

株主の公正な議決権行使に必要な情報開示

——株主宛年次報告書制度導入論——

森 田 章

問題の所在

アメリカにおいては、毎年かなりの数の株式公開買付が行われ、またかなりの数の委任状争奪戦が行われているようである。SEC (連邦証券取引委員会、Securities and Exchange Commission) の年次報告書によると、株式公開買付は、一九九一年年度で三七件、九二年度で二七件、九三年度で五六件、九四年度で八二件、九五年度で一四〇件があった。委任状争奪戦は、九一年度で六五件、九二年度で五八件、九三年度で三五件、九四年度で四二件、九五年度で五九件⁽¹⁾があった。

株式公開買付の中には友好的なものもあるかもしれないので、その数字がそのまま支配権変動に関係しているかどうかは必ずしも明かではないが、委任状争奪戦は、明らかに現経営者に対抗するものといえるわけで、これらを合計

するとアメリカでは、毎年かなりの数の公開会社において支配権が争われているといえよう。

我が国では、昭和四六年証券取引法改正により株式公開買付制度が採用されてから平成二年改正までの間に三件があっただけであり、しかもそれらは友好的なものであった。平成二年証券取引法改正は、強制的公開買付の制度を採用したので、いわゆる担保権実行のためにも公開買付が必要となり、公開買付事例が若干増加した。それでも、一九九六年六月までの総計は、一八件でしかなく、しかもそれらのほとんどは友好的なものであったといわれている。最近には、自己株式の利益消却のために株式公開買付が利用されるようになり、株式公開買付の事例が増加する傾向にあるが、⁽³⁾敵対的な株式公開買付の本格的なものはまだないといえよう。また、我が国の公開会社の多くは書面投票制度を採用しているが、部外者が株主に対して委任状を勧誘して経営者の交代を凶ろうとした例をほとんど聞かない。したがって、我が国では、会社経営者が株主による支配権変動の挑戦をうけることがないとさえいえるわけである。

このことの原因としては、いわゆる株式の持合をあげなければならない。我が国の会社の株式は、金融機関が約四割を持ち、事業会社が二・五割弱を持ち、これら法人が約六割ないし七割を保有している。個人株主は二・五割弱である。表1を参照されたい。⁽⁴⁾この株式持合こそは、株式の買占めに対する経営陣の防衛策として機能し、現職経営者にかんがりの裁量権を与えたのであるが、「近年外国人投資家の所有株式シェアが上昇する一方、事業法人、金融機関のシェアが低下しており、株式持合の解消という動きが徐々に進行していると考えられることは可能である」という指摘がなされるようになってきている。⁽⁵⁾

アメリカでは、個人株主の株式保有が主流であり、金融機関は株式をほとんど保有していない。表2を参照された

表 1 所有者別単位株式数

全社

(単位：%)

所有者	年度				
	平 4	5	6	7	
会社数(社)	2,120	2,161	2,211	2,277	
合 計	①+⑤+⑥+⑦ 413,363,211 (100.0)	425,650,907 (100.0)	444,881,135 (100.0)	457,439,342 (100.0)	
① 政府・地方公共団体	2,584,238 (0.6)	2,589,176 (0.6)	2,919,452 (0.7)	2,868,321 (0.6)	
小計	②+③+④ 289,401,301 (70.0)	293,865,791 (69.0)	304,579,447 (68.5)	303,763,902 (66.4)	
⑤ 国内法人	小計 a+b+c+d+e	183,869,929 (44.5)	186,452,361 (43.8)	193,488,797 (43.5)	189,493,902 (41.4)
	a 長銀・都銀・地銀	66,949,672 (16.2)	67,923,195 (16.0)	70,562,194 (15.9)	70,543,821 (15.4)
	b 信託銀行	41,357,411 (10.0)	42,978,958 (10.0)	46,996,914 (10.6)	46,223,245 (10.1)
	(a, bのうち年金信託分)	13,187,318 (3.2)	12,607,988 (3.0)	11,688,422 (2.6)	9,769,809 (2.1)
	(a, bのうち年金信託分)	4,694,301 (1.1)	5,920,708 (1.4)	7,069,281 (1.6)	8,088,377 (1.8)
c 生命保険会社	53,838,745 (13.0)	54,016,145 (12.7)	54,474,877 (12.2)	51,086,904 (11.2)	
d 損害保険会社	16,374,538 (4.0)	16,259,091 (3.8)	16,532,194 (3.7)	16,262,126 (3.6)	
e その他の金融機関	5,349,563 (1.3)	5,274,972 (1.2)	5,102,618 (1.1)	5,377,806 (1.2)	
③ 証券会社	4,812,005 (1.2)	5,621,153 (1.3)	5,115,607 (1.1)	6,252,735 (1.4)	
④ 事業法人・その他の法人	100,719,367 (24.4)	101,792,277 (23.9)	105,975,042 (23.8)	108,017,225 (23.6)	
⑥ 外国人(法人・個人)	22,779,945 (5.5)	28,374,848 (6.7)	32,996,812 (7.4)	43,035,912 (9.4)	
⑦ 個人・その他	98,597,727 (23.9)	100,821,092 (23.7)	104,385,424 (23.5)	107,771,247 (23.6)	

