

上場会社法制の課題

森 田 章

はしがき

わが国において、コーポレートガバナンスの議論が盛んとなったときに、次のように述べた。すなわち、「公開会社の経営監視は、資本市場のマーケット・メカニズムに多くを委ねるべきであり、会社法は大きく規制緩和をすべきである。リスク・テイクをしていかなければならないそれぞれの会社に適したガバナンスが法的に可能となるような「公開会社法」が必要である。すなわち、公開会社では、株主総会で議論を期待することは実際的でない。株主総会は、経営者を監督する役割を担うべき社外取締役ないし社外監査役を選ぶことでよい。……株主に対しては、企業内容の開示がさらに徹底してなされるべきであり、株主宛年次報告書が、総会招集通知とともに送付されることが急務である。公開会社の経営者は、資本市場のコントロールを受けるから、会社法規制は緩和されるべきである。経営しやすい会社法が

提供されねばならず、経営者等の誠実な経営判断は、裁判所によつても干渉されないほどに尊重されるべきである。」と主張した。¹⁾

ところが、二〇〇五年会社法は、これまでの旧商法上の公開会社概念を無視して、公開会社の定義を独自のために規定した(二条五号)。つまり、株式の譲渡制限をしていなか譲渡制限を種類株式として発行する(譲渡制限をしない種類株が存在する)株式会社であれば、公開会社と定義した。会社の規模や株主数に関わらず公開会社を定義するという形式的できわめて技巧的であつて、世界の常識からはずれたものとした。しかも、会社法は、有限会社法を取り込むなどして取締役会制度自体を任意規定とするという閉鎖会社を基本形としたガバナンスを規定した。ただし、会社法は、規制緩和として、自己株式の取得の原則自由、企業再編の手続きの緩和、さらにキャッシュアウトを容認した。しかしながら、会社法は、上場会社の経営者に経営裁量を認めることにはおよび腰であり、継続企業の取締役会であれば当然認められるべき配当決定権は、一定の要件を満たす場合に定款規定によつてのみ可能となるという姿勢をとつただけであつた。

公開会社という言葉の通常の意味は、その株式が広く一般の投資者によつて保有される会社をいう。英語では、publicly held corporationなどと表現される。その有価証券が金融商品取引所に上場される会社や日本証券業協会に登録されて店頭取引される会社などがこれにあたる。旧商法に関しても、平成九(一九九七)年五月一六日に成立した旧「株式の消却の手續に関する商法の特例に関する法律」によると、公開会社とは、上場株式の発行者である会社または店頭売買株式の発行者である会社をいう(同法二条五号)とされていたのである。しかるに、会社法は、上記のように公開会社を定義したので、市場に現れる会社のガバナンスを論じる際の用語として、ここでは、上場会社という概念を用いたい。周知のように、日本証券業界の店頭市場は、取引所となつたことから、従来の商法上の公開会社は、殆どが

上場会社といえるようになったからである。なお、その株式が未だ上場を認められず、また日本証券業協会に登録されていないのにもかかわらず、店頭において取引されるものとして、グリーンシート銘柄と呼ばれるものはあるが、ここでの議論の対象外である。しかし、上場会社でないのに有価証券報告書を提出すべき会社（金商二四一条一項二、三、四号）が存在するが、以下ではこれを含めて上場会社として議論することとする。

さて、会社法制定後において、上場会社法制についての議論が盛んになってきているようである。⁽²⁾

上場会社法制の議論は、会社法と金融商品取引法とにまたがっているようであるが、このことを前提として、金融審議会金融分科会が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告―上場会社等のコーポレートガバナンスの強化に向けて―（平成二二年六月一七日は、「今後、資本市場が企業にとって真の資金調達場となっていけば、企業は、おのずから株主・投資者に目を向けていくことになり、コーポレート・ガバナンスは強化されて行くこととなる。他方で、良好なコーポレート・ガバナンスが確保されていかなければ、資本市場に対する投資者の信頼は向上せず、「貯蓄から投資へ」の進展も期待できない。」⁽³⁾との問題意識から、「このような金融システムの転換を、コーポレート・ガバナンスの観点から捉えると、従来のメインバンクを中心とするガバナンス構造に代わり、市場による規律付けの重要性がこれまで以上に高まったものと捉えることができる。企業の側においては、市場からの監視の下、緊張感のある良質な経営の実現が求められる一方、投資者の側においても、自らに与えられた議決権等を行使し、企業の経営を適切に監視していくことが求められる。」という。

同報告は、具体的提言として評価できるものとして、証券取引等監視委員会の申立てによる裁判所の差止め命令の制度（金商一九二条）の活用⁽⁴⁾、有価証券報告書を株主総会への報告事項とすべきことを挙げている⁽⁵⁾。他方、報告の中には意味不明な記述が多い。たとえば、「良質な経営」とは何なのかという論証はなされていないし、報告の根本的

な欠陥は、市場の規律として、いわゆるウォール・ストリート・ルールについて全く言及していないことである。その内容については、冒頭に引用した拙著を参照されたい。⁶⁾また、継続企業としての上場会社のガバナンスにおける経営者の経営権の尊重を全く認識していないことである。

1. 資本市場の機能と経営者

(1) 所有と経営の分離

パリーミーンズは、一九三二年の近代株式会社と私有財産という著書において、国民の富が巨大会社に集中し、巨大会社の所有者である株主は大衆に分散し、大株主による支配がなされていないことを実証的に指摘した。すなわち、アメリカにおいて株式会社が普及するようになると、巨大会社が出現した。一九二九年には、銀行を除く株式会社が三〇万社以上あったが、その上位二〇〇社は、株式会社全体の持つ富の四九・二パーセントを支配し、国富の二二・〇パーセントを支配していることを指摘した(北島忠男訳四〇頁)。そして、これら二〇〇社の株主分布状況を調査して、四四パーセントの会社で経営者支配が成立していると結論づけた。ここにいう経営者支配とは、株式所有権を通じて会社を支配する地位にある個人または小集団が存在せず、株主は、実際には全く議決権を行使しないかさもなければ委任状を提出するしかないが、委任状に対しては現経営者が握ることとなり、経営者は、自分達の後継者を事実上指名することができる(同一〇九頁)ようになることである。原文では、self-perpetuationとなっており、自己選出と認識できよう。⁷⁾

