

日本取引所金融商品取引法 研究

第 9 号

2016年12月16日 開催

会社法関連の近年の判例(1)―公開会社の株主総会―

広島大学大学院法務研究科教授 片木 晴彦 1

2017年1月27日 開催

会社法関連の近年の判例(2)―MBO・締出しと取締役の責任―

同志社大学大学院司法研究科教授 山下 友信 27

2017年2月24日 開催

監査法人のガバナンス・コード

早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 岸田 雅雄 63

2017年4月28日 開催

近年の金融商品取引法に関する判例 ―インサイダー取引規制における「公表」の意義―

同志社大学法学部教授 川口 恭弘 105

2018年3月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー（五十音順）

2017年10月1日現在

氏名	所属
飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田 眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史	同志社大学法学部教授
梅本 剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木 晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
北村 雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保 大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出 篤	学習院大学法学部教授
志谷 匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井 正和	同志社大学法学部教授
洲崎 博史	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩司	同志社大学法学部教授
前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀征	立教大学法学部教授
松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林 泰伸	早稲田大学法学部教授

特別会員

氏名	所属
龍田 節	京都大学名誉教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

会社法関連の近年の判例（1）—公開会社の株主総会—

2016年12月16日（金）15:00～16:58

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授

【報 告】

会社法関連の近年の判例（1）—公開会社の株主総会—

広島大学大学院法務研究科教授

片 木 晴 彦

目 次

- | | |
|---|--|
| I. 議案を否決する株式総会決議について | し |
| 1. 最判平成 28 年 3 月 4 日民集 70 卷 3 号 827 頁、金融・商事判例 1490 号 10 頁 | 1. 東京高判平成 27 年 3 月 12 日金融・商事判例 1469 号 58 頁 |
| 2. 株主の提案した決議事項が否決された場合 | 2. 判旨 1 について |
| 3. その他の決議の否認が法律上問題となり得る事例 | 3. 判旨 2 について |
| II. 全部取得条項付株式の取得決議の取消 | 4. 判旨 3 について |
| | 5. 全部取得の後の組織改編について |
| | 討論 |

○伊藤 それでは定刻になりましたので、12 月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、「公開会社の株主総会」というテーマで片木先生からご報告をいただきます。よろしくお祈いします。

○片木 広島大学の片木です。本日はよろしくお祈いいたします。

こちらで頂戴しました題が、公開会社の株主総会についての最近の判例でしたので、最近の判例を幾つか確認しまして、訴えの利益を中心的な争点とする判決が 2 つ出ていましたので、これを検討させていただきたいと思ひます。

I. 議案を否決する株式総会決議について

1. 最判平成 28 年 3 月 4 日民集 70 卷 3 号 827 頁、金融・商事判例 1490 号 10 頁

まず、平成 28 年 3 月 4 日の最高裁判決について、簡単に事実と判旨をまとめたものを読ませている

だきます。

【事実】

被告 Y 株式会社は、レストランの経営及び運営管理等を目的とする、取締役会を設置しない株式会社であり、その株主は、Z が 150 株、原告の X 1 が 75 株、原告の X 2 が 75 株の 3 名のみであり、Z、X 1、X 2 はいずれも Y 社の代表権を有する取締役です。

平成 26 年 5 月 19 日に、Z は、X 1、X 2 の両取締役を解任することを目的とする臨時株主総会を招集しましたが、いずれの議案も否決されています。これを前提に、Z は X 1、X 2 の取締役解任の訴え（会社法 854 条）を提起しています。

X 1、X 2 は、上記の臨時株主総会は取締役の過半数の同意がなく、Z が単独で開催を決定したという瑕疵があり、取り消されるべきものであるとして、本件決議取消しの訴えを提起しています。この最高裁の判決は、この決議取消しの訴えに関する上告審です。本件訴えでは、原告らに訴えの

利益があるのかが本案前の争点となっています。

【第一審 福岡地判平成 26 年 11 月 28 日】

第一審の福岡地裁平成 26 年 11 月 28 日判決は、「本件株主総会における原告らの取締役解任決議が取り消されるか否かによって、本件取締役解任の訴えは、その要件（株主総会で取締役の解任案が否決されたこと）を具備するか否かが左右される関係にある。原告らは、本件取締役解任の訴えが要件を欠くにもかかわらず提起されたものであるとして、本訴を提起しているのであるから、本件において訴えの利益は認められる」とし、決議の瑕疵を認めて訴えを認容しています。

【控訴審 福岡高判平成 27 年 4 月 22 日】

これに対して控訴審の福岡高裁平成 27 年 4 月 22 日判決は、「株主総会等の決議の取消しの訴えの対象となる「株主総会等の決議」とは、第三者に対しても効力を有する決議をいうと解するのが相当であるところ、本件総会等の決議が第三者に対しても効力を有するには、形成力を生じる事項を内容とする議案が株主総会等において所定の手続を踏んで可決されることが必要である。そうすると、そのような内容の議案であってもこれが否決された場合には、当該議案が第三者に対して効力を生じる余地はないから、本件否決決議のように議案を否決する決議は、会社法 831 条の「株主総会等の決議」には当たらないというべきである」として原審を破棄し、訴えを却下しています。

