

今後の企業法制の在り方について

平成22年6月23日
経済産業省

目 次

I	「成長戦略」としての企業法制見直しの必要性	3
1.	社会経済情勢の変化	3
2.	現行法の評価	5
II	企業の組織再編・M&Aの支援	7
1.	背景	7
2.	具体的提案	9
2-1.	組織再編・M&Aの選択肢の多様化	9
	提案1：自社株対価TOBの利用促進	9
	提案2：スクイーズアウト・セルアウト制度の創設	10
	提案3：株主の持分権に着目した組織再編手続の合理化	12
	提案4：会社による選択的対価制度の創設	14
	提案5：事業譲渡の際の許認可承継	15
2-2.	株主保護手続の再構築	16
	提案6：株式買取請求権制度の見直し	16
	提案7：商事・金融高等裁判所（仮称）の創設	18
III	グループ総合力を生かした経営の推進	20
1.	背景	20
2.	具体的提案	22
2-1.	グループ経営の合理化のための法制度整備	22
	提案8：法人選任取締役	22
	提案9：グループ・ガバナンス	23
	提案10：グループ配当金	24
	提案11：グループ会計開示	25
2-2.	株主保護制度の検討	26
	提案12：上からの規律（親会社株主保護）	26
	提案13：下からの規律（子会社株主保護）	28

IV	コーポレート・ガバナンス向上による「変化対応力」強化	32
1.	背景	32
2.	具体的提案	34
2-1.	役員構成の多様化と選任メカニズムの多層化	34
	提案14：社外役員・独立役員要件の見直し	34
	提案15：従業員選任役員制度の検討	35
2-2.	取締役会によるガバナンス	36
	提案16：執行・監督機関の機関設計の柔軟化	36
2-3.	監査役によるガバナンス	38
	提案17：監査役の機能強化	38
2-4.	株主によるガバナンス	39
	提案18：株主によるガバナンスの実効化	39
	提案19：株主総会運営の明確化	40
2-5.	エンフォースメント	42
	提案20：企業行動の規律の在り方の見直し	42

I 「成長戦略」としての企業法制見直しの必要性

1. 社会経済情勢の変化

平成 18 年の会社法施行後約 4 年、平成 19 年の金融商品取引法（以下「金商法」という。）施行後約 3 年が経過し、その間、社会経済情勢にも大きな変化が見られる。

まず、我が国産業の国際競争力の低下は著しく¹、資本市場においても国際金融危機からの回復が遅れている。高齢化の進む我が国内需や欧米市場の拡大の限界から、成長が期待される市場が発展途上国や新興国へシフトする中で、我が国企業は、この環境変化に十分に適応できておらず、依然として低収益体質にある。このためもあって、資本市場はバブル崩壊後の長期の低迷を脱していない。

この大きな要因の一つとしては、我が国には同一産業内に多数のプレイヤーが存在²しているために、世界市場に進出する以前の「国内予選」で消耗戦になっていることが考えられる。言い換えれば、産業構造として、成長に必要な新陳代謝のメカニズムが不足しているのである。

また、産業構造から企業行動に眼を転じると、近年の新しいビジネス・モデルへの対応が遅れていることも挙げられよう。特に、海外の有力プレイヤーは自社の経営資源に固執することなく、技術の「ブラックボックス化」と「オープン化」を組み合わせた戦略的なビジネス・モデルで競争優位を構築しており³、新しい形態の「選択と集中」が進んでいる。

このように、我が国企業には、国際競争力強化を強化するためにも、あるいは新しいビジネス・モデルに対応していくためにも、組織再編・M&Aなどを通じていち早く外部の経営資源を取り入れ有効活用し、低収益体質から脱却する「成長戦略」が必要となる。

一方、我が国では、バブル経済崩壊後は少数株主保護や株主によるガバナンスの重要性が強調されてきたが、国際金融危機後は、その反動から株主中心主義的経営や短期志向経営への批判がなされるようになってきている。

しかし、社会経済情勢の変化の度に対症療法的に「会社の在り方」に関する思想を変えていたのでは、安定的な企業の発展が阻害されうる。我が国経済の中長

¹ IMD (国際経営開発研究所) が毎年公表する国際競争力ランキングにおいて、日本は 1990 年に 1 位であったものが、2008 年には 22 位に転落している。

² 液晶テレビや鉄道、原子力の分野においては、米国や欧州、アジアではそれぞれの領域内での主要プレイヤーが 1、2 社に集約されているのに対し、日本においては 3～5 社が主要プレイヤーとして存在する。

³ 例えばパーソナルコンピュータの分野において、インテルは高付加価値部品である超小型演算処理装置（マイクロプロセッサ、MPU）に関する技術を独占し、高利益率を維持する一方で、部品間のインターフェースは徹底して標準化し、メモリやハードディスクドライブ等の周辺部品については他のメーカーの参入を促進している。

期的な繁栄のためにも、今こそ「ぶれない」企業法制の在り方を追求する必要があるだろう。

2. 現行法の評価

平成 18 年の会社法施行により、企業法制は長足の進展を遂げたが、こうした社会経済情勢の変化を踏まえると、現時点において見直しの余地がまったくないとは言えない。

もちろん、企業法制の在り方のみによって我が国産業の国際競争力や資本市場が左右されるわけではないが、我が国の「成長戦略」の一環として、国際競争力強化や資本市場の活性化にも資するよう、所要の見直しがなされるべきである。

大きな見直しの柱としては、以下の 3 つが考えられる。

(1) 企業の組織再編・M&Aの支援

前述のとおり、我が国産業において新陳代謝を進め、外部の経営資源を取り入れていくには、組織再編・M&Aや設備集約・廃棄などを進めていく必要性が依然として高い。

しかし、現行制度の中には、制度としては存在するものの、複雑な手続や過大な費用を要するため、あるいは他の制度との整合性が乏しいため、期待されていたほど十分には活用されておらず、又は機動的な組織再編・M&Aができない例も見受けられる。組織再編・M&Aを巡る紛争も後を絶たない。

そこで、企業の組織再編・M&Aなどの選択肢を整備し、これを多様化しつつ、株主保護手続の再構築を図るべきである。

(2) グループ総合力を生かした経営の推進

企業を単体としてではなくグループ全体として見て、総合力を発揮しようとする「グループ経営」は、グループの多様な経営資源を活用しつつ、分権化により意思決定を迅速化させるなどのメリットがある。

このようなグループ経営は、コーポレート・ガバナンスの面から見ても、資本政策として親会社が子会社の企業価値向上にインセンティブを有することや、一般的に親会社は子会社の事業について知見があり、必要な経営資源を供給できることなどから、有効なガバナンスとして機能する可能性がある。

そして、平成 9 年の純粋持株会社の解禁、平成 14 年の連結納税制度、本年の連結納税を導入しない企業グループも対象とするグループ法人税制の導入といった制度面の後押しにより、実態でもグループ経営が浸透している。

しかし、グループ経営といっても多様であり、グループとしての強固な意思決定の下に経営が進められている例もあれば、逆に、親会社は子会社に自由を与えて子会社は独立して活動するといったものまで幅がある。

一方、現行会社法は単体経営を前提とする法制度となっており、グループのすべての会社において、単体ベースの経営同様のガバナンス・コストをかける必要があり、経営の機動性が損なわれる場合もある。そして、グループ経営の多様性

と相まって、親子間の責任の所在が不明確なものともなり得る。連結ベースでの情報開示がなされるようになったため、グループ会社に起きる事象が連結財務諸表に影響してくるようにもなった。

このような実態と法制度の不一致を放置したままでは、このことが企業のグループ経営の支障となり、あるいは紛争が生じて経営の予見可能性が損なわれていくおそれもあることから所要の見直しを行うべきである。

(3) コーポレート・ガバナンス向上による「変化対応力」強化

国際金融危機後、社会経済情勢の変化に対する企業の対応力が強く求められる中で、内外の機関投資家などからは、社内昇進者のみによる一様なバックグラウンドを有する「典型的日本企業」の役員構成では、コーポレート・ガバナンス向上の圧力として十分に機能せず、変化対応力（レジリエンス）が発揮されにくいのではないかと指摘がある。

また、株主、取締役、監査役、会計監査人などによる、代表取締役等の業務執行に対する監査・監視が十全に機能せず、粉飾決算や開示書類の虚偽記載などの不正行為が止められない事例が依然として発生しているのも事実である。

一方で、企業が自主的に採ろうとするガバナンス体制に法律上の要求が対応していなかったり、自己ガバナンスが充実していく中で、法律上要求されているガバナンス体制に重複が発生していたりするなど、ガバナンス体制に合理化・効率化の余地がある。

我が国経済の中長期的な繁栄のために、今後のコーポレート・ガバナンスは「変化対応力」の強化を軸に検討していく必要がある。

Ⅱ 企業の組織再編・M&Aの支援

1. 背景

【問題意識】現行スキームの問題点

高齢化の進む我が国内需や欧米市場の拡大の限界から、海外展開の必要性が増す中で、我が国産業においては新陳代謝を進め、あるいはいち早く外部の経営資源を取り入れてこれを有効活用することにより、国際競争力を強化する必要性が高まっている。

しかし、現行制度の中には、制度としては存在するものの、複雑な手続や過大な費用を要するため、あるいは他の制度との整合性が乏しいため、期待されていたほど十分には活用されておらず、又は機動的な組織再編・M&Aができない例も見受けられる。

また、組織再編・M&Aを巡り、株主保護などに係る紛争が多発しており、裁判等を通じ多額の会社財産が流出するなど、企業の予見可能性が損なわれている。

【方針】選択肢の多様化と株主保護手続の再構築

以上の問題意識を踏まえ、以下を提案する。

（選択肢の多様化）

企業の組織再編・M&Aの選択肢を整備し、これを多様化する。制度整備の方法としては、会社法の見直しの他、金商法、産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法（以下「産活法」という。）や税制上の手当が考えられる。

（株主保護手続の再構築）

1990年代後半から我が国企業に関するM&Aは急増し、国際金融危機後も引き続き年当たり2,000件弱の水準を維持している。このように組織再編・M&Aが経営戦略の一手法として日常化してきた現状を踏まえ、組織再編・M&Aに係る株主保護手続における制度の設計思想を改めて見直し、一層の機動性と当事者納得感を重視した保護手続を検討していくこととする。

すなわち、株主保護手続の発動される契機となる「会社の基礎の変更」について、現行法のビジネスジャッジメントを含む「財産・事業の規模」のメルクマールに、「株主の持分権」の変動という要素を勘案することとし、この「株主の持分権」の変動への直接的影響の度合いに応じて、株主保護手続にメリハリをつける。

具体的には、財産の分配や株主権の希釈化が発生する場合に、その程度に応じて株主を適切に保護する手続を整備し、それ以外の局面では極力ビジネスジャッ

ジメントを尊重することにより、機動的かつ株主の納得感を高める株主保護手続を構築する。

2. 具体的提案

2-1. 組織再編・M&Aの選択肢の多様化

提案1：自社株対価TOBの利用促進

（現行制度の問題点）

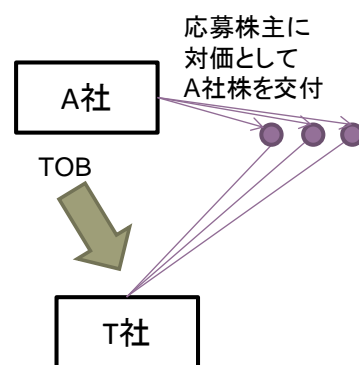
現行法上、株式公開買付（以下「TOB」という。）の対価は金銭に限定されるものではなく⁴、公開買付者の自社株式を交付する（いわゆるエクステンジ・テNDER・オファー）ことも可能である。