会社は、規模の経済性のために巨額の資金を集める必要があり、その株主は大衆に分散する。分散した所有は、会社

の権限を株主から経営者に移行させた。コロンビア大学のマーク・ロー教授の所説によると、このパラダイムは、アメリカの連邦主義が支配する金融機関分裂の政治力学、ポピュリズム、および利益集団によつてこそ説明されるのであり、ドイツや日本は、金融仲介者がコーポレート・ガバナンスに参加してきたという別のパラダイムをもっているという。^⑧しかしながら、わが国の株式の相互保有も、経済不況のために銀行の保有株が売却され、他方で外国人投資家の保有割合が増加してきており、株主や投資家による市場の圧力が増大してきているようである。

(2) 市場による経営者のコントロール

上場会社にあつては、所有と経営の分離が基礎となつて、経営者をコントロールする方法として、株主総会による経営者の選任に關しての委任状争奪戦、およびウォール・ストリート・ルールが存在している。ここでは、ウォール・ストリートルールと委任状争奪戦を「市場によるコントロール」という。

アメリカにおいては、株主は、会社経営に不満をもつたときは当該株式を売却して他の会社の株式を買うということが行われてきた。ウォールストリートルールである。そうすると当該会社は、株価が下落することとなり、M & Aの対象会社になりやすい。アメリカでは株式相互保有がないことから、敵対的な企業買収は、我が国よりもはるかに行いやすいわけである。米国証券取引委員会の年次報告書によると、一九九四年度八二件、九五年度一四〇件、九六年度一六五件、九七年度二三四件、九八年度二五九件の株式公開買付があつた。これらのうちには友好的な公開買付も含まれているが、我が国では考えられないような多数の企業買収劇が毎年演じられており、資本市場による経営者のコントロールが機能していることとなる。^⑨

株主が会社経営に不満をもつときには、株式公開買付のほかに委任状争奪戦がしばしば行われる。米国証券取引委員

会年次報告書によると、一九九四年度四二件、九五年度五九件、九六年度六二件、九七年度八三件、九八年度五九件であった。これは、会社経営者側が、株主の年次総会の招集通知とともに委任状勧誘を行うのに対して、敵対する第三者が、自分に委任状を差し出すように勧誘するものである。アメリカでは、かなりの割合で会社の支配権の争奪戦が毎年行われているといえよう。つまり、株主総会の関して説明義務がどうのこうのという次元ではなく、ドラスティックな支配権の変動劇が演じられているのである。

以上の市場によるコントロールはきわめて透明でわかりやすいものではあえるが、会社経営者にとっては自らの地位が常に脅かされることにほかならず、会社経営者は株主からの信任をつなぎとめるために短期的利益追求の行動をとるようになり、中長期的な設備投資も不十分なものとなりがちであったようである。アメリカの経済は一九九〇年頃まで停滞してきたのである。

わが国においては、上場会社の経営者は、株価に対して責任を持つ経営を行わなければならないなどとはほとんど考えられてこなかったし、商法も、経営者が株価を意識した経営をすることの十分な手段を用意してこなかったといえよう。ところが、バブル経済崩壊後の資本市場における株価の低迷から、会社は、自己株式の取得が認められるようになり、株価の低迷に対して発行会社が行動できることとなった。このことで自社の株価のてこ入れができるようになった。さらに、最近の改正によって、企業分割や合併などの企業再編が比較的容易に行うことができるようになると、経営者は、なるほど収益性の悪い部門をリストラでできるわけで、リストラによって株価を上昇させることが可能となる法整備ができてきている。市場のコントロールに対して、経営者が対応できる法整備がなされたといえよう。

2. 上場会社の経営者の業務執行権

(1) アメリカの経営判断の原則

アメリカの経営者は、市場のコントロールを受けられるので、株主利益の最大化を重視しなければならないが、州会社法上は会社の業務執行権は取締役会の専決事項とされ、株主には配当決定権限もない。驚くべきことは、株主が株主提案として配当増額を決議しても、配当は経営者が継続企業として判断すべき業務執行事項であり、総会決議によって経営者を拘束することはできないのである。株主は、この取締役会権限事項を定款変更によって株主総会権限事項に戻すこともできない¹⁰⁾。それでは、支配権争奪場面での取締役会の経営判断はどうなるのが問題となろう。この場合、経営者は、継続企業としての判断を行うべきであるが、自己保身のために行う可能性も否定できないからである。

デラウエア州のユニカル判決は、敵対的企業買収に対して対象会社の取締役会が業務執行権を行使して防衛策をとることができ旨を判示した。つまり、不招請の公開買付に対して、取締役会は、株主の承認なしに、業務執行権の行使として防衛策をとることが認められる。ただし、その条件として、取締役は、その公開買付により会社の政策および効率性に対する危険性が生じることの合理的根拠、およびその防衛策が公開買付により生じる脅威に対して合理的なものであることを挙証しなければならぬ、とした。これは差し止め事件であったが、取締役会が、防衛策を採用する権限を有すること、ただしその判断内容は脅威に対して合理的な対応であることが必要だと判断したのである。経営者は、そのような経営判断をなし得るが、その当否について、裁判所は、防衛策の内容の合理性を審査する。そもそも、裁判所は、経営判断の原則により、経営者の業務執行事項に関する判断に対しては、自らに利害対立がなくそれが会社の最善の利益を図るための誠実になされたのであれば、司法審査を行わない。しかるに、デラウエア州裁判所は、防衛策に

対しては経営者の判断の当否について審査するので、経営判断原則による保護を与えていなくても、取締役会が支配権の所在を決定できることを明確に認めたのである。それゆえ、取締役会は、敵対的買収が会社の政策および効率性に対する危険性が存在することの合理的根拠を挙証し、企業防衛策がその脅威に対して合理的な関係を有することを挙証しなくてはならない。アメリカ法律協会の有名な「コーポレートガバナンスの原則―分析と勧告」六・〇二条も、ユノカル基準に沿った法理を明らかにしている。すなわち、不招請公開買付に対して、これに対抗することとなることが予見される行為をとることができる、としている。つまり、これまで、例えば企業防衛のために第三者割当て増資を行うような場合に、経営者の支配権維持が動機であるかどうか、アメリカでも議論されてきたのであるが、そのような取締役の動機を問題としていたのでは、取締役が適切な株主の利益を見据えている場合であるかどうかの区別に役立たないし、社外取締役が判断する際の基準にならない、との立場がとられた。¹²⁾