表2 アメリカの株式分布状況

(単位：%)

年	1966	70	75	80	85	89	90
個人生命保険	83.5	79.4	70.5	70.8	65.1	55.8	54.4
その他保険	1.3	1.7	3.2	2.9	2.9	3.1	2.9
年金	1.7	1.5	1.7	2.1	2.2	2.5	2.6
州地方政府退職基金	6.1	7.8	12.7	14.2	15.2	17.4	} 26.5
ミューチュアル・ファンド	0.4	1.2	2.9	2.8	4.7	7.6	
外国	4.5	4.6	4.0	2.7	4.4	6.3	6.6
銀行・その他	2.0	3.2	4.2	4.0	4.8	6.7	6.4
	0.5	0.6	0.9	0.5	0.8	0.7	0.5
合計	100	100	100	100	100	100	100

出典：証券団体協議会「株式持ち合い現状と課題」11頁。

い。これは、銀行が株式保有を禁止されているからである。⁽⁶⁾ 事業法人も株式を保有していない。最近にいたり、機関投資家が株式保有を急増させていることがわかる。そして、このような株式保有構造であるがゆえに株主の利益配当に対する要求度が強く、株主が会社経営者に対して支配権変動の挑戦をなすことが可能になっているといえるわけである。ただし、個人株主あるいは純粋の機関投資家株主は利益配当を得るしかないが、我が国では、株式の大半を保有するいわゆる系列株主は配当以外にも取引上の利益を得ているわけであって、発行会社の経営成績に連動した利益配当への要求度が必ずしも強くなかったといえるからである。

しかしながら、アメリカにおいても株主が支配権変動に挑戦するのは、現職経営者の業績が良くないことを知りうるからであり、そもそも会社がどのような経営状態であるのかが株主にわかりやすく開示されていなければ、株主はその議決権の公正な行使すらができないこととなる。

(1) United States Securities and Exchange Commission 1995 Annual Report

54.

(2) 資料版商事法務一四八号五九頁(一九九六)。

- (3) 資料版商事法務一五二号一三頁(一九九六)。
- (4) 株式分布状況調査平成七年度三八頁。
- (5) 平成八年版経済白書三七〇頁以下。
- (6) 12 USC ss 12, ss 335.

一、アメリカにおける株主宛年次報告書

(1) SECの委任状規制権限 アメリカにおける会社法規制は、州法の権限に属しており、連邦政府は会社法規制をなすことはできない。しかしながら、一九三四年証券取引所法 (Securities and Exchange Act of 1934) 一四条 a 項は、連邦証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission) に対して委任状規制権限を付与している。その理由としては、次のような問題意識があった。すなわち「大衆投資家により所有されている財産の経営者が、会社の委任状を濫用することにより、自己選出をなすことは許されない。……証券を大衆投資家に広く分散させることを可能にさせているのは、取引所でこそある。それゆえ、取引所の利用には、株主の公正な投票に従うという義務が伴うべき」ことである。これが立法趣旨であるが、その後の改正により、取引所に上場されてなくても、総資産が一〇〇万ドルを超え、かつ名簿上五〇〇名を超える持分権者により所有される発行者も規制対象に含まれることとなっている。⁽⁷⁾

