報告では、マーケットモデル等を利用することで、価格算定の基準日までの間に生じた市場全体の株価の動向を考慮して公正な価格を算定することを指して、補正という用語を用いる

2. 補正の要否に関する問題

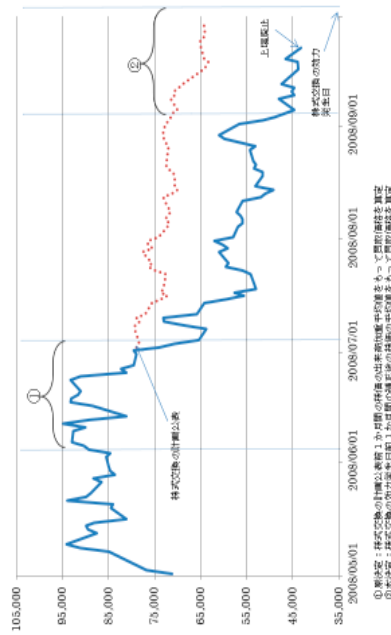
- （1）ナカリセバ価格の算定と補正の必要性
 - ・ 日本の裁判所：企業価値を反映するものとしての株価に高い信頼を寄せている
例：インテリジェンス事件決定（東京高決平成22年10月19日判タ1341号186頁）
「一般に、株式価格は、市場に参画した多数の投資者が、当該企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどに基づく企業価値を基礎とし、その企業に関して有する情報やその時点における一定の偶然的要素に影響されながら下した投資判断により、形成されるもの」である
 - ・ 裁判所は、株式買取請求権が行使された会社が上場会社であって株価が存在するのであれば、公正な価格のうち、ナカリセバ価格の算定に当たっては、当該会社の株価を価格算定の基礎とすることが一般的
→問題となっている買収が企業価値を増加も毀損もしない場合：ナカリセバ価格として価格算定の基準日（株式買取請求権の行使日）における当該会社の株価を用いる
例：葉天対TBS 株式買取価格決定申立事件（最決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁）

- 企業買収が企業価値を毀損する場合：買収の計画公表「後」の株価はナカリセバ価格の算定に当たって用いることはできない
- 一株価を参照するのであれば買収の計画公表「前」の株価を用いるしかない
- しかし、買収の計画公表前の株価は、公表から価格算定の基準日までの間に生じた当該買収以外の事情を織り込んでいない（織り込む必要があるのでは？）

（2）インテリジェンス事件決定

- ・ 株式交換による株対価の買収の場面におけるナカリセバ価格の算定に当たって、株式交換の計画公表前の買収対象会社の株価を基礎としつつも、回歸分析の手法により、これに価格算定の基準日までの市場全体の株価の動向を反映した一定の「補正」を行った最初の公表裁判例

Cf. 原決定（東京地決平成22年3月29日金判1354号28頁）：補正をせず、株式交換の計画公表前の買収対象会社の株価の終値の平均値をもってナカリセバ価格を算定



（3）補正の要否に関する判例の体系的な理解

①問題の所在

- ・ インテリジェンス事件決定：公正な価格の算定に当たり価格算定の基準日までの間の市場全体の株価の動向を考慮した補正を行っており、このような算定の枠組みは、同事件の許可抗告審に当たると最高裁の決定（最決平成23年4月26日判時2120号126頁）により是認（裁判所の合理的な裁量の範囲内にある）
- ・ 学説：同事件で最高裁が補正の余地を認めた点について賛成するものが少なくない

↓ ↑

・ ナカリセバ価格の算定の場合：買公表前時点における買対象会社の株価を算定の基礎とするのであれば、理論的には、価格算定の基準日までに生じた市場全体の株価の動向を考慮した補正を行うことが要請される

・ 仮に株対価の買収の場合で補正を認めないとすれば、株式買取請求権制度を通じ、株主による将来の株価下落に対するヘッジが（ヘッジの対価を支払うことなく）可能になるため、政策的な観点からは適切ではないと考える余地もある
 →株主による将来の株価下落に対するヘッジの問題が生じるのは、株対価の買収に
 におけるナカリセバ価格の算定の場面に
 において

CF. 株対価の買収の場面だがシナジー適正分配価格の算定が問題となる場合
 →当事会社間で合意した比率が公正ならば価格算定の基準日における買対象会社の株価をもって公正な価格とされ、比率が不公正ならば買収に関する意思決定の時点における公正な比率を算定し、その比率に基づき、価格算定の基準日における買収者および買収対象会社の株価を修正するなどして公正な価格を算定する（市場全体の株価の動向は公正な価格に織り込まれる）