(2) わが国の取締役会の業務執行権の確保の必要性

① 株主による取締役会の業務執行権の侵害

わが国の会社法では、利益配当は、株主総会が決定するが(四五四条一項)、会計監査人設置会社(取締役の任期の末日が選任後一年以内に終了する事業年度のうち最終のものに関する定時株主総会の終結の日後の日であるもの、および監査役設置会社であつて監査役会設置会社でないものを除く)は、配当等の一定事項について取締役会が定めることができるという定款の定めを認めている(四五九条)。この場合は、株主総会が配当宣言をしないことを定款で規定できる。

しかしながら、会社法二九五条一項は、株主総会は、株式会社に関する一切の事項について決議をすることができる

旨を定め、同二項は、「取締役会設置会社においては、株主総会は、この法律に規定する事項及び定款で定めた事項に限り、決議をすることができる」と規定している。そして、立法担当官によると、取締役会設置会社において、定款で株主総会の権限に法定事項以外の事項を加えることができるという（相沢・細川「株主総会等」商事法務一七四三号一九頁）。他方、会社法二九五条三項は、法律の規定により株主総会の決議を必要とする事項について、他の株主総会以外の機関が決定することができるものとする定款の効力を否定することを明文化させている。つまり、株主の権限の業務執行への干渉を平気で大らかに認めている。一定の重要な業務執行については株主総会の承認を要するというような定款変更もできるというのである。

上場会社において、株主が総会に出席して会社の経営状況を知って経営決定をするという事態を想定しているようであり、機関投資家がこれにあたると思われる立場もあるようである。これは、異常な現実感覚であるといわざるをえない。なるほど機関投資家は、大株主として議決権行使をするようであるが、個別的に上場会社の状況を把握する余裕はなく、たとえば社外取締役のいない選任議案には反対するなどという一般的な戦略をとるだけであって、かれらが経営責任をとるわけではないからである。

② 企業防衛策の株主総会決議

敵対的企業買収について、東京高裁は、ニッポン放送事件において東京地裁と同様に新株予約権の発行の差止めを認めたのであるが、経営者による企業防衛に関して、次のように判断した。¹³⁾ すなわち、

「一般論としても、取締役自身の地位の変動がかかわる支配権争奪の局面において、果たして取締役がどこまで公平な判断をすることができるのか疑問であるし、会社の利益に沿うか否かの判断自体は、短期的判断のみならず、経済、

社会、文化、技術の変化や発展を踏まえた中長期的展望の下に判断しなければならない場合も多く、結局、株主や株式市場の事業経営上の判断や評価にゆだねるべき筋合いのものである。」そして、取締役は、買収者の権利濫用を拳証せよというのである。裁判所の考え方で行くと、会社経営者は、企業買収をかけられてもほとんど何もできないということになりかねない。

もつとも、わが国においても、ブルドッグソース事件は、経営者が正に公開買付に対抗することの効果を見られる行爲を行ったわけであり、その行爲が公開買付に対する合理的対応であったという事例が生じたが、これが株主総会の特別決議で行われたことが米国との大きな違いであるといえよう。企業防衛策は、上場会社の取締役会が判断すべき継続企業の業務執行であり、株主は、市場のコントロールとして公開買付に応じるかどうかによって自らの態度を表明すれば足りるのではないか。株主総会で経営者の防衛策を決議するというのは、上場会社のコーポレートガバナンスのねじれ現象であるといわなければならない。

たしかに、経営者の業務執行権を尊重するデラウェア州の判例においても、取締役会が企業買収に関して業務執行権の行使として経営判断をすることができないとする場合がある。それは、支配権が変動し、もはや現経営者が継続企業としての経営判断することができないような場合である。Revlon判決では、破綻に瀕して救済合併先をもとめるような場合は、経営者は、もはや取締役としてではなく、株主の最大利益のための会社を売却する競売人となると判示した。会社が破綻に瀕した場合だけでなく、支配権の変動を伴う売却については、取締役会の経営権限がないとされるようである。¹⁵⁾ 継続企業の経営を行うことの職責を果たせない場合には、株主の利益のための会社の競売人としての任務を行うべきこととなる。ただし、この場合は、株主の判断は、総会決議による対応策というのではなく、企業買収の買付価格の競争問題となるのであって、株主総会決議で公開買付を妨害するというようなことは考えられていない。

③ 経営判断の原則の不存在

そもそも、アメリカの裁判所は、経営判断の原則により、経営者の業務執行事項に関する判断に対しては、自らに利害対立がなくそれが会社の最善の利益を図るための誠実になされたのであれば、司法審査を行わない。しかるに、わが国では、上場会社に多額の損失が明るみに出たような場合に株主代表訴訟がなされると、裁判所は、取締役の任務懈怠がなかったかどうかについて、善管注意義務の基準によつてすすんで判断し、民事責任を認めることに躊躇はない。大和銀行事件やダスキン事件などをみると、上場会社の経営者は破産覚悟でないと経営に当たれないということを暗示している。これは、異常な事態であるという認識が乏しいようである。継続企業の経営者が、会社のためによかれと誠実に信じて行ったことが後になってマスコミによる強烈な批判がされると、裁判所は、善管注意義務によつて慎重な判断をしなかったと断じて取締役へ責任を負わせる。他方、アメリカの裁判官は、自分は上場会社の経営者としてリスクをとる判断を行うという地位に立っていないので、何が最善の判断であったかについて審査する立場にない。しかも損失が生じてから後知恵で経営判断をすることはできないというのである¹⁵⁾。なぜ、わが国の裁判官は、上場会社の取締役の過失による任務懈怠責任を平気で認めるのか不可思議である。善管注意義務は、財産の管理者に課された義務であり、経営を委託されてリスクを含む経営決定を行う取締役に対してこの規定をそのまま適用できるのが、大いに問題である。メルビン・アイゼンバーグ教授は、会社経営においては行為基準としての義務の基準が、責任基準とはならないのではないかと主張されているからである¹⁷⁾。わが国においても、上場会社の経営者の行う誠実な経営決定に対して裁判所の干渉を防ぐべきであり、経営判断の原則を会社法が採用して、裁判所の司法審査を排除すべきである。