【最高裁判決】

これに対する上告審の最高裁判決は、「会社法は、会社の組織に関する訴えについての諸規定を置き（会社法 828 条以下）、瑕疵のある株主総会等の決議についても、その決議の日から 3 箇月以内に限り訴えをもって取消しを請求できる旨規定して法律関係の早期安定を図り（同法 831 条）、併せて、当該訴えにおける被告、認容判決の効力が及ぶ者の範囲、判決の効力等も規定している（同法 834 条から 839 条まで）。このような規定は、

株主総会等の決議によって、新たな法律関係が生じることを前提とするものである。しかるところ、一般に、ある議案を否決する株主総会等の決議によって新たな法律関係が生ずることはないし、当該決議を取り消すことによって新たな法律関係が生ずるものでもないから、ある議案を否決する株主総会等の決議の取消しを請求する訴えは不適法であると解するのが相当である」というふうに判示して、上告を棄却しています。

なお、千葉勝美裁判官の補足意見がありますが、一部を後で紹介させていただきます。

この事件では、第一審が訴えの利益があるかどうかという形で議論をしていたのに対しまして、控訴審および最高裁のほうは、会社法 831 条の規律する株主総会決議取消しという総会決議というのは、決議を承認する場合であって、決議を否決する決議は会社法 831 条の対象ではそもそもないのだという形で、一律にこの訴えを不適法としています。

通常、最高裁判所の判決で結論を出すときには、「特段の事情のない限り」というのを入れることが多いのですが、ここは何も入れていないということで、無条件でだめだということになるかと思えます。

2. 株主の提案した決議事項が否決された場合

・山形地判平成元年 4 月 18 日判時 1330 号 124 頁
議案の否決が問題になり得る事例としては、株主の提案で議案となったような決議事項、あるいは株主自身が招集した株主総会での決議事項など、株主が主体的に提案した決議事項が否決された場合があり、こうした事例においては、一定の救済を求める余地が生じるかもしれません。

山形地裁平成元年 4 月 18 日判決は、「原告らが本訴において不存在の確認を求める決議は、いずれも、原告ら提案にかかる議案を否決する決議であるが、原告らは右決議が著しく不公正な手段によりなされた法律上存在しえないものであると主張しているのであり、右請求を認容する判決がなされた場合、会社は改めて株主総会を招集して当

該議案を審議し、公正な方法により決議をしなければならない義務を負うものであるから、かかる公正な審議の場を求めることについて原告らに法律上の利益がないとはなし難いというべきである」として、訴えの利益そのものは認めています。

ただ、実際の事案において、不存在事由ないしは決議の取消し事由は存在しないとして、本案審理の結果、訴えは棄却しています。この訴えの利益に関する考え方につきまして、この判例をジュリスト1041号106頁で批評されている菊池和彦先生は、賛成という考え方をとっておられます。

・東京高判平成23年9月27日資料版商事法務333号39頁 原審東京地判平成23年4月14日資料版商事法務328号64頁

【HOYA株式会社株主総会決議取消請求事件】

続いていわゆるHOYA事件として有名な東京高裁平成23年9月27日判決では、「株主総会等の決議が第三者に対してもその効力を有するには、形成力を生ずる事項を内容とする議案が株主総会等において所定の手続を踏んで可決されることを要するのであり、そのような内容の議案であってもこれが否決された場合には、当該議案が第三者に対してその効力を有する余地はないから、本件各否決は、同法831条所定の株主総会等の決議には当たらないものというべきである」として、この最高裁の判決と同じように、そもそも否決された決議は会社法831条の対象ではないという理解をしているかと思えます。

ちょっと考察をさせていただきます。先ほど紹介するのを忘れてましたが、この最高裁の判決につきましては、本日お越しの松尾健一先生が商事法務2106号で非常に詳細な検討をされていまして、それを後追いするだけで事実上終わっているところがあることをあらかじめおわび申し上げます。

まず、こういう株主の提案した決議事項が不当に否決されたとして、決議が取り消されたときに、会社は改めて株主総会を招集して当該議案を審議し、公正な方法により決議をしなければならない義務を確定的に負うのだろうかというのが実はよ

くわかりません。仮に決議が取り消されてしまったとしても、結果として株主提案はなされたが、結局それについて総会にかけなかったという違法が生じるというだけであると考えるのであれば、HOYA事件の東京高裁平成23年判決は、株主提案について議案としてかけなかった、株主総会で取り上げなかったという事実があったとした場合においても、その提案事項と関連性があるような決議がある場合は別として、原則として提案を取り上げなかったことによって他の決議に瑕疵が生じるわけではないと判断をしています。