連邦証券取引委員会は、その委任状規制権限を行使して、委任状勧誘規制として Regulation 14A を規定し、また委任状説明書において開示されるべき情報については様式を Schedule 14A に定めている。後者は、我が国でいうと

商法上の参考書類規則と対比すべきものといえるかもしれない。決議事項等について参考となる情報の開示が要求されている。前者は、株主提案権制度を定めたり、あるいはここで取り上げようとしている株主宛年次報告書制度を定めているのである。

(2) アメリカの株主宛年次報告書

SEC規則14 a—3は、a項において委任状勧誘のために委任状説明書(proxy Statement)が委員会に登録され、かつ被勧誘者に配布されることを要するものとし、b項において勧誘が登録者のためになされ、かつその総会で取締役選任がなされるときは右の委任状説明書の配布に際して株主宛年次報告書の添付を要するものとしている。したがって、株主宛年次報告書の開示内容は、会社経営者が株主に対して委任状を勧誘する際に株主が公正な判断をするために参考となるものという性質を有していることに留意すべきである。⁽⁸⁾

株主宛年次報告書の記載事項として注目されるのが、複数年度の連結財務諸表およびセグメント情報である。なぜなら、これらの情報は、会社経営者の経営成績を知る上できわめて重要であるにもかかわらず、我が国では株主の議決権行使に際しての情報提供が十分にはなされていないからである。また、株式を公開している会社にあつては、株主はその株価の推移について多大の関心を有するものといえ、そのような情報が会社経営者の選任を判断する株主に開示されるべきであり、現にアメリカの株主宛年次報告書においては、そのような開示がなされているのである。そこで、株主宛年次報告書において、財務諸表やセグメント情報、あるいは株価情報がどのように開示されているのか

を見てみよう。

① 財務諸表

最近二事業年度の監査証明付連結貸借対照表および最近三事業年度の監査証明付連結損益計算書が、株主宛年次報告書において開示されなければならない(規則14 a—3 (b)(1))。これらの情報は、SECに対する年次報告書様式10—Kにおいても記載されることとなっている(項目八)。

② 主要情報

また、様式10—Kにおいて開示が要求される主要な財務情報(項目六)も、株主宛年次報告書において開示されなければならない(規則14 a—3 (b)(5)(i))。すなわち、選択された財務情報(selected financial data)とよばれ、営業成績の推移をしめすために、最近五年間または情報が誤解されないために必要な場合はそれ以上の年度について、純売上高または営業収益(損失)、一株当たり経常収入(損失)、総資産、長期債務および償還優先株式などの項目について開示が要求されている(Regulation S-K Item 301)。

また、会社が対処すべき課題についても、アメリカの株主宛年次報告書は、詳しい開示を要求している(14 a—3 (5)(ii))。

③ セグメント情報

さらに注目すべきことは、発行会社及びその子会社の行ったビジネスの一般的説明が要求されるだけでなく、発行者の産業別、製品又は役務別、外国及び内国別、ならびに輸出高についての情報の開示が、株主宛年次報告書におい

て要求されている(14 a—3 (7))。このセグメント情報の開示に対しては、アメリカでもかなり批判的な意見が強かったようであるが⁽⁹⁾。SECの強いイニシアチブによって採用されたといえよう。SECに対する年次報告書も、セグメント情報の開示を要求している(様式10—K項目一)。

④ 株価情報

普通株式の市場価格及び配当の記載が、株主宛年次報告書においてなされなければならない(14 a—3 (b)(9))。最近二年の各四半期の最高値および最安値などの情報が開示されることとなる(Regulation S-K 項目10—1)。この情報は、SECに対する年次報告書においても開示される(様式10—K項目五)。

以上のようにみるとSECに対する年次報告書も、株主宛年次報告書も開示内容は、きわめて接近しているようである。

しかして、我が国では、発行者が大蔵大臣に対して提出する有価証券報告書によって開示する情報と株主が株主総会の議決権を行使するために提供される情報との間には関連はほとんどない。株主の公正な議決権行使のために必要となる情報は、もっぱら商法の規制するところであり、株主総会招集通知に添付される計算書類等のほか商法特例法による参考書類による開示がなされるだけだからである。それゆえ、我が国の有価証券報告書においては、上記のような複数年度にわたる財務諸表や連結財務諸表、あるいはセグメント情報の開示が徐々に実現されてきているのに、これらの情報が直接開示されないままとなっている。

(7) 森田章・現代企業の社会的責任一〇四—一〇六頁(商事法務一九七八年)。

(8) ただし、委任状の勧誘がなされるときでも、株主宛年次報告書の送付が必要とされていることにも注目すべきであるといえよう (SEC規則 14c-3)。そうだとすると、株主宛年次報告書は、継続開示の徹底をはかるための直接開示の手段としての性格が濃厚であるともいえよう。

(9) SEC Release No. 34-14306 (Dec. 23, 1977).