・ 事案の違いに着目することで、ジュビターテレコム事件決定では補正が否定され、インテリジェンス事件決定では補正の余地が認められたことを整合的に説明できる
 →一見すると矛盾するようにもみえる両事件の決定だが、理論的な観点からは、ジュビターテレコム事件決定では補正が否定され、インテリジェンス事件決定では補正の余地が認められたことは、いずれも正当化することが可能

(4) 現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定と補正の要否

- ・ 現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めるべきか？
 - ・ ナカリセバ価格の算定→理論的には補正を行うことが要請される
 - ・ 現金対価の買収→補正を認めることで株主の機会主義的な行動が誘発される可能性が生じないとはいえない（リスクのない投機をすることが一応は可能）
- ・ 私見：補正を認めることでよいのではないかと
 ・ ナカリセバ価格の算定の場面である以上、理論的に考察するのであれば補正を認めることがやはり必要となる
 →それでは、株主の機会主義的な行動の問題はどう考えたらよいか？
 - ・ ①現金対価の買収の場面のうち、ナカリセバ価格の算定の場面に限って補正を認めるに過ぎない
 →株主が機会主義的な行動に出る可能性は必ずしも高いとはいえない
 ∴ 買収を通じた企業価値の増加の有無は事前に明確には判断できない
 株式買取請求権の行使には一定のコストがかかる

・ ジュビターテレコム事件決定：全部取得条項付種類株式の取得日までの市場全体の株価の動向を考慮した補正をするなどして株式の取得価格を算定すべきであった原審（東京高決平成 27 年 10 月 14 日金判 1497 号 17 頁）の判断は是認することができない（原則として裁判所の合理的な裁量を越えたものといわざるを得ない）
 ・ 学説：ジュビターテレコム事件決定が示した以上の判断について、一般に広く支持を集めている

↓
 ・ 補正の要否に関して、ジュビターテレコム事件決定の内容とインテリジェンス事件決定の内容は、どのようにすれば整合的に理解することができるのか？

② ジュビターテレコム事件決定の事案で補正に反対する理由

- ・ 学説が補正に反対している理由：大きく次の2つの点
 - ・ 現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定が問題となったことを踏まえれば、全部取得条項付種類株式の取得日までの市場全体の株価の動向を考慮した補正をする余地は通常は認められない
 - ・ 取引条件の公正さは、取引に関する意思決定の時点で存在する事情に基づいて判断すべき
 - 現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定が問題となる場合
 - ・ 公開買付価格が公正→当該価格が取得価格となる
 - ・ 公正でない→裁判所は公開買付開始時点における判断として公正な公開買付価格がいくらかであるかを算定し、それが取得価格となる
- いずれにせよ、反対株主には、公開買付期間の終了後の市場全体の株価の動向を考慮した補正を受ける利益が保障されることにはならない
- ・ 仮に現金対価の買収の場面で補正を認めてしまうと、株主によるリスクのない投機が可能になるという問題が生じうる（株主の機会主義的な行動の問題）
 - ・ 株主によるリスクのない投機が可能であるとすると…
 →株主には、買収者による公開買付けには常に応募せず、締出しを実現する株主総会決議には常に反対するといった機会主義的な行動をとるインセンティブが生じ、その結果として、買収のコストが高まることや、場合によっては、企業価値を高める望ましい買収であっても実現が困難になってしまうことが危惧される

③ インテリジェンス事件決定の事案の考察

・ インテリジェンス事件決定は、株対価の買収におけるナカリセバ価格の算定が問題となった場面であるため、ジュビターテレコム事件決定の事案において学説が補正に反対している理由づけは当たらず、むしろ補正を行うことが理論的には要請される

- ・ ②仮に株主が機会主義的な行動に出ることになったとしても、ナカリセバ価格の算定の場面で、機会主義的な行動の弊害として指摘されてきた企業価値を高める望ましい買取を阻害するという問題は起こりにくい

・ ②の理由づけに関するさらなる考察

- ・ 確かに、現金対価の買取におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めることで、本当は企業価値を高める望ましい買取であるにもかかわらず、株主が誤って企業価値を毀損する買取であると考えて、リスクのない投機を目的に買取に反対することも考えられないではない
- ←→ かつとも、この場合には、当該株主は主観的には企業価値を毀損する買取であると考えている以上、たとえ補正が認められなくても、当該株主が当該買取に反対する可能性は高いのではないかと

- ・ 【以上の2(4)で述べた私見に関する議論の前提】 従来、公正な価格の解釈として学説上主張されてきた、ナカリセバ価格とシナジー適正分配価格のうちいずれか高い方の価格での株式の買取りを認めるという考え方は、弊害が大きいのでは採用すべきでないと考える