総会決議の取消しが求められるときは、既に否決の決議が成立しているわけですので、提案議案を総会にかけざるべきことを求める仮処分を出すということもできそうにはありません。したがって、過去の総会において不当に提案議案が総会にかけられなかったという事実が確定するだけではないかとも思われます。その場合には、不法行為責任等が発生する余地はあるのでしょうかけれども、そのためにわざわざ決議取消しを求める必要があるのかということについては、理由に乏しいように思えます。

もう一つ問題になりますのは、ご存じのように会社法304条によって、株主は株主総会の決議事項について議案を提出することが認められていますけれども、会社法304条但書では、総議決権の10分の1以上の賛成を得られなかった場合には、3年間これと同じ内容の提案を提出することができないとされているかと思えます。しかし、仮に不当に否決された決議が取り消された場合、あるいはその不存在確認等が認められた場合には、結果として過去の提案が否決されたという事実がなくなるので、この3年間という期間制限が適用されなくなるということは言えるかと思えます。

これに対しまして、実はこの最高裁の判決の千葉勝美裁判官の補足意見は、この点を詳しく取り上げていまして、否決された提案を短期間に繰り返すことが適当でないというこの会社法304条但書の趣旨を踏まえると、否決の決議が重大な瑕疵を有する手続によってされた場合は、再提案の制

限の前提となる否決の決議にはなり得ないとして、3年間の制限は及ばず、再提案ができるというふうに、会社法 304 条但書の解釈論で解決すれば足りるのではないかという考え方です。

ちなみに、川島いずみ先生は、HOYA 事件の解説（金融・商事判例 1398 号 2 頁）で、会社法 304 条但書との関係で言うと、否決に至る手続上の瑕疵のゆえに総株主の議決権の 10 分の 1 以上の賛成が得られなかったといった事情を株主が証明するのは極めて困難であって、株主が否決決議に瑕疵があることを立証できれば、3年間の期間制限を理由として、会社が再提案を拒絶することはできなくなるというふうに解釈すべきではないかとおっしゃっています。

どこまで本当に証明が難しいのかというと、ちょっと私にはよくわかりませんが、少なくとも解釈論でこの問題は解決すればいいのではないかという点は、恐らく同じなのだろうと思います。

3. その他の決議の否認が法律上問題となり得る事例

そのほかの決議の否認が法律上問題となり得る事例ですが、この最高裁の事案は、会社法 854 条の解任の訴えの要件としてこの解任の決議案を否決するというものがあつた、いわば解任の訴えを否定するために決議取消しの訴えを提起しているという事情があります。

実はこの最高裁の事案では、もともと会社の株式はX派とZ派が半数ずつ持っていたわけで、総会決議に持っていても、恐らく過半数ないから解任議案は通らないだろうと予想していたわけで、Zとしては、解任決議が否決されるということを見越してやや強引に総会を招集したようなところがあります。取締役の過半数の同意はとれなかったけれども、自ら株主として総会招集を請求すれば、招集手続きに瑕疵が出なかったような気がしなくてもいいのですけれども、その点はともかくとして、どちらかという解任の訴えを出そうとしている側が積極的に動いて、むしろそちらの側に帰責事由があるような瑕疵となっています。そ

れゆえに、解任の訴えの被告となったX1、X2としては、解任の訴えを否定したいという考えから否決決議について決議取消しを要求したという事情がありまして、原審判決は、そういう事情を踏まえると、訴えの利益があるという判断に至ったのではないかと思います。

普通の場合といいますか、会社サイドあるいは解任を訴えられている取締役、このあたりがむしろ帰責事由がある形で不当に解任の決議を否定したときについて言えば、この場合には、そもそも自らの側の帰責事由のある形で瑕疵ある否決決議をつくっておいて、解任の訴えの中で適法に決議が否決されていないと言うのは、訴訟上の主張として信義則に欠けるのではないかとはいえます。

本件のような場合にはどうなのかと言われますと、わざわざもう一つ訴えを提起しなくても、解任の訴えはあくまでも明らかに不正な行為とか、いわゆる法令・定款違反の重大な事実があつたときのみ認められるものでありますし、本件の事情に限って言えば、Zが適法に株主総会を株主権として開催することで、いわば瑕疵のない総会を開くことはできたとも思えますので、あえてこういうやり方、否認決議の決議取消しを認める必要もないのではないかと考えています。

最後に、あり得るのかどうかはよくわかりませんが、譲渡を承認しない株主総会決議が問題になる余地があるかもしれません（会社法 139 条 1 項）。この場合には、譲渡を承認しようとする決議が否決されるのか、むしろ積極的に譲渡を承認しないという決議が成立しているというのか、どちらなのかよくわかりませんが、仮に譲渡を承認するという決議が否決されると、積極的に譲渡を承認しないという決議が成立したと考えるのであれば、普通に決議取消しの訴えの対象になるのだろうという気はしています。