しかし、TOBの対価として公開買付者の自社株を交付するという事は、会社法上は「対象会社株式を現物出資することにより買付者株式を発行する」という整理となるため、有利発行規制及び現物出資規制に係る。

このため、具体的には、有利発行の株主総会特別決議が必要になるほか、検査役の調査、又は（検査役の調査が要らない場合でも）買付会社の役員や応募株主に出資財産の価格不足填補責任が発生するおそれがあることから、手続が複雑で法的リスクも大きく、現状ではほとんど利用されていない⁵。

また、金銭を対価としてTOBを行うことにより、一時に多額の現金の資金調達が必要となり、会社財産が流出してしまう。

一方で、自社株買いの結果、我が国企業には十数兆円の消却されていない金庫株が眠っていると言われ、M&Aに向けた活用が課題となっている。



（対応策（案）⁶）

手続の簡略化・リスク軽減を図ることで、自社株対価TOBの利用を促進すべきである。

<案1> 検査役調査・填補責任の免除

自社株を対価とするTOBを行う場合であっても、その対価の相当性について検査役の調査をなすことを要せず、買付会社の役員や応募株主は填補責任を負わ

⁴ 有価証券その他の金銭以外の財産がTOBの対価となることは、金商法上も認められている（金商法第27条の2第3項、金商法施行令第8条第2項）。

⁵ 自社株対価TOBの問題点については、長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス金融商品取引法』431頁（商事法務、2009年）によった。

⁶ 本対応策については、会社法による対応の他、産活法による手当を行うことも考えられるが、具体的にいかなる法典において措置を講ずるかは、ここでは検討しない。提案2以下同じ。

ないこととする⁷。

<案2> 株式価格の変動リスクの軽減

自社株を対価とするTOBを行う場合は、株式の現物出資の際の決定事項（会社法第199条第1項第3号）を「価額」ではなく、発行日の時価または算定式で足りるものとする。

提案2：スクイーズアウト・セルアウト制度の創設

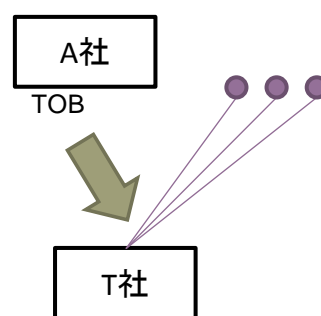
（現行制度の問題点）

現行会社法においては、完全子会社化のための少数株主の締出し（スクイーズアウト）のみを目的として規定された制度はない。そこで、スクイーズアウト制度を会社法で規定することにも一定のニーズがあると考えられる。

もっとも、現行会社法施行以来、完全子会社化のために二段階買収を行う場合における少数株主の締出しについて多くの事例が集積されていることから、ことさらスクイーズアウト制度を設ける必要がないとの考え方もある。

しかし、現行会社法において、スクイーズアウト手続を用いずに実質的に少数株主の締出しとして用いられる手続は、元来は他の目的のための手続であるために、事案によっては紛争を誘発する可能性があり、法的安定性を欠きやすいものであったり、強圧性の生じうるものであったりして、少数株主の締出しに用いるには妥当でないという指摘もある。

具体的には、我が国では、二段階目に全部取得条項付種類株式を用いた少数株主締出しの手続を用いることが多い。しかし、対象会社の株主にとってみれば、たとえ一段階目の買付価格が客観的な株式価値よりも低いと考えているときでも、仮にこの一段階目のTOBが成功した場合に、この買付けに応じなかった株主が二段階目に不利に扱われるという不利益をおそれて、買付けに応じるように強いられる「強圧性」の問題が発生しやすい⁸。



TOBに応募しなかった株主からA社は強制的な売渡請求可能。また、株主側もA社に買取請求が可能。

⁷ 自社株対価 TOB は、その法的効果を買付会社側から見ると株式交換に類似した行為と言い得るため、株式交換との均衡上、検査役の調査及び買付会社の役員や応募株主の填補責任は不要と考える。

⁸ レックス・ホールディングス事件における最高裁決定田原裁判官補足意見（最決平成 21・5・29 金判 1326 号 35 頁）など。また、全部取得条項付種類株式を用いた少数株主締出手続は、株主総会決議などが必要となることから、第一段階の TOB と第二段階の締出しの間に時間がかかり、それが対象会社株主に対する強圧性を増大する要因となっているとの指摘も

このため、全部取得条項付種類株式を用いる手続は、紛争を招きやすい事案においては、十分な少数株主保護に対する配慮がなければ、確固たるスキームとは言えず、この点で本手続は法的安定性が必ずしも高くないと言われる。

また、本手続は、対象会社においても、複数回の株主総会決議が必要であるなど手続が複雑であることから、機動性を欠くと言われる。

(対応策 (案))

現行法による手続に加え、下記のとおりTOB後の「セルアウト」及び「スクイーズアウト」の両制度を創設することで、手続を簡略化するとともに、強圧性を削減し⁹、法的安定性のある迅速な二段階買収を可能にするべきである。

<セルアウト制度¹⁰>

TOBの結果、買付者が対象会社の●% (例えば、2/3) の株式を取得できた場合には、TOBに応じなかった残余の株主は、買付者による公告後の一定期間内に限り、その保有する株式をTOB価格を下回らない公正な価格で買い取らせること (セルアウト) を当該買付者に対して請求できることとし、実質的にTOBへの追加応募の機会を確保する。この場合、対象会社において株主総会決議を要しない。

<スクイーズアウト制度¹¹>

ある。

⁹ 少数株主が一定の割合以下の少数派の立場で株主として居残ることを強いられることがなくなることから、強圧性が削減されることになる (石綿学「企業結合の形成過程における株主間の利害調整についての実務からの試論」森本滋編著『企業結合法の総合的研究』(商事法務、2009年) 146頁)。

¹⁰ セルアウト制度については、EU各国 (イギリス・ドイツ・フランスなど) で見られる。イギリス及びドイツでは、TOBによって買付者が全株式の90% (ドイツは95%) 以上を取得した場合、残余の株主は、買付期間終了後3ヶ月以内に、買付者に対して自己の株式を買い取るように請求できる (イギリス会社法第983条～第985条、ドイツ買収法第39条c)。また、フランスでは、95%以上を保有する支配株主がいる場合、残余の少数株主は、支配株主に対して退出のためのTOBを命じるようAMF (金融市場庁) に要請でき (AMF一般規則第236-1条)、AMFがこれを受理可能であると宣言した場合、支配株主は、退出のためのTOBを行わなければならない (同条第3項)。

¹¹ スクイーズアウト制度についてもセルアウト同様EU各国で見られる。イギリスでは90%、ドイツでは95%の株式をTOB後に取得した買付者が、先行するTOBに応じなかった株主に対して株式の売り渡しを請求できる (イギリス会社法第974条・第979条・第981条、ドイツ買収法第39条a1項・4項)。また、フランスにおいては、95%以上保有する株主が退出のためのTOBを実施した後、当該TOBに応募がなかった残存株式を対価と引換えに強制的に取得することができる (AMF一般規則第237-1条)。なお、アメリカでは同種の手続が存在しないが、発行済株式数総数の90%以上を保有している会社との吸収合併の場合、親会社の取締役会決議のみで合併し、子会社の少数派株主に対して現金を交付して締め出すことができるShort-form Mergerの手続をとることが通常で、いずれにせよ株主総会決議を要しない (デラウェア州会社法第253条など)。

TOBの結果、買付者が▲%（例えば、5／6）の株式を取得できた場合には、当該買付者は、一定期間内に限り、TOBに応募せず、又はセルアウトをしなかった残余の株主に対して、その保有する株式をTOB価格を下回らない公正な価格で売り渡すことを請求でき、対象会社を完全子会社とすることができるものとする。この場合、対象会社において株主総会決議を要しない。

提案3：株主の持分権に着目した組織再編手続の合理化

（現行制度の問題点）

組織再編・M&Aが重要な経営戦略の一手法として日常的に利用されるようになり、一般的ビジネスジャッジメントとの境が不明確になっている。しかし、これを会社法上「組織再編」と定義されるスキームを利用して行う場合は、形式的に厳格な株主保護手続が要求されている。

この点、会社財産の分配や株式の希釈化のように株主の持分権に直接的に影響が生じるものについては、株主の保護が必要といえる。また、重要な財産の移動を伴うなど他の事情により会社の基礎の変更に当たる組織再編・M&Aについては、株主利益に影響を及ぼす程度が大きいことから、株主の保護が必要といえる。

しかし、現行法上は、株主の持分権に直接的に影響が生じるものでもなく、重要な財産の移動を伴うことがないなど他の事情と併せても会社の基礎の変更と言い得ないような組織再編・M&Aの場合であっても、株主総会決議や株式買取請求への対応が発生することになっている。

逆に、大規模な第三者割当増資など、株式の希釈化が生じ、株主の持分権に直接的な影響が生じる場合、又は支配株主が異動して新たな支配株主の下でグループ経営が行われるなど他の事情と併せて会社の基礎の変更とも言い得る場合において、取締役会決議限りで実行可能で、株式買取請求制度も存在しない。

（対応策（案））

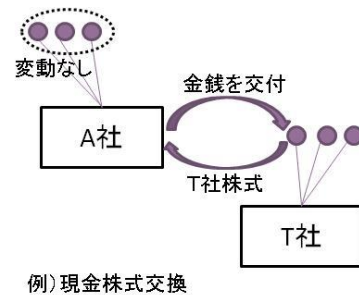
下記のとおり、「株主の持分権」への直接的影響の度合いなどに応じて、株主保護手続にメリハリをつけるべきである。

具体的には、会社財産の分配や株式の希釈化が発生する場合に、その程度に応じて株主を適切に保護する手続を整備する。また、それ以外の局面であって「会社の基礎の変更」に当たらないと観念されるような類型では、極力ビジネスジャッジメントを尊重することにより、機動的かつ株主の納得感を高める株主保護手続を構築する。

<株主の持分権に直接的な影響が発生しない場合>

一定の要件を満たす現金株式交換や無対価合併、分社化して完全子会社を設立する会社分割などの組織再編のように、株主の持分権に直接的な影響が発生せず、かつ、会社の基礎に変更がない場合には、①株主総会の承認を不要とするとともに、②株式買取請求制度を適用除外とする¹²方向で制度を見直す。

なお、具体的には、提案6-1（株式買取請求権の発生する組織再編類型の見直し）も参照。



<株主の持分権に直接的な影響が発生する場合>

一定程度以上に株主権の希釈化が生じ、又は支配株主の異動が生じる第三者割当増資などについては、会社法上、独立役員が過半数を組織する特別委員会の承認手続¹³、株式買取請求制度の整備などの株主保護手続を設けることを検討する¹⁴。