二、昭和五六年商法改正に向けての議論の経過

(1) 株式会社の計算・公開に関する改正試案

法務省民事局参事官室は、昭和五四年二月二五日に株式会社の計算・公開に関する改正試案を公表した⁽¹⁰⁾。そこで注目すべきことは、計算書類として業務報告書を採用し、業務報告書の記載内容として「過去三年の営業成績の比較」を取り上げていたことであり (試案一五(1)(d))、また連結貸借対照表及び連結損益計算書を株主に送付すべきことを提言していた (試案四一)。

過去三年の営業成績の比較は、過去三営業年度に関する貸借対照表又は損益計算書を並べて記載するような表示方法をとることによって、その要件をみたすことができる、というのが提言内容であった⁽¹¹⁾。

そして、この改正試案の「過去三年の営業成績の比較」に対しては、法曹関係団体及び大学が賛成し、経済界は反対ないし範囲の限定を主張したようである⁽¹²⁾。

結局のところ、業務報告書という概念は採用され⁽¹³⁾ず、営業報告書の充実が図られることとなり、⁽¹⁴⁾ 営業報告書の記載

方法その他の様式は、法務省令で定められることとなった。⁽¹⁵⁾

(2) 法務省令の制定

法務省民事局参事官室は、昭和五六年一〇月九日に法務省制定に関する問題点を公表した。そこでは、「過去三年間以上の営業成績の推移及びこれについての説明」の開示が営業報告書においてなされるべきこととされた。このことについて、法務省の担当官は、次のような説明をしていた。すなわち、「経営の成果は、短期的にみるだけでなく、長期的な視点からもみる必要がある。この営業成績は必ずしも損益計算書等のなまのかたちで比較するのではなく、主要な指標データを利用して表示することが期待される。フランスでは五年間の毎営業年度の成果の記載が要求されており、SEC規則では過去二年の連結貸借対照表、過去三年の連結損益計算書・連結資金運用表、最近二年間の四半期の主要財務数値を示すことにされている。外国の会社によっては、一〇年間の営業成績を明らかにしている例もある。三年間は最小限の要請であり、これ以上記載することは妨げられない。この営業成績の推移についての経営者の立場からのコメントもまた重要な意味をもつ。」と指摘していた。⁽¹⁶⁾この解説によると、諸外国の法制によって実現されている株主宛の開示を会社が自主的に行うことを期待しているかのようなのである。そういえば、株式会社の計算公開に関する改正試案一五(2)は、「法務省令で定める事項のほか、業務報告書に記載すべき事項を定款又は総会の決議で定めることができるものとする」としていた。

(3) 経団連ひな型の公表

経団連ひな型の作成にあたっては、法務省と再三にわたる協議をもとに、その作成の直接の責任者となる実務家はもとより、監査の責任者である日本公認会計士協会をはじめ日本監査役協会とも十分協議が重ねられた、といわれている。⁽¹⁷⁾ 経団連ひな型は、あくまでも企業が各種計算書類等の作成に当たって実務上のいわば参考となるフォームであって、経済界が画一的に処理すべき統一的なフォームを確立する意図ではない、ことが強調されていた。

経団連ひな型によれば、営業報告書における連結関係情報、および比較年度情報に関する開示は、「親会社との関係、重要な子会社の状況その他の重要な企業結合の状況」および「過去三年間以上の営業成績及び財産の状況の推移並びにこれについての説明」として記載されることとなった。