株主として譲渡の承認を認めるのか、認めないのかを最終的に判断するという、譲渡の承認をするという議案が出てきているのかどうかということも考える必要があるかもしれませんが、株主のほうの最終的な判断は、譲渡を承認するのか、

承認しないのかという判断であるというふうに考えるのであれば、普通に決議があった、それを否決するのは可能というふうに考える余地はあるのではないかと思います。この点は、後でまたご意見を承りたいと思っています。

見る限りでは、最高裁は、訴えの利益があるかどうかを個別的に判断するというよりは、まさに会社法 831 条の解釈論として、一律に決議取消しの対象に決議を否決する決議は入らないのだというふうに割り切ってしまうしていますが、これにあえて異を唱えるほど重要な、否決決議を取り消す必要があるのかどうかと問われると、あまりないのではないかと今のところは思っています。

II. 全部取得条項付株式の取得決議の取消し

1. 東京高判平成 27 年 3 月 12 日金融・商事判例 1469 号 58 頁

・アムスク株主総会決議取消請求事件

これはアムスク株主総会決議取消請求事件として知られているもので、東京高裁の平成 27 年 3 月の判決です。

【事実】

被告のアムスク株式会社（被告会社）は、電子機器、部品その他の物品の販売を業とする株式会社ですが、創業者及びその母親のみを株主とし、他の株主を締め出すスクイズアウトを実施すべく、平成 25 年 6 月 28 日、被告がいわゆる全部取得条項付株式の取得によるスクイズアウトを実施するための一連の議案、(1) 被告会社を種類株式発行会社とする定款変更、(2) 被告会社の普通株式に全部取得条項を付することを定める定款変更、(3) 同内容の種類株主総会議案、(4) 上記 3 議案の成立を条件として全部取得条項付株式を取得する議案、これらいずれもが承認可決されています。

もう少し正確に言うと、これらの議案は平成 25 年 5 月 14 日に開催された臨時総会に一旦は出されていたのですが、そこでは、実は(1)の議案が否決された関係で、ほかの議案は審議されていません。平成 25 年 6 月 28 日の総会では、これらの議案が

株主提案として改めて出てきて、最終的に可決されたようです。

以下では、この 6 月 28 日総会、あるいは 6 月 28 日種類株主総会という言い方で、これらの議案について説明することにします。

6 月 28 日総会の決議については、これもまた結構有名な判決だと思いますが、東京地裁の平成 26 年 4 月 17 日判決（金融・商事判例 1444 号 44 頁）が、種類株主総会について基準日の設定が適法になされていないという理由で、種類株主総会の決議及びこれを前提とする全部取得条項付株式の取得決議を取り消しています。この点もおもしろい争点だろうと思いますが、ここでは割愛させていただきます。

実は、この平成 26 年 4 月の判決に先立ちまして、平成 25 年 7 月 17 日に、6 月 28 日総会の各決議を前提として、被告会社の株式については JASDAQ スタンダード市場での上場が廃止されています。

続いて、決議の定款変更の効力発生日の定め及び本件種類株式の取得日の定めにより、平成 25 年 7 月 22 日に被告会社が本件種類株式、つまり普通株式ですが、これの全部を取得し、これと引き換えに、種類株式の株主は 1 株につき 101 万分の 1 株の割合で、A 種類株式の交付を受けています。この結果として、A 種類株式の株主は創業者及びその母親のみとなり、その他の株主は全員、端数株主として、会社法 234 条の定めにより、持ち株相当の金銭の補償を受けています。

先ほどの平成 26 年 4 月 17 日の東京地裁の判決、つまり基準日の設定の違法を理由として種類株主総会の決議を取り消す判決が出て、その控訴審が係属中の平成 26 年 7 月 4 日に、被告会社は、およそ 1 年前の平成 25 年 7 月 21 日、つまり全部取得条項の取得の効力が発生する 1 日前の最終の株主名簿に記載された者が株主であるということ前提とした株主総会を開催し、6 月 28 日総会及び同じく 6 月 28 日種類株主総会の議案を追認する決議を可決しています。その上で、この控訴審におきまして、被告会社は、この追認決議の成立により本件訴えの利益が失われたと主張しています。

原告の株主らは、平成 26 年 10 月 3 日付けで、この再株主総会、7 月 21 日の株主総会の議決が無効ないしは不存在であることの確認を求める訴えを提起しているのですが、東京地裁の平成 27 年 3 月 16 日判決（判例時報 2272 号 138 頁）は、決議不存在確認の訴えを認めています。今考察対象としている 3 月 12 日の東京高裁の判決の 4 日後のことになります。高裁判決そのものの時点では、決議の不存在はもちろんまだ確定していませんし、一審判決も出ていません。