なお、具体的には、提案13（下からの規律（子会社株主保護））のうち「(i) 支配従属関係形成時の対象会社株主保護」も参照。

¹² デラウェア州会社法においては、存続会社において定款変更がなく、合併前後で株式の内容が変更されることがなく、かつ、合併効力発生直前の発行済株式総数の20%以下の株式が発行される場合、当該合併において株主総会決議は不要である（デラウェア州会社法第251条(f)）。

¹³ 東京証券取引所においては、希釈化率が25%以上、又は支配株主が異動する第三者割当を行う場合、経営陣から一定程度独立した者による第三者割当増資の必要性・相当性に関する意見の入手、又は株主総会決議など株主の意思確認を必要とする旨の規則が2009年8月24日より施行されている。

¹⁴ 各国の株式発行の割当に関する規制は、次の通り。

- ・米国：会社法上、取締役会決議による第三者割当は可能。ただし、取引所ルールで、一定の割合以上の新株の発行について、株主総会特別決議を求めている。
- ・英国：原則、株主割当（株主に持株比率に応じて株式を割り当てる制度）。株主以外に割り当てる場合は、株主総会決議（既存株主の優先引受権の排除について株主の承認を得ている場合等には、取締役会決議）。
- ・独国：原則、株主割当。株主以外に割り当てる場合は、株主総会決議。
- ・仏国：原則、株主割当。株主以外に割り当てる場合は、株主総会決議。

提案 4 : 会社による選択的対価制度の創設

(現行制度の問題点)

外国人株主のいる日本企業の組織再編・M&Aにおいて、外国の企業法制が我が国に域外適用される場合¹⁵であって、開示義務の二重適用により多額の事務的負担が発生するおそれのあるときに、両国制度の矛盾を回避し、手続を迅速化・簡素化するため、会社側が株主の属性などによる区分に応じて対価を選択したいことがある¹⁶。

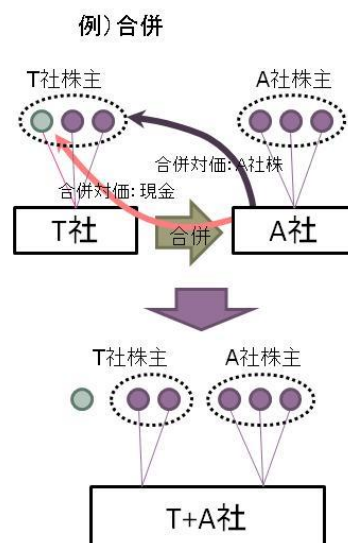
しかし、現行法制では、対価として①株式、②現金又は③株式と現金の組み合わせを買収株主全員に対して交付することしか認められておらず、株主によって異なる種類の対価を交付することは認められていない。

株主によって異なる種類の対価を交付することは、株主平等原則との関係が問題となり得るが、異なる種類の対価間の価値の均等が確保されていれば、手続の迅速化・簡素化など合理的理由に基づき異なる対価を交付することは、同原則に反するものではないと考えられる。

(対応策 (案))

外国人株主のいる日本企業の組織再編・M&Aにおいて、外国の企業法制が我が国に域外適用される場合であって、両国制度の矛盾を回避し、手続を迅速化・簡素化するなど正当な理由を有するときは、会社側が株主の属性などによる区分に応じて対価の種類を選択できることとすべきである。

ただし、当該組織再編・M&Aに関する株主総会において、会社が対価の種類を選択する正当な理由について説明するなど、所要の株主保護手続を設けるものとする。



¹⁵ 例えばアメリカの Form F-4。非米国企業が合併などの M&A 取引に伴い米国株主に証券を発行した結果、対象会社における米国株主の株式保有比率が 10%を超える場合は、Form F-4 と呼ばれる様式による登録届出書の提出が要求されている。Form F-4 には、M&A 取引の当事会社双方について米国会計基準または国際会計基準に従って作成し監査を受けた財務諸表を記載する必要があるため、作成に相当の時間と労力が必要となる。また、Form F-4 を提出した会社は、その後、1934 年証券取引所法が定める継続開示義務に服する。詳しくは、セオドア・A・パラダイスほか「米国証券法フォーム F-4 における組織再編取引の登録」旬刊商事法務 1890 号 (2010 年) 40 頁、竹田絵美「米国 SEC 規制の改正と日本国内の M&A 実務への影響」旬刊商事法務 1860 号 (2009 年) 20 頁。

¹⁶ Form F-4 の提出を理由に経営統合 (共同株式移転による統合持株会社設立) のスケジュールが遅れた例として、新日本石油株式会社と新日鉱ホールディングス株式会社の経営統合事例 (JXホールディングス株式会社、平成 22 年 4 月) が挙げられる。

なお、本措置は、外交ルート等による働きかけを通じて当該国における域外適用の法令が廃止されるなど、問題が解消されるまでの暫定的な措置とする。

提案5：事業譲渡の際の許認可承継

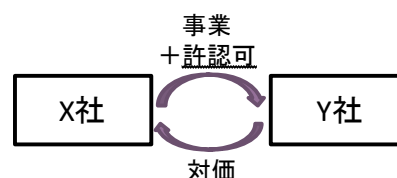
（現行制度の問題点）

会社分割と事業譲渡は類似の結果を達成しうる組織再編ツールであり、場合によっては事業譲渡の方が手続が簡易である場合がある。

しかし、現状では、会社分割と比較して事業譲渡は事業に関する許認可の承継が限定的¹⁷となっているため、事業譲渡を行うことが望ましい局面であっても、許認可の再取得にかかる時間的コストや、許認可を取得できなかった際のリスクを考慮して、会社分割を選択せざるを得ない場合があり、このことが円滑な組織再編の支障となるおそれがある。

（対応策（案））

事業譲渡のうち、相当程度の生産性の向上を図るために行われるなど一定の要件を満たすものについて、一定の法的手続を踏めば、全部又は一部の許認可の承継を行うことができるとし、事業譲渡による迅速な組織再編を可能とすべきである。



¹⁷ 現行産活法においては、中小企業の事業再生局面において、事業譲渡の際の許認可の承継が規定されているが、平時の場合や大企業の場合には適用されない（中小企業承継事業再生計画に基づく特定許認可等の地位の承継、第39条の4）。

2-2. 株主保護手続の再構築

提案6：株式買取請求権制度の見直し

株式買取請求権とは、組織再編・M&Aにより会社の基礎に変更が生ずる場合において、これに反対する株主が会社に対し自己の有する株式を「公正な価格」で買い取ることを請求することにより、投下資本の回収を図る権利である。

近年、組織再編・M&Aに伴う株式買取請求権に関する価格決定請求の事例数は、ほぼ横ばいか漸増している状況である¹⁸が、株式買取請求権に関する規模の大きい事案や実務及び社会に対する影響力の大きい買取価格に関する裁判例が急増している。

規模の大きな株式買取請求事案

買取請求時期	会社名	再編方式	詳細
平成20年9月	電源開発	子会社吸収分割	発行会社株式の9.9%を有する大株主（TCI）からの請求。平成20年11月に631億円を支払。
平成21年2月	テクモ	コーエーとの共同株式移転	発行会社株式の16.02%を有する大株主（エフィッシモキャピタルマネージメント）からの請求。平成22年3月、東京地裁が総額約29億円の価格が妥当と判断。高裁で係争中。
平成21年3月	TBS	認定放送持株会社への移行に伴う会社分割	発行会社株式の19.83%を有する大株主（楽天）からの請求。平成22年3月、東京地裁が総額約488億円の価格が妥当と判断。高裁で係争中。
平成21年9月	学習研究社	持株会社制移行に伴う会社分割	発行会社株式の19.81%を有する大株主（エフィッシモキャピタルマネージメント）からの請求。平成22年6月、東京地裁において総額約48億円の価格で合意。

価格決定請求の裁判例

決定日/裁判所	会社名	再編方式	詳細
平成20年3月14日 東京地裁 平成22年5月24日 東京高裁	(旧)カネボウ	産活法による主力事業の営業譲渡	東京地裁は会社提示額（営業譲渡に先立つTOB価格）の約2.2倍で価格決定。東京高裁も地裁決定が妥当と判断。各当事者により抗告許可の申立て。
平成21年3月31日 東京地裁	日興コーディア ルグループ	シティによる完全子会社化（三角株式交換）	東京地裁は三角株式交換に先立つTOB価格が妥当と判断、確定。
平成19年12月19日 東京地裁 平成20年9月12日 東京高裁 平成21年5月29日 最高裁	レックス・ホールディングス	MBO	東京地裁は会社提示額（MBOに伴うTOB価格）が妥当とするが、東京高裁・最高裁では会社提示額の約1.5倍の価格が妥当と判断、確定。
平成20年9月11日 大阪地裁 平成21年9月1日 大阪高裁 平成22年2月23日 最高裁	サンスター	MBO	大阪地裁は会社提示額（MBOに伴うTOB価格）が妥当とするが、大阪高裁では会社提示額の約1.3倍の価格が妥当と判断。高裁決定について許可抗告不許可決定が出され、会社側が最高裁に特別抗告するも、高裁決定の価格で確定。

¹⁸ 法務省法制審議会非訟事件手続法・家事審判法部会第1回会議参考資料（平成21年3月13日）によれば、株式価格決定請求事件の新受件数は、50件（平成11年）、46件（平成12年）、64件（平成13年）、80件（平成14年）、68件（平成15年）43件（平成16年）、77件（平成17年）、72件（平成18年）、84件（平成19年）、98件（平成20年）と推移している。

＜提案6-1 株式買取請求権が発生する組織再編類型の見直し＞

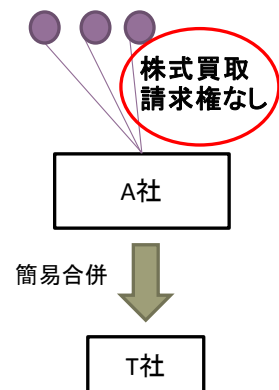
（現行制度の問題点）

現行会社法では、あらゆる組織再編に対する少数株主保護手段として、一律に株式買取請求権制度（事後的保護制度）を中心に規定している。

この点について、株式買取請求権の制度趣旨にかんがみれば、必ずしも事後的保護制度が必要と思われない組織再編にまで適用されているとの指摘がある。

（対応策（案））

株主の持分権に直接的な影響がないなど株主に対する影響が小さく、かつ、会社の基礎に変更もない組織再編については、株式買取請求権の制度趣旨にかんがみ、当該組織再編の存続会社等の株主に対しては、株式買取請求権制度の適用を除外すべきである。



(i) 株主の持分権に直接的に影響がなく、かつ、会社の基礎の変更にも当たらない組織再編・M&A。例えば、一定の要件を満たす現金株式交換における株式交換完全親会社。

(ii) 株主に及ぼす影響が軽微であるとの理由で現行会社法でも株主総会の承認を要しないものとしている組織再編。例えば、簡易合併における吸収合併存続会社、簡易株式交換における株式交換完全親会社。