(3) 会社費用における取締役選任の委任状勧誘の特典

会社の支配権を獲得する方法としては、前述したように委任状争奪戦がある。このことについて日米の法制は微妙に異なっていることに留意すべきである。まず、株主総会の議決権の代理行使の勧誘は、日米ともに証券取引規制に服している。アメリカの証券取引所法一四條(a)項であり、わが国の証券取引法一九四條である。アメリカにおいては、委任状勧誘は、SEC(連邦証券取引委員会)の規制に服するのであるが、わが国では会社法上の制度である書面投票制度が機能している。これらの相違をここで詳述することはできないが、取締役選任の株主提案について大きな差異が存在していることを述べておきたい。つまり、アメリカでは、株主提案によって取締役選任議案を会社の勧誘する委任状資料に記載してもらおうことはできず、選任提案は、委任状争奪戦によるべしということできたのである。そうなると提案株主が費用を負担しなくてはならなくなる。これに対して、わが国の書面投票制度における株主提案権は、取締役などの選任提案を認めている。会社の経営者にもわか株主も対等に書面投票制度を利用できるわけである。それゆえ、わが国では会社の費用において株主が経営者に対して支配権の争奪をなし得る状況になっているのである。これは、アメリカと比較すると企業買収ルールにおけるいわれなき買収者有利の特典といえよう。これは、委任状勧誘を行う場合でも同じこととなるようである。

アメリカでは、企業がゴーイング・コンサーンである以上、経営者は後継者を選任する必要があることから、経営者だけが委任状勧誘を会社の費用においてなし得る特典を有していると考えられてきたようである。SECの委任状勧誘制度においては、株主が提案権によって選任議案を提出することは不可能としてきた。SECは、選任提案は権利の濫用だとしている。

株主民主主義といっても、日米の考え方には実は大きな隔たりがあるのかもしれない。

株主民主主義によって取締役会の業務執行権に大きく干渉することは、委任状争奪戦や公開買付等によるしかないというのがアメリカの考え方である。しかも、委任状勧誘制度の特典により経営者の自己選出が制度上認められているのである。

わが国においては、所有と経営の分離した上場会社の経営を誰が担当し、これを誰が引き継いでいくのかということについて、会社法は十分な手当をしていないどころか、所有と経営が分離しているという現実に対応できていない。上場会社の株主にさえ、定款自由の原則によって取締役会の業務執行権を干渉できるし、利益配当の決定権を付与している。

(4) 株主提案権制度の本質

わが国では株主提案権を会社法上の制度として位置づけて、総会の意思決定について株主にそのイニシアチブを与えるものとして制度が構築された。昭和五六年商法改正によって採用された制度である。しかしながら、立法担当者の説明においても、「株主による提案は、会社執行部が自らは提案しようとしなものであるから、執行部は多くの場合反対の立場をとることになって、実際に決議として成立するという効果が生ずることはほとんど期待できない。ただ、このように制度上株主が自らの意思を総会に訴えることができる権利を保障することにより、その疎外感を払拭し、経営者と株主あるいは株主相互間のコミュニケーションを良くして、開かれた株主総会を実現しようとするものである。」⁽¹⁸⁾ことが指摘されていた。

このような立法趣旨からは、本条が株主総会における株主のイニシアチブを与えるとしても、それが経営者が株主総会決議事項を提出するのと同様の権利を与えるものかどうかは必ずしも明らかではない。それゆえ、株主提案が可決さ

れても、それが直ちに総会決議としての法的効力が生じるかどうかが問題となりうる。しかしながら、この問題は、株主提案が総会で過半数を得ることは実際には生じないであろうという実情認識から、深く検討されることはなかった。また、本条の制定も、株主提案が決議されることはないであろうとの前提でなされた立法であった。しかしながら、最近にいたり、株主提案が可決されることがアメリカでも増えてきているが、わが国では、企業買収者がこれを利用して取締役選任提案を行うなど、買収者に有利な株主提案権制度が機能するという事態も生じることとなっている。

3. 議決権行使のための委任状勧誘資料による開示

(1) 会社の経営成績の開示

上場会社においては、所有と経営の分離によって、経営者は自己選出ができるということが当然として、この自己選出に対して株主によるコントロールを可能にさせるのが、アメリカの企業内容開示制度であり、委任状規制であるといえる。

株主や投資者は、企業内容開示制度によって、会社の業績を知ることによって、その株式の取得ないし処分を判断する。有価証券報告書や四半期報告書、臨時報告書などの継続開示書類による間接開示、いわゆる流通市場の開示がなされている。これにより、株式の流通が可能となり、さらには株式大量取得や株式公開買付が行われる。

① アメリカの委任状資料としての経営成績の直接開示

株主が、定時総会における現経営者の再任等を認めるかどうかを判断するためには、会社から返送を求められる委任

状による議決権の行使を行う際に、その判断資料として、企業内容の把握が必要となる。経営成績が良ければ信認するであろうし、さもなくば委任状争奪戦が生じるかもしれない。そこで、アメリカでは、株主宛年次報告書の制度により、有価証券報告書等に記載される財務書類等の情報を委任状の勧誘に際してこれを添付しなければならない（SEC規則一四 a—三(b)）。これにより、株主宛に年度比較による貸借対照表や損益計算書およびキャッシュフローの直接開示がなされているのである。

② わが国会社法による計算書類の直接開示

計算書類は、貸借対照表、損益計算書、ならびに株主資本等変動計算書および個別注記表である（四三五条二項、計算規則五九条一項）。これらの附属明細書は、計算書類の内容を補足する重要な事項を表示する（計算規則一一七条）。

計算書類および事業報告が、定時株主総会の招集通知に添付される（四三八条）。

上場会社は、連結計算書の作成を義務づけられる（四四四条三項）。これは、監査役および会計監査人の監査を受けなければならず（同条四項）、招集通知とともに株主に提供される（同条六項）。

