

2013 年 9 月 27 日

Mizuho Industry Focus Vol. 138

投資家の立場に立った、会社法制の改正 ～「会社法制の見直しに関する要綱及び附帯決議」を中心として～

富田 亜紀

aki.tomita@mizuho-cb.co.jp

〈要 旨〉

- 平成 25 年 6 月 14 日に閣議決定された「日本再興戦略-Japan is back-」をまとめた成長戦略関連法案と伴に、今秋召集される臨時国会に会社法改正法案が提出されると見込まれている。会社法改正は、日本再興戦略において、事業再編・事業組換えの促進のために、早期に取り組む必要がある代表的な施策として位置付けられている。本稿では、会社法改正法案の基礎となった「会社法制の見直しに関する要綱」（以下、「改正案」と呼ぶ）の概要について述べ、当該改正が見込む企業経営に対する影響を明らかにする。
- 平成 22 年 2 月、会社法制部会が設置され、2 年 3 ヶ月の期間をかけて「企業統治の在り方」と「親子会社の規律」を中心に見直された。その見直しの背景として、わが国の証券取引所において、海外投資家の株式保有比率及び売買高に占める割合が増大したことがある。東証 1 部における株式売買高に占める割合についても、平成 24 年において、売り 67.1%、買い 68.4%の水準に至っている。
- 「企業統治の在り方」については、わが国の企業統治の多様性を踏まえ、改正案は、経営陣から独立した取締役を一律的に導入することを義務付けていない。しかし、OECD コーポレート・ガバナンス原則においても社外取締役の導入が推奨されていることを踏まえ、会社法制部会の附帯決議として、金融商品取引所規則において独立取締役を確保することの努力義務を設けることが決められている。更に、社外取締役の活用を政策的に促進するために、現行法における監査役会設置会社、委員会設置会社に加えて、新たな選択肢として監査・監督委員会設置会社を創設している。上場企業は、独立取締役確保の努力義務が設けられた趣旨を踏まえ、自社の企業統治体制を見直すことが求められている。
- 「親子会社の規律」については、現行法は単体の会社を前提としているが、改正案は、企業集団を対象とした規制を導入している。具体的には、親会社の株主が、直接子会社の取締役等の責任を追及することによって、子会社の経営へのチェックを働かせるために限定的な形式で多重代表訴訟を導入している。また、親会社取締役役に子会社監督責任があることも明確化されている。親会社は、子会社事業への関与のあり方等について見直すことが求められている。
- 個人の資産運用が、貯蓄から投資へシフトするなか、企業統治に関するいわゆるグローバル・スタンダードを導入することで、我が国の証券取引所が国際的信認を確保することが期待されている。一方、各上場企業に対しては、日本再興戦略を踏まえ、株主との対話を通して会社の中長期成長戦略を策定することが期待されている。

目 次

**投資家の立場に立った、会社法制の改正
～「会社法制の見直しに関する要綱及び附帯決議」を中心として～**

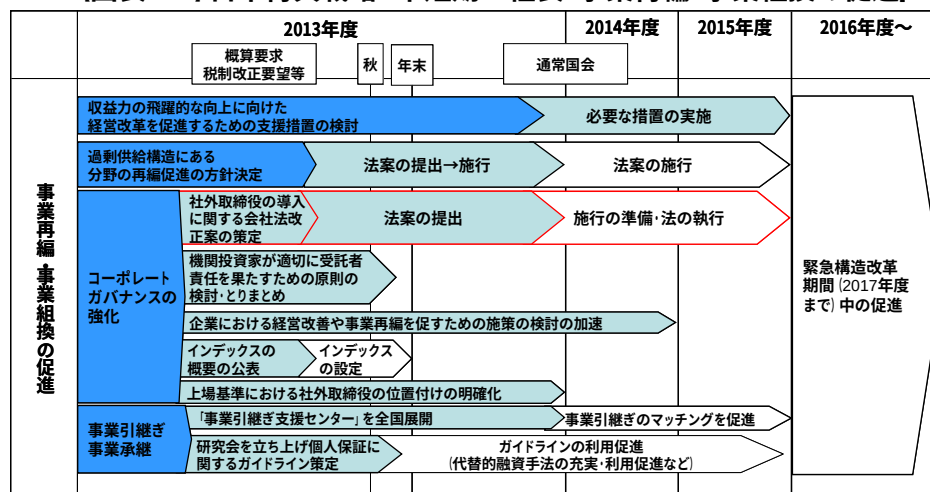
I. はじめに		2
II. 会社法制の見直しの経緯		5
III. 「会社法制の見直しに関する要綱」の概要		8
1. 企業統治の在り方		8
2. 親子会社の規律		16
IV. 企業価値向上に対する改正案の効果		21
1. 内部統制システムの運用状況の開示		21
2. 買収防衛策の発動に対する株主全体の意思の反映		23
V. おわりに		25

1. はじめに

会社法改正案は
2013年臨時国会
へ提出予定

平成 25 年 6 月 14 日に「日本再興戦略-Japan is back-」が閣議決定された。日本再興戦略に係る一部関連法案は、平成 25 年秋に召集予定の臨時国会にて成立すると見込まれている。会社法改正は、日本再興戦略のうち、事業再編・事業組換の促進¹のために、早期に取り組む必要がある施策として位置付けられている（【図表 1-1】）。その改正の目的は、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の強化とされ、「会社法を改正し、外部の視点から、社内のしがらみや利害関係に縛られず監督できる社外取締役の導入を促進する²」と記されている。本稿では、会社法改正法案の基礎となった「会社法制の見直しに関する要綱」（以下、「改正案」）の概要について述べ、当該改正が見込む企業経営に対する影響を明らかにする。

【図表 1-1】日本再興戦略 中短期工程表「事業再編・事業組換の促進」



(出所) 日本再生本部「日本再興戦略中短期工程表」よりみずほ銀行産業調査部作成

幅広い利害関係
者からの一層の
信頼の確保に向
けた見直し

会社法制の見直しは、平成 22 年 2 月 24 日、千葉法務大臣（当時）が、法制審議会第 162 回会議にて、諮問第 91 号を発したことで開始された。

諮問第 91 号：会社法制について、会社が社会的、経済的に重要な役割を果たしていることに照らして会社を取り巻く幅広い利害関係者からの一層の信

¹ 日本再興戦略は、(1) 日本産業再興プラン、(2) 戦略市場創造プラン、(3) 国際展開戦略の 3 つのアクションプランから構成される。「事業再編・事業組換の促進」は、日本産業再興プラン「緊急構造改革プログラム（産業の新陳代謝の促進）」に属している。なお、緊急構造改革プログラム（産業の新陳代謝の促進）は、「事業再編・事業組換の促進」に加えて、イ. 民間投資の活性化、ロ. 萎縮せずフロンティアにチャレンジできる仕組みの構築、ハ. ベンチャー投資・再チャレンジ投資の促進、ニ. 海外展開促進の 5 つから構成される。

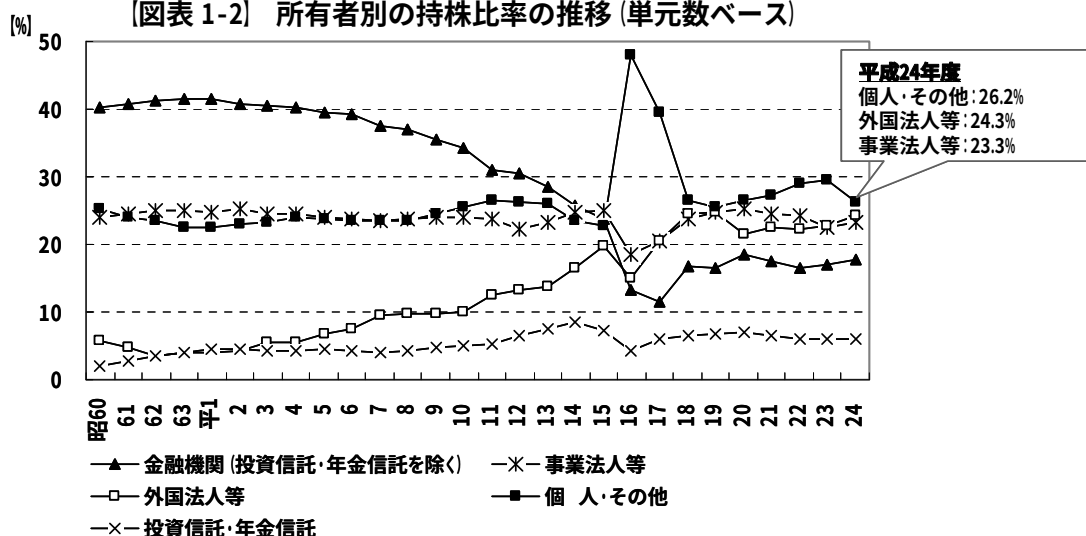
² 産業競争力会議において、谷垣法務大臣は、社外取締役の選任の義務付けについて次のように発言している。すなわち、「（法務省）法制審議会では、経営者から独立した立場にある社外取締役の選任の義務付けについて、積極・消極双方の立場の意見が激しく対立し、何度も議論を重ねてきた。その結果要綱（「会社法制の見直しに関する要綱」）では、社外取締役の選任を義務付けることはされなかったが、双方の立場の合意点として、第一に、社外取締役がコーポレート・ガバナンス上重要な役割を果たし得ることに鑑みて、社外取締役が存在しない一定の株式会社は、社外取締役を置くことが相当でない理由を事業報告において株主等に開示しなければならない。第二に、民間における市場ルールによって社外取締役の選任を促すため、東京証券取引所等が定める規則の中で、上場会社は、取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める旨の規律を設けることを要望することとされた。そこで、民間におけるコーポレート・ガバナンス強化に向けた自主的な取組を促進するための方策の一環として、まずは、この要綱に基づいて、会社法の一部改正法案を早期に国会に提出するとともに、必要な対応を行っていくことが肝要であると考えている」（第 4 回産業競争力会議議事録に基づく。下線及び括弧は筆者が加筆）。

頼を確保する観点から、企業統治の在り方や親子会社に関する規律等を見直す必要があると思われるので、その要綱を示されたい。

千葉法務大臣(当時)は、①企業統治の在り方は、会社を取り巻く幅広い利害関係者にとって重要であることから、より望ましい企業統治の在り方について見直しの検討を行う必要がある、②親子会社に関する規律は、より体系的な整備の必要性が継続的に指摘³されているので、その具体的な在り方について検討を行う必要がある、と発言した。

今回の改正は、株式市場において、わが国の企業統治等に対し批判的である海外投資家の重要性が高まってきていることが一つの背景となっている([図表 1-2、1-3])。

【図表 1-2】所有者別の持株比率の推移(単元数ベース)



(出所) 東京証券取引所公開資料よりみずほ銀行産業調査部作成

(注1) 昭和60年度以降は、単位数ベース、13年度から単元数ベース。

(注2) 各年度末において、月待東京、大阪、名古屋、福岡、札幌の5証券取引所に上場していた内国法人が調査対象。平成16年度から平成21年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。

(注3) 単元数は、各調査対象会社の各年度(例えば、平成24年度であれば、平成24年4月1日から平成25年3月31日)中に到来した最終決算期末現在の株主名簿に基づき算出した数値である。

(注4) 外国法人等とは、外国の法律に基づき設立された法人、外国の政府・地方公共団体及び法人格を有しない団体、並びに居住の内外を問わず日本以外の国籍を有する個人、である。

(注5) 平成16年度～18年度における急激な増減について：平成17年度調査まで調査対象会社となっていた(株)ライブドア(4753)による大幅な株式分割の実施等から、平成16年度調査から単元数が大幅に増加し、(株)ライブドア1社の単元数が集計

³ 会社法制部会第1回会議において、会社法制部会の事務局が、参考資料として、平成9年に、持株会社を解禁する独占禁止法の改正案に対して、衆議院商工委員会及び参議院商工委員会が決定した附帯決議(抜粋)を提出している。附帯決議(抜粋)においては、「政府は、本法施行に当たり、特に次の諸点について適切な措置を講ずべきである。」として、「三 持株会社によるグループ経営における連結ベースのディスクロージャーの充実等情報開示制度の見直しを行うとともに、持株会社株主の子会社事業への関与や子会社関係者の権利保護のあり方等について検討を行うこと。」とされている。