＜提案6-2 株式買取請求の濫用防止① 請求者適格の範囲の見直し＞

（現行制度の問題点）

株式買取請求権の本来的機能としては、組織再編に反対する株主の投下資本回収としての機能や、組織再編の公正さのチェック機能が挙げられる¹⁹。

しかし、現行の株式買取請求権の規定では、請求者適格の範囲が不明確であるために、制度趣旨を逸脱した者にまで買取請求権が認められてしまう可能性がある。

このような行為は、(みなし) 配当の益金不算入を悪用し税務上譲渡損を生じさせることが可能であったため、助長されてきた。

（対応策（案））

組織再編に関する株主総会の招集通知発送時などに、当事会社が当該組織再編に係る議案の内容を公告した場合、当該公告後に当事会社の株式を取得した者に

¹⁹ 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論 上巻』（商事法務、2007年）280頁以降などによる。

については、株式買取請求の適格を認めないこととすべきである。また、当事会社が当該公告を行わなかった場合においても、組織再編に関する株主総会の決議後に株式を取得した者については、株式買取請求の適格を認めないことを明確化すべきである。

なお、みなし配当が生ずることを予定した株式の取得、発行会社への譲渡における税制については、平成 22 年度改正において課税関係の適正化がなされた。

＜提案 6－3 株式買取請求の濫用防止② 法定利率への対応＞

（現行制度の問題点）

株式買取請求権の買取価格の支払義務には、年 6 % の商事法定利率が付されるが、昨今の市中金利を踏まえれば、相当に高額な利率である。この当該法定利率のため高利回りの資金運用が事実上可能となり、株主による株式買取請求が誘発されうる状態にある。

また、買取請求手続の長期化により、年 6 % の法定利率の負担は、組織再編の当事企業に大きなプレッシャーとなっている。

（対応策（案））

株式買取請求権の買取価格にかかる利息負担を緩和することで、株式買取請求制度の濫用を防止すべきである。

＜案 1＞法定利率の改定

民法（債権法）改正による民事法定利率見直しに併せて、商事法定利率についても見直しを行い、年 6 % より低い値とする²⁰。

＜案 2＞供託制度の制定

（利息が発生する）組織再編の効力発生後 60 日の期間満了までに協議が調わない場合の供託制度（譲渡制限株式買取りの際の供託制度（会社法第 141 条第 3 項）に類似）を創設する。

提案 7：商事・金融高等裁判所（仮称）の創設

（現行制度の問題点）

最近の M&A や組織再編等に係る紛争事案において、第一審（地裁レベル）での判断が第二審（高裁レベル）で覆された場合における当該高裁の判断につき、

²⁰ 本対応策案については、必ずしも株式買取請求の買取価格にかかる法定利率に限られるものではない。

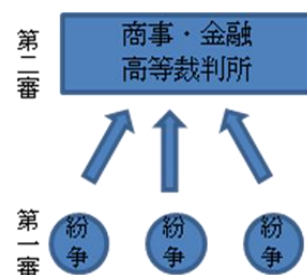
同じ高裁の判決なのに異なる結論となっている事例が見受けられる²¹。

M&Aや組織再編、証券市場における株式の取扱等に係る紛争事案においては、株式の価格認定や実務特有の手続の瑕疵などが争点となることが多く、その判断には法解釈のみならず、ファイナンスや実務上の取扱等、高度に専門的な知見が必要となってきた。

しかし、こうした新たな紛争類型に対して、控訴審・抗告審レベルにおいては専門的体制が設けられておらず、現在のところ、この分野における裁判所の専門的処理体制が必ずしも十分ではないとの指摘がある。

(対応策(案))

M&Aや組織再編、証券市場に係る事件について、充実したバックアップ体制の下で専門性を蓄積して統一的な判断を可能にし、これにより判決の予見可能性・納得感を高めつつ、裁判所の存在と威信を外部からも「見える化」するため、これを専門的に取り扱う体制を設けるべきである。



具体的には、東京、大阪など全国の主要な高等裁判所において、会社法・金商法など商事・金融紛争の控訴審・抗告審を専門的に審理する部を設けて事件の処理をここに集中させ、これを「商事・金融高等裁判所」と称するものとする。

扱う事件の範囲としては、上場会社におけるM&Aや会社の組織に関連する裁判及び証券市場における金融商品の取扱に関する裁判を対象とする。例えば、株式買取請求権における価格決定申立て、新株発行差止請求申立て、株主総会決議取消訴訟、株主代表訴訟、証券開示規制違反に基づく損害賠償請求訴訟などが考えられる。

²¹ 例えば、全部取得条項付種類株式の取得決議があったことに伴い反対株主が価格決定の申立てをする場合における個別株主通知の要否・時期に関する抗告審決定について、判断の違いが生じている。具体的には、東京高決平成 22・1・20（金判 1337 号 24 頁）（個別株主通知は価格決定申立ての要件であるとする）、東京高決平成 22・2・9（金判 1337 号 24 頁）（個別株主通知は対抗要件であり、価格決定申立て事件の審理終結までの間に個別株主通知をすれば足りる。）、東京高決平成 22・2・18（金判 1337 号 24 頁）（個別株主通知は不要とする）。

Ⅲ グループ総合力を生かした経営の推進

1. 背景

【問題意識】グループ経営の必要性と実態と立法の乖離

企業を単体としてではなくグループ全体として見て、総合力を発揮しようとする「グループ経営」は、グループの多様な経営資源を活用しつつ、分権化により意思決定を迅速化させるなどのメリットがある。

このようなグループ経営は、コーポレート・ガバナンスの面から見ても、資本政策として親会社が子会社の企業価値向上にインセンティブを有することや、一般的に親会社は子会社の事業について知見があり、必要な経営資源を供給できることなどから、有効なガバナンスとして機能する可能性がある。

そして、純粋持株会社の解禁や連結納税制度の導入といった制度面の後押しもあって、実態でもグループ経営が浸透している。上場企業を対象とした当省のアンケート調査では、回答した約千社中、1割の企業で純粋持株会社、7割超の企業で事業持株会社を頂点とするグループ経営を行っている。

しかし、グループ経営といっても多様であり、グループとしての強固な意思決定の下に経営が進められている例もあれば、逆に、親会社は子会社に自由を与えて子会社は独立して活動するといったものまで幅がある。

一方、現行会社法は単体経営を前提とする法制度となっており、本来、グループ全体で統一することができるガバナンス体制について、単体ベースの経営同様のガバナンス・コストをかける必要があり、経営の機動性が損なわれる場合もある。そして、グループ経営の多様性と相まって、親子間の責任の所在が不明確なものともなり得る。連結ベースでの情報開示がなされるようになったため、グループ会社に起きる事象が連結財務諸表に影響してくるようになった。

このような実態と法制度の不一致を放置したままでは、このことが企業のグループ経営の支障となり、あるいは紛争が生じて経営の予見可能性が損なわれていくおそれもある。

【方針】グループ経営の合理化のための法制度整備と株主保護制度の検討

以上の問題意識を踏まえ、以下を提案する。

（グループ経営の合理化のための法制度整備）

合理的グループ経営を可能とする法制度を整備することで、企業の機動力を高める。

(株主保護制度の検討)

会社が純粋持株会社となって子会社を創設して、主要な事業活動の子会社を通じて行うこととなった場合には、重要な子会社の解散や全部の事業譲渡のように、グループ経営をとらなければ「会社の基礎の変更」に当たり得るような組織再編がビジネスジャッジメントとなって、親会社の株主が株主総会決議等により意思決定に関与することができなくなるという「株主権の縮減」の問題が発生する。

また、新たに支配株主が現れ、又は支配株主に異動が生じて、新たな支配株主の下でグループ経営が展開されることとなった場合には、少数株主にとってみれば、従来のような自立的な経営を行うことが期待されなくなるので、「会社の基礎の変更」とも言い得る事態が生じる。しかし、このような支配株主の登場時又は異動時には、適切なマーケット・アウトの機会がない可能性がある。

そして、支配従属関係が形成された後には、親会社の支配力の下で、子会社に不利な取引が強要され、事業機会が損なわれるおそれもある。この点、我が国には親子上場の慣行があり、支配従属関係が存在することを前提に子会社の株主となる場合が多い。このような株主につき、いかなる利益を、どの段階で、どのように保護すべきかが問題となる。

もともと、例えば「株主権の縮減」は法的保護に値するほどの損害が生じているのか、支配株主登場時又は異動時に少数株主のマーケット・アウトが困難になっているか、あるいは支配従属関係にある企業間で子会社にとって不利な取引が強要されて少数株主に著しい損害が生じているかは、いずれも一義的には実証上の問題であり、現時点では十分な蓄積がない。グループ経営において親会社の利益を優先すべきなのか、子会社の利益を優先すべきなのかも不明である。

また、グループ経営といっても多様であり、これらに対して何らかの画一的な規制を導入した場合には、グループ経営の効率を害したり、組織再編・M&Aの障害となるおそれがある。制度見直しにはメリットとデメリットの比較が必要であることから、実証に欠ける「問題」に対応するため、あえて多様なグループ経営のメリットを減じるような制度整備に対しては、謙抑的でなければならないと考えられる。

しかし、一方で、このような懸念に対して適切な制度の備えがなければ、安心して投資することが困難になることも否定できない。そこで、任意の措置を含め、グループ経営に関連する株主保護制度として利用可能なものを棚卸し整理し、不足があれば補い、今後の方向性を検討することで、企業・投資家双方の予見可能性を高めることが重要である。

2. 具体的提案

2-1. グループ経営の合理化のための法制度整備

提案8：法人選任取締役

(現行制度の問題点)

グループ経営を行うため、親会社などから取締役として子会社に従業員を派遣する場合、現行法上、選解任に当該子会社の株主総会決議が個々に必要となり、手続が煩雑である。このことは親会社の人事の時期と子会社の株主総会の時期にずれがある場合に特に問題となる。

また、親会社などの従業員を兼務する子会社の取締役が、親会社の指示に従った行動をとり、当該子会社に損害を与えた場合でも、当該取締役個人が善管注意義務違反等の責任を負わされることとなり、グループ経営の責任の所在が不明確である。

上場企業を対象に当省が行ったアンケート調査では、親会社から子会社に役員を派遣する場合に、その者が親会社の指示の下で役員としての法的責任を負った場合に親会社に求償することができる等の契約を締結しているのは、該当企業のうち約6%に過ぎない。

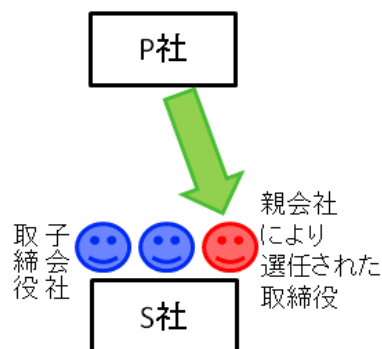
これは、当該派遣されている者の地位が不安定であるだけでなく、子会社株主・債権者にとっても、生じた損害を求償する途が限られることになる。

この点、ドイツにおいては、コンツェルン規制として、親会社に子会社への指揮権を与える代わりに、親会社が責任を負う制度が存在する。しかし、同国ではコンツェルン規制の適用を免れるための行為が問題になっている。適用回避の理由には、グループ経営の実態は多様であり、グループとしての強固な意思決定の下に経営が進められている例もあれば、逆に、親会社は子会社に自由を与えて子会社は独立して活動するといったものまで幅があるなど、一律の規制を設けることが適切でないことが挙げられる。