わが国会社法では、有価証券報告書の内容を株主宛に送付するのではなく、計算書類等を株主に直接開示している。しかしながら、それは単年度の決算内容であつて、株主が経営者の業績を評価するのに必ずしも十分とはいえない。会社法は、書面投票及び参考書類の制度を採用しているが、上場会社については、金融商品取引法上の委任状勧誘制度を採用できることとしている。ただし、書面投票用紙と参考書類による場合でも、有価証券報告書の内容による財務情報が株主宛に送付されることにはなっていない（上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する内閣府令）。

所有と経営の分離を前提としている上場会社にあつては、経営者が株主の信任を得るためには比較年度形式による財

務書類を株主に対して直接開示することが有益であろう。

そうでなければ、資本市場のコントロールを受けにくいといわざるを得ない。

上場会社については、株主が、会社の経営者を信認して選任するかどうかを判断することができるように会社の経営成績を株主宛に送付すべきであり、選任議案についての会社法上の参考書類の開示内容や計算書類・事業報告の直接開示では不十分であるといえよう。

(2) ガバナンスの状況の開示

① アメリカの委任状勧誘資料

SECは、委任状勧誘規制としてREGULATION14Aを定め、委任状説明書の記載事項をSCHEDULE14Aによって開示させている。¹⁹⁾ SCHEDULE14Aの記載事項の中には、コーポレートガバナンスに関する開示をもとめており、Item7 (e)項によると、

(1) 登録者が常設の監査委員会、指名委員会および報酬委員会を取締役会において有しているかどうか、あるいはこれと類似の機能を行う委員会を記載する。登録者が、このような委員会を有する場合、いかなる名称であれ、各委員会の構成員数、各委員会が最新事業年度に開催された回数およびそのような委員会の行う機能の概略を記載する。

(2) 登録者が指名委員会または類似の委員会を有する場合、その委員会が株主から推薦される候補者を検討するかどうか、を記載し、もしそうならそのような推薦の提出手続きを述べる。

(3) 登録者が監査委員会を有する場合…

たとえは Regulations - K の Item306 により要求される情報を提供しなければならないとする。ちなみに Regulations - K の Item306 は、以下のよう¹⁾に定めている。すなわち、

「(a) 監査委員会は、以下のいずれかを記載する

- (1) 監査委員会は、監査証明付財務諸表について審査し、経営者と議論したかどうか。
- (2) SAS61 により独立の会計監査人と必要事項について議論したかどうか。
- (3) 監査委員会は、独立の会計監査人から Independence Standards Board Standard No.1 によって必要な書面による開示および意見書を受領し、および独立の会計監査人と独立の会計監査人の独立性について議論したかどうか。
- (4) 上記(1) - (3)に言及された審査と議論により、監査委員会は、取締役会に対して、監査証明付財務諸表が様式一〇 - K の会社の年次報告書に記載されるべきことを……勧告したかどうか。などである。

また、取締役会および委員会の開催状況についても、(f)項が情報開示を求めている。すなわち、
「直近事業年度に開催された取締役会の回数（定期および特別を含む）を記載する。

直近事業年度について、(1)取締役会開催（役員提供期間に開催された）総数および(2)役員を提供するすべての委員会の（役員提供期間）総開催回数の七五パーセントを満たさない取締役の名前をあげる。」ことを求めている。

さらに、(g)項は、次のような開示を求めている。すなわち、

「直近の年次総会以後において、登録者の事業活動、政策、慣行に関する事項について登録者との意見の不一致により、取締役が辞任し、または再選を辞退する場合で、当該取締役がその意見の不一致を書面に記載して開示することを求めた場合は、登録者は、その辞任または辞退の日付とその取締役の意見書の概略を記載しなければならない。登録者は、当該取締役の記述が不正確または不完全であると考える場合は、その不一致について自らの見解を簡潔に記載すること

ができる。」としている。

②わが国の会社法上の開示

会社法では、大会社について業務の適正を確保するための体制の整備を決定しなければならず(三四八条四項・三六二条五項)、しかもその内容は監査事項とされている(施行規則二一九条一項五号)。

業務の適正を確保するための体制は、次のようである(施行規則一〇〇条)。

- ① 取締役の職務の執行に係る情報の保存および管理に関する体制
- ② 損失の危険の管理に関する規程その他の体制
- ③ 取締役の職務の執行が効率的に行われることを確保するための体制
- ④ 使用人の職務の執行が法令および定款に適合することを確保するための体制
- ⑤ 当該会社並びにその親会社および子会社から成る企業集団における業務の適正を確保するための体制、である。

これらについての取締役会の決定内容が、事業報告の記載事項となつて(四三五条二項)、株主宛に招集通知に添付される(四三七条)。しかしながら、これらの開示事項は、上記のアメリカのこれに関する開示事項と比較すると、きわめて抽象的であつて、株主が経営者を信認するかどうかを判断する資料としては不十分であるといえよう。

他方、内部統制の開示として、金融商品取引法は、有価証券報告書において、コーポレートガバナンスの状況を開示させている。この開示事項は、役員報酬の内容等をも含むなど具体性を有しているが、定時総会に関して株主宛に開示されない。これらの情報は、株主が経営者を信認するかどうかに際しての判断資料として機能させられていない。

会社法上の書面投票制度においては、株主が書面投票用紙に必要事項を記入して会社に送付すれば、その用紙が直接

議決権の行使に用いられるのであって、委任状の送付の場合のように中間者の存在を問題とする必要がなく、株主の意思が議決権の行使に確実に反映することになる、との考え方が立法担当官によって示されていた。²⁰⁾

書面投票制度が委任状制度よりも優れているという考え方からか、商法等の一部を改正する法律附則二六条は、「改正後の商法特例法第二一条の三の規定は、当分の間、同条一項の会社で証券取引所に上場されている株式を発行しているものが株主総会の招集の通知に委任状の用紙を添付して総株主に対し議決権の行使を第三者に行使させることを勧誘したときは、適用しない。」と規定していた。