以上を前提にして、高裁判決の判旨ですが、長いので、判旨 1、判旨 2、判旨 3 という形で分けて記載をしています。

【判旨 1】

「全部取得条項付株式による取得の対価の交付として行う新株の発行も法 828 条 1 項 2 号の「株式会社の成立後における株式の発行」に当たるから、公開会社である一審被告による A 種種類株式の発行の無効を主張するには、その効力が生じた平成 25 年 7 月 22 日から 6 か月以内に当該株式発行の無効の訴えをもって請求しなければならない（828 条 1 項）ところ、上記期間内に上記株式について株式発行の無効の訴えは提起されていない。したがって、上記期間の経過により、一般にその無効を主張することは許されないこととなったものである。

また、株式発行に関する株主総会決議の取消訴訟の係属中に株式が発行された場合には、訴えの利益が消滅すると解されている（最判昭和 37 年 1 月 19 日民集 16 卷 1 号 76 頁参照）。

しかし、上記のとおり、既に A 種種類株式の発行について無効を主張し得ない段階に至っていても、本件全部取得議案の議決取消判決により、全ての普通株式に全部取得条項を付し、一審被告が全ての本件種類株式を取得する部分の限度では遡及的に決議の効力が失われると解する余地があり、また、本件全部取得議案は、定款変更の形式をとるものであって、定款変更は上記平成 25 年 7 月 22 日の本件種類株式の全部取得をもって一回的に

効力が消滅するのではなく、その後も変更後の定款として効力を有するから、少なくともその限りにおいて上記決議の取消しを求める訴えの利益は消滅しないというべきである。」

つまり、全部取得決議では、従来の普通株式である全部取得条項付株式全てを取得するという効力と同時に、その対価としての別の種類株式の発行が生じるわけですが、仮に新株発行のほうについては争う余地がなくなっても、取得という点について遡及的に無効とする余地は存在している。さらに、そもそも定款を取り消す、定款そのものについて遡及的に無効とするという余地はあり得るのだから、訴えの利益はなくなっていないという考え方で。

【判旨 2】

先ほどの平成 26 年 7 月 4 日の再株主総会についてですが、「株主総会決議に取消事由があるが、無効であるとはまではいえない場合、当該決議を取り消す判決が確定するまでは当該決議は有効のものとして取り扱われるべきである。したがって、後記のとおり本件第 2 回（6 月 28 日：報告者注）種類株主総会の決議が無効であるとは認められない以上、株主として本件再株主総会の招集通知を受け、これに出席した者は、株主の地位にないといわざるを得ないから、本件再株主総会の決議は、株主総会の決議としての効力を有しないというべきである。本件第 2 回種類株主総会の決議について取消判決が確定すれば、一審被告による取得前の株主が遡及的に株主の地位を回復すると解し得るとしても、そのような可能性を有するにすぎない者が構成する株主総会なるものを会社関係法令が意思決定機関として許容し、規律の対象としているとは解し難く、取消事由のある株主総会決議を追認する限度でその存在を容認すべき法的根拠もない」と言っています。

実際にこの判決の 4 日後に、ほぼこれと同じ考え方で、東京地裁のほうですけれども、この再株主総会の決議について不存在確認を認容していま

す。

【判旨3】

「本件第2回種類株主総会決議に決議の取消事由たる瑕疵があることを理由に本件再株主総会の決議をもって本件第2回種類株主総会決議を追認するという事は、平成26年7月4日にされた本件再株主総会の決議の効力を本件第2回種類株主総会の時点（平成25年6月28日）まで遡及させるということにはほかならない。しかし、株主総会決議の効力を遡及させることによって、法令により保護されている関係者の手続上の権利利益が害されるときは、その遡及的効力を認めることはできないと解すべきである。」

判旨2が強力であれば、その余を判断するまでもなくだめということに、つまり、追認決議は存在しないのだからだめと言ってしまえばいいような気がするのですけれども、それはともかくという感じで、さらに判旨3に進んでいます。

「これを本件についてみると、本件再種類株主総会の決議で可決された本件再種類株主総会決議の第一号の議案の内容は、本件第2回種類株主総会における決議を追認するというものであるが、その意味するところは、本件再種類株主総会決議によって、平成25年6月28日時点で本件全部取得議案が承認されたものとするということである。」

念のためにちょっと断っておきますと、不存在確認を認めた判決等を確認しますと、この再種類株主総会の決議案では、6月28日の第2回種類株主総会が取り消されること、取消判決が確定することを条件にこの追認決議の効力が発生して、かつ、この取消決議の確定の日を取得日とするという議案となっていますので、この言い方が正確なのかどうか、少し気になるころはあります。