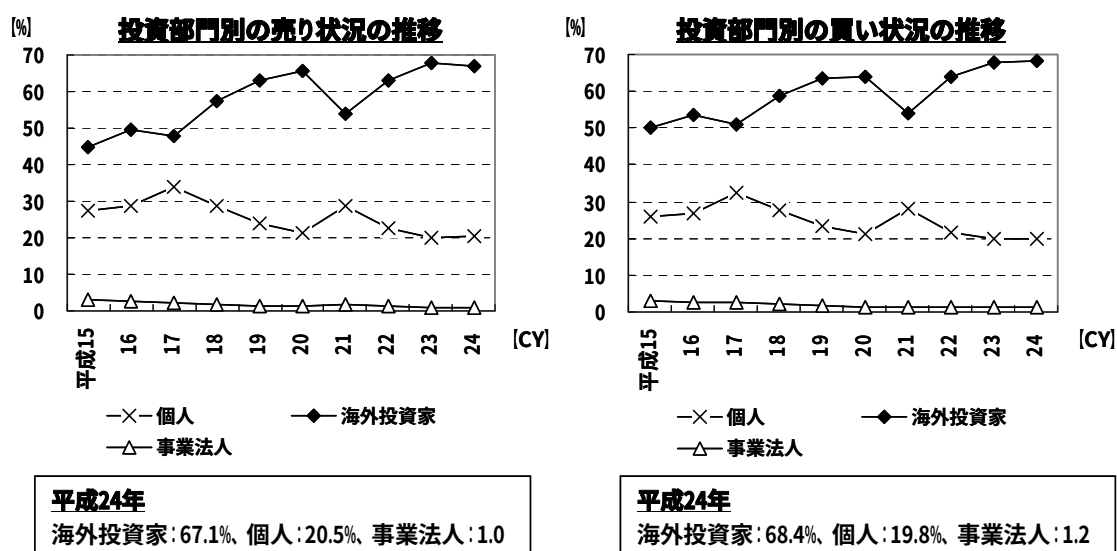
対象会社全体の単元数の相当数を占めることとなったため、平成16年度～18年度の数値は、その影響を受け大きく増減している。

会社の利害関係者として、外国法人等の重要性の上昇

【図表1-2】において、金融機関（投資信託・年金信託を除く）の持株比率が低下傾向にある一方で、外国法人等の持株比率は増加傾向にある。平成24年度、外国法人等の持株比率は、「個人・その他」に次ぎ第2位の水準にある。会社法において、株主は議決権の行使といった株主としての資格に基づく法律関係については、その有する株式の数に応じて平等の取扱いを受けるべきであることから、株式保有比率が上昇している外国法人等は、会社を取り巻く利害関係者としての重要性が高くなっているといえる。

【図表1-3】は、東証1部における株式売買高に占める海外投資家の割合を示している。

【図表1-3】 東証第一部における株式売買状況の推移（金額ベース）



（出所）東京証券取引所公開資料よりみずほ銀行産業調査部作成

（注1）より詳細には、集計対象の総合取引参加者が行った売買の全量のうち、集計対象取引参加者自身の売買を除く売買（委託取引）金額に占める海外投資家の割合を示している。

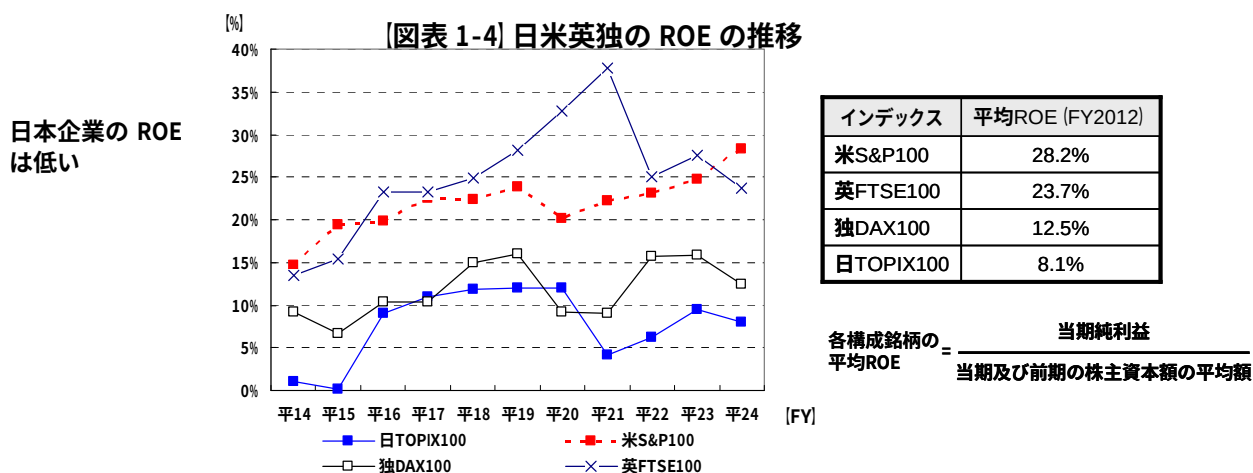
（注2）海外投資家とは、外為法（「外国為替及び外国貿易法」）第6条第1項第6号に規定する「非居住者」である。なお、日本企業の在外支店及び現地法人については「非居住者」となるため、「海外投資家」に含まれる。一方、「東証非取引参加者である外国証券会社の在日支店」を除く外国企業の在日支店については「居住者」となるため、「その他法人等」または「その他金融機関」に含まれることとなる。また同様に、外国企業の日本の現地法人についても「居住者」となるため、それぞれの属する投資部門に分類されることとなる。

東証第一部に占める海外投資家の売買高の割合は70%に迫る

平成24年、東証第一部において、委託売買高に占める海外投資家の割合は、個人投資家が20%、事業法人が1%であるのに対し、70%に迫っている。

【図表1-2、1-3】の通り、今日、わが国の上場企業の株式分布状況において、海外投資家が重要なプレイヤーとなっていることが分かる。海外投資家は、米

国や英国、ドイツと比較して、わが国企業の収益性の低さ（〔図表 1-4〕）を問題視している。



(出所) Reuters よりみずほ銀行産業調査部作

(注) TOPIX100、FTSE100、S&P100、DAX100 の構成銘柄 (金融を除く) の平均 ROE を算出。各構成銘柄につき、当期 (2002 年度から 2012 年度) 及び前期 2 期の株主資本額がプラスである構成銘柄のみを対象とした (TOPIX100:77 社、FTSE100:62 社、S&P100:78 社、DAX100:77 社)。

平成 24 年度、日 TOPIX100 の平均 ROE は 8.1% であり、米 S&P100 (28.2%)、英 FTSE100 (23.7%)、独 DAX100 (12.5%) と比較して低い水準に留まっている。海外投資家は、わが国企業の収益性が低い水準に留まることを可能としている主な要因として、わが国の企業統治の在り方や親子会社の規律を指摘している。

II. 会社法制の見直しの経緯

会社法は企業統治の中心的法規

OECD コーポレート・ガバナンス原則（〔図表 2-1〕）は、平成 11 年 5 月に、世界で最初に各国政府によって承認されたコーポレート・ガバナンスの規範である。当該原則は、金融安定理事会⁴が定める「健全な金融システムのための 12 の基準」の一つである。また、世界銀行・IMF (国際通貨基金) による「基準・規範の遵守状況にかかる報告書 (ROSC)」のコーポレート・ガバナンスに関する部分の基礎となっている。

⁴ 金融安定理事会 (FSB、Financial Stability Board) は、平成 11 年に設立された金融安定化フォーラム (FSF、Financial Stability Forum) を前身とし、FSF を強化・拡大するかたちで平成 21 年 4 月に設立された。金融安定理事会では、金融システムの脆弱性への対応や金融システムの安定を担う当局間の協調の促進に向けた活動などが行われている。金融安定理事会には、平成 25 年 3 月時点で、主要 25 か国・地域の中央銀行、金融監督当局、財務省、主要な基準策定主体、IMF (国際通貨基金)、世界銀行、BIS (国際決済銀行)、OECD (経済協力開発機構) 等の代表が参加している。

[図表 2-1] OECD コーポレート・ガバナンス原則と我が国の法規制

コーポレート・ガバナンス原則	我が国の主な法令等
I 有効なコーポレート・ガバナンスの枠組みの基礎の確保 コーポレート・ガバナンスの枠組みは、透明で効率的な市場を促進し、法の原則と整合的で、異なる監督・規制・執行当局間の責任分担を明確にするものでなければならない。	左記の責任分担を 明確化するための法令等なし
II 株主の権利及び主要な持分機能 コーポレート・ガバナンスの枠組みは、株主の権利を保護し、また、その行使を促進するべきである。	会社法、 金融商品取引法、 金融商品取引所規則
III 株主の平等な取扱い コーポレート・ガバナンスの枠組みは、少数株主、外国株主を含む、全ての株主の平等な取扱いを確保するべきである。全ての株主は、その権利の侵害に対して、有効な救済を得る機会を有するべきである。	会社法、 金融商品取引法、 金融商品取引所規則
IV コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダー (利害関係者) の役割 コーポレート・ガバナンスの枠組みは、法律または相互の合意により確立されたステークホルダー (利害関係者) の権利を認識するべきであり、会社とステークホルダー (利害関係者) の積極的な協力関係を促進し、豊かさを生み出し、雇用を創出し、財務的に健全な会社の持続可能性を高めるべきである。	労働法、倒産法 (債権者保護について、 会社法 にて規制)
V 開示及び透明性 コーポレート・ガバナンスの枠組みにより、会社の財務状況、経営成績、株主構成、ガバナンスを含めた、会社に関する全ての重要事項について、適時かつ正確な開示がなされることが確保されるべきである。	会社法、 金融商品取引法、 金融商品取引所規則
VI 取締役会の責任 コーポレート・ガバナンスの枠組みにより、会社の戦略的方向付け、取締役会による経営陣の有効な監視、取締役会の会社及び株主に対する説明責任が確保されるべきである。	会社法

(出所)「OECD コーポレート・ガバナンス原則」等よりみずほ銀行産業調査部作成

会社法は、6 個のコーポレート・ガバナンス原則のうち、5 個について規定している。また、「VI 取締役会の責任」については、会社法以外の法律では規定されていないことも踏まえると、会社法は企業統治 (コーポレート・ガバナンス) の中心的規定であるといえる。

企業統治に関し、複数の法規制が存在

一方、「II 株主の権利及び主要な持分機能」や「III 株主の平等な取扱い」、「V 開示及び透明性」については、会社法に加えて、金融商品取引法や金融商品取引所規則も規制の対象としている。各法規制の趣旨が異なることから、規制間で不足や重複が生じる場合もある。諮問第 91 号は、このような状況を、「会社を取り巻く幅広い利害関係者からの一層の信頼を確保する観点から、企業統治の在り方や親子会社に関する規律等を見直す必要があると思われる」と表している。

法務省法制審議会⁵第 162 回会議 (平成 22 年 2 月 24 日開催) は、会社法制部会 (【図表 2-2】) を設置し、当該部会は諮問第 91 号を調査審議した。そして、会社法制部会は、平成 24 年 8 月 1 日に、「会社法制の見直しに関する要綱案」を決定するとともに、社外取締役の選任に関する附帯決議を行った。当該要綱案及び附帯決議は、法制審議会第 167 回会議 (平成 24 年 9 月 7 日開催) に付議され、承認を得て今日に至っている。

⁵ 法制審議会 (以下、「審議会」) は、委員 20 人以内で組織する。委員は、学識経験のある者のうちから、法務大臣が任命する。審議会には会長を置くことができ、会長は審議会の委員の互選に基づき、法務大臣が指名する。また、審議会には、特別の事項を調査審議させるため必要があるときは、臨時委員を置くことができ、幹事を置くこともできる。幹事は、学識経験のある者のうちから、法務大臣が任命する。そして、幹事は、審議会の所掌事務について、委員及び臨時委員を補佐する。審議会には部会を置くことができる。部会の委員、臨時委員及び幹事は、審議会の承認を経て、会長が指名する。各部会には部会長が置かれる。部会長は、当該部会に属する委員及び臨時委員の互選に基づき、会長が指名する。審議会は、委員及び議事に関する臨時委員の 3 分の 1 以上が出席しなければ、会議を開き、議決することができない。審議会 (部会) の議事は、委員及び議事に関する臨時委員で会議に出席したものの過半数で決し、可否同数のときは、会長 (部会長) の決するところによる (法制審議会令)。

【図表 2-2】会社法制部会の構成と審議の経過

会社法制部会の構成

部会長：岩原紳作 東京大学教授

委員16人の所属機関	人数	幹事15人の所属機関	人数
東京地裁	1	最高裁	1
弁護士	1	弁護士	1
法務省	2	金融庁	1
大学	5	経産省	1
企業年金連合会	1	内閣法制局	1
東京商工会議所	1	法務省	3
日本経済団体連合会	1	大学	7
日本ベンチャーキャピタル協会	1	合計	15
東京証券取引	1		
日本労働組合総連合会	1		
日本監査役協会	1		
合計	16		

委員16人の中には、部会長が含まれる。

日付	審議の経過
平成22年4月28日	会社法制部会第1回会議開催
平成23年12月7日	会社法制部会第16回会議において、「会社法制の見直しに関する中間試案」を取りまとめ
平成23年12月14日 ～平成24年1月31日	「会社法制の見直しに関する中間試案」に関する意見募集
平成24年8月1日	会社法制部会第24回会議において、「会社法制の見直しに関する要綱案」を決定。社外取締役の選任に関する附帯決議を実施