しかしながら、二〇〇五年会社法は、委任状勧誘規則についての位置づけを明確にした。二九八条は、株主の数が一〇〇人以上である場合には会社は株主の書面投票を認める義務があるとしながら、同条二項は上場会社を次の場合に適用免除する。すなわち、施行規則六四条は、株式会社取締役が、株主の全部に対して証券取引法の規定に基づき委任状勧誘する場合である。この立法からみると、委任状制度が書面投票制度よりも劣っているのではなく、むしろ証券取引法上の制度が特別法として優先適用がある旨を定めたもの解されよう。

しかしながら、金融庁による委任状規制は、会社法上の書面投票・参考書類制度よりも詳細かつ有益な規制になっていない。金融庁は、上場会社の経営者の自己選出を前提として、これにに対して株主のコントロールを有効ならしめるための判断材料の提供を行うように委任状規制を行うべきであろう。上場会社については、金融商品取引法上の開示事項と関連する情報が、株主総会に議決権を行使する株主宛に直接開示させることもできるはずであり、このような規制権限が金融庁に存在していることを強調しておきたい。上場会社については、金融庁の委任状規制の適用を強制して、開示の充実を図るべきであろう。

(3) 合併の承認等に関する委任状勧誘における不実記載の制裁

所有と経営が分離する上場会社にあつては、企業内容について経営者と株主との情報量の較差は著しいこととなりやすい。たとえば合併の承認を求められた株主がその議決権行使の判断をする際にはそれに見合う十分な情報が提供されるべきである。会社法上は、書面投票制度による参考書類において、合併の承認についての記載事項を定めて開示を求めている(施行規則八六条)。また、金融商品取引法上の委任状規制においても、合併の承認についての記載事項を定めて開示を求めている(施行令三六条の二、上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する内閣府令一四条)。会社法上の記載事項と金融商品取引法上の記載事項とは同じ内容になっている。

しかしながら、留意すべきことは、金融商品取引法上の委任状勧誘規制においては、勧誘者は、重要な事項について虚偽の記載若しくは記録があり、又は記載若しくは記録すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要と重要な事実の記載若しくは記録が欠けている委任状の用紙、参考書類その他の書類又は電磁記録を利用して、議決権の代理行使の勧誘を行つてはならない、とされている(施行令三六条の四)。

したがつて、たとえば議決権行使に際して、その判断に重要な事実の開示がなされなかつた場合には、株主は、事情を知らずに賛成をしまして合併が成立したわけであり、そのような不実開示を伴う委任状の勧誘により、自らが反対株主として株式買取請求権の行使の手段を奪われたことになる。そのような場合には、その株主は、当該不実記載に基づき民事救済を受け得るようにすべきであろう。²¹⁾

4. 上場会社の委任状規制の監督機関

(1) 株主の議決権行使に関するアメリカの監督機関

上場会社の株主は、議決権行使の判断を行うに際して、十分な情報を与えられるべきである。上場会社の経営者は、株主総会での承認を得る場合に、利益相反事実の開示を省略するなどの不実開示をしてはならないのであって、株主の議決権代理行使の委任状勧誘規制をおこなう監督機関が必要であるというのがアメリカの考え方である。

一九三四年証券取引所法一四條(a)項は、次のように規定する。すなわち、

「いかなる者も、郵便、州際通商の方法もしくは手段または国法証券取引所の施設その他の方法を利用して、公益または投資者保護のため必要または適当と認めて委員会が定める規則に違反して、本法第一二條の規定に基づき登録されているすべての証券（適用除外証券を除く）に関し、委任状、同意または授權を勧誘し、または勧誘するために自己の氏名を利用することを許可してはならない。」

立法当初は、「第二二條の規定に基づき登録されている」という文言ではなく、「国法証券取引所に登録されている」と規定していた。これが一九六四年改正で右記のようになり、有価証券報告書の提出会社に拡張されたのである。⁽²⁾

一九三四年証券取引所法一四條(a)項の立法趣旨は、次のようであった。上院から見てもよう (S. Rep. No. 722 73d Cong. 2d Sess. 12, 1934)。

「株主が、自分の持株の運営される方法について適切な知識を得るためには、株主に対して、会社の財務状況だけではなく、株主総会で決議される主要な政策問題についても明らかにされることが肝要である。議決すべき問題の本質を説明することなく、株主に対して委任状の勧誘がなされる例はきわめて多い。たとえば、当委員会 (Senate Committee

on Banking and Currencyの注意を引いた一つの事例では、次のようなものがあつた。すなわち、株主の追認の必要な取引に関して、委任状勧誘が会社の社長の手紙によつてなされたが、この手紙には取引が列挙されているだけで、株主の追認を求めることの背後に存在した動機については全くふれられていなかった。つまり、秘密裡に付与されたストック・オプションや会社が引受契約を締結することによつて社長個人が受ける利益などの重要な事柄については全くふれられていなかったのである。このケースのような勧誘は、これまで成功してきている。なぜなら、株主は、一人として総会に本人出席することなく、会社の従業員がすべての委任状を投票することによつて、取締役や役員のみした行為が追認されてきたからである。当委員会は、委任状の勧誘および発行が証券取引委員会の規則に服すべきことを勧告する。」とした。²³⁾

下院では、次のようであつた。すなわち、

「公正な会社投票 (fair corporate suffrage) は、公的な取引所で購入された株式に付与されるべき権利である。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。自分達の運営する財産に対して実質的な利益を有しない内部者が、自分達の利益の適切な開示をせず、また自分達の遂行しようとする経営政策の適切な説明をしないまま、自分達の支配を維持していることはしばしばである。内部者が、委任状使用の目的を公正に知らせることなく株主に対して委任状を勧誘することもあり、自分達の利己的な特典のために、委任状を利用して株主の尊い財産権を奪つてきた。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である。この理由により、本法案は、これまで株主の投票権の自由な行使を妨害してきたこれらの悪循環を断ち切るために、委任状勧誘がなされるための諸条件の監督権限を証券取引委員会に付与している。」とした。²⁴⁾