- ・ 採用してしまうと、現金対価の買取の場面では、(私見のように) ナカリセバ価格の算定の場面に限って補正を認めるに過ぎないとはいっても、事実上、企業価値を高める望ましい買取の場合でも株式買取請求権制度を通じたリスクのない投機が可能になる

3. 手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置に関する問題

- (1) ジュビターテレコム事件決定と手続面の審査を重視する傾向
 - ・ ジュビターテレコム事件決定 (裁判平成28年7月1日民集70巻6号1445頁)
 - 多数株主と少数株主の間に利益相反関係が存在する企業買収の場面であっても、意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置 (利益相反排除措置) が採られ、手続の公正さが十分に確保できていると認められる場合には、原則として当事者間で合意した買取条件を尊重する
 - 買収の公正さを審査するに当たっては手続面を重視する姿勢を明確にした
 - ・ ジュビターテレコム事件決定が示される前の学説： MBO や支配株主による少数株主の締出しなどの構造的な利益相反の問題が懸念される企業買収の場面では、裁判所は、公開買付価格の形成過程における公正さを審査した上で、公正と判断される場合には当該価格を尊重するとともに、不公正と判断される場合に限って、裁判所は独自に公正な価格 (シナジー適正分配価格) を算定すべきとする見解が多数
 - 公開買付価格の形成過程における公正さを審査するに当たっては、同過程における利益相反排除措置が有効に機能したかどうかに着目すべきとする見解が有力

→ ジュビターテレコム事件決定は、多数株主と少数株主との間に利益相反関係が存在する企業買収の場面であっても、裁判所は主として公開買付価格の形成過程における手続的な公正さを審査し、公正と判断される場合には原則として当事者間で合意した買取条件を尊重する点で、こうした学説上の多数説の見解とおおむね軌を一にするものといえる

(2) 手続的な公正さの審査の枠組み

- ・ ジュビターテレコム事件決定： 手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置として、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴取することや、公開買付けに応募しなかった株主の保有する株式も公開買付価格と同額で取得する旨が明示されることを挙げる
- ただし、これらの措置はあくまで例示
- どの程度の措置を講じることが必要となるかについては、最新の実務動向等を踏まえつつ、個別の事案ごとに検討する必要がある

- ・ 学説： MBO や支配株主による少数株主の締出しなどの構造的な利益相反の問題が懸念される企業買収の場面において、裁判所が当事者間で合意した買取条件を尊重することを正当化するためには、独立当事者間の取引と同視できるような公正な手続を経ていると評価できることが必要である
- 単に第三者委員会を設置したという外形的な事実だけでは十分ではなく、利益相反排除措置が「実質的に」機能したことが必要であるとする見解が有力

Cf. (先行評釈) MBO の場面にも、ジュビターテレコム事件決定の考え方は原則として同様に妥当すると考えられる

(この問題に関するかつて公表した論文における私見)

- ・ 第三者委員会が実質的に機能したかどうかを判断するに当たっては、同委員会が、①取引に重大な利害関係を有しない者によって構成されているかどうか、②当該取引に関して十分に情報を得るための全ての合理的な手順を踏んでいるかどうか、③独立した財務および法務に関するアドバイザーと直接に連絡を取ることができかどうか、④取引の審査、分析および交渉の過程において十分な権限を有し、積極的な役割を果たしているかどうかといった要素を総合的に考慮することが望ましい
- 中でも、④の要素のうち、第三者委員会による検討または交渉等の活動の実質面を重視し、取引の過程において同委員会が現実には果たした役割について詳細な検討をすることが望まれる