(出所) 法務省法制審議会公開資料よりみずほ銀行産業調査部作成

会社法制部会は、当該諮問に答えるため、最初の第1回会議から第3回会議まで、提出された参考資料に基づき、論点の洗出しを実施した（【図表 2-3】）。

【図表 2-3】論点洗出しのための参考資料

部会	参考資料名	作成機関	会社法制部会における報告の有無
第1回	企業統治の在り方についての最近における主な指摘	事務当局	無
	親子会社に関する規律についての主な指摘	事務当局	無
	我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～	金融審議会金融分科会	有
	企業統治研究会報告書	企業統治研究会（経産省）	有
	公開会社法（仮称）制定に向けて	民主党公開会社プロジェクトチーム	無
第2回	年金運用から見た会社法の課題	企業年金連合会	有
	投資家から見た株式市場の課題について	東京海上アセットマネジメント投信㈱	有
	監査人の選任議案・報酬の決定権に関する論点等について	日本公認会計士協会	有
	企業統治における会計参与の役割に関する意見	日本税理士会連合会	有
	コーポレート・ガバナンス向上に向けた上場制度の整備について	東京証券取引	有
第3回	今後の企業法制の在り方について	経産省	有
	監査役制度の実効性確保に関する日本監査役協会の考え～制度的担保の必要性～	東京電力（株）日本監査役協会	有
	会社法制の見直しについて～企業の競争力強化に資する会社法制の実現を求める～	㈱日立製作所（経団連）	有
	金融・資本市場の観点から重要と考えられる論点	金融庁	有

(出所) 法務省法制審議会公開資料よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) 参考資料の提出はないものの、論点洗出しのため、会社法制部会第2回会議にて、①「海外の投資家が日本企業に求める企業統治」（リスクメトリックスグループISS ガバナンスサービシーズ日本リサーチ）、②「企業統治の在り方と親子会社に関する規律について」（日本労働組合総連合会）、といった題目で報告があった。

会社法見直しへ
向けた主な提言

論点の洗出しを受け、会社法制部会事務当局は、諮問事項と関係が深く、かつ、これまでの議論において委員・幹事の問題意識が高いと考えられる事項を、第4回以降の会社法制部会での審議の対象として採りあげた。【図表 1-2、1-3】で触れた、我が国における持株比率及び売買構造の変化、すなわち、海外投資家を含む一般株主⁶の増加を反映し、金融庁や経産省、東京証券取引所は多くの取組みを実施した（【図表 2-4】）。そして、会社法制部会の審議事項の多くは、金融審議会金融分科会「投資家や我が国金融・資本市場の

⁶ 一般株主とは、株式の流通市場を通じた売買によって変動しうる株主。持分割合が少ないために単独では会社の経営に対する有意な影響力を持ち得ない（東京証券取引所「独立役員に期待される役割」）。

国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～(平成21年6月)及び、経産省「企業統治研究会報告書」(平成21年6月)の提言から取り上げられている。

〔図表 2-4〕金融庁・経産省・東証の取組み

金融庁	経産省	東京証券取引所
平成18年6月：「証券取引法等の一部を改正する法律」成立(「金融商品取引法」に法律名を変更) 平成19年9月：財務報告に係る内部統制報告制度の施行 平成21年6月：金融審議会金融分科会「投資家や我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」公表 平成21年12月：「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令」を公布、施行	平成17年5月：企業価値研究会「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」 経産省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」公表 平成19年9月：「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」公表 平成20年6月：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」公表 平成21年6月：企業統治研究会「企業統治研究会報告書」公表	平成20年3月：「中期経営計画～Toward A Universal Exchange～」(2008年度～2010年度)策定・公表 平成20年6月：東証上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する投資家向け意見募集 平成21年4月：上場制度整備懇談会報告書「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」公表 平成21年7月：有価証券上場規定等の一部改正(第三者割当、株式併合、MBO等) 平成21年12月：業務規定等の一部改正(独立役員一名以上) 平成22年3月：「独立役員に期待される役割」公表

(出所) 各種公開資料よりみずほ銀行産業調査部作成

III. 「会社法制の見直しに関する要綱」の概要

「会社法制の見直しに関する要綱」は、「第1部 企業統治の在り方」、「第2部 親子会社に関する規律」、「第3部 その他」の3部構成となっている。本稿では、「第1部 企業統治の在り方」及び「第2部 親子会社に関する規律」と、会社法制部会において当該要綱案の決議と伴に行われた附帯決議を主として取り上げている(〔図表 3-1〕)。

〔図表 3-1〕「会社法制の見直しに関する要綱」と附帯決議

第1部 企業統治の在り方		第2部 親子会社に関する規律	
第1 取締役会の監督機能		第1 親会社株主の保護等	
社外取締役の選任に関する附帯決議	①	1 多重代表訴訟	⑥
1 監査・監督委員会設置会社制度(仮称)	②	2 株式会社が株式交換等をした場合における株主代表訴訟	
2 社外取締役及び社外監査役に関する規律	③	3 親会社による子会社の株式等の譲渡	⑦
第2 会計監査人の選解任等に関する議案の決定		第2 キャッシュ・アウト	⑧
第3 資金調達の場面における企業統治の在り方		1 特別支配株主の株式等売渡請求	⑧-1
1 支配株主の異動を伴う募集株式の発行等	④	2 全部取得条項付種類株式の取得	⑧-2
2 仮装払込みによる募集株式の発行等		3 株式の併合により端数となる株式の買取請求	
3 新株予約権無償割当てに関する割当通知	⑤	4 株主総会等の決議の取消しの訴えの原告適格	
		第3 組織再編における株式買取請求等	
		1 買取口座の創設	
		2 株式等の買取りの効力が生ずる時	
		3 株式買取請求に係る株式等に係る価格決定前の支払制度	
		4 簡易組織再編、略式組織再編等における株式買取請求	
		第4 組織再編等の禁止請求	⑨
		第5 会社分割等における債権者の保護	
		1 詐害的な会社分割等における債権者の保護	⑩
		2 分割会社に知れていない債権者の保護	

(出所) 「会社法制の見直しに関する要綱」よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) ①～⑩は本稿における説明の都合上付している。

「第1部 企業統治の在り方」については、社外取締役による取締役会の監督を強化する観点で設けられた「①」及び「③」が、「第2部 親子会社に関する規律」については、少数株主の権利を保護しつつも、その締出しを可能とする「⑧」が、企業経営に与える影響が大きいと思われる。以下、①から⑩の順番で、改正案の概要を述べる。

1. 企業統治の在り方

「第1部 企業統治の在り方」の観点においては、一般株主の保護を目的として、経営者から影響を受けない独立した監査・監督の導入を促進するように見直されている。

①社外取締役に 関する附帯決議

「会社法制の見直しに関する中間試案」(平成23年12月公表)においては、独立した監査・監督の導入に向け、社外取締役の監督機能を活用するための見直し案として、(1)上場会社等一定の会社に対して社外取締役の選任を義務付ける案と、(2)社外取締役の機能を活用しやすい新たな機関設計として監査・監督委員会設置会社制度が示された。しかし、最終的に、「会社法制の見直しに関する要綱」においては、上場会社⁷に対して、社外取締役の選任の義務付けを求めない一方で社外取締役を置くことが相当でない理由を事業報告に開示することを求めている。そして、金融商品取引所規則において、取締役である独立役員⁸を確保することの努力義務を設けることを会社法制部会としての附帯決議とした。

最適な企業統治 の構造は会社によ って異なる

会社法制部会が、一律的な社外取締役の選任の義務付けという見直しに至らなかった主な理由として、会社法は、上場会社に限らず会社の基本法である点を踏まえ、最適な企業統治の構造は会社によって異なり、開示を通して株主との対話の中で合意形成すべきという意見を反映している。一方、社外取締役を置くことが相当でない理由を事業報告に開示させ、金融商品取引所規則にて、取締役である独立役員を確保することを努力義務として設けることを求めた主な理由として、我が国の上場企業の株式保有構造において海外投資家が重要な位置を占める今日、OECD コーポレート・ガバナンス原則といったグローバル・スタンダードを遵守すべきという考え方を反映している。

社外取締役に置 くことが相当でな い理由を開示

社外取締役を置くことが相当でない理由の開示は、「Comply or Explain (従うか、従わない場合には説明する)」ルールに基づいている。OECD コーポレート・ガバナンス原則は、取締役会の責任として、「取締役会は、会社の業務について客観的な独立の判断を下すことができるべき」であり、更に、「取締役会が独立であるためには、通常、十分な数の取締役会メンバーが経営陣から独立していることが必要とされるであろう」、と指摘している。そして、「独立の判断を下せる十分な数の非執行取締役を、利益相反の可能性のある業務(例えば、報酬)に割り当てる、といった、コーポレート・ガバナンス原則の推奨は、ますます多くの国で適用されている」、と指摘している⁹。このような国際動

⁷ より正確には、「会社法制の見直しに関する要綱」において、金融商品取引法第24条第1項の規定によりその発行する株式(有価証券ではない)について、有価証券報告書を提出しなければならない株式会社、とされている。

⁸ 独立役員とは、一般株主と利益相反が生じる恐れのない社外取締役もしくは社外監査役(有価証券上場規則第436条の2)。なお、独立役員が、親会社や兄弟会社の業務執行者等、上場会社の主要な取引先(メインバンク等)や上場会社を主要な取引先とする者(下請会社等)である場合には、開示が加重され、それを踏まえてもなお独立役員として指定する理由も開示しなければならない(有価証券上場規定施行規則第211条第4項)。

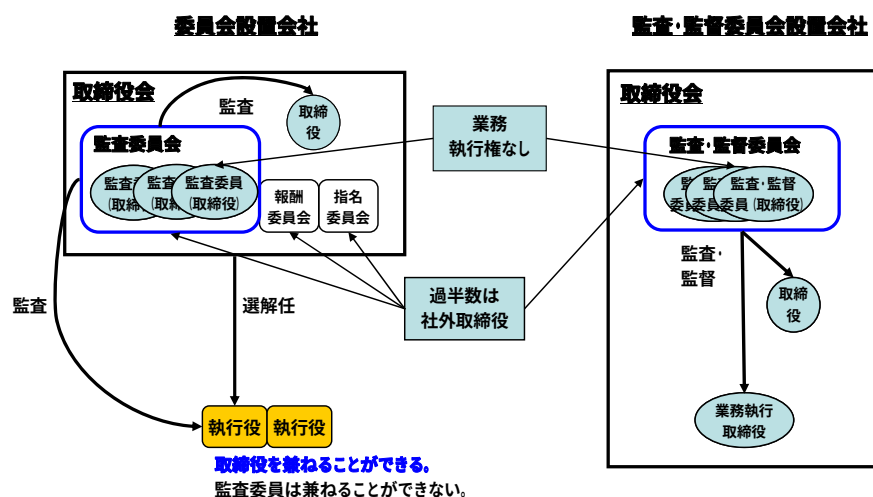
⁹ “Corporate Governance Board Practices incentives and governing risks” (OECD, 2011) に基づく。

向を踏まえると、社外取締役を置くことが相当でない理由を開示することの趣旨は、社外取締役を置くことが相当でないような統治構造により、客観的な独立の判断を確保しているのであれば、その構造を説明せよ、ということであると解釈される。

② 監査・監督委員会設置会社制度の創設

会社法制部会において、現行法の下で認められている機関設計のうち、監査役会設置会社については、少なくとも2人の社外監査役の選任が義務付けられているため、社外監査役に加えて社外取締役も選任することの重複感・負担感から、社外取締役の機能の活用という観点からは、必ずしも利用しやすい機関設計となっていないとの指摘がされた。また、委員会設置会社については、指名委員会及び報酬委員会を設置し、社外取締役が過半数を占める合議体に取り締役の指名や報酬の決定を委ねることへの抵抗感等から広く利用されるには至っていないとの指摘がされている（会社法制部会第5回会議部会資料3）。2013年6月末時点、東証1部上場企業1,712社のうち、委員会設置会社制度を採用する企業は43社（2.5%）に留まっている。これらの指摘を踏まえ、改正案では、社外取締役の機能を活用するための方策として、新たに、監査・監督委員会設置会社制度（[図表3-2]）を創設している。

[図表3-2] 取締役会構造の比較



（出所）「会社法制の見直しに関する要綱」等よりみずほ銀行産業調査部作成

監査・監督委員会設置会社の取締役会は、単層構造

OECD コーポレート・ガバナンス原則は、取締役会の典型的な構造として、(1) 取締役会の業務執行メンバーと非業務執行メンバーの双方によって構成される単層構造と、(2) 経営機能と監視機能を別の主体に分掌させ、取締役会の非業務執行メンバーによって構成される supervisory board と、業務執行メンバーだけで構成される managing board によって構成される二層構造を挙げている。委員会設置会社の取締役会は、別段の定めがある場合を除き、委員会設置会社の業務を執行することができず（会社法第415条）、執行役が業務を執行する（会社法第418条1号）。したがって、委員会設置会社の取締役会は、原則、二層構造といえる。一方、監査・監督委員会設置会社の監査・監督委員（取締役）は、業務執行取締役を兼ねることができない。したがって、監査・監督委員会設置会社の取締役会は、業務執行取締役と非業務執行取締役から構成されているので単層構造といえる。

**監査・監督委員
は日本企業の実
情に適合**

一方、監査・監督委員会設置会社には、委員会設置会社のような指名委員会¹⁰及び報酬委員会¹¹がないことに着眼すると、監査・監督委員会設置会社は、「監査委員会」設置会社、と考えることもできる。委員会設置会社が広く利用されるに至らなかった理由として、社外取締役が過半数を占める合議体における取締役の指名や報酬の決定を委ねることへの抵抗感が指摘されていることを踏まえると、指名委員会及び報酬委員会の設置を伴わない「監査委員会」設置会社は、委員会設置会社よりも多くの会社のニーズを満たす可能性がある¹²。更に、社外取締役を置いていない東証一部上場企業の多くが社外取締役に期待されるような監督機能を付与している¹³ことを踏まえると、監査・監督委員は、日本企業の企業統治の実情に適合した機関といえよう¹⁴。