そこで、グループ経営の実態に合わせて、任意の措置を講じることが期待されるが、子会社に派遣された役員と親会社間の責任関係は、個別に当事者間の契約で明確化することが可能であるものの、親会社にとっての制度的メリットがなければ、このような契約は普及しないと考えられる。

(対応策(案))

「法人選任取締役」制度を創設し、グループ経営の実態に合わせて、手続を簡便化するメリットを与えるとともに、責任の所在を明確化することをオプト・イ



ンできるようにすべきである。

- － 親会社²²は、その子会社の取締役のうちに、当該親会社が選任することのできる取締役の人数の上限として「法人選任取締役枠」（複数可）を設けることができることとする。
- － 子会社の株主総会で法人選任取締役枠を設けることが決議され、又はその旨の定款改正がなされた場合、当該法人選任取締役枠に対して、親会社は、法人選任取締役（個人）を選任するものとする。
- － 法人選任取締役の変更（例えば、人事異動による担当者の交代や議案に応じた専門者の出席が考えられる。）には子会社の株主総会の個別の承認を必要としない。
- － 法人選任取締役は、他の取締役と同様の権利義務を有するが、親会社の指示に従ってした取締役としての職務についての法的責任は、その者に故意・過失のない限り、原則として親会社が負うこととする。

提案9：グループ・ガバナンス

（現行制度の問題点）

グループ経営を行っている企業では、親会社において、子会社を含むグループ企業全体の監査方針を決定するなど、実質的なガバナンスを行っている場合が多い。これには、企業の社会的責任として子会社の活動を軽視することができなくなっていることや、内部統制制度の拡充、あるいは連結ベースでの情報開示がなされるようになったため、グループ会社に起きる事象が連結財務諸表に影響してくるようになったことが背景にある。

しかし、現行会社法上は、グループ経営をとっている場合であっても、すべての子会社について単体ベースでのガバナンス体制の構築が必要となっている。例えば、親会社以外に株主が存在しない完全子会社であっても、所定の人数の監査役を選任し、3か月に1回は取締役会を開催しなければならない。しかし、少数株主が存在する場合とそうでない場合とを比較すれば、ガバナンスの目的が大きく異なるのは明らかである。

また、子会社の債権者にとっても、親会社の存在を前提に取引関係に入っているため、親会社のガバナンスを期待することが実態に適すると考えられる。

このように、本来は親会社のガバナンスで足りることについて、子会社でも重複した手続が必要となることは、グループ経営の実態に合致しておらず、合理化

²² ここでいう「親会社」概念について、会社法上の親会社を意味するかについては別途検討が必要であるが、ここでは一定程度以上の資本関係がある二社間を想定する。本項における「子会社」概念も同様である。グループ経営合理化メリットの適用対象となる会社を明確化するため、実質基準から形式基準に移行することも考えられる。

の余地もある。

一方で、グループ経営の実態は多様であり、すべての子会社において一律に独自のガバナンス体制を構築する必要がないとすることはできない。特に、子会社に少数株主が存在する場合には、常にグループ利益を優先させることはできず、少数株主の利益を保護する観点から、子会社において適切な体制を構築することが必要である。

（対応策（案））

グループ経営の実態に合わせて、完全子会社においては親会社がガバナンスの責任を負うとともに、グループ経営における子会社のガバナンスに関する義務を緩和し、グループ経営の合理化を図る措置をオプト・インできるようにすべきである。例えば、次のような措置が考えられる。

＜完全子会社におけるグループ監査＞

親会社の監査役又は監査委員が完全子会社を監査し、当該完全子会社の監査報告書を作成することができることとする。

上記の場合、当該完全子会社は監査役の選任を不要（大会社であっても同様に監査役会・監査委員会の設置及び監査役・監査委員の選任を不要）とする。

＜完全子会社における法定義務の簡素化＞

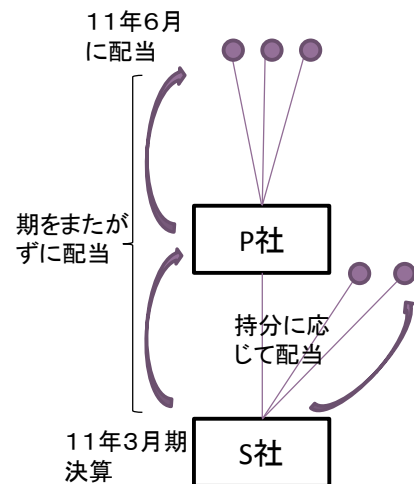
完全子会社における計算書類公告義務を免除するとともに、完全子会社における取締役会開催義務（3か月に1回）を緩和する。

提案10：グループ配当金

（現行制度の問題点）

グループ内の組織再編初年度であって、新設されたグループ親会社の分配可能額が少ない場合や、グループ親会社において為替リスクや原材料費の変動リスクをカバーしている場合であって、為替変動や原材料費の一時的な高騰などにより親会社のみで分配可能額が少ないときなどには、子会社では配当できても、親会社においては減配となり、親会社の株主に一時的に不利益が生じる可能性がある。

現行会社法では、上記のような場合に、子会社に分配可能額があっても、その利益はグループ親会社の翌期の利益として認識して配当することとなる



ため、親会社の株主に対しての配当が期をまたぐこととなり、結果として安定的に親会社株主へ配当することが難しい。

（対応策（案））

グループ関係にある子会社²³に分配可能額がある場合であって、親会社を経由して当該親会社の株主に対して配当するときには、その持分に応じて期をまたがずに配当できるようにすることで、親会社株主への安定的配当を可能とすべきである。

具体的には、子会社の分配可能額内での当期配当を子会社²⁴で決議（取締役会決議又は株主総会決議）した場合、親会社は会計上、当期の受取配当金としては認識しない²⁵が、当該親会社の株主に直接配当する旨を決議（取締役会決議又は株主総会決議）できることとする。

ただし、親会社の債権者保護の観点から、グループ配当を行う旨及び当該会社の計算書類に関する事項について一定期間公告等することとする。債権者が当該期間内に異議を述べなかったときは、債権者はグループ配当について承認をしたものとみなす²⁶。

提案 11：グループ会計開示

（現行制度の問題点）

企業情報については、現在、金商法及び会社法に情報開示制度（有価証券報告書と事業報告書）、決算書類（財務諸表と計算書類）が存在するが、これらはそれぞれ別個のものとして規定されている。

また、決算書類について、現行制度において日本企業は、①主として分配可能額を算出する必要性からの「会社法に基づく会計」、②主として投資家への情報提供を目的とする「金商法に基づく会計」、③①をベースとする課税所得計算のための「税務会計」による財務諸表をそれぞれ作成している。このため、決算書類作成に関する企業の作業負担が重複して生じている。

さらに、このような状況下において、近年、会計制度の国際化が進み、連結会計に関しては、2012年を目途に国際会計基準（IFRS）の強制適用について最

²³ ここでいう「子会社」の範囲については別途検討を要する。例えば、会社法上の子会社に限らず、持分法適用会社を含むことも考えられる。

²⁴ 当該子会社が完全子会社でない場合は、他の子会社株主保護の観点から、例えば、独立取締役の賛成を含む取締役決議、又は独立監査役による賛成の意見書提出を必要とする。

²⁵ 会計上、親会社は通常通り、翌期に受取配当金として認識する。

²⁶ 債権者が期間内に異議を述べたときは、親会社は当該債権者に対し、弁済し、もしくは相当の担保を提供し、又は当該債権者に弁済を受けさせることを目的として信託会社等に相当の財産を信託しなければならない。ただし、当該グループ配当をしても当該債権者を害するおそれがないときは、この限りではないこととする。

終判断が行われることとされている²⁷ところ、仮に強制適用されることとなった場合、企業の作業負担はさらに増大するとの懸念もある。

（対応策（案））

株主、投資家に対する会計情報の開示は十分に行われることが必要である一方、企業における作業負担を可能な限り軽減する観点から、会社法に基づく開示と金商法に基づく開示の負担が重複して生じ得る部分について、負担軽減の手当を行うことが必要である。

2-2. 株主保護制度の検討

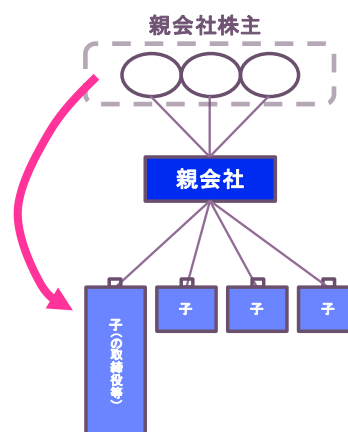
提案12：上からの規律（親会社株主保護）

（現行制度の問題点）

平成9年に純粋持株会社が解禁されて以降、本制度の利用が普及しており、上場企業を対象とした当省のアンケート調査では、回答企業の1割が純粋持株会社を頂点としたグループ経営を行っている。

しかし、親会社株主にとってみれば、会社が純粋持株会社となって子会社を創設して、主要な事業活動の子会社を通じて行う結果、重要な子会社の解散や全部の事業譲渡のように、グループ経営をとらなければ「会社の基礎の変更」に当たり得るような組織再編について、ビジネスジャッジメントとなって、株主総会決議等により意思決定に関与することができなくなるという「株主権の縮減」の問題が発生する。

これに対して諸外国では、事前の規制として、子会社の重要な意思決定について親会社株主総会の承認を要するとする立法例や判例がある。事後の救済としては、親会社株主に子会社（の取締役等）への代表訴訟提起権（多重代表訴訟）を付与する判例がある。



（対応策（案））

（i）事前の規制

意思決定をできるだけ分権化してグループ総合力を生かした経営を行おうとする趣旨から、親会社株主保護のため、子会社の重要な意思決定について広く親会社株主総会の承認を要するものとするのは、この経営判断の趣旨を没却するお

²⁷ なお、連結先行の考え方にに基づき、現状では単体会計へのIFRS適用は求められていない。

それがある。また、企業の株主総会決議の負担をできるだけ軽減しつつ、グループ親会社をスリム化して、機動的な経営を行わせようとした、純粋持株会社解禁当時の政策目的にも適しない。

したがって、このような一律の規制を設けることは適切でない。

現行会社法上、株主は、ビジネスジャッジメントについては、会社の取締役を通じてそのガバナンスを発揮することが原則となっている。そこで、親会社の取締役を通じて間接的に子会社の事業活動を監視・監督できる仕組みが何らかの方法で確保できるのであれば、その度合いに応じて、親会社の株主が直接に子会社の事業活動を監視・監督すべき必要性は減少すると考えられる²⁸。

例えば、純粋持株会社においては、重要な子会社の代表取締役は親会社の取締役を兼任していることが多いことから、このように親会社と子会社を兼任し、又は子会社の監督を担当している取締役がいる場合には、親会社株主は、当該取締役の選解任等を通じてこの役割を果たすべきと考えられる。

しかし、親会社の取締役の多くが非業務執行の社外取締役である場合や重要な子会社の代表取締役が親会社の取締役を兼務していない場合など、株主による親会社取締役を通じたガバナンスが困難な事情のある場合には、これを可能とし、当該親会社に対する投資を引き出すための自主的な取り組みが望まれる。