(3) MBO におけるマーケットチェックの活用という視点

① サブプライマリアン教授の見解

- ・ 以上の第三者委員会を中心とした利益相反排除措置に関する議論に加えて、近年の米国

- (事案)
- ・ パーソナル・コンピュータの開発・製造等を業とする Dell 社の創業者であり同社の株式の約 16%を保有する Michael Dell 氏が、PE ファンドと組んで同社に対する MBO を実施
 - ・ Dell 社に設置された第三者委員会による買収者 (=Michael Dell 氏と組むことになる PE ファンド) との間の激しい交渉を通じて、2012 年 12 月 4 日の段階では 1 株当たり 12.70 ドルであった買収対価が、最終的には 2013 年 7 月 31 日に 13.75 ドル (特別配当まで含めれば 13.96 ドル) にまで引き上げられた
 - ・ Dell 事件で買収者との間で締結された買収に関する契約には go shop 条項が盛り込まれており、Dell 社は、契約締結後 45 日間は他の潜在的な買収者に対して買収の勧誘をし、当初の買収者 (買収に関する契約を締結した相手方) による買収提案に優越する内容の提案を引き出そうとすることが認められていた
 - ・ Dell 事件では、①Dell 社に設置された十分な権限を有する第三者委員会による買収者との間の長期にわたる激しい交渉が行われ、②当該交渉を通じて買収対価の上乗せが行われ、③買収に関する契約の締結後に、go shop 条項に基づき、第三者委員会が雇用した財務アドバイザーによる (全部で 60 社を超える数の) 潜在的な買収者に対する買収の勧誘が行われたといえる
- (Dell 事件決定)
- ・ 買収に関する契約の締結前の段階では PE ファンド 2 社に対する勧誘が行われていなかったことなどを問題視した上で、「Dell 社の売却の過程は価格発見のツールとして不十分しか機能していない」と判示し、実際の買収対価 (13.75 ドル) を重視することはせず、DCF 法に基づき、同価格にさらに 28%を上乗せした額 (17.62 ドル) をもって公正な価格と判断
- (Subramanian (2017) : Dell 事件決定に賛成の見解)
- ・ Dell 事件では、Dell 社が設置した第三者委員会が契約締結「前」の段階ではかなり限られたマーケットチェックしか行っていないかつた点に問題がある
 - ・ 買収対象会社である Dell 社の経営陣が引き続き同社の経営を担うことが取引において重要な価値を有するとともに、経営陣が約 16%もの Dell 社の株式を事前に保有していたなどの Dell 事件の事案の下では、買収に関する契約締結後の勧誘では締結前の勧誘に十分に代替することはできない
 - Dell 事件で契約締結後に go shop 条項に基づき買収の勧誘が行われたとしても、そこでは平等な競争の場は確保されていなかったことからすれば、Dell 事件では意味のあるマーケットチェックは行われていなかった

- では、とりわけ株式買取請求権 (appraisal rights) が行使される際の公正な価格 (fair value) の算定に関して、MBO の場面では、市場における他の潜在的な買収者の有無の調査・検討を内容とするマーケットチェックの十分な実施という要素を重視すべきであるとする見解が有力に主張
- Cf. 近年の米国：株式買取請求権が行使される事例・金額は年々大幅に増加
→Subramanian (2017) : 「株式買取請求権を行使した株式の数×買収対象会社の株式 1 株当たりの実際の買収対価」で表される表面上の金額 (face value) は、2009 年・2010 年頃はごくわずかに過ぎなかったが、2011 年以降は毎年 70%程度の累積的な成長を遂げ、2015 年・2016 年頃になると年間 20 億ドル程度の金額にまで増加
- ・ Subramanian (2016) : 株式買取請求権が行使される際の公正な価格の算定に当たって裁判所が当事者間で合意した買収対価を尊重するための要件として、買収者との間で 独立当事者間の交渉と評価できるような実質的な交渉が行われることに加えて、意味のあるマーケットチェック (meaningful market check) が行われることを挙げる
- MBO の場面において「意味のあるマーケットチェック」であるといえるためには、当初の買収者とマーケットチェックを通じて登場する潜在的な買収者との間で 平等な競争の場 (level playing field) が確保されている必要がある
- ・ そのためには、例えば、買収に関する契約締結「前」の段階における買収対象会社の第三者委員会 (が雇用する財務アドバイザーなど) による潜在的な買収者に対する積極的な買収の勧誘行為をこれまでに重視する必要があることや、最終的に取締役会がマーケットチェック等を通じて買収者を選定するまでは、MBO に参加予定の経営陣が自らの雇用や報酬、出資に関するアレンジメントについて PE ファンドと事前に協議することを禁止することなどが指摘
- ∴ MBO の場面でオークションの仕組みを通じた効果的な価格発見機能を活用
- ②Dell 事件決定
- ・ 近年では、米国のデラウェア州衡平法裁判所による価格決定の裁判例の中にも、MBO の場面では意味のあるマーケットチェックの実施の有無という要素を重視するものが観察され始めている
- Cf. デラウェア州の裁判所による公正な価格の算定：取引の過程が適切であれば、実際の買収対価をもって公正な価格の最善の証拠であると判断する姿勢が示されている
- ・ Dell 事件決定 (In re Appraisal of Dell Inc., Civ. A. No. 9322, 2016 WL 3186538 (Del. Ch. May 31, 2016))