一九三四年証券取引所法は、証券取引における詐欺を取り締まるだけでなく、大衆投資家の議決権を適切に行使することができるように監督を行うこととしたのである。

(2) わが国における監督機関

会社のガバナンスに対して、監督官庁の後見的役割を果たすことが必要となつてきているように思われる。それは、私有財産権への侵害を結果するものであつてはならないといえようが、たとえば、金融商品取引法上の委任状規制権限（一九四条）を強化する過程で、監督機関が上場会社の健全な運営を確保するために、総会招集通知添付書類における企業内容の開示およびや総会に関する議決権代理行使の勧誘に際しての開示のチェックである。ちなみに、アメリカでは、SECが、定時株主総会添付書類や委任状勧誘資料等を事前に審査している（SEC規則一四a-3、一四a-6）。このことにより、例えば内部統制を本当に遵守しているかどうかについて、株主総会前にSECのチェックが入る可能性が生じることになる。招集通知や委任状資料における虚偽記載には制裁が課されるので（一四a-9）、これだけでも、上場会社のガバナンスに対する監督機関による大きなコントロールとなることが期待される。

ただし、現在のわが国の証券取引等監視員会では、政府からの独立性が確保されていないので、運営活動に対して政治的影響を受ける可能性があり、上場会社法制を担当する監督官庁として機能できるかは甚だ疑問であるといわざるを得ない。また、監督機関の資質も大いに問題であり、株主利益の最大化というスローガンを十分な吟味もせずに強制するというレベルの官僚に支配されると、わが国の経済が凋落することも否定できないであろう。上場会社法制は一国の経済のありようや国民生活にまで影響を及ぼす可能性があり、その監督機関は真に優れた政策立案機能を発揮するべき人材を得なければならぬといえよう。ちなみに、わが国の官僚の中には、SECは政策立案機能を持たないなどと主

張する者もいたようであるが、むしろ逆であると思う。なぜなら、アメリカにおいて、株主提案権行使の適切議題の具体的事例の判断の要素として、SECは、上場企業の社会における地位に鑑みて、その株主提案が社会の変動する兆候 (social changing atmosphere) を示しているかどうかの基準によって、もしそうなら適切議題として世論の盛り上がりに与するという姿勢をとっていたことが想起されるからである。つまり、株主提案権制度の利用可能性を世論の盛り上がりとの関連で判断するという柔軟さである。わが国の監督機関も社会の在り方に目配りできるリーダーとしての治世の熟練を望みたい所である。

5. 公開買付・株式大量取得

(1) ウイリアムズ法の趣旨

株式大量取得に関するアメリカの規制は、一九六八年のウィリアムズ法によって採用された。つまり、一九六八年改正によって、一九三四年証券取引所法に新たな規定が設けられたのである。この改正は、株式公開買付について三つのアプローチを採用した。不実開示を禁止し、広汎な開示要件を定め、および買付の手續とセーフガードを設定した。市場外取引による取得のための公開買付制度を定めて、すべての株主に最善の価格を実現させるようにしている (一四条(d)項)。同法の主たる目的は、完全開示によって投資者を保護しようとするものであり、支配権の争奪について買付株主または対象会社の経営陣のいずれかのためではなく、投資者の保護のための完全開示を求めるものである。ウィリアムズ法は、公開買付の規制だけでなく、さらにいわゆる五パーセントルールを採用した。つまり、五パーセント以上の株式取得について、取得者に対して大量保有報告書 (一三条(d)項) を提出させることとした。

しかし、アメリカでは、証券市場における株式公開買付等は、事実が開示されるだけであり、どのように会社を運営していくべきかについては、上述したように経営者の判断が重要であることを看過してはならないといえよう。

(2) わが国の公開買付規制

わが国においては、昭和四六年証券取引法改正によって、アメリカの法制度を参考にして公開買付制度を採用した。一〇パーセント以上の株式の相對取引については、公開買付制度のよらなくてはならないとされた。しかも、公開買付者は、公開買付の一〇日前に事前に公開買付の届出をしないでなくてはならず、その効力が発生していないと買付ができないこととされた。それゆえ、対象企業の経営者は事前に防衛策を検討できることとなっていた。

平成二年証券取引法改正により、三分の一以上の株式等お所有することとなる相對取引による買付は、相手方がきわめて少数であっても公開買付制度によらなくてはならないこととし、公開買付の義務は、五パーセント以上の所有を結果する買付として、その適用基準を強化した。公開買付の事前届出制度を廃止した。

大量保有報告制度は、遅れてこの平成二年証券取引法改正によって採用された。誰が大株主であるかは、有価証券報告書等において発行者が開示するが、大量取得者に開示義務を課したのである。

平成六年証券取引法改正により、自己株式の公開買付制度が採用された。会社が自己株式を取得する場合に株主に對して平等の機会を与えるためであり、会社による内部者取引を回避するためである。

平成一五年および一六年改正は、公開買付制度について、強制適用の適用除外も認めた。平成一七年改正は、ニッポン放送事件を教訓として、証券取引所における立会外取引が公開買付制度の適用を受けることとした。

平成一八年に大きな改正がなされ、公開買付制度及び五パーセントルールが現行のようになった。

(3) 会社法規制との峻別

金融商品取引法は、少数の者からの市場外での大量株式の取得については、公開買付による取得が強制されるという規制を導入し、さらに公開買付者が三分の二以上の株式を取得する場合に全株式の買付の勧誘義務および買付義務を課すなど、実体法的な規制が一段と強化している。このことについて、支配プレミアムの配分はいかにあるべきか、公開買付成立後の少数株主をどのように保護するか、というような、きわめて会社法的な観点から政策的判断をすべき規制である、との指摘がある。²⁷⁾