しかしながら、営業報告書の開示内容は、上記のような各社の創意・工夫をしたものは少なく、相当程度共通化がすすみ、味気ないものになったといわれている。⁽¹⁸⁾

(4) 事業報告書による開示

営業報告書は、昭和五六年商法改正に伴いその記載内容が具体的に法定され、その情報開示は大きく前進したといえよう。それまでは「事業報告書」が株主宛に情報開示をしていたが、その記載事項の多くが「営業報告書」の記載事項にとりこまれたことになる。それゆえ、従来からの事業報告書のあり方が問題となり、今後は株主との有効なコミュニケーションをはかるためのPR文書と位置づけ、全国株懇連合会「改正商法による営業報告書モデル」(会報三

(経団連ひな型)

過去3年間以上の営業成績及び財産の状況の推移並びにこれについての説明

営業成績については、①受注高（長期契約または受注によっている場合）、②売上高、③当期利益、④一株当たりの利益等の推移を表（記載例参照）またはグラフにより当期も含め、4期比較で表示する。

財産の状況については、総資産または純資産の推移を記載する。ただし、重要な変動がない場合に記載を要しない。

「これについての説明」は、営業成績が著しく変動し、その要因が明らかなきに限り、その重要な要因を概略説明する。著しい変動がない場合には記載する必要はない。例えば、売上げ金額等が順調に推移している場合には何ら説明を加える必要はない。

総資産または純資産についての推移を記載する場合には、変動の要因について説明する。

●記載例●
業績の推移

区 分	54年度	55年度	56年度	57年度 (当期)
受注高 売上高 当期利益 一株当たり当期利益 総資産又は純資産				

- (注) (1) 受注高は長期契約または受注に依存している会社について記載する。
 (2) 著しい変動があり、その要因を明らかな場合にはその要因を簡潔に注書きで説明する。
 (3) 単位については、公告すべき貸借対照表および損益計算書の要旨に準ずる。したがって、大会社にあっては、百万円未満の端数または一億円未満の端数を切り捨てて表示することができる。

七四号三九頁)も、事業報告書の作成は今後必要ないと思われるが、企業製品等のPRのための営業案内などを決議通知とともに株主宛送付することは、各社の自由選択とする⁽¹⁹⁾とした。

昭和六三年に五〇〇社を対象とした事業報告書の実態分析によると、五〇〇社のうち三九四社が、事業報告書を作成していた。その分析によると、事業報告書において、三三三社が業績の推移について記載しており、記載対象期間についてみると、一八八社が四期分、一一二社が五期分、一一社が三期分、一〇社が二期分、八社が六期分、四社が

七期分、二社が一一期分、一社が二三期分を記載した。ちなみに営業報告書の「過去三年間の業績の推移」については、九六・二%が、四期分、三・七%が五期分であった。

事業報告書の記載項目については、三一〇社が売上高、二三五社が当期利益、一九〇社が一株当たり当期利益を記載した。開示項目は、営業報告書の開示よりも少ないといえるようである。

しかしながら、前記の実態分析によると、営業報告書ではほとんど記載されない部門別の推移が、事業報告書においては六〇社が記載していたという。⁽²¹⁾ その意味においては、事業報告書も営業報告書の存在があってもなお開示書類としての意義を有するものだといえよう。

ただし、事業報告書が営業報告書よりも詳しい開示をしているとしても、その開示時期は、株主総会後であり、その情報が、経営者の選任についての関連情報としては機能しないことに留意すべきである。

- (10) 改正試案は、商事法務八五八号七頁以下に収録されている。
- (11) 元木伸「計算書類等(2)」商事法務八六〇号三九頁。
- (12) 元木伸「株式会社 of 計算・公開改定試案に対する各界意見の分析(2)」商事法務八七四号一〇—一一頁。
- (13) 「商法の一部を解せする法律案要綱案」商事法務八八九号八頁以下所収。
- (14) 「株式会社 of 監査等に関する商法の特例に関する法律の一部を改正する法律案要綱案」商事法務八九二号六頁以下。
- (15) 「商法等の一部を改正する法律案要綱(昭和五六年一月二六日法制審議会総会決定)」商事法務八九六号四頁以下。
- (16) 稲葉威雄「法務省令制定に関する問題点について(上)」商事法務九二〇号六頁。
- (17) 窪内義正「新法務省令に基づく関係書式の作成指針」商事法務九四三号三頁。
- (18) 「事業報告書五〇〇社の記載実態」資料版商事法務四九号七頁。