- ・ 飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務、2013年）
- ・ 飯田秀総『株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能』（商事法務 2076号（2015年）38頁）
- ・ 飯田秀総＝白井正和＝松中学『会社法判例の読み方』（有斐閣、2017年）
- ・ 伊藤靖史「判批」判評 704号 [判時 2340号]（2017年）12頁
- ・ 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討（中）」商事法務 1876号（2009年）4頁
- ・ 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879号（2009年）4頁
- ・ 北村雅史「判批」法学教室 434号（2016年）163頁
- ・ 桑原聡子＝関口健一＝河島勇太「ジュビターテレコム事件最高裁決定の検討」商事法務 2114号（2016年）16頁
- ・ 白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』（商事法務、2013年）
- ・ 白井正和『MBOにおける利益相反回避措置の検証』商事法務 2031号（2014年）4頁
- ・ 白井正和『利益相反回避措置としての第三者委員会の有効性の評価基礎』岩原紳作ほか編集代表『会社・金融・法（下）』（商事法務、2013年）157頁
- ・ 高原知明「判解」ジュリスト 1503号（2017年）87頁
- ・ 田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室 304号（2006年）75頁
- ・ 田中亘「総括に代えて——企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐教司＝辺見紀男編『企業再編の理論と実務』（商事法務、2014年）205頁
- ・ 田中亘「判批」ジュリスト 1489号（2016年）110頁
- ・ 田中亘「ジュビターテレコム事件最高裁決定が残した課題」金判 1500号（2016年）1頁
- ・ 田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け』（有斐閣、2016年）
- ・ 塚本英巨「最高裁決定でキャッシュ・アウト事案の視界は良好に」金法 2046号（2016年）1頁
- ・ 藤田友敏「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲治郎先生選集記念『企業法の理論（上）』（商事法務、2007年）261頁
- ・ 藤田友敏「公開買付前置型キャッシュアウトにおける公正な対価」資料版商事法務 388号（2016年）48頁
- ・ 藤田友敏「公開買付前置型キャッシュアウトと株式の取得価格」論評ジュリスト 20号（2017年）87頁
- ・ 松澤浩司「判批」民商法雑誌 153巻 3号（2017年）445頁
- ・ 松尾健一「組織再編における株式買取請求権」法学教室 433号（2016年）9頁
- ・ 松中学「JCOM 最高裁決定と構造的な利益相反のある二段階買収における『公正な価格』」商事法務 2114号（2016年）4頁
- ・ 松元暢子「判批」岩原紳作ほか編『会社法判例百選（第3版）』（有斐閣、2016年）181頁

- (4) 小括
- ・ MBO の場面では意味のあるマーケットチェックの実施の有無を重視するという視点
→日本の裁判所による公正な価格の算定の場面、中でも手続の公正さを審査する場面において、一定の有益な示唆を与えてくれる可能性がある
 - ・ 日本ではマーケットチェックを通じたオークションの仕組み以外の仕組みによる価格発見機能が米国よりも高いとはいえない（むしろ第三者委員会に与えられる権限等の面からして、日本では米国ほどは利益相反排除措置としての同委員会が有効に機能していないとすら考えられる余地がある）
 - オークションの仕組みを通じた効果的な価格発見機能を活用する必要性は、日本の企業買収の場面では米国の企業買収の場面と比較して低いとは考えにくい
 - 第三者委員会の活動を実質的に評価する際に、MBO の場面で第三者委員会（が雇用する財務アドバイザーなど）による意味のあるマーケットチェックの実施の有無を考慮要素の1つとして位置づけることは、理論的には一考に値する
 - ←ただし、そもそも第三者委員会に財務アドバイザーを雇用する権限を与えること自体稀な日本の現在の実務（*）からすれば、ハードルが高いという問題は確かにある
 - （*）2006年12月13日～2013年12月末日までの間に日本に開始された公開買付け（全部で487件）のうち、第三者委員会が設置されたものは80件あるが、第三者委員会に財務アドバイザーの選任権限を付与したものは、そのうちのわずか3件に過ぎない
4. おわりに
- [参考文献]
- ・ Guhan Subramanian, *Deal Process Design in Management Buyouts*, 130 HARV. L. REV. 590, 654-657 (2016)
 - ・ Guhan Subramanian, *Using the Deal Price for Determining "Fair Value" in Appraisal Proceedings* (Feb. 6, 2017), 7-14, available at <http://ssrn.com/abstract=2911880>
 - ・ 飯田秀総「企業再編・企業買収における株式買取請求・取得価格決定の申立て」法学教室 384号（2012年）26頁

日本取引所金融商品取引法研究 第11号 2018年10月

ISSN 2188-2150



株式会社日本取引所グループ

<https://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

(<https://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。