具体的には、重要な子会社の意思決定のうち、グループ外の会社に対する全部の事業譲渡、解散のように、親会社の基礎の変更にも当たり得る極めて重大な意思決定を行う場合には、親会社の株主総会決議を取ることをあらかじめ定款で明らかにする方策が望ましい。

ただし、これは本来、親会社取締役が重要な子会社の代表取締役を兼務するなど、役員人事や業務分担により代替でき、役員人事は株主総会の承認の対象となっているものである。また、重要な子会社の代表取締役を兼務する親会社取締役や重要な子会社の監督を担当している取締役は、親会社株主に対して、重要な子会社の意思決定について説明責任を果たすべきものであり、それにより子会社の事業活動の監視・監督が図られる。そこで、すべての親会社に規制を義務づけることには慎重であるべきである。

(ii) 事後の救済

諸外国に判例が見られる多重代表訴訟に関しては、現行会社法や不法行為法による限り子会社取締役の責任追及が容易でない場合を想定して、我が国においてはあらかじめこれを積極的に認める立法をすることで、会社内部組織に対する株主によるコントロールが利きやすくなるとも考えられる。

しかし、多重代表訴訟を制度化するに当たっては、多くの問題が生じうる。

具体的には、多重代表訴訟の原告適格を有する親会社株主の要件をどのように設定するかには困難がある。例えば、子会社が完全子会社でない場合に、一定割合

²⁸ 前田雅弘「持株会社」旬刊商事法務 1466号（1997年）27頁による。

以上の親会社株式を保有する株主に原告適格を与えた場合、親会社株主が子会社の少数株主を乗り越えて責任追及をすることとなってしまう、子会社少数株主の利益に反する局面も想定される。

また、どのような場合に多重代表訴訟を提起できるかについても、その要件の設定に困難がある。例えば、子会社にとっては損害が生じているがそれに伴い親会社に対しては利益が生じているような場合が典型的に想定されるが、このようなときに親会社の株主が子会社の取締役に対して責任を追及することが適切とも思われない。

このように、現行会社法や不法行為法によることができない場合を想定して、あらかじめ多重代表訴訟の制度を立法により手当することは現実には困難である。諸外国において多重代表訴訟が立法ではなく判例で形成されてきたのもこれが背景にあると考えられる。

政策的にも、子会社の取締役には親会社の従業員が就く場合が多いことを併せ考えると、従来、株主代表訴訟のリスクが小さかった子会社で、仮に多重代表訴訟の制度が新たにできた場合には、親会社の株主からの損害賠償請求から従業員を守るため、名目的取締役に責任を負わせたり、あるいは子会社を内部組織化するなど、実態に反する運用となったり、グループ経営に萎縮したりすることになりかねない。

そもそも子会社取締役は、法律上は子会社の株主に対して責任を負っているのであり、その中には大株主としての親会社が含まれる。そして、親会社は、最も先鋭な利害関係を有する者として子会社への規律のインセンティブがある。したがって、親会社株主としては、子会社を監督する親会社取締役の解任や求償などを通じて救済されるべきである。

一方で、親会社に対する投資を引き出すため、親会社株主が、子会社における監査の不備に関して、直接その担当役員の責任を追及できる仕組みを任意にオプト・インすることは推奨される。具体的には、「グループ・ガバナンス」を導入した場合（提案9）には、親会社の監査役又は監査委員が完全子会社に対する監査を行うことから、完全子会社の監査についての法的責任は親会社の監査役又は監査委員が負うことになり、親会社株主としては、当該監査役・監査委員の責任を追及できることになる。

提案13：下からの規律（子会社株主保護）

（現行制度の問題点）

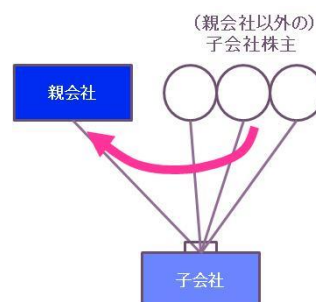
公開会社に新たに支配株主が現れ、又は支配株主に異動が生じて、新たな支配株主の下でグループ経営が展開されることとなった場合には、少数株主にとってみれば、従来のような自立的な経営を行うことが期待されなくなるので、「会社の

基礎の変更」とも言い得る事態が生じる。

しかし、このような支配株主の登場時又は異動時には、適切なマーケット・アウトの機会がない可能性がある。

また、支配従属関係が形成された後は、親会社の支配力の下で、子会社に不利な取引が強要され、事業機会が損なわれるおそれもある。この点、我が国には親子上場の慣行があり、支配従属関係が存在することを前提に子会社の株主となる場合が多い。

このような株主につき、いかなる利益を、どの段階で、どのように保護すべきかが問題となる。



(対応策 (案))

(i) 支配従属関係形成時の対象会社株主保護

EU諸国では、対象会社の支配をもたらす一定割合の議決権を保有した者に対し、全株主を対象とするTOBを行うことを義務づける制度が広く導入されている²⁹。

これに対し我が国では、事業提携目的で、会社の支配権を取得しつつも、過半数に満たない取得をすることがある。したがって、支配従属関係形成時に対象会社株主の退出を保護するような制度が創設された場合、買収に必要な資金が増えることが予想されるため、対内直接投資はじめM&Aへの萎縮効果に配慮が必要である。

また、事業再生などでファンドから資金を得る必要がある場合にどのようにするかなど、実務上の課題もある。

しかし、我が国においては、TOBや市場取引を通じて支配株主が登場し、又は異動することに加え、第三者割当増資が諸外国に比べて容易に実施できるので、支配株主の登場又は異動が潜在的に起きやすい状況にある。

このような中で、会社への投資を引き出し、市場を活性化するには、支配従属関係形成時の少数株主の「退出権」を検討し、この考え方を我が国にも導入することで、企業・投資家双方の予見可能性を高めることが重要である。

そこで、支配従属関係形成時の対象会社株主保護について、①TOB時の任意のセルアウト制度の創設³⁰、②株式買取請求権制度の整備（株式買取請求を受け支払を行った対象会社が、支配株主に対し当該支払分を請求できることとする制度の創設³¹など）、③既存株主の退出権保障（一定割合の議決権を有する大株主が

²⁹ イギリスやドイツにおいては対象会社の議決権の30%、フランスにおいては対象会社の資本又は議決権の3分の1を超えて保有することとなった場合に、TOBが義務づけられる。

³⁰ 提案2（スクイーズアウト・セルアウト制度の創設）参照。

³¹ 例えば、事業譲渡の際の株式買取請求の相手方は主要事業を移転した後の会社となり、当該会社の資力に不安があることも考えられ、株式買取請求を行う株主の保護の実効性に欠

出現した場合、残余株主はその保有する株式を大株主に買い取ることを請求できることとする制度³²⁾などの仕組みを検討すべきである。

(ii) 支配従属関係継続時の従属会社株主保護

我が国には親子上場の慣行があり、支配従属関係が存在することを前提に上場子会社の株主となり、又は取引関係に入る場合が多い。したがって、子会社株主保護の優先順位としては、まずは支配関係形成時の退出権を検討すべきと考えられる。

その上で、支配従属関係継続時の従属会社株主保護については、現時点において、このような企業間で子会社に不利な取引が強要されているか、そして、そのことで株主に損害が生じているのか否かについても、現時点において十分な事例の蓄積がない。仮に、問題になる事例が存在するとして、現行法で対処できない重大なことが起きているのかも明らかでない。実態が不明な中で規制措置を拙速に導入することは避けるべきである。

また、諸外国に見られる結合企業法制についても、その実効性については必ずしも評価を得ているわけではない。例えば、ドイツにおいては、結合企業関係を前提として、具体的な不利益を救済する法的手段を規定（従属会社の支配会社に対する請求権、もしくは当該請求権の従属株主による行使等）したところ、各企業は結合企業関係となることを回避したとの評価もある。

まして、我が国のように親子上場の慣行がある場合に結合企業法制のような規制措置を導入することは、グループ経営を困難化させることになりかねない。親子上場における子会社株主保護は、上場ルールで予防的に措置できる部分も多いと考えられる。

さらに、現行会社法においては、個々の会社の利益最大化が求められることが想定されているが、それがグループ経営においてはグループ全体の利益最大化と当然には一致せず、社会全体の効率性と両立しないのではないかと指摘もある。この点につき、個々の会社の利益よりもグループ全体の利益最大化をどの程度まで図ってよいか、現時点でその判断基準は存在しない。今後も、グループ経営の多様性ゆえ、その基準の設定は極めて困難といえる。

これらから、支配従属関係継続時の子会社株主保護については、親子上場にかかる上場ルールのほか、現行の法制度に従い、子会社株主が被る損害は、当該子会社役員が善管注意義務違反を追及することにより補償することを原則とすべき

ける事態となりうる（提案6記載の事例のうち、(旧)カネボウの事案は営業譲渡に係る株式買取請求であり、同様の懸念が生じうる。）。この点、会社から支配株主に対して、株式買取請求支払額を請求できる仕組みを創設することで、実質的に支配株主が株式買取請求額を支払うこととなり、請求株主の保護に資すると考えられる。

³² 独立役員が過半数を占める特別委員会の承認があつて、緊急性の高い即時のファイナンスであると認められる場合には、一定の手続を経て退出権の発生しない第三者割当増資などを行うことは可能とすることを想定する。

である。

そして、その実効性の向上のためには、親子会社間の取引関係等についての情報を把握できることが必要であり、その観点から、金商法や上場規則に基づく情報開示のほか、例えば、親子会社間の取引についての会計監査人による監査などの現行法の仕組みに加え、子会社株主の求めにより選任された検査役が親子会社間の取引に関する調査・報告を行うことができる制度³³を設けることが考えられる。

一方で、子会社に対する投資を引き出すため、任意に、親会社の責任を明らかにする仕組みをオプト・インすることは推奨される。そこで、「法人選任取締役」を導入した場合（提案8）には、親会社が選任して子会社に派遣している取締役に関して、親会社の指示に従ってした取締役としての職務についての法的責任は、故意・過失のない限り親会社が負うことになるので、子会社株主保護に資すると考えられる。

³³ 会社法第358条参照。具体的には、親会社の業務執行に関し、不正な行為又は法令もしくは定款に違反する重大な事実があることを疑うに足りる事由があるときは、一定期間以上一定割合の株式を有する子会社株主が、親子会社間の取引を調査させるため、裁判所に対し検査役の選任の申立をすることができるものとする、といった制度設計が考えられる。

IV コーポレート・ガバナンス向上による「変化対応力」強化

1. 背景

【問題意識】「変化対応力」強化の必要性

国際金融危機後、社会経済情勢の変化に対する企業の対応力が強く求められる中で、内外の機関投資家などからは、社内昇進者のみによる一様なバックグラウンドを有する「典型的日本企業」の役員構成では、コーポレート・ガバナンス向上の圧力として十分に機能せず、変化対応力が発揮されにくいのではないかとの指摘がある。