(19) 前注九頁。

(20) 前掲注(19)一三頁。

(21) 前注一二頁。

三、我が国における株主宛年次報告書の確立への提言

(1) 有価証券報告書との比較

以上にみてきたように、我が国の営業報告書は、昭和五六年商法改正に伴って開示内容がかなり充実したといえるかもしれないが、アメリカの株主宛年次報告書に比較するとまだまだ十分なものとはいえないわけである。アメリカの株主宛年次報告書の記載事項のうち主要財務情報の部分についてだけ営業報告書の記載事項として採用されたといえるにすぎないからである。また、自主的に開示されている株主宛の事業報告書は、いずれも財務諸表自体の複数年度分の開示をするのではなく、売上高、当期利益などによる営業成績の推移をしめすものにすぎないのが一般的だといえようし、事業報告書は、株主総会後に送付されることから、株主が経営者の選任を判断する際の資料にはならない点が機能上の限界となっている。

さて、アメリカの株主宛年次報告書の開示として注目すべき事項については、前述したところであるが、それらは同時にSECに対する年次報告書においても開示が要求されていたことに留意すべきである。つまり、我が国でいえば、有価証券報告書において開示されるものが株主宛年次報告書において開示されているといふべきこととなっている。

る。そうすると、我が国の有価証券報告書では、そもそも本稿で取り上げたようなアメリカの株主宛年次報告書の記載事項が果たして開示されているのかどうかをみてみなければならぬことになる。開示省令一五条一号イによって、三号様式の開示要件を概観してみよう。

まず、財務諸表であるが、最近二事業年度末現在の貸借対照表、および最近二事業年度の損益計算書を記載しなければならず（三号様式記載上の注意ヨ、タが準用する二号様式記載上の注意フ、コ）、また連結財務諸表の開示も必要であり（三号第六企業集団等の状況、記載上の注意ラが準用する二号様式記載上の注意ユ）、二年度の情報が開示されるべきこととなっている。これならアメリカの株主宛年次報告書に記載される財務諸表と比較してそれほど見劣りするものともいえないわけである。

次にセグメント情報であるが、会社の資金は、経営者が効率的にこれを運用すべきであるし、その状況はセグメント別情報によって適切に開示されることは言を待たないところであるが、平成七年から本格的に我が国でも開示が必要になっている。⁽²²⁾ただし、それは連結財務諸表の注記事項であり（連結財務諸表規則一五条の二）、その位置づけは必ずしも十分だとはいえないかもしれないが、開示はされているわけである。

また配当政策や株価等の推移についても、有価証券報告書において開示が要求されている（三号様式記載上の注意へ、ト）。

(2) 証券取引法一九四条

株主宛年次報告書の記載事項として主要なものについて以上のように概観したのであるが、株主に対して直接開示すべき事項は、すでに有価証券報告書の開示事項となっていることが確認できたといえよう。そうであるとするならば、間接開示としての有価証券報告書の中から主要な開示事項を株主宛年次報告書として直接開示させることの方が、新たに営業報告書にこれらの開示事項を追加させるよりは、コストがやすくつくし、また有価証券報告書の開示内容が現在よりもさらにひろく市場等に伝達されることにもなる。株主宛年次報告書は、発行開示における目論見書と有価証券届出書との関係に似たものとなるわけである。⁽²³⁾

さて、大蔵大臣がこのような株主宛年次報告書の制度を採用しうるかどうかが問題となろうが、そのことについては、証券取引法一九四条が根拠となるはずである。さらにいえば、「上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する規則」を改正すれば足りるといえよう。株主が、公正な議決権行使ができるために十分な企業内容の直接開示が必要なのである。このことにより、わが国のコーポレート・ガバナンスにおいて株主利益によるマーケットメカニズムが機能すべき前提が確保されることになるといえよう

(22) 持永勇一「セグメント情報の記載要領等の改正」商事法務二三八七号八頁。

(23) アメリカでは、株主宛年次報告書が継続開示の中心であり、継続開示を発行開示に統合するという発行登録等の諸制度は、株主宛年次報告書による継続開示の徹底をその基礎的根拠におくものであったことを想起すべきである。森田章・企業内容開示制度四二―四三頁（中央経済社一九九一年）。