監査・監督委員会の権限については、委員会設置会社の監査委員会の権限が参考とされている。なお、監査・監督委員会設置会社には、委員会設置会社のような報酬委員会や指名委員会がない分、現行会社法において監査役の経営者からの独立性を確保するための仕組みが参考とされている（【図表 3-3】）。

¹⁰ 指名委員会は、取締役会決議で選定した委員（取締役）3人以上で構成され、その過半数は社外取締役である。指名委員会は、株主総会に提出する取締役及び会計参与の選任・解任に関する議案の内容を決定する。

¹¹ 報酬委員会は、取締役会決議で選定した委員（取締役）3人以上で構成され、その過半数は社外取締役である。報酬委員会は、執行役・取締役・会計参与の個人別の報酬等の内容を決定する。

¹² 会社法制部会第1回会議において、田中亘幹事が、「現行制度の一つの問題点は、監査委員会設置会社という形での選択がないということでありまして、監査委員会を置く場合には、指名委員会と報酬委員会という全く性質の異なる制度とセットで選択しなくてはならないということでもあります。こういう問題意識は、全く私のオリジナルではありませんで、既に委員会設置会社ができたところから実務家の中では議論されているところですが、監査委員会設置会社という選択肢を認めるべきではないかと。これは、指名委員会、報酬委員会とセットではありませんので、基本的には執行役という制度はなくていい。取締役の中から取締役会で業務執行をする取締役を選ぶと、そういう制度でいいのではないかと思います。違いは、監査役の代わりに監査委員ですから、それは取締役会に入ってくるということでもあります。こういう制度を作っても、従来型の委員会設置会社は選択肢で残るわけですから、選択肢がますます増えてますます分りにくくなるようなリスクもあるかもしれないんですが、少なくとも欧米の投資家から見れば、監査委員会設置会社のほうが分かりやすいことは確かです。これによって、社外監査役を入れつつ、しかも社外取締役を入れてくれという要求にもこたえなくてはならないというような難しい状況を緩和すると、そういう選択肢を認めるという効果はあるのではないかと考えています」と発言している。

¹³ 那須野幹事の次の発言に基づく。すなわち、「私どもで上場企業 1,681 社（東証一部ですけれども一調べまして、そのうち、860 社では社外取締役を置いていないということになっております。この 860 社につきまして、今申し上げたとおり、社外取締役を置いていない以上は、どのような体制でこのコーポレート・ガバナンスを実行していくのかということが問われるわけですが、うち 734 社、つまり約 85%の企業が、監査役あるいは監査役会に対し社外取締役に期待されるような監督の機能も与えているの」と回答しているわけですので。そのように考えますと、もはや 85%の企業では監査役が社外取締役に比肩すべき機能を果たしているということですので、この実態に対応した形で、そういった企業については監査役が非業務執行の取締役を兼ねる、そしてそのことによって人事や報酬決定に反映させるようにできるというような選択肢を用意すべきだろうと考えております。」（会社法制部会第 4 回議事録 5~6 頁）

¹⁴ 会社法制部会第 3 回会議参考資料 11「今後の企業法制の在り方について」（経済産業省経済産業政策局産業組織那須野太幹事作成）においては、「監査役が非業務執行の取締役を兼ねることができるような仕組み」が提案されている。

[図表 3-3] 監査・監督委員、監査役、監査委員の比較

	監査役	監査・監督委員	監査委員
選任/選定	株主総会で選任 (普通決議)	株主総会で選任 (普通決議、 監査・監督委員以外の 取締役と区別して選任)	取締役会で 選定
選任議案の提出	監査役会の 同意要	監査・監督委員会の 同意要	—
解任/解職	株主総会で解任 (特別決議)	株主総会で解任 (特別決議)	取締役会で 解職
任期	4年	2年 (監査・監督委員以外の 取締役の任期は1年)	1年
報酬	定款/ 株主総会決議	定款/ 株主総会決議	定款/ 株主総会決議

取締役会の独立性確保のため

(出所)「会社法制の見直しに関する要綱」等よりみずほ銀行産業調査部作成

取締役会の独立性確保の仕組み

監査・監督委員会設置会社では、その取締役会の独立性確保を目的として、監査役の独立性を確保するための仕組みが参考とされている。監査役と異なり、監査・監督委員は取締役であるため、経営の決定に関与することから、任期は、監査・監督委員以外の取締役よりは長くされたものの、監査役よりは短い2年とされた。

監査・監督委員会に対しては、委員会設置会社のような報酬委員会や指名委員会が存在しない点を補うために、監査委員会と異なる権限が付与されている(【図 3-4】)。

[図表 3-4] 監査・監督委員会の権限 (監査委員会との相違点)

	監査役会 (監査役3人以上 半数以上は社外監査役)	監査・監督委員会 (取締役3人以上 過半数は社外取締役)	監査委員会 (取締役3人以上 過半数は社外取締役)
取締役の株主総会提出議案等の法令違反等の報告	株主総会に 報告	株主総会に報告	株主総会への 報告権限なし
監査・監督委員以外の取締役の選任、解任、辞任に関する意見陳述	—	株主総会にて意見陳述権あり (指名委員会の機能に準じる)	—
監査・監督委員以外の取締役の報酬に関する意見陳述	—	株主総会での意見陳述権あり (報酬委員会の機能に準じる)	—
監査・監督委員以外の取締役の任務懈怠推定(会社法423条第3項)	—	監査・監督委員会が事前承認した場合、適用なし (監査・監督委員会制度の利用促進という政策的観点も考慮)	—

監査・監督委員会の独立性確保のため

(出所)「会社法制の見直しに関する要綱」等よりみずほ銀行産業調査部作成

取締役が株主総会に提出しようとする議案等について法令違反等があると認めるときに、その旨を株主総会に報告しなければならないという義務は、監査役につき規定されている権限である(会社法 384 条)。委員会設置会社の監

査委員はこのような権限を有しない¹⁵。監査・監督委員会に対し、監査役と同様の株主総会への報告権限が認められているのは、委員会設置会社の取締役会の独立性の相違に鑑み、監査役の権限に倣ったからである¹⁶。

監査・監督委員会設置会社においては、監査・監督委員に対し、監査・監督委員以外の取締役の選解任及び報酬についての意見陳述権が与えられている。このような意見陳述権を通じ、監査・監督委員以外の取締役の選解任や報酬についても、社外取締役が過半数を占める監査・監督委員会が影響を及ぼし得るように工夫されている。すなわち、株主総会における意見陳述権を通じて、指名委員会や報酬委員会に準じる機能を発揮することが期待されている。

**取締役の任務懈怠の推定規定
(会社法第 423 条 3 項)を適用しない**

監査・監督委員会設置会社においては、監査・監督委員である取締役以外の取締役と、会社との間の利益相反取引につき、監査・監督委員会が事前に承認すれば、取締役の任務懈怠の推定規定¹⁷(会社法 423 条 3 項)を適用しない、とされている。委員会設置会社における監査委員会にはこのような権限が認められていない。これは、監査委員会は、監査・監督委員会のような報酬委員会や指名委員会に準じる機能を持たず、監督機能は有しないからである。また、任務懈怠の推定規定を適用しないだけであれば、例えば、株主代表訴訟により、株主が取締役に任務懈怠があった旨を訴えた場合には、監査・監督委員会が、当該監査・監督委員会設置会社と取締役との利益相反取引を事前に承認した場合における当該監査・監督委員会の判断の信頼性や、取締役が任務を怠ったか否かについて、裁判所が判断することになるので、実際に取締役が任務を怠っていた場合には、取締役に損害賠償責任を負わせることができる。一方、任務懈怠の推定規定を適用しない場合には、監査・監督委員会設置会社と取締役との間の利益相反取引において、当該取締役が任務を怠ったことについて、訴える側が証明する必要があることから、取締役に對し任務懈怠に基づく損害賠償責任を問うことがより困難になる。監査・監督委員会に対して、会社法第 423 条 3 項を適用しないことは、経営者としての取締役から独立した判断を行うことが期待される監査・監督委員会制度の利用促進という政策的な考慮に基づいている¹⁸。

¹⁵ 監査委員にこのような権限がない理由については次の通りである。「監査委員は取締役であることから、会社提案の株主総会議案の決定は取締役会において行われ(会社法 298 条 4 項)、株主総会に提出する書類等も確認することとなると考えられることから、取締役が法令違反等の議案や書類を株主総会に提出しようとするときは、監査委員は当該取締役会等において提出の差止め等をすべきであって、株主総会に報告する必要はないという考えに基づくものと思われる」(岩原紳作「『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説〔I〕」)

¹⁶ 法務省塚本関係官の説明に基づく(法制審議会会社法制部会第 21 回会議事録 10 頁)。監査・監督委員会の独立性の確保のために、監査委員会と異なる仕組みが求められているのは、監査・監督委員会設置会社には、指名委員会と報酬委員会が置かれないからである。「取締役会の独立性に鑑み」とは、「社外取締役が過半数を占める指名委員会や報酬委員会が、取締役の選解任議案を決定したり、個人別報酬を決定することを通じて実現されるような、経営者からの独立性が監査・監督委員会設置会社の取締役会にない事情を考慮し」という趣旨と解する。なお、コーポレート・ガバナンス原則は、独立性のある取締役が指名委員会において主要な役割を果たすことは、多くの国において益々と良い慣行と見做されてきていると指摘している。

¹⁷ 任務懈怠の推定規定とは、取締役・執行役が会社と利益相反取引を行い、会社に損害が生じたときは、取締役・執行役がその任務を怠ったものと推定する、という規定である。会社法 423 条 1 項が、取締役・執行役の任務懈怠により会社に損害が生じた場合には損害賠償責任を負うことを規定していることを踏まえると、取締役・執行役が利益相反取引を行い、会社に損害が生じたときは、取締役・執行役が任務懈怠がなかったという反証しない限り、任務懈怠が存在したことになり、損害賠償責任を負うことになる。

¹⁸ 会社法制部会岩原部会長の説明に基づく(法制審議会会社法制部会第 21 回会議事録 16 頁)。

③ 社外取締役及び社外監査役に関する規律

改正案では社外要件が強化されている。例えば、現在、親会社や兄弟会社の取締役を、子会社や兄弟会社の社外監査役や社外取締役として選任することができるが、当該改正案の施行後はできなくなる。

一方、社外取締役及び社外監査役の人材確保の要請を踏まえ、社外取締役及び社外監査役の要件に係る対象期間を全期間から10年間に短縮している。例えば、社外取締役に就任する前10年間、株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人になったことがなければ、社外取締役に就任することができる。但し、当該規律の潜脱が生じないようにするための所要の見直し¹⁹がされる予定である。

責任限定契約の一部免除

社外要件が強化された結果、現行法の下で社外取締役または社外監査役の要件を満たしている取締役又は監査役のうち、要件を満たさないこととなる者が出現しうる。そのような者がこれまで責任限定契約²⁰の適用を受けていたにもかかわらず、その適用を受けないこととなることを考慮し、責任限定契約を締結することのできる取締役又は監査役は、社外取締役又は社外監査役に限定しない、とする見直しが行われている。

内部統制システムの充実・具体化

監査・監督の実効性を確保するために、改正案において、内部統制システムの充実・具体化が図られている。具体的には、監査を支える体制として、監査役の職務を補助すべき使用人に対する監査役の指示の実効性確保に関する事項や監査費用に係る会社の方針に関する事項が内部統制システムの内容とされている。

内部統制システムの運用状況の開示

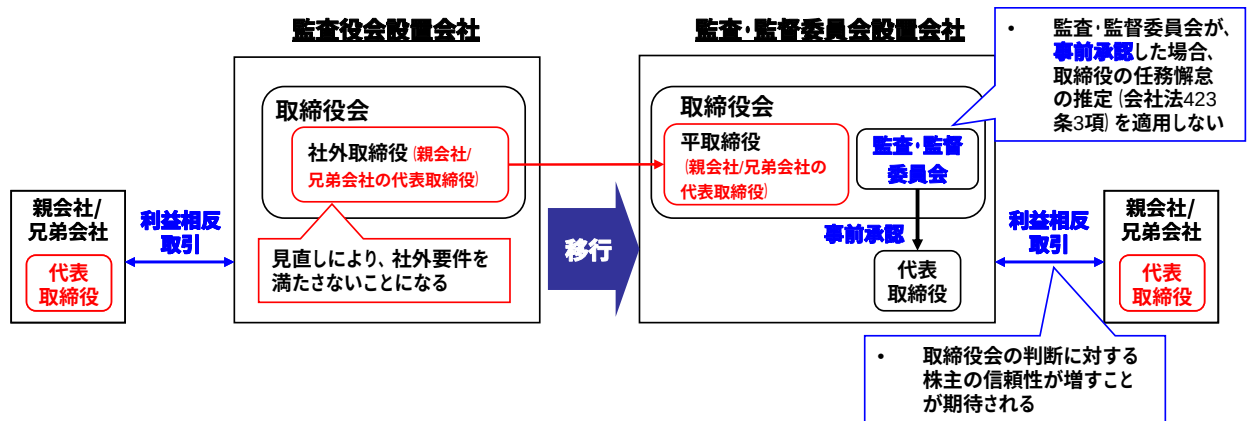
更に、改正案においては、その内部統制システムの運用状況を事業報告に盛り込むように見直されている。監査役は、現行法上、内部統制システムの整備の決定又は決議の内容が相当でないと認めるときはその旨及びその理由を監査報告に記載する必要がある（会社法施行規則第129条5号）。改正案が施行されると、内部統制システムの運用状況についても、相当でないと認めるときはその旨及びその理由が監査報告に記載されることになる。