また、株主、取締役、監査役、会計監査法人などによる、代表取締役等の業務執行に対する監査・監視が十全に機能せず、粉飾決算や開示書類の虚偽記載などの不正行為が止められない事例が依然として発生しているのも事実である。

一方で、企業が自主的に取ろうとするガバナンス体制に法律上の要求に対応していなかったり、自己ガバナンスが充実していく中で、法律上要求されているガバナンス体制に重複が発生していたりするなど、ガバナンス体制に合理化・効率化の余地がある。

我が国経済の中長期的な繁栄のために、今後のコーポレート・ガバナンスは「変化対応力」の強化を軸に検討していく必要がある。

【方針】役員構成の多様化・選任メカニズムの多層化と機関設計・権限分配の見直し

以上の問題意識を踏まえ、以下を提案する。

（役員構成の多様化・選任メカニズムの多層化）

企業が社会経済情勢の変化に俊敏に対応していくには、まずは役員構成を多様化していくことが必要である。その際には、選任メカニズムを多層化していくことが考えられる。

そこで、社外の利害関係者など「社外役員」や、経営陣と利害関係のない「独立役員」などの導入容易化に向けた環境を整備すべきである。

また、選任プロセスが経営陣から独立している点で経営陣に対する監視能力が高いとされる「従業員選任役員」について、労働団体から導入が要望されているところ、その是非を検討する。

なお、グループ経営合理化の観点からの「法人選任取締役」は、この点で本章にも関連するが、「Ⅲ グループ経営力を生かした経営の推進」で検討した。

（機関の設計・権限分配の見直し）

企業が社会経済情勢の変化に俊敏に対応していくには、機関の設計・権限分配にも見直しが必要である。

そこで、経営の執行と監視を分離していこうとする取締役会の機能分化の実態に沿った機関設計の柔軟化や、経営陣に対する監視機能を強化するための監査役の権能の見直し、株主総会を通じた実効的株主ガバナンスの在り方を見直しなどを行う。

なお、グループ経営合理化の観点からの「グループ・ガバナンス」は、この点で本章にも関連するが、「Ⅲ グループ経営力を生かした経営の推進」で取り扱った。

2. 具体的提案

2-1. 役員構成の多様化と選任メカニズムの多層化

提案14：社外役員・独立役員要件の見直し

(現行制度の問題点)

日本産業の深刻な行き詰まりの中で、企業の経済社会情勢の変化に対応する力(変化対応力)を強化することが重要となっている。

その一手段としては、経営陣との間に利害関係を有しない「独立役員」(独立な取締役又は監査役)や、社外の利害関係者が含まれる「社外役員」の導入により、役員

の多様性を確保し、多様な意見が経営に反映されやすくすることが考えられる。例えば、親会社、取引先、メインバンクなどの社外の利害関係者が含まれる「社外役員」は、当該企業の企業価値向上に利害を有するとともに、知見もあることから、企業統治の実効性が確保されやすい。

また、当該会社の役員であること以外に経営陣との間に利害関係を有しない「独立役員」は、特に、第三者割当増資、MBOや買収防衛など典型的に利益相反行為が発生しやすい局面における手続の透明性などの観点から重要である。

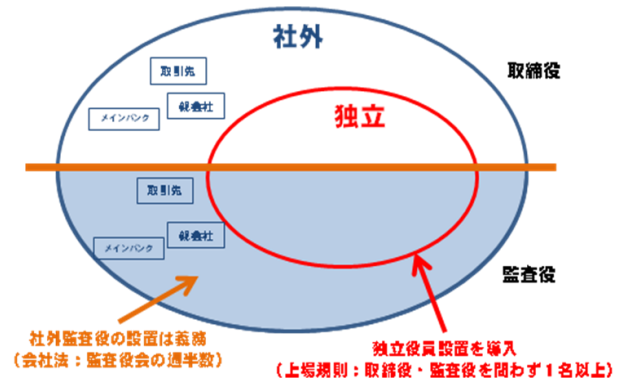
しかし、現行会社法における「社外性」の要件は、諸外国と比べても厳しい部分があり、社外役員が確保しづらい面がある。また、上場規則における独立性の要件についても、社外性の要件と平仄を合わせていることから、同様の面がある。

(対応策(案))

社外役員及び独立役員

の要件を見直し、その導入を容易化すべきである。現行法上の社外の要件は、過去一度でも業務執行取締役等に就任していないこととされ、上場規則における独立性の要件についてもこれと同様であるが、この規定を諸外国のように³⁴、数年間の冷却期間を経れば、社外役員・独立役員として認められることとする。

なお、現行法上、東証上場会社の97%を占める監査役会設置会社の場合、監査役会に半数の社外監査役が要求されるのみで、社外取締役は任意であるが、特に



³⁴ 例えば、諸外国における独立性の判断に関し、当該会社との関係では、アメリカの基準(ニューヨーク証券取引所上場規則)では、過去3年間、役員・従業員でなければよく、イギリスの基準(統合規範)では、過去5年間、従業員でなければよく、フランスの基準(経済団体による自主規範)では、過去5年間、業務執行者・従業員でなければよい、とされている。

妥当性監査ができ、取締役会において議決権を有する（取締役の選解任権を有する）社外・独立「取締役」を導入すべきとの議論がある。

当省の調査では、東証一部上場企業のうち社外取締役を導入しているのは46%に過ぎず、導入している企業であっても、その79%は3分の1に満たない比率である。これは過半数を社外取締役とすることが義務づけられている諸外国と比べれば低い。

しかし、「形式的な社外取締役の導入を一律、画一的に押しつけることは、一般株主・一般投資家の立場からみて実質的に当該企業にとり最適な統治構造をつくりあげる上でも、かえって妨げになる場合も想定される」（企業統治研究会報告書）ことから、社外取締役導入の義務化については十分な検討が必要である。

なお、社外の利害関係者が含まれる社外役員とこれが含まれない独立役員は、期待される役割が異なることから、一方を他方に置き換えることはしない。

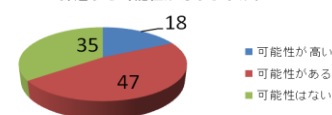
提案 15：従業員選任役員制度の検討

従業員が会社の役員を選任する「従業員選任役員」制度は、選任プロセスに経営陣が関与しないため、経営陣からの独立性も高く、コーポレート・ガバナンスの向上に資する可能性があるとの指摘がある。欧州諸国にも従業員代表が役員となる類例が多い。

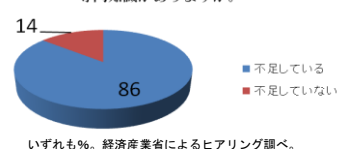
一方、我が国は企業内組合が基本であり、労働組合の幹部が将来経営幹部に昇進するケースも多いため、経営陣に対する監視活動に萎縮するおそれがあり、これが有効に機能するかどうか、逆に、労使の対立がある場合に、これが役員会に持ち込まれることになり、経営を混乱させることにならないか留意が必要である³⁵。

仮に、本制度を導入する場合は、株主による選解任権の担保、株主代表訴訟による規律の確保、社外・独立役員による監視、監査役を補佐するスタッフの充実など、労使の「馴れ合い」を防ぎ、健全な牽制が機能する仕組みにつき十分な検討が必要である。また、労使の対立が経営に持ち込まれないよう、労働組合役員との兼務及び直後の就任を制限することも必要である。

貴社の労働組合幹部は将来会社の経営幹部へ昇進する可能性がありますか。



貴社の労働組合幹部には会社経営に関する専門知識がありますか。



いずれも%。経済産業省によるヒアリング調べ。

³⁵ 当省が行ったヒアリングで寄せられた民間企業からの意見の例として、以下のようなものが挙げられる。

- 従業員選任役員が従業員の利益と相反する意思決定に参画することが求められて立場に窮したり、これまでの労使協調関係が損なわれないか。
- 経営統合や社内部門間の対立、複数の労働組合が存在する企業では、選任手続が社内抗争の原因にならないか。

さらに、我が国には約4千の上場企業があり、企業の規模・業態、労使関係、経営統合の経緯など、事情は様々に異なることから、一律な義務づけには慎重な検討が必要と考える³⁶。

2-2. 取締役会によるガバナンス

提案16：執行・監督機関の機関設計の柔軟化

(現行制度の問題点)

自己ガバナンス体制の充実などから、実態上、執行機能と監督機能の分離・分掌が進んでいる。

例えば、上場企業を対象として当省が行ったアンケート調査によれば、監査役設置会社のうち、約6割の企業が執行役員を設置している。その理由としては、「業務執行権限を執行役員に与え業務執行の迅速化を図るため」、「業務執行の責任関係を明確化するため」、「取締役の員数を減らし取締役会の審議を実効的なものとし、監督機能を強化するため」という項目に対し、いずれも高い賛同意見が表明された。また、監査役設置会社のうち、約3割の企業が監査委員会類似の会議体を、約8%の企業が報酬委員会、約5%の企業が指名委員会類似の会議体を設置している。

このように、企業において取締役会から執行機能又は監督機能を分離・分掌させることに高いニーズがあると言える。

しかし、会社法上、公開大会社が選択できる機関設計は委員会設置会社と監査役会設置会社の2種類しかなく、各会社における監督機能と執行機能の分離・分掌のニーズに対応する機関設計とは必ずしもなっていない。

このため、委員会設置会社は上場企業のうち2%に過ぎず、利用が伸び悩んでいる。また、委員会設置会社であっても取締役会で執行権限を担い、監査役会設置会社であっても任意に執行役員や委員会を設けている事例が見られるなど、機関の権限と責任が不明確になっている。

(対応策(案))

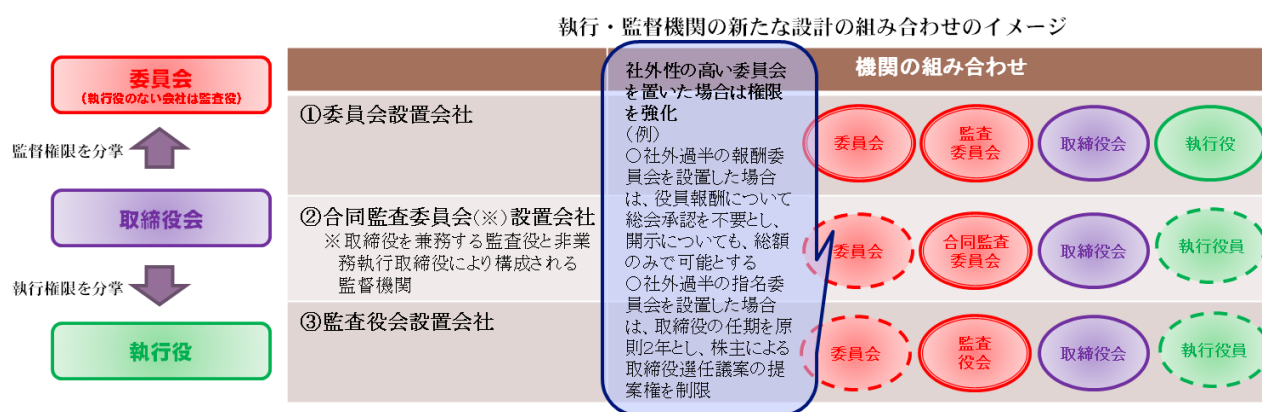
現行法上の委員会設置会社と監査役会設置会社を、以下の「① 委員会設置会社」、「② 合同監査委員会設置会社」及び「③ 監査役会設置会社」の3つの設