他方、会社法においては、取締役会の業務執行権を矮小化するがゆえに、株主総会権限を持ち出して、企業防衛するなどの事例が生じている。ブルドッグソース事件において、同社は、新株予約権の無償割当てに関する事項を株主総会の特別決議により決定することができる旨の定款変更を行い、これによって企業防衛策を実施した。最高裁判所は、新株予約権の無償交付を全株主に対して行うが特定の大株主にはその行使は認めずに金銭によりそれを会社が買い取るという決議について、これに株主平等原則の適用があるけれどもそれに違反しないと判断し、この決議が、株主総会において、該当株主を除くほとんどの株主により可決されたものであり、これらの株主は、当該株主による経営支配権の取得が企業価値を棄損し、株主の共同の利益を害することになると判断したものであり、その判断にその正当性を失わせるような重大な瑕疵ない、と判示して企業防衛を認めた(最決平一九〇八/七第六一卷五号二二一五頁)。たしかに、新株予約権の無償交付による企業防衛策は、会社の組織、運営に該当することであり、取締役会を設置しない会社にあつては株主総会の決議事項となる。それゆえ、取締役会設置会社にあつても定款変更によって決議事項とすることができるのではないか、というのが最高裁判所の考え方である。しかしながら、取締役会設置会社にあつては、取締役会こそがゴーイングコンサーンとしての会社の経営を担っているのであり、これを株主総会の権限に戻すことはできない

のではないかと考えている（拙稿、公開企業の取締役会権限―敵対的企業買収の防衛策を中心として商事法務）。公開買付の対象会社の取締役会は、公開買付による支配権の取得が会社の企業価値にどのような影響を与えるかについて、経営者として株主よりも適確に判断することができるはずであり、公開買付についての意見表明義務が課されていることに留意すべきである（金商二七条の一〇）。

経産省の企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（平二〇年六月三〇日）も、買収提案が株主共同の利益に適うかいなかについての第一次的判断を自らは回避し、形式的に株主総会に買収の是非に関する判断を丸ごと委ねて、自己を正当化することは責任逃れであるとしている²⁸。

公開買付制度は、金融商品取引法が一定の持分割合を超える上場株券等を相対取引によって取得する場合に適用される制度である（二七条の二）。会社法では、株式の譲渡は、定款による譲渡制限株式会社（二条一七号）があるが、それ以外は自由が原則である（二二七条）。それゆえ、公開買付制度は、この特別法という関係にあり、強行法規である。この公開買付を行う者に対して、株主総会がそれに対抗して当該株主の持株比率を低下させるためにする新株予約権の無償割当てが、株式取得行為に対してのいわれなき妨害とならないのが懸念される。なぜなら、対象会社の取締役会は、金融商品取引法上で公開買付に対して意見表明や質問することもできるのであって、公開買付による株券の取得行為に対して、これを妨害することとなる株主総会の特別決議が果たして可能であるのかどうかである。株式譲渡自由の原則を特別多数決で変更することは許されないとはいえよう。上記の最高裁決定はこのことに沈黙している。

公開買付は、証券取引規制であって、会社法との棲み分けが必要であるといえるが、たとえば五パーセント・ルールを遵守しない株主に議決権行使を認めないという形式の会社法上の秩序を考えることは有益であろう。

- (1) 拙著「会社法の規制緩和とコーポレートガバナンス」(二〇〇〇年)
- (2) 岸田雅雄「公開会社法総論」大証金融商品取引法研究会第三号公開会社法の検討(二)二頁以下(二〇一〇年)
- (3) 金融審議会金融分科会わが国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ 報告―上場会社等のコーポレートガバナンスの強化に向けて―(平成二二年六月一七日)二〇頁。
- (4) 同報告五頁
- (5) 同報告一七頁
- (6) 前掲注1、一―一二頁
- (7) 拙著「上場会社法入門(第二版)」一一五頁(二〇一〇年)
- (8) マーク・ロー「アメリカの企業統治―なぜ経営者は強くなったか」(北條・松尾監訳 一九九六年)
- (9) 拙著・前掲注7、一一七頁
- (10) 拙稿、公開企業の取締役会権限―敵対的企業買収の防衛策を中心として商事法務一七八五号二〇頁(二〇〇六)。
- (11) 493A. 24 946 (1985)
- (12) All, Principles of Corporate Governance Analysis and Recommendation, 408, 1994。さらに、注目すべきことは、取締役の裁量として、社会的責任を認めていることである。詳しくは拙著注(7)、一三六頁以下参照。
- (13) 東京高判平成一七年三月二三日商事法務一七二八号四一頁
- (14) 506 A.24 173 (1985)
- (15) Pramount Communications Inc. v. QVC Network 637A2434 (1994)
- (16) Supra, note12 at Section4.01
- (17) 「アメリカ会社法における注意義務」同志社大学日本会社法制研究センター編「日本会社法制への提言」一九五頁(二〇〇八年)
- (18) 稲葉威雄 改正会社法一一三頁(一九八二年)
- (19) 詳細は、拙稿「米国におけるコーポレート・ガバナンスに関する開示基準」同志社大学日本会社法制研究センター編『日本会社法制への提言』四六三頁以下(二〇〇八年)参照。
- (20) 元木伸「改正商法逐条解説」三〇八頁(一九八三年)

- (21) ちなみに、アメリカでは、そのような救済が判例によって認められている。このことについて、さしあたり、カーティス・ミルハウプト編米国会社法(二三八頁以下(二〇〇九年)参照)。
- (22) 拙著「現代企業の社会的責任」一〇四―一〇五頁、(一九七八年)
- (23) 前注・一〇五頁
- (24) 前掲注22、一〇六頁
- (25) 阪田雅裕「証券取引等監視委員会―日本版SECの誕生」二三頁。(一九九三年)
- (26) 拙著前掲7、四四六頁
- (27) 山下―神田「金融商品取引法概説」第七章第一節上場会社法制問題四六六―四六七頁(二〇一〇年)
- (28) たしかに、デラウェア州の判例においても、取締役会が企業買収に関して業務執行権の行使として経営判断をすることができないような場合である。Reyon判決では、破綻に瀕して救済合併先をもとめるような場合は、経営者は、もはや取締役としてではなく、株主の最大利益のための会社を売却する競争売人となると判示した(306A. 2d73 (1985))。会社が破綻に瀕した場合だけでなく、支配権の変動を伴う売却については、取締役会の経営権限がないとされるようである(Pramount Communications Inc. v. QVC Network 637 A2d34 (1994))。継続企業の経営を行うこととの職責を果たせない場合には、株主の利益のための会社の競売人としての任務を行うべきこととなる。ただし、この場合は、株主の判断は、総会決議による対応策というのではなく、企業買収の買付価格の競争問題となるのであって、株主総会決議で公開買付けを妨害するというようなことは考えられていない。