ところで、現行法上、親会社や兄弟会社の代表取締役を、子会社や兄弟会社の社外取締役として選任することができるが、改正案が施行された後は、先述のように社外要件が強化される結果、選任することができなくなる。社外要件の強化と、経営者から独立した判断を期待される監査・監督委員会制度の創設、取締役の任務懈怠の推定の適用除外といった改正案を踏まえると、監査役会設置会社から監査・監督委員会設置会社に移行することで、親会社や兄弟会社との間の利益相反取引に関する取締役会の判断に対して、株主の信頼性が増すことが期待される（〔図表 3-5〕）。

¹⁹ 株式会社の業務執行取締役である者が、これを退任した後に当該株式会社の監査役に就任し、10年以上経過した後に当該株式会社の社外取締役又は社外監査役の要件を満たすこと等がないようにするため、社外取締役及び社外監査役の各要件について、所要の見直しをするものとされている。

²⁰ 責任限定契約とは、会社法第427条第1項に定める契約である。役員等（取締役、会計参与、監査役、執行役又は会計監査人）は、その任務を怠ったときは、株式会社に対し、これによって生じた損害を賠償する責任を負っている（会社法第423条第1項）。そして、当該第423条第1項の責任は、総株主の同意がなければ、免除をすることができないとされている（会社法第424条）。しかしながら、現行法第427条第1項においては、「株式会社は、社外取締役等（社外取締役、会計参与、社外監査役又は会計監査人）の第423条第1項の責任について、当該社外取締役等が職務を行うにつき善意でかつ重大な過失がないときは、定款で定めた額の範囲内で、あらかじめ株式会社が定めた額と、最低責任限度額（会社法第425条第1項）とのいずれか高い額を限度とする旨の契約を社外取締役等と締結することができる旨を定款で定めることができる」と規定している。

[図表 3-5] 現行社外取締役 (親会社/兄弟会社出身) の活用策



(出所)「会社法制の見直しに関する要綱」等よりみずほ銀行産業調査部作成

業務執行の決定 の取締役への委 任の範囲

委員会設置会社の取締役会の機能は監督が中心である。したがって、取締役会の権限も、経営の基本方針等基本事項の決定や委員の選定及び解職等に限定されており、業務執行の決定を執行役に委任することができる(会社法第416条4項)。監査・監督委員会設置会社については、取締役の過半数が社外取締役である場合、あるいは、定款で定めた場合には、委員会設置会社において、取締役会決議による執行役への業務執行の委任と同じ範囲の委任を可能とされている。これは、監査・監督委員会は、報酬委員会や指名委員会に準じる機能を持ち、かつ、監査・監督委員以外の取締役の任期は、委員会設置会社と同様に1年とし、毎年株主総会のチェックを受けることになっていること等に基づいている(【図表 3-6】)。

[図表 3-6] 3つの組織形態の取締役会の権限

	監査役設置会社	監査・監督委員会設置会社	委員会設置会社
取締役の権限	・業務執行の決定 ・取締役の職務の執行の監督 ・代表取締役の選定及び解職 (会社法第362条2項)	委員会設置会社の取締役会の原則的権限(右記)	・業務執行の決定 ・執行役等の職務の執行の監督 ・代表執行役の選定及び解職 (会社法第416条1項、420条1項・2項)
業務執行の決定の委任の範囲	重要な業務執行の決定を取締役に委任できない (会社法第362条4項)	取締役の過半数が社外取締役である場合又は定款の定めがある場合、限定列举されたものを除き、重要な業務執行の決定を取締役に委任できる	限定列举されたものを除き、重要な業務執行の決定を執行役に委任できる (会社法第416条4項)

(出所)「会社法制の見直しに関する要綱」よりみずほ銀行産業調査部作成

④ 支配株主の異動は株主が決定すべき

改正案では、資金調達の場合における企業統治の在り方として、支配株主の異動は、経営者ではなく株主が決定すべきであるという観点から、募集株式や募集新株予約権の引受人が公開会社の議決権の過半数²¹を有することとなる場合に、株主への通知や公告により情報開示の充実を図るとともに、10分の1以上の議決権を有する株主が反対の通知をした場合には、原則として

²¹ Aに3割、Bに3割と第三者割当てをした場合には、AもBも2分の1を超えていないので、原則、要件に該当しない。なお、会社法制部会では、「会社法で、原則2分の1で取り決めて、後は、取引所のほうで、実例なり悪い例を見ながら、規則でより低いレベルまでルールを決めていく」といった対応でいいのでは、という意見も出された。

⑤新株予約権無償割当に係る日程の短縮化

株主総会の承認決議を要するものとされている。

改正案では、既存株主の権利の希薄化に配慮した手法として、ライツ・オフリング(新株予約権無償割当てを用いた資金調達方法)による資金調達を完了するのに必要な期間が短縮されている。具体的には、新株予約権無償割当てにおける割当通知の期限を、新株予約権の行使期間の初日の2週間前としている現行法の規律を改め、新株予約権無償割当ての効力発生日後遅滞なく、かつ、新株予約権の行使期間の末日の2週間前までに割当通知をしなければならないものとして見直された。

「会社法制の見直しに関する要綱」第3部「その他」のうち、資金調達に係る改正案として、金融商品取引法上の規制に違反した者による議決権行使の差止請求と、株主名簿等の閲覧等の請求の拒絶事由の一部削除がある。

公開買付規制に違反した株主による議決権行使の差止請求制度の創設

金融商品取引法上の規制に違反した者による議決権行使の差止請求により、会社支配の公正を確保し、株主の利益を保護する観点から、金融商品取引法上の規制に違反した株主以外の株主が、違反した株主による議決権行使の差止めを請求することができるようになる。当該差止請求は、公開買付規制のうち、いわゆる3分の1ルール(金融商品取引法第27条の2第1項第2号)等について、重大な違反があった場合に認められることとされている。その趣旨は、違反者による支配の取得を防ぐことを通じて、残存株主の利益の保護することである。

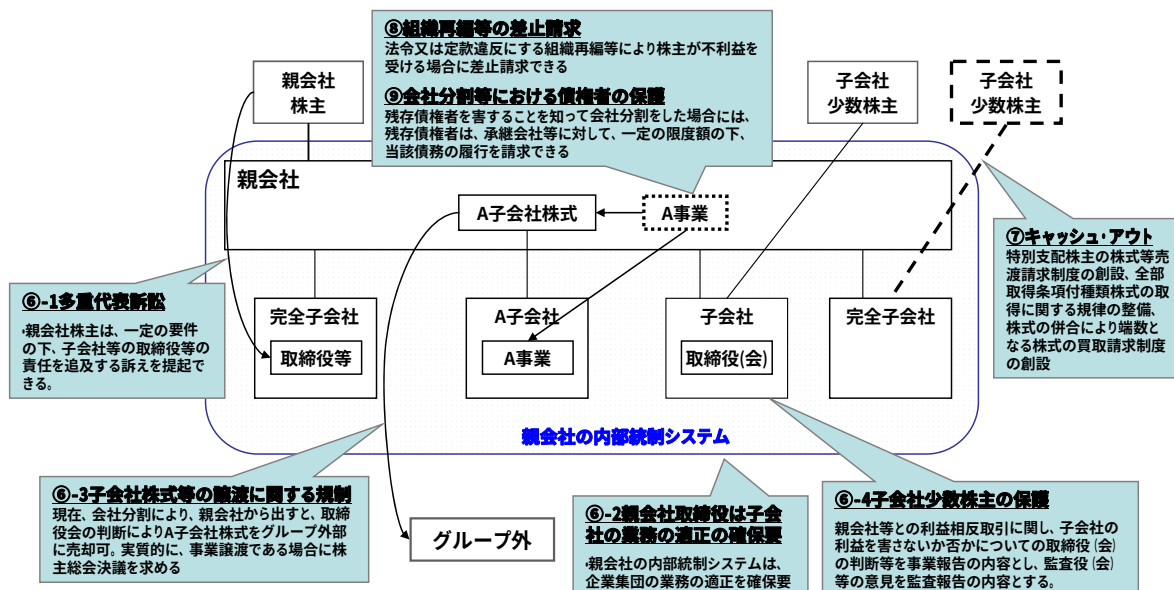
株主名簿等の閲覧等については、「請求者が株式会社と実質的に競争関係にある」というのみで閲覧等請求の拒絶を認める合理的理由はないとして、当該事由が削除されている。

2. 親子会社の規律

「第2部 親子会社に関する規律」の観点においては、企業単体ではなく企業集団を対象とした規制が強化され、親会社株主等の保護が図られている²²(【図表3-7】)。

²² 「平成9年の独禁法改正による持株会社の解禁、平成11年商法改正による株式交換・株式移転制度の創設の結果、金融機関を中心に持株会社形態が急速に広まった中で、持株会社でありながら、業務の中心は子会社にあり、実際の経営の中心は子会社であって、持株会社による子会社の経営の監督があまり利いていない例が多いのではないか」(岩原紳作(2012)、ジュリスト「総論—会社法制見直しの経緯と意義」、有斐閣)

【図表 3-7】親子会社の規律に係る改正案



(出所) 法務省法制審議会資料等よりみずほ銀行産業調査部作成

(注 1) 組織再編等とは、全部取得条項付種類株式の取得、株式の併合、略式組織再編以外の組織再編等(株主に及ぼす影響が軽微である簡易組織再編を除く)。

(注2) キャッシュ・アウトとは、現金を対価とする少数株主の締出し

(注3) 特別支配株主とは、ある株式会社の総株主の議決権の10分の9(これを上回る割合を当該株式会社の定款で定めた場合にあっては、その割合)以上を有する者及び当該者が発行済株式の全部を有する株式会社その他これに準ずるものとして法務省令で定める法人(以下「特別支配株主完全子法人」という。)が有している場合における当該者をいう

⑥-1 限定的な多重代表訴訟の導入

改正案では、親会社の株主が、直接子会社の取締役等の責任を追及することによって、子会社の経営へのチェックを働かせるために多重代表訴訟が導入されている。但し、完全親子会社関係があり、重要な子会社である場合（すなわち、子会社の株式の帳簿価額が完全親会社の総資産額の 5 分の 1 を超える場合）、そして、提訴権は、最終完全親会社の議決権又は株式の 100 分の 1 以上を有する株主に認められるといった²³、非常に限定的な多重代表訴訟となっている²⁴。

⑥-2 親会社取締役は子会社の業務の適正の確保要

また、改正案は、現行法上の義務を超えない範囲で、親会社取締役の子会社を監督する責任が存在することを明文化されている。具体的には、内部統制システムとして企業集団における業務の適正を確保するための体制が含まれるという規定²⁵を会社法本体の規定とし、親会社には企業集団における業

²³ 当該株主が一般社団法人である場合の一般社団法人の社員は原告となることができないとしている。

24 多重代表訴訟の対象については、「実際には、銀行法上の銀行持株会社の子銀行等の非常に限られた親会社のみがこの(多重代表訴訟)制度の対象になることになろう」と指摘されている(岩原紳作(2012)、ジュリスト「総論―会社法制見直しの経緯と意義」、有斐閣)。

25 「株式会社の業務の適正を確保するために必要なものとして法務省令（会社法施行規則）で定める体制」（内部統制システム、会社法 362 条 4 項 6 号、及び、会社法 416 条 1 項 1 号ホ）の内容として、「当該株式会社及びその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」（会社法施行規則 100 条 1 項 5 号、及び、会社法施行規則 112 条 2 項 5 号）が含まれている。

務の適正を確保する義務がある旨を明らかにしている。なお、先述したように、内部統制システムの運用状況は事業報告の内容とされたことから、企業集団における業務の適正がどのように確保されているかは開示されることになる。

**⑥-3 子会社株式
等の譲渡に関す
る規制**

親会社が、子会社の株式または持分の全部または一部を譲渡することにより、当該子会社の議決権の総数の過半数の保有を失い、当該子会社の事業に対する支配を失う場合に、事業譲渡と実質的に異ならない影響が親会社に及ぶことになる。改正案は、このような子会社の株式の譲渡について、親会社の株主総会の特別決議による当該譲渡に係る契約の承認を必要とするほか、反対株主の株式買取請求権制度など事業譲渡等に関する規律の適用があるものとしている。また、「当該子会社の事業に対する支配を失うか否か」の判定を客観的かつ形式的に行うことができるよう、簡易事業譲渡の場合に準じた適用要件とされている（譲渡する株式または持分の帳簿価額が当該株式会社の総資産額の5分の1を超えないときは、株主総会の承認は不要）。