その点は一応おくとして、この判決の残りを見ますと、「しかし、この場合、平成25年6月28

日時点で普通株式を有する種類株主は、本来、全ての普通株式に全部取得条項をつける定款変更をするか否かの意思決定ができるほかに、仮に採決によって自己の意見が通らなかったとしても、全部取得決議による取得日までの間に、自己の保有する株式を他に譲渡したり、裁判所に取得価格の決定を申し立てるなどの手続を執ることができたところ、取得日とされる日よりも後に行われた議決によって遡って当該種類株式に全部取得条項を付加する定款変更を承認することは、これらの反対株主等の手続保障を奪うことになる。したがって、本件において本件第2回種類株主総会が開催された平成25年6月28日時点の株主と、本件再株主総会開催時点での株主が全く同一であるとか、平成25年6月28日時点での全ての本件種類株主に全部取得条項付種類株式の取得に関する決定に係る反対株主等の手続保障が尽くされていたことが認められるとかの特別の事情がない限りは、本件再株主総会決議の効力を本件第2回種類株主総会の日まで遡及させることは許されないというべきである」と言っています。

2. 判旨1について

この判決によれば、取得決議によって全部取得条項付株式が全て取得される、そして対価として新たな種類株式が発行されるという効力が一体として生じるわけですが、新たに発行された種類株式については、仮に無効を求めることができなくなるとしても、なお取得決議のほうを遡及的に無効とすることはできるという理解であるかと思いますが、それ自体が適切なのかということが問題になります。

吉本健一先生（金融・商事判例1478号5頁）は、日本高速物流株式会社事件の判例批評においてですが、「全部取得条項付株式の取得とその対価株式の発行とは少数派株主のスクイズアウトという組織的行為における表裏一体の行為であり、一方の効力は他方の効力と一体的に処理されるべき」であり、「スクイズアウトの効力発生後は、全部取得に関する総会決議取消訴訟の訴えの利益は消

滅し、全部取得の対価株式の発行につき株式発行無効訴訟を提起しなければ全部取得行為についても無効を主張することはできないと解すべきである」として、一体と扱うべきだという考え方をとっておられます。

・東京高判平成 22 年 7 月 7 日判例時報 2095 号 128 頁、金融・商事判例 1347 号 18 頁【日本高速物流株式会社事件】

東京高裁の平成 22 年 7 月 7 日の判決ですけれども、この事件におきましても、全部取得条項付株式の取得という形でのスクイズアウトが実践され、その後何度か吸収合併が行われたという事案ですが、この判旨 1 に該当する部分については次のように述べています。

「全部取得条項付種類株式の会社による強制取得を無効にするのに、新株発行無効の訴えが必要であることの論拠が明らかでない。決議に瑕疵がある場合には取り消すのが原則であり、表裏一体というだけでは、論拠として十分であるとはいえない。発行された新株の取引の安全を考慮する必要がある新株発行の効力の問題と異なり、会社が強制的に取得した全部取得条項付種類株式を、定款変更決議の取消判決確定を理由に旧普通株式に戻した上で、取得決議の取消判決確定を理由に会社から株主に返還するという作業をするのに、取引の安全を考慮する必要は乏しい。

旧普通株式を全部取得条項付種類株式に転換する旨の定款変更が無効とされ、旧普通株式が株主に復帰し、他方において新株も有効と扱われると、新株は、会社への出資の裏付けがなく、かつ、定款に定めのない種類の株式となる。しかしながら、このような事態は、発行手続に瑕疵があるにもかかわらず、代表取締役により発行されてしまった新株が、有効と扱われる場合にも生じ得ることであり、取消事由のある決議は取り消すという原則を覆すほどの事情であるとはいえない。」

それでいいのかというのが非常に気になること

ろではありますが、全部取得条項付株式の取得の遡及的無効と株式発行を切り離して考えるとした場合でも、さすがに定款に記載のない株式については、株式発行不存在確認の訴えが認められそうな気はしています。取得対価が全部戻るわけですから、そもそも全く払込みのない株式であるということも事実です。この点を捉えて、定款変更決議の取消しが確定した後は、あるいは株式不存在確認を認める余地もあるかもしれません。

新株発行無効という仕組みによったときには、遡及効がある形で訴えを否定することはできないという点が一つの論拠になるのかもしれませんが。それゆえに、例えば、決議取消しの訴えを被保全権利として仮処分を求めるということもよく言われたところですが、現行会社法では、平成 26 年改正によりまして、全部取得について、法令違反の場合には差止めが認められるようになっています（平成 26 年改正会社法 171 条の 3）。このことを考えると、無理に新株発行と取得決議とをばらしてそれぞれについて訴訟するということは考えずとも、全部取得の効力発生以降は新株発行の訴えのみが認められるというふうに解する余地もあるのではないかと思います。