³⁶ 当省が行ったヒアリングで寄せられた民間企業からの意見の例として、以下のようなものが挙げられる。

- 規模が小さい企業では、人材不足により従業員から選任することは困難ではないか。長期間現場を離れるのはキャリアパス上不利ではないか。外部人材はどうやって探すのか。
- コーポレート・ガバナンス向上の手段としては、社外・独立役員、労使協議会の設置など、他に実効的な手段も考えられるのではないかと。選択の自由を認めて欲しい。

計に変更し、機関設計を柔軟化する。これにより、会社の実情に適した機関設計の選択肢を用意することで、執行機能と監督機能の分離・分掌を容易にすべきである。

- ① 委員会設置会社：現行の委員会設置会社と同じである。
- ② 合同監査委員会設置会社：監査役が取締役を兼務する監査役兼取締役³⁷により構成される³⁸「合同監査委員会」の設置のみが義務づけられる。任意に他の委員会を設置できるものとする。
- ③ 監査役会設置会社：現行の監査役会設置会社と基本的に同じであるが、新たに委員会を任意に設置できるものとする。



また、委員会の構成員中、社外・独立取締役が過半数を占める場合、又は取締役会の構成員中、社外・独立取締役が過半数を占める場合には、軽微な定款変更等の株主総会特別決議事項について普通決議とし、あるいは役員報酬の決定などで株主総会決議を不要とし、委員会又は取締役会限りで決定できることとするなど、社外・独立性の高い委員会又は取締役会を設けることのインセンティブを強化すべきである³⁹。

³⁷ すべての監査役が非業務執行取締役を兼務するものとする。監査役兼取締役の法的性質については提案 17 を参照。

³⁸ 監査役を兼務しない非業務執行取締役も必要に応じて「合同監査委員会」の構成員とすることができるものとする。

³⁹ 例えば、社外取締役が過半数からなる報酬委員会を任意に設置した場合、取締役の報酬に関する定款の変更について、株主総会決議を不要とし、報酬委員会のみで決定できるようにするといったことが考えられる。

2-3. 監査役によるガバナンス

提案17：監査役の機能強化

（現行制度の問題点）

累次の会社法等の改正により、監査役の権限は一段と強化されてきたが、粉飾決算や開示書類の虚偽記載などの不正行為が止められない事例が依然として発生している。このことには、実態は別としても、監査役の形式的権限が適法性監査に限られているとされ、人事や報酬決定に関わることができないことにあるとの指摘がある。

また、監査役は、取締役会が設置する内部監査・統制部門が行っている社内調査と同様の調査を行うこととなるため、重複感があるとの指摘がある⁴⁰。

（対応策（案））

監査役が妥当性監査にまで権限と責任を持ち、これを人事や報酬決定に反映させることができるよう、非業務執行の取締役を兼任する「② 合同監査委員会設置会社」の類型を設けるべきである。

合同監査委員会設置会社においては、監査役兼取締役は、取締役会が設ける内部統制システムが適切に構成・運営されているかを監視し、必要に応じて内部統制部門に対し具体的指示をなすことにより監査を行うこととする⁴¹。

なお、委員会設置会社に比べ、合同監査委員会設置会社は、取締役会と執行役が必ずしも分離していないため、取締役会に対して、監査役のより強い牽制機能が求められることから、現行監査役会設置会社における監査役の独任制を一定程度維持することとする。

⁴⁰ 前述のアンケートにおいて、約4割の企業は監査役監査と社内担当部署による内部統制監査について、明確に業務分担がなされており、重複はないとする一方、約5割の企業においては、両者に何らかの重複があり、負担となっている、あるいは監査役監査が空洞化していると回答している。

⁴¹ 取締役会が設ける「内部統制システムが適切に構成・運営されているかを監視し、必要に応じて内部統制部門に対し具体的指示をなす」という監査手法は、現行の監査委員会の監査と同一のものである。江頭憲治郎『株式会社法 第3版』（有斐閣、2009年）519頁、日本監査役協会「監査委員会監査基準」（2005年制定、2009年最終改訂）。

2-4. 株主によるガバナンス

提案18：株主によるガバナンスの実効化

（現行制度の問題点）

株主によるガバナンスは、諸外国においては企業に対して社会経済情勢の変化に対応した自主的な経営改革を促す原動力となってきたところ、我が国においても引き続き重要であるが、我が国資本市場の構造や株主構成を踏まえ、有効なガバナンスが可能な法制度に向けて改善の余地がある。

また、IR活動などによる株主と会社との対話を通じた企業価値向上に向けた問題意識の共有は、株主ガバナンスの実効化において重要である。

しかし、株主名簿上、機関投資家が保有する株式の大半は、受託者責任や各運用機関のコンプライアンス上の関係から、カストディアン（証券保管機関）の名義で登録されており、名義株主と実質株主の主体が異なる場合が多い。ところが、現行会社法上、名義株主のみに株主としての権利行使が認められており、実質株主の直接の権利行使は認められない。また、会社にとっては、議決権行使の決定権者が不明であり、議決権行使に関するIRを行う環境が十分に整っていない。

（対応策（案））

下記のとおり、株主による自由な投票行動を促進し、かつ効率的な議決権行使を促すとともに、株主と会社との対話をしやすくすべきである。

<無記名投票>

無記名投票など、株主が議決権を行使したことにより不利益を受けないような方法を検討する。

<議決権行使状況の開示等>

運用機関が会社との対話を円滑に行い得る形で議決権行使の基本的な方針及びその実施状況を開示する。資金拠出者数の性質上開示になじまない小規模のものについては資金拠出者が議決権行使状況を確認することも考えられる。

<実質株主開示・登録>

一定の比率以上の株式を保有する名義株主は、会社からの求めに応じて、自己の議決権行使の決定権者（実質株主）を開示するものとする。実質株主である旨及び関係情報を登録した場合は、名義株主の権利の一部を当該実質株主に与えることができるものとする。

提案 19：株主総会運営の明確化

（現行制度の問題点）

現行会社法においては、株主総会の運営に関する細則について明確に定められておらず、解釈と自主的な運用に委ねられていることから、実務上、混乱が生じる場合もある。特に、本年6月の株主総会からは、金融商品取引法の企業開示府令に基づき、株主総会議案の議決権行使結果を臨時報告書において開示することが要求される。しかし、株主総会における投票の算出方法については会社法及び会社法施行規則上明確な定めがなく、詳細な議決権行使結果の開示を試み、議決権行使の賛否確認を行った場合においては、実務上の混乱が生じることも懸念される。

また、情報技術の進展により、リアルタイムで株主総会の模様を全世界に中継でき、チャットにより質問権を行使するなど、会社の株主総会開催負担を合理化する余地がある。上場企業を対象に当省が行ったアンケート調査によれば、回答企業の17%が「サイバー株主総会」に関心を持っている。しかし、現状では明確な法令上の定めがないため、株主総会決議の有効性が問題となることをおそれ、その恩恵に属していない。

さらに、株主提案行為や委任状勧誘合戦における公正な手続の在り方やその効力などについて、解釈に委ねられている箇所が多く、議論となっている⁴²。

（対応策（案））

投票の算出方法、株主提案行為や委任状勧誘行為など、株主総会の運営規則のデフォルト・ルールについて、会社法及び会社法施行規則において明確化する。

具体的には、委任状の記載内容と授權範囲との関係の明確化や、集計の方法など、総会決議において株主提案と会社側提案に争いがある場合を想定したルールを整備するほか、以下のような株主総会運営の合理化に係る内容を新たに規定することとする。

- ・事後集計：株主総会における投票結果を集計できるようにするため、株主総会の閉会後に開票をすることが可能である旨を明記する。
- ・事後投票：株主総会に出席しなかった株主であっても議案等に関する説明や質疑を踏まえて議決権を行使できるようにするため、株主総会閉会后一定期間内に議決権行使の投票を行うこととすることを可能とする。また、株主総会では議案等に関する説明や質疑のみを行い、議決権行使は、予め定めた期日までの書面の郵送及び電子的手続のみとすることを可能とする。
- ・インターネット中継：海外など遠隔地の株主であっても株主総会に出席でき

⁴² 例えば、株主提案に関して、会社提案と株主提案の双方が出された場合の、審議の仕方、採決の方法、議題・議案のとらえ方等について、解釈に委ねられている点が存在する。問題となった事例として、モリテックス株主総会決議取消請求事件（東京地判平成19.12.6 金判1281号37頁）が挙げられる。

るよう、株主総会のインターネット中継を促進することとし、株主総会をインターネット中継により開催した場合、質問権等の行使は株主総会本会場のみ限定できる旨を明確化する。

- サイバー総会：インターネットなどサイバースペース上のみで開催される株主総会を可能とし、株主によるオンライン上の質問権の行使の方法など手続を明確化する。

2-5. エンフォースメント

提案20：企業行動の規律の在り方の見直し

(1) 流通市場に対する不実開示の無過失責任見直し

(現行制度の問題点)

現行金商法上、会社が流通市場に対する不実開示を行った場合、会社が無過失の場合であっても会社に損害賠償責任が課されており、会社としては、注意の程度にかかわらず不実開示の結果に従いその責任を負うこととなり、予見しえない財産流出をしかねないという状況となっている⁴³。

(対応策(案))

不法行為責任の一般原則を超えて、流通市場に対する不実開示における会社の民事責任を問うことはしないものとする⁴⁴。

(2) 課徴金制度の無過失責任見直し

(現行制度の問題点)

現行金商法における課徴金制度は、規定としては無過失責任となっており、会社としては、注意の程度にかかわらずその責任を負う制度となっていることから、予見しえない財産流出をしかねないという状況となっている。

(対応策(案))

このため、金商法上の課徴金の要件を過失責任とすることを明確化する。

(3) 過料制度の現代化

(現行制度の問題点)

会社法上、一部の行為には過料による罰則が規定されているが、過料が実効的でなく、規律として機能していないとの指摘がある。

⁴³ さらに、共同不法行為責任理論を通じて、会社の損害賠償責任額と同額について役員が連帯責任を負うおそれがあることにも留意が必要である。

⁴⁴ 流通市場に対する不実開示に基づく取引によって損失を被る株主が存在する場合、その損失と同等の利益を得る株主も存在し、全体としては社会的コストが発生しないと言えることから、不法行為責任の一般原則を超えて、会社に対する損害賠償請求権を認める政策的考慮は必要ないと思われる。もっとも、不実開示によって投資家が不利益を被ったり市場の公正な価格形成が阻害されたりすることについては損失が発生するといいうるため、不実開示を行うことにつき過失がある役員に対して損害賠償責任を課すことは必要である。

(対応策(案))

過料の実効化を図るため、当事者の請求を受け行政機関が起訴できることとし、手続を簡易化する。また、過料が適用される範囲を見直し、過料による罰則が必要な事項と不要な事項を整理して、過料手続の実効化を図る。

(例) 小規模な会社における計算書類の公告懈怠に対する過料(会社法第 976 条第 2 号、同法第 440 条)の制裁は不要とする。