**⑥-4 子会社少数
株主の保護**

親会社等との利益相反取引に関する情報開示の充実を図るために、個別注記表等に表示された親会社等との利益相反取引に関し、株式会社の利益を害さないように留意した事項、当該取引が株式会社の利益を害さないかどうかについての取締役（会）の判断及びその理由等を事業報告の内容とし、これらについての意見を、買収防衛策と同様（会社法施行規則129条1項6号）、監査役（会）等の監査報告の内容としている。

**⑦ キャッシュ・ア
ウト**

キャッシュ・アウトは、長期的な視野に立った柔軟な経営の実現、株主総会に係る手続を省略できることによる意思決定の迅速化、株主管理コストの削減等を実現することに意義があるとされている。そこで、改正案では、キャッシュ・アウトに向け、(1) 特別支配株主の株式等売渡請求制度の創設、(2) 全部取得条項付種類株式の取得に関する規律の整備、(3) 株式の併合により端数となる株式の買取請求制度の創設、といった見直しがなされている。

**特別支配株主の
株式等売渡請求
制度の創設**

会社法468条1項（事業譲渡等の株主総会承認を要しない場合）が定めるのとはほぼ同様に、対象会社の総株主の議決権の10分の9以上を有する株主（特別支配株主）が、対象会社の株主総会決議を要することなく、キャッシュ・アウトを行うことができる新たな手続として特別支配株主の株式等売渡請求制度が創設されている。現行会社法の下では、株主総会決議が必要とされると、承認決議が特別利害関係を有する多数派株主による著しく不当な決議とされて（会社法831条1項3号）、決議が取り消される可能性がある。特別支配株主による株式売渡請求制度の創設は、そのような株主総会決議取消訴訟という形で少数株主がキャッシュ・アウトを争う可能性をなくしている。その一方で、当該株式等売渡請求によるキャッシュ・アウトは、株主総会決議を経ずに行われるため、売渡株主を救済するための制度として、株式等売渡請求差止請求、価格決定の申立て、売渡株式等の取得の無効の訴えが規定されている。無効の訴えの提訴権者として、「取得日において、売渡株主又は売渡新株予約権者であった者」のほか、「取得日において対象会社の取締役、監査役若しくは執行役であった者又は対象会社の取締役、監査役、執行役若しくは清算人であった者」が挙げられている。提訴権が与えられることから、それを行すべき一定の義務が生じることになるだろうと指摘されている。

**全部取得条項付
種類株式の取得
に関する規律の
整備**

現行会社法の下では、キャッシュ・アウトを行う手法として最も多く用いられているのは、株式を対価とする全部取得条項付種類株式の取得により少数株主の有する株式を端数株式とした後、端数の処理により当該端数株式の売却代金を少数株主に交付するという手法といわれている。全部取得条項付種類株式とは、株主総会の特別決議により会社がその全部を取得することができるような種類株式である（会社法第108条第1項）。私的整理等において、一旦既存の株式を全て消して、資本金もゼロとし、そのうえで、同時に、新株を発行して資金を入れ、その会社の再生を図ることを目的として導入された制度である。したがって、キャッシュ・アウトのために全部取得条項付種類株式を用いることは、当該制度の目的外利用であった。しかし、このようなキャッシュ・アウトはすでに実務に根付いていることから、改正案は、全部取得条項付種類株式をキャッシュ・アウトのために利用することを認めた上で、事前・事後開示や取得価格決定の申立て等の手続を整備している。

**株式の併合によ
り端数となる株
式の買取請求制
度の創設**

濫用的な株式併合による少数株主の締め出しの事件²⁶が発生したことは、わが国の資本市場が株主・投資家の利益を軽視し、経営者側の事情を優先させる不公正な市場であることの象徴として、海外投資家等から批判を招き、会社法制の見直しの契機となった。そこで、改正案では、(1) 株式併合に関する書面等の備え置き・閲覧及び株主への通知等、(2) 不利益を受けるおそれのある株主による法令・定款違反の株主併合の差止請求の認容、(3) 株式併合によって1株未満の端数を有することとなる株主を保護するために、株主が株式併合によって端数となる株式を買い取ることを株式会社に請求できる制度等が定められている。

**⑧組織再編等の
差止請求**

現行法では、株主や債権者が組織再編の効力を争う手段として、組織再編の無効の訴えが設けられている（会社法第828条）。しかし、組織再編の効力発生後に、事後的にその効力を否定することについては、法律関係が不安定となるおそれがある。そこで、改正案では、組織再編等²⁷が法令又は定款に違反する場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は、株式会社に対し、当該行為をやめることを請求することができるものとするを、事前の救済手段として明文化している。

**組織再編等の差
止請求の要件**

ところで、組織再編の差止請求は、実際には仮処分命令申立事件により争われ、裁判所は短期間での審理を求められることが予想されるところ、対価の不当性を差止請求の要件とすると、實際上、裁判所が短期間で審理を行うことが極めて困難となるとの指摘が会社法制部会でなされた。そこで、改正案では、略式組織再編の差止請求について定める会社法第784条第2項第1号を参考に、「組織再編が法令又は定款に違反する場合において、消滅会社等の株主が不利益を受けるおそれがあるとき」を組織再編の差止請求の要件とすることとしている。なお、同号の法令・定款違反には、善管注意義務や忠実義務の違反を含まないと一般に解されていることから、同様の解釈が前提と

²⁶ (株)モックは、平成19年9月7日開催の取締役会において、平成19年9月26日開催予定の定時株主総会に、①定款一部変更（発行可能株式総数を300,000株から537,000株に拡大）、②10:1の株式併合（80.5%の既存株主が株主の地位を喪失）、③株式併合後、IS投資事業有限責任組合に対し、第三者割当による新株予約権の発行（特に有利な価格）を付議することを決議した。株式併合と新株予約権の有利発行議案につき、定時株主総会の特別決議（議決権の2/3以上）で承認された。平成19年9月7日、東京証券取引所は、「株主のうち、10株未満の株式を保有する約8割の株主につき、株主としての地位を失わせしめ得ることになり、流通市場への混乱をもたらすおそれがある」旨の公表措置を実施した。

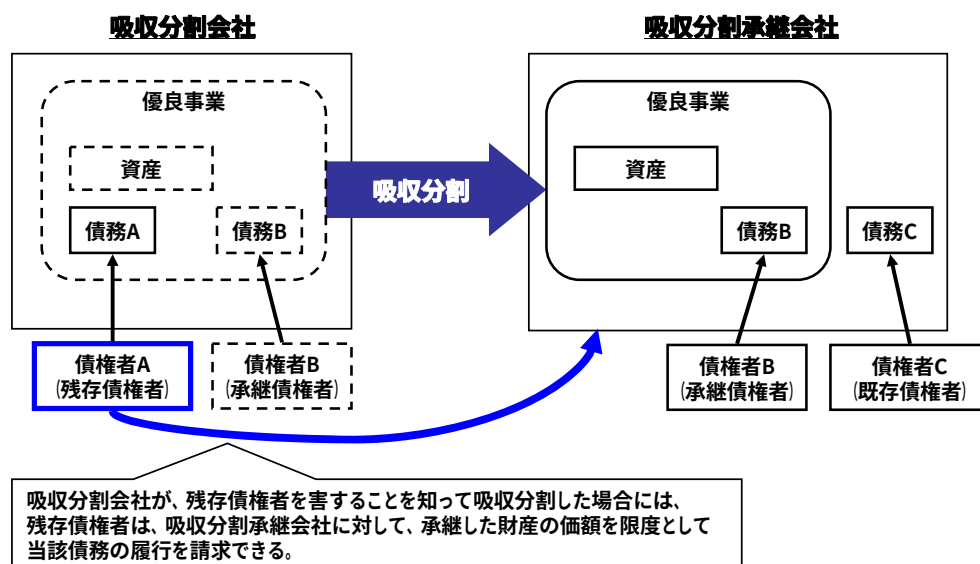
²⁷ 組織再編等とは、全部取得条項付種類株式の取得、株式の併合、略式組織再編以外の組織再編等（株主に及ぼす影響が軽微である簡易組織再編を除く）。

されている²⁸。

⑨ 詐欺的な会社分割における債権者の保護

現行法では、いわゆる物的分割²⁹の場合において、会社分割後も分割会社（吸収分割会社又は新設分割会社）に対して債務の履行を請求することができる分割会社の債権者は、債権者異議手続の対象とはならないものとされている（会社法第 789 条第 1 項第 2 号等参照）。近時、分割会社が、承継会社等（吸収分割承継会社又は新設分割設立会社）に債務の履行の請求をすることができる債権者（承継債権者）と当該請求をすることができない債権者（残存債権者）とを恣意的に選別した上で、承継会社等に優良事業や資産を承継させるなどの残存債権者を害する会社分割（詐欺的な会社分割）が行われているとの指摘がある。このことを背景として、改正案においては、分割会社が、残存債権者を害することを知って会社分割をした場合には、残存債権者は、承継会社等に対して、承継した財産の価額を限度として、当該債務の履行を請求することができるものとされている。

【図表 3-9】 詐欺的な会社分割における残存債権者の保護



（出所）法務省法制審議会資料等よりみずほ銀行産業調査部作成

承継会社等の前から存在する既存債権者が害されないかというような問題が生じ得る。この問題に対処するため、吸収分割の場合であって、承継会社等が吸収分割の効力が生じた時において残存債権者を害すべき事実を知らなかったときは、この請求権は認められないとされている。その理由は、承継会社等の既存債権者の利益にも配慮する必要があるからである。すなわち、承継会社等が知っていたにもかかわらず会社分割を実施した場合には、承継会社等の既存債権者が、承継会社等の取締役等に任務懈怠責任を追究するといったことにより、承継会社等の既存債権者の一定の保護は図り得るが、知らなかった場合にはこのような保護を図ることが難しいからである。

また、改正案は、分割会社について、破産手続開始の決定、再生手続開始の決定又は更生手続開始の決定がされたときには、債権者間の平等弁済に

²⁸ 法務省高木関係官説明（会社法制部会第 18 回議事録 40 頁）に基づく。

²⁹ 会社分割の対価となる株式等が分割会社に交付される場合を「物的分割」という。

配慮した調整規定を設けるべきという指摘を受け、残存債権者の個別の権利行使は認められず、流出資産の回収は専ら管財人（民事再生においては原則は再生債務者）による会社分割の否認権の行使に委ねている。

「⑨詐欺的な会社分割における債権者の保護」は、承継債権者及び既存債権者の利益にも配慮しつつ、分割会社の既存債権者の保護を目的とした見直しである。一般に、会社分割は事業再編に利用され、通常、承継会社等は分割会社から事業を承継する。そして、詐欺的な会社分割において、承継会社等が、残存債権者から債務の履行を請求すると、承継会社等における当該事業の継続及び当該事業に係る従業員や取引先等の利益を害する結果となるおそれがある。従って、分割会社は、「残存債権者を害することを知って会社分割をした場合」に該当するか否かに留意して会社分割計画を作成することが求められるよう。

IV. 企業価値向上に対する改正案の効果

III章では、一般株主の保護を図るために、企業統治の在り方の観点においては、経営者から独立し、かつ、実効性を有する監査・監督を促進するように、見直されたことを説明した。

一般株主の保護 を通じた企業価値の最大化

学術上、一般株主を保護することにより、企業価値の最大化³⁰を期待できると指摘されている（日本銀行金融研究所コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会「株主利益の観点からの法規整の枠組みの今日的意義」より）。なぜなら、株主は、会社と会社の株主以外のステークホルダーとの間の事前の契約によって、その発生が確定している債権の額を、会社の全財産から差し引いた残余財産について権利を有する、残余権者であるからである。残余権者は会社の価値の限界的な増減に応じて自らの損益が増減していることから、企業価値を最大化するインセンティブがある、とされているのである。

IV章では、企業価値向上に対する、内部統制システムの運用状況の開示による効果、及び、買収防衛策の発動に対する株主全体の意思の反映による効果について述べる。

1. 内部統制システムの運用状況の開示

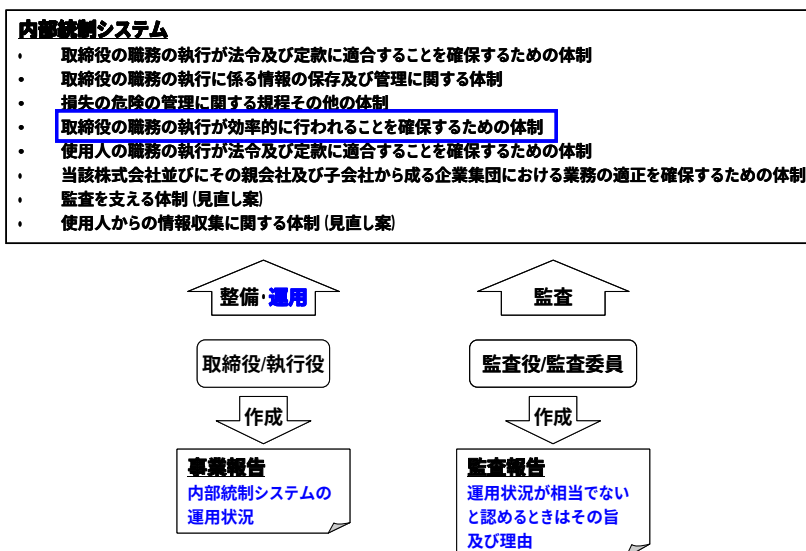
III章では、監査・監督の実効性を確保するために、内部統制システムの運用状況について事業報告の内容とるように見直された結果、内部統制システムの運用状況は監査役や監査委員が実施する監査の対象となることについて述べた。現行法上の内部統制システム（会社法 362 条 4 項 6 号、会社法施行規則 100 条 1 項、会社法 416 条 1 項 1 号ホ、会社法施行規則 112 条 2 項）には、「取締役の職務の執行が効率的に行われることを確保するための体