3. 判旨 2 について

先ほど言いましたように、判旨 2 のように考えて決議が存在しないはずだというのであれば、もうそれで話が終わって、判旨 3 をいちいち審議する必要もなさそうなのですけれども、そうは言っても、そもそもが、全部取得条項の決議取消しを請求する側も、取消訴訟が確定すれば株主の地位が回復する者というやや仮定的な原告です。日本高速物流事件におきましては、さらに吸収合併が繰り返されていますから、いよいよもって株主の地位が遠くなっているのですが、取消訴訟が確定すれば株主の地位が回復して、その結果、そういう回復があれば合併無効の訴えの株主ともなり得るという非常に仮定的な立場での原告の訴えというのも認めています。それならば、逆に決議取消しの訴えを認容する判決が確定したら、株主の地

位が回復する者による取消しの追認決議は全く考える余地がないのかということについては、ちょっと気になるころではあります。

高裁自身も判旨3を新たに考えている、追加して検討しているというところから見ると、追認決議を遡及的に行うことによる株主の権利の侵害というほうに重点を置いたのではないかと思います。

この遡及的な追認決議の考え方は、最判平成4年10月29日のブリヂストン事件として知られる事件において認められています。

4. 判旨3について

・最判平成4年10月29日民集46巻7号2580頁
【ブリヂストン事件】

この事件では退任取締役及び退任監査役に対する退職慰労金を贈呈する旨の決議が説明義務違反を根拠として取り消されたところ、ブリヂストンが翌年の総会で同一の議案を可決させ、第二の決議は第一の決議の取消しが万一確定した場合にさかのぼって効力を生ずると、そういう内容の決議をしています。

最高裁判決は、この決議が成立した結果、「本件においては、仮に第一の決議に取消事由があるとしてこれを取り消したとしても、その判決の確定により、第二の決議が第一の決議に代わってその効力を生ずることになるのであるから、第一の決議の取消しを求める実益はなく、記録を検討しても、他に本件訴えにつき訴えの利益を肯定すべき特別の事情があるものとは認められない」と言って、いわば遡及的な追認決議というものによって、最初の決議の取消しの訴えの利益がなくなること認めています。

退職慰労金の支払いにつきましては、追認決議時点の株主によって追認決議がされても、当初の決議時点の株主は利益を害するとは考えられないという判断ではないかと思います。

本件アムスク事件高裁判決の追認決議は、厳密には、確定判決が成立したことを条件として判決確定日を取得日としているようすけれども、そ

うはいつでも、やはり全部取得における買取価格の決定請求とか、あるいは株式併合でも同じような問題が生じますが、そういう一連の手続が害されるという可能性は高いと思われますので、やはり少数株主の利益を害するというふうには言えるのではないかと思います。

5. 全部取得の後の組織改編について

本件アムスク事件高裁判決では出てこないのですが、先ほどの日本高速物流事件におきましては、全部取得の後に組織再編が行われています。日本高速物流事件高裁判決は、全部取得決議の取消しによって株主の地位を回復する者が、会社法828条2項7号の「株主」、つまり合併無効の訴えの原告となる株主となり得ると認めて、合併無効の訴えが提起されている限りでは、取得決議の取消しを求める訴えの利益を維持しています。

ただし、同事件におきましては、合併無効の訴えは提起されていません。合併無効の訴えが提起されていない場合には、全部取得決議を取り消しても、株主の地位は回復する余地がなくなっているので、この事案では、最終的には訴えの利益が否定されています。

・大阪地判平成24年6月29日金融・商事判例1399号52頁

【吉本興業事件】

この事件もまた同じような形で、全部取得条項付株式の取得の後、吸収併合がなされたという事案で、取得決議の取消しが請求されていますが、合併無効の訴えは提起されていないという状況で、仮に全部取得付株式の取得決議を取り消しても、株主の地位を回復する余地がなくなるからということで、訴えの利益を否定しています。

これに対する批判もあることはありまして、このように理解するときには、合併無効の訴えというのは遡及効がありませんから、結局、判決確定前になされる新たな組織再編を阻止できない。実際問題として、日本高速物流事件では、合併無効の訴えが出ている間に次の併合が行われるという

ことがなされています。

そのために、従来は合併無効の訴えではなくて、その合併を承認する決議の取消しを請求することを認めて、これを本案として合併の効力発生を停止する仮処分を認めるべきだという考えも、一部では有力に主張されていたのではないかと思います。この点も、平成26年改正によって、合併が法令違反である場合に、組織再編、合併の差止めを認める余地が出ています（平成26年改正会社法784条の2、796条の2）。

取得決議の取消しを認める判決の確定によって株主の地位を回復する者が差止め判決の株主であるというふうに理解できるのであれば、全部取得条項付株式に係る定款変更や取得決議が取り消され、それを前提とすると、遡及的に、合併により出てきた株そのものが無効であると。その結果、合併無効の承認決議も瑕疵が出るというふうな論理で差止めを認めるということで解決する余地もあるいはあるのかもしれませんが。ただ、これはよほど瑕疵の内容がきちんと疎明できるという場合に限るのであるかとは思いますが。