³⁰ 経産省「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（平成 20 年 6 月）においては、「企業価値とは、概念的には、「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値」を想定するものであり、この概念を恣意的に拡大して、「指針」及び本報告書を解釈することがないよう留意すべきである」と定義している。なお、「指針」とは、経産省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（平成 17 年 5 月）である。「この（企業価値の）概念を恣意的に拡大」とは、「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値」以外の事項を企業価値の概念に追加することと推測する。

監査役/監査委員は、取締役の職務の執行が効率的に行われているかを監査

制」が含まれていることを踏まえると、監査役や監査委員は、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の運用状況が相当でないか否かについて監査することになる（〔図表 4-1〕）。

〔図表 4-1〕内部統制システムの監査・監督



（出所）みずほ銀行産業調査部作成

〔図表 4-2〕内部統制システムの整備の状況に係る開示例

No.	企業名	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
1	トヨタ自動車	・ 中長期の経営方針および年度毎の会社方針を基に、組織の各段階で方針を具体化し、一貫した方針管理を行う。 ・ 取締役は、現場からの的確な情報に基づき、経営方針を迅速に決定するとともに、当社の強みである「現場重視」の考え方の下、センター・各地域・各機能・各工程における業務執行の責任者を定め、幅広い権限を与える。各業務執行責任者は、経営方針達成のため、それぞれの業務計画を主体的に策定し、機動的な執行を行い、取締役はこれを監督する。 ・ 随時、各地域の外部有識者をはじめとした様々なステークホルダーの意見を聞く機会を設け、経営や企業行動のあり方に反映させる。
2	ソフトバンク	・ 「取締役会規程」を定め、取締役会の決議事項および報告事項を明確にするとともに、「稟議規程」等の機関決定に関する規程を定め、決裁権限を明確にする。 ・ 業務執行の監督機能を強化し、経営の客観性を向上させるため、取締役会に独立した立場の社外取締役を含める。 ・ 社外取締役を含む取締役が取締役会において十分に審議できるようにするため、取締役会資料を事前に送付するとともに、取締役から要請があった場合には、取締役会資料に追加・補足を行う。 ・ 「業務分掌および職務権限に関する規程」を定め、業務遂行に必要な職務の範囲および権限と責任を明確にする。
3	信越化学工業	・ 当社は、取締役会規程、業務分掌その他の社内規程に基づく意思決定ルール、職務分担により、取締役及び使用人の職務の執行が効率的に行われる体制をとる。 ・ また、取締役の職務執行の効率性向上に資するため、社外取締役を選任し、この社外取締役が独立した立場での監視・監督のみならず、企業経営全般について助言を行う。

（出所）各社有価証券報告書よりみずほ銀行産業調査部作成

（注）下線は筆者が追加。

運用状況の監査を通じた、内部統制システムの改善

〔図表 4-2〕において、例えば、トヨタ自動車は、「各業務執行責任者は、経営方針達成のため、それぞれの業務計画を主体的に策定し、機動的な執行を行い、取締役はこれを監督する」体制がある旨、開示している。内部統制システムの運用状況が事業報告の内容とされると、監査役は、当該体制が相当に運用されたか、すなわち、当該体制として社会通念上妥当といえる範囲内で業務執行が行われたか、について監査し、行われていた場合には、例えば、「継続的な改善が図られているものと認められます。」、といった監査結果が監

査報告に記載されることになろう³¹。一般株主の保護を図ることを目的として、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の運用状況を監査の対象とすることは、監査役の評価が取締役に対して助言として報告されることを通じて、当該体制の改善を促し、最終的には企業価値の向上につながる事が期待される。

2. 買収防衛策の発動に対する株主全体の意思の反映

買収防衛に係る東京地裁決定(平成17年3月11日)及び東京高裁決定(平成17年3月23日)において、「平時導入の防衛策には適法性の余地あり」といった判断が示された。平成25年8月末時点、東証第一部上場企業1,618社(金融業を除く)のうち、買収防衛策を導入している企業は399社(24.7%)である。そのうち、監査役設置会社であり、かつ、外国人株式所有比率が10%以上である企業は212社(13.1%)である。【図表4-3】は、そのうち、時価総額(平成25年8月末時点)上位15社を示している。

【図表4-3】買収防衛策導入企業(時価総額上位15社)

No	企業名	業種	時価総額 (2013/8末) (億円)	外国人株式 所有比率 (%)	大株主名称	大株主 [%]	社外 取締役 [人]	取締役 [人]
1	三菱地所	不動産業	35,594	30%以上	日本マスタートラスト信託銀行(株) 信託口	6.26	4	13
2	新日鐵住金	鉄鋼	26,609	20%~30%	日本トラスティ・サービス信託銀行(株) 信託口	4.22	0	12
3	信越化学工業	化学	25,624	30%以上	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	8.72	5	23
4	パナソニック	電気機器	21,930	20%~30%	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	4.12	3	17
5	住友不動産	不動産業	20,615	30%以上	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	5.51	0	10
6	JFEホールディングス	鉄鋼	13,382	20%~30%	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	7.01	2	6
7	旭化成	化学	10,155	20%~30%	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	5.68	3	10
8	オリンパス	精密機器	9,725	30%以上	ソニー株式会社	11.28	8	13
9	テルモ	精密機器	8,962	20%~30%	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	7.93	3	11
10	住友金属鉱山	非鉄金属	7,712	30%以上	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	5.92	1	8
11	シマノ	輸送用機器	7,557	30%以上	湊興産株式会社	7.98	1	16
12	阪急阪神ホールディングス	陸運業	6,751	10%~20%	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	4.35	2	14
13	大日本印刷	その他製品	6,683	20%~30%	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	5.86	1	20
14	小田急電鉄	陸運業	6,611	10%~20%	第一生命保険株式会社	6.43	1	14
15	東武鉄道	陸運業	5,324	10%~20%	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	3.81	1	15

(出所) Reuters 及び東京証券取引所コーポレート・ガバナンス情報サービスよりみずほ銀行産業調査部作成

(注) 平成25年8月末時点、東証第一部上場企業1,618社(金融業を除く)、買収防衛策を導入しており、かつ、監査役設置会社であり、かつ、外国人株式所有比率が10%以上である企業は212社のうち、時価総額上位15社。

買収防衛策は、
自社の支配者として不適切な者
に対抗するため

買収防衛策を導入している企業の多くは、その導入理由として、自社の支配権の異動を伴う買収提案についての判断は、最終的には株主全体の意思に基づき行われるべきものとしながらも、自社の財務及び事業の方針の決定を支配する者は、自社の企業価値の源泉を理解し、その企業価値ひいては株主共同の利益を継続的かつ持続的に確保、向上していくことを可能とする者である必要があるためとしている。

現経営戦略が企業
価値をより向上
させることを訴
求要

改正案では、募集株式や募集新株予約権の引受人が公開会社の議決権の過半数を有することとなる場合に、株主への情報開示の充実を図られることになるとIII章で述べた。より具体的には、株主への通知もしくは公告の内容として、①過半数を有することとなる引受人の名称、②当該引受人が有することと

³¹ 「有識者懇談会の答申に対する最終報告書」((社)日本監査役協会、平成22年4月8日)のうち、「内部統制システムの運用状況に関する監査役会監査報告及び事業報告の記載事例(平成21年)」を参考とした。

なる議決権の数、③当該募集株式等の発行により当該引受人に割り当てられる議決権の数、④取締役会の判断の内容、⑤社外取締役の意見（④と異なる場合）、⑥監査役/監査委員会の意見等が含まれている。買収防衛策導入の理由が、自社の企業価値を継続的かつ持続的に確保、向上していくに当たり、より適切なものとするためであるならば、取締役会の判断の内容としては、現経営陣の経営戦略が、企業価値向上において優ることを、具体的に訴求することが今以上に求められることになる（〔図表 4-4〕）。

〔図表 4-4〕 株主への訴求

買収防衛策（株主判断型）導入の理由：

- ・ 当社の支配権の異動は最終的には株主全体の意思に基づき行われるべき。しかし、当社を支配する者は、その企業価値の源泉を理解し、企業価値を継続的かつ持続的に確保、向上していくことを可能とする者であるべき（不適切な者に対抗するため）。

**支配株主の異動を伴う募集株式の発行等時において
株主に通知する取締役会の判断の内容**

現経営陣の経営戦略による
企業価値向上



買収者の経営戦略による
企業価値向上

（出所）みずほ銀行産業調査部作成

**買収防衛策では
なく、会社法等の
範囲内の対応へ**

富士フイルム・ホールディングスの取締役会は、平成 25 年 5 月 10 日の時点では、同年 6 月 27 日開催予定の定時株主総会の終結の時をもって有効期間が満了となる買収防衛策を更新することを決定していた³²。しかし、定時株主総会前日、買収防衛策を更新するとした議案の撤回を決議した。当該買収防衛策においては、社外取締役、社外監査役又は有識者のみから構成される第三者委員会の勧告に基づき、当社を除くすべての株主に対して新株予約権³³無償割当が行われる（所定の場合には、株主意思確認総会が開催される）。当該買収防衛策が発動された場合、原則、支配株主の異動を伴わないが、必ずしも株主意思確認が行われる訳でもない。買収防衛策を更新するとした議案を撤回した理由について、「会社の考え方や戦略を株主に説明したが、多数の株主に理解を得ることが難しくなったため取り下げた」、と説明している³⁴。当社は、当社株式の大量取得を行おうとする者が現れた場合には、会社法、その他関係法令等の許容する範囲内において、適切な措置を講じる、という意向を示している。

支配株主の異動は経営者ではなく株主が決定すべきという観点に立つ先述のような改正案について、実例によっては、募集株式や募集新株予約権の引受人が公開会社の議決権の過半数ではなく、3 分の 1 といったより低い水準にするといったことが会社法制部会で議論されていたような状況を踏まえると、株主意思確認のための株主総会を開催するか否かを第三者委員会や取締役会が決定するような買収防衛策ではなく、一般株主保護を目的とした法令

³² 平成 25 年 6 月 26 日付及び平成 25 年 5 月 10 日付当社 IR ニュースに基づく。

³³ 当該新株予約権には、買収者等による権利行使は原則として認められないとの行使条件及び当社が買収者等以外の者から当社株式と引換えに新株予約権を取得できる旨の取得条項が付されていた。は、当社のコメントとして「会社の考え方や戦略を株主に説明したが、多数の株主に理解を得ることが難しくなったため取り下げた」、と報道している。

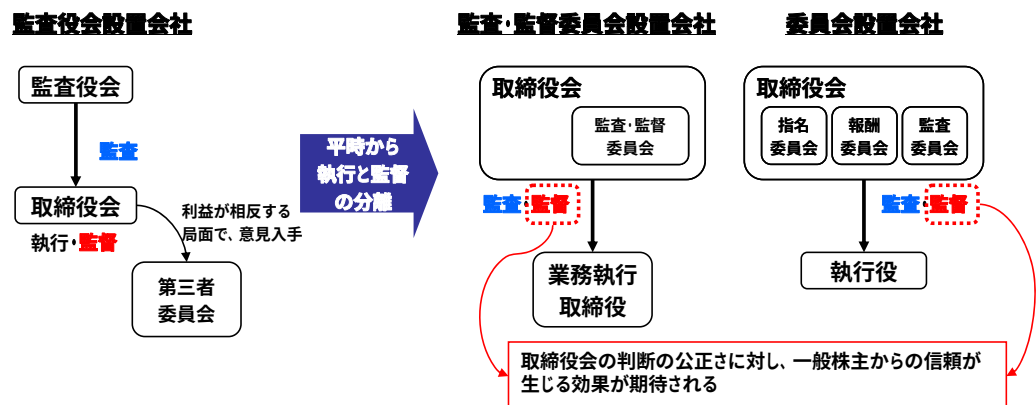
³⁴ 日本経済新聞朝刊（平成 25 年 6 月 27 日付）に基づく。

の範囲内で措置を講じることを、株主から求められる会社が増えるのではないかと推測する。

執行と監督の分離への一般株主の信頼

支配株主が異動するような第三者割当に際しては、有価証券上場規定の対応として、現在においても、原則、①第三者割当の必要性及び相当性に関する意見を、経営陣から一定程度独立した者から入手するか、②株主総会の決議など株主の意思を確認することが要請されている。経営陣と一般株主の間に利益相反が生じやすい局面では、株主の意思を確認することの代替手段として、経営陣から一定程度独立した者（第三者委員会）からの意見入手が認められているのである。「日本の監査役会設置会社では、「取締役会」は、監督機関ではなく、執行機関的側面が大きい」という指摘³⁵がある。このような指摘を踏まえると、利益相反が生じやすい局面に限らず、平時から、執行と監督が分離されていた方が、取締役会の判断に対し、一般株主からの信頼が生じる効果が期待されるとも考えられよう（[図表 4-5]）。

[図表 4-5] 執行と監督の分離



(出所)「会社法制の見直しに関する要綱」等よりみずほ銀行産業調査部作成

V. おわりに

【図表 5-1】は、監査・監督委員会設置会社へ移行したり、支配株主が異動するような資金調達をしなくとも、改正案の施行により必要となる作業内容を示している。

³⁵ 企業統治研究会報告書（経産省、平成 21 年 6 月）51 頁参照

【図表 5-1】改正案の施行により必要となる作業

項目	内容
社外取締役 及び 社外監査役	- 上場会社は、独立取締役を1人以上確保するよう努める - 附帯決議として、金融商品取引所の規則において、上場会社は、取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める規律を設ける必要がある、とされた。現行規則上、「社外」と「独立」は同じであるが、国際動向に鑑み、強化される可能性あり。 - 社外取締役を置くことが相当でない理由を事業報告に開示 - 監査役会設置会社（公開会社であり、かつ、大会社であるものに限る。）である上場会社において、社外取締役が存しない場合 - 社外取締役及び社外監査役の見直し - 親会社等の関係者が社外取締役及び社外監査役から除外されている。一方、社外取締役等の要件に係る期間が10年間に短縮されている。
会計監査人の 選解任等	監査役（監査役会設置会社にあつては、監査役会）は、株主総会に提出する会計監査人の選任及び解任並びに会計監査人を再任しないことに関する議案の内容を決定する
責任限定契約	- 責任限定契約を締結することができる取締役及び監査役の範囲が拡大されるので、新たな責任限定契約の締結 - 社外取締役、社外監査役に関する責任限定契約である旨の登記を削除
内部統制 システム に関する開示	- 事業報告にて開示する内部統制システムに関する事項として、以下の事項を追加する。 - 監査役職務を補助すべき使用人に対する監査役の指示の実効性確保に関する事項 - 監査費用に係る会社の方針 - 使用人が監査役に法令違反等の情報を提供したことを理由として当該使用人に対して不利益な取扱いをしないようするための体制 - 内部統制システムの運用状況の概要
その他	- 監査役会の監査の範囲を会計に関するものに限定する旨の定款の定めがある場合には、その旨を登記する。 - 現行法上、公開会社でない株式会社（監査役会設置会社及び会計監査人設置会社を除く）は、当該旨を定款に定めることができる。

（出所）「会社法制の見直しに関する要綱」等よりみずほ銀行産業調査部作成

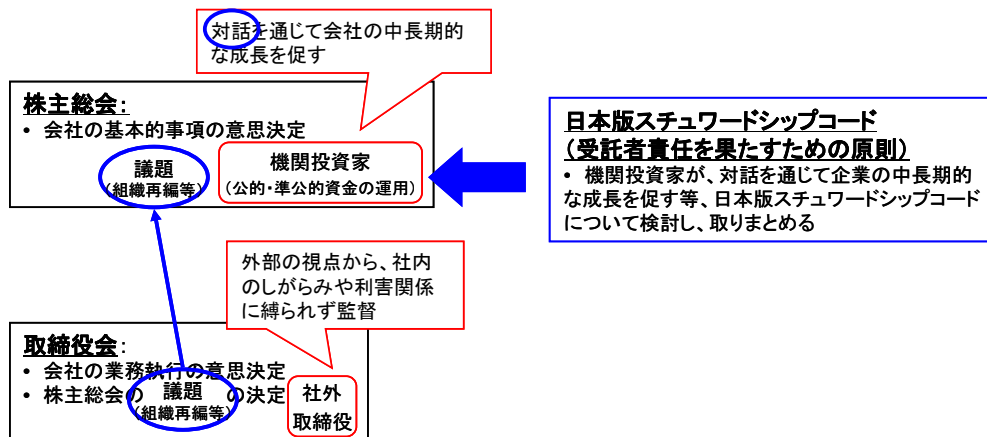
わが国の証券取引所に対する国際的信認の確保

現行法上、上場企業向けの企業統治の仕組みとして、監査役会設置会社（社外監査役を導入要）と、委員会設置会社（社外取締役の導入要）がある。双方とも制度としての合理性があり、また、各企業が当該企業にとって最適な統治構造を選択することができるようにするため、その選択は各会社の判断に委ねられている。加えて、取締役の有する監督を行う見識や能力に関して情報開示を行う等、企業独自の自主的な取組みも行われている。しかし、その一方、経営者から独立した取締役の活用は、OECD コーポレート・ガバナンス原則においても推奨されていることでもある。個人の資産運用が、貯蓄から投資へ促進されているなか、企業統治に関するグローバル・スタンダードを導入することで、我が国の証券取引所に対して国際的信認を確保することは、わが国の国民のためにもなると期待される。

社外取締役の導入が上場企業の企業価値向上を後押し

現行の金融商品取引所規則が、独立役員（社外取締役もしくは社外監査役）の確保を求めるその目的は、一般株主の保護であるが、一般株主の保護は、持続的に企業価値を高めていくためにも重要としている。社外監査役と社外取締役の主な相違点が、取締役は取締役会の決議に加わることができるのに対し、監査役は意見を述べることに留まる点にあることを踏まえると、社外取締役に期待される役割とは、一般株主の代わりに、会社の意思決定を行う取締役会に対し、その企業価値を高めるような議案を提出し、逆に企業価値を高められないような議案に反対することであろう。日本再興戦略においては、早期に取り組む必要がある代表的な施策として、コーポレート・ガバナンスの見直しすることが挙げられている（【図表 5-2】）。

【図表 5-2】コーポレート・ガバナンスの見直し(日本再興戦略)



(出所)「日本再興戦略-JAPAN is BACK」等よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表 5-3】取締役会構成例³⁶

エクソン・モービル社の取締役会構成(平成25年7月末時点): CEOと独立取締役12人

No.	取締役の所属等	着任年	監査委員会	Board Affairs委員会(指名等)	報酬委員会	財務委員会	Public issues and contributions委員会	Executive委員会(常勤)
1	スタンフォード大学	1996	委員長			○		○
2	ネスレ(取締役会議長)	2000	○			○		
3	ゼロックス(取締役会議長兼CEO)	2012	○			○		
4	テキサス大学オースチン	2008	○			○		
5	トラベラーズ(取締役会議長兼CEO)	2010			○		○	
6	Holsman(取締役会議長兼CEO)	2012		○			○	
7	Merck(取締役会議長兼CEO)	2009		委員長			○	
8	ハーバード大学	2005	○			○		○
9	IBM(前取締役会議長)	2006		○	委員長			○
10	ウェイクフォレスト大学	2007		○			○	○
11	エクソン・モービル(取締役会議長兼CEO)	2004				委員長		委員長
12	ジョンソン&ジョンソン(前取締役会議長)	2013		○	○			
13	GM(前取締役会議長)、AT&T(名誉議長)	2008			○		委員長	

フォルクス・ワーゲン社の取締役会構成(平成25年1月7日時点): 独立取締役20人

No.	タイプ	取締役の所属等	着任年	監査委員会	指名委員会	Executive委員会	調停委員会
1	株主代表	取締役会議長	2002		委員長	委員長	委員長
2		ボルシェ(取締役会議長)	2008		副委員長	○	
3		ニーダー・ザクセン州(首相)	2013		○	○	○
4		ボルシェ(経営会議メンバー)	2009	委員長			
5		SEB(CEO)	2011	○			
6		カタールHD(副議長)	2010				
7		カタールHD(議長)、カタール投資庁(取締役会秘書)	2013				
8		ニーダー・ザクセン州(経済労働輸送大臣)	2013				
9		弁護士	2009				
10		個人	2013				
11	従業員代表	取締役会副議長、IGメタル(第一議長)	2010			副委員長	副委員長
12		フォルクス・ワーゲン(労働者会議議長)	2005			○	○
13		フォルクス・ワーゲン(労働者会議副議長)	2013			○	
14		アウディ(労働者会議議長)	2006	副委員長			
15		IGメタル(経営会議部門長)	2007	○			
16		MAN(労働者会議議長)	2013				
17		フォルクス・ワーゲン経営協会(経営会議議長)	2013				
18		フォルクス・ワーゲン(労働者会議議長)	2012				
19		IGメタル(ニーダー・ザクセン州及びザクセン・アンハルト州地方議長)	2013				
20		フォルクス・ワーゲン商用車(労働者会議議長)	2010				

(出所) 各社公開資料よりみずほ銀行産業調査部作成

(注1) ニューヨーク証券取引所「独立性」要件に準拠している。

(注2) 監査委員会、報酬委員会、Board Affairs 委員会は、全員独立取締役である。

(注3) IG メタル: ドイツ金属産業労働組合

³⁶ 平成25年7月末時点、エクソン・モービル社の時価総額4,168億USDは米国上場企業の首位であり、フォルクス・ワーゲン社の時価総額1,073億USDはドイツ上場企業の首位である(【出所: Reuters】)

(注4) フォルクス・ワーゲン社の取締役20人のうち、半分の10人は株主代表、10人は従業員代表。ドイツの法律により、選任された10人の従業員代表のうち、7人は当社の従業員であり、3人は労働組合の代表である。ニーダー・ザクセン州は、当社の普通株を直接もしくは間接に少なくとも15%保有している間、株主代表のうち2人を選任する権限がある。残りの株主代表は、株主総会で選任される。

一般株主が望むのは、社外取締役の選任ではなく、企業価値の向上

エクソン・モービル社とフォルクス・ワーゲン社の取締役会の構造は、各国の基準に準拠した「独立性要件」を満たす取締役が選任されている、という点では共通しているが、(1) 前者の取締役会には CEO という業務執行メンバーが存在する(単層構造)のに対し、後者の取締役会是非業務執行メンバーのみから構成されている(二層構造)点や、(2) 前者の社外(独立)取締役の所属が大学または他の上場企業であるのに対し、後者の社外取締役の特性は株主代表または従業員代表である点、等において異なっている。社外取締役の選任は、それぞれの会社が所在する国の社会制度面における、長い年月に亘った試行錯誤の結果であろうことを踏まえると、社外取締役の選任のみを踏襲したとしても、一般株主が望むような企業価値向上が果たされるとは限らない。

中長期成長戦略に対する自主的・積極的な取り組み

会社の置かれた事業環境によっては、取締役会が、法令遵守に向け、重要な財産の処分や譲受を決定せざるを得ない局面や、事業譲渡や組織再編の議案を決定し株主総会に提出せざるを得ない局面もあろう。会社法改正案においては、社外の視点からの監督を強化しつつも、株主総会における議決権等の行使に関する判断材料を充実させることに力点を置くことで、会社と株主間の対話が深まることを求め、最終的には株主に判断を委ねるように見直されている。株主から会社の経営を委任されている経営陣としては、法令により強制される前に、企業価値向上に向けて、自社の現況を踏まえた今後の成長の道筋を検討して業務として執行する、もしくは、株主総会決議にかけることを通して株主と対話することが期待されるのではないか。そして、会社の中長期成長戦略の策定においては、会社が社会的、経済的に重要な役割を果たしていることに照らし、社外の声にも耳を傾けることが期待されている。

会社法は、その主要な部分が株式会社にかかわる各層の利害関係者の間の利害調整する私法的ルールである。特に、出資者である株主と会社債権者の合理的期待を保護し、健全で円滑かつ効率的な企業活動を可能とすることをその規制の目的としている。基本法である会社法において、海外投資家を含む一般株主保護を重視した利害調整が図られることを戦略的に活用し、企業活動の効率化に取り組むことを検討すべきであろう。

【主要参考文献】

1. 資料等

岩原紳作 (2012)、商事法務「会社法制の見直しに関する要綱案の解説〔Ⅰ〕～〔Ⅵ・完〕」、商事法務研究会

OECD (2004)、OECD Principles of Corporate Governance

落合誠一 (2009)、会社法コンメンタール機関 [2]、商事法務

神田秀樹 (2013)、会社法 第 15 版、弘文堂

企業統治研究会 (2009)、企業統治研究会報告書

企業価値研究会 (2005)、企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～

金融審議会金融分科会 (2009)、我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～

黒沼悦郎 (2013)、金融商品取引法入門 第 5 版、日本経済新聞出版社

コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会 (2012)、株主利益の観点からの法規整の枠組みの今日的意義

日本経済再生本部 (2013)、「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」

2. Web サイト

OECD (<http://www.oecd.org>)

東京証券取引所 (<http://www.tse.or.jp/>)

裁判所 (<http://www.courts.go.jp/>)

日本銀行金融研究所 (<http://www.imes.boj.or.jp/>)

日本経済再生本部 (<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/>)

法務省法制審議会－会社法制部会 (<http://www.moj.go.jp/shingi1/shingi03500005.html>)

(事業金融開発チーム 富田亜紀)
aki.tomita@mizuho-cb.co.jp

©2013 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