非常に雑駁ながら以上でありまして、いろいろとお教えいただきたいと思っております。よろしく願いいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○伊藤 ありがとうございます。公開会社の株主総会に関する比較的最近の裁判例についてご報告をいただきました。

ご報告の内容はⅠとⅡに大きく分かれますので、順にご議論いただければと思います。まずは、Ⅰについてご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

#### 【決議取消しの訴えの利益】

○伊藤 それでは、とりあえず私から。Ⅰの2に書かれてある山形地裁の判決ですけれども、これは株主提案が否決された事案ですね。そこで、

そのような否決の決議が取り消されれば、会社としては改めて招集をして審議する義務があるからという理屈を立てています。松尾先生の評釈の7ページあたりでも検討されているところですが、株主提案の実効性を確保するという観点から、このような義務を承認する学説もないのではないようです。私個人はそのような義務が生じることを会社法が予定しているとは思えないのですが。

ただ、仮に株主提案権の保障のためにそのような義務を認めるべきだという考え方をとるのであれば、これを徹底させてしまっただけで、決議が取り消されなくても、そのような義務を認めればよいのかなと思います。結局は、そのような義務を承認するにしても、決議取消しの訴えを認める必要はないと思うのですが、そのあたりはどうでしょうか。

○片木 理解しているのかどうか分からないのですが、適法な株主提案を取り上げる義務というのは、当然会社法では認めているわけで、決議が、それを超えたさらなる義務みたいなものを考えるという……。

○伊藤 いや、そういう考え方に立つとすればという話です。山形地裁の判決自体は、決議が取り消されたらそのような義務が発生すると述べているのですね。

○片木 そうみたいです。

○伊藤 ただ、そもそもそのような義務を承認するのであれば、決議が取り消されていなくてもその義務は承認できるのではないかと思いますので、やはり取消しの訴えを認める必要性はないのではないかとちょっと思っていて、今質問をさせていただいたわけです。

○片木 それは普通に適法な決議、提案権を取り上げる義務とどう違うのかが、私は実はよくわからなかったというところがあるのですね。

○伊藤 いえいえ、それはどちらでも。

○片木 確かに適法な株主提案を取り上げない場合におきましても、原則的に他の決議に瑕疵があるということは生じないという HOYA 事件の判



決があります。これでいきますと、確かに株主提案を不当に無視された場合に、保護の仕方が非常に難しいというのは確かです。そのあたりをどうするかという問題があることはあるのです。

場合によっては、そういう株主提案を全部無視するような総会が全体として著しく不公正と見る余地は、あるいはあるのかもしれませんが、そういう考え方をとるとということも一つあり得るかもしれませんが、そういう場合を除いて、ほかの決議に当然に瑕疵が生じるというふうに見るのは少し乱暴な気もしていますので、株主提案権を行使した側の救済としては若干不十分な余地があることは認めるのですけれども、一応理屈としてはHOYA事件のとおりなのかなというふうには思っています。

○伊藤 私も別にそれに反対しているわけではなくて、山形地裁のようにそのような義務を認めるのならば、それは決議が取り消された場合に限らないだろうから、取消しの訴えについてはやはり訴えの利益がないと考えてもよいのではないかということをおっしゃっていただけます。

○黒沼 伊藤先生がおっしゃったのは、決議が取り消されなくても、公正な方法によって決議しなければならぬ義務というのがあるはずだからという、そういう抽象論だと思うのですけれども、決議が取り消されない場合には、もう一度会社が議案を提案して決議する必要はないと思うのですね。決議が取り消されたときに一般的にこういう義務があるからもう一度提案しなければならないというふうに、結果が違って来るから訴えの利益があるかどうか結びつくのではないのでしょうか。抽象論のレベルで、同じ義務を負っているから、義務を負うか負わないかということが訴えの利益を認める根拠ではなく、もう一度違うことをしなければならないかどうかということが問題なのではないのでしょうか。

○伊藤 私もその考え方をとるわけではないのですけれども、その考え方を徹底するのであれば、株主提案について公正ではない審議がされたことによってその義務は発生するというふうには考えな

ければ徹底しないようにも思いましたので、ちょっと質問したわけです。

○森田 昔、チッソ判決がありまして、あまりにひどい総会決議でしたと。つまり、開会から一方的に議長が読み上げて終わって、そして何を決議したかということ、決算案承認ですよ。それで、今でいう株主提案権、フロアからの提案権ですけども、それとか質問権とかいうようなものが全く無視されて、決議の取消しを訴えた事件です。そこでは、訴えの利益の有無が長々ともめました。承認決議が次年度にされても、瑕疵はずっと生じたままであり、もう一回株主総会をやれという判決があったのです。そのときは、一個一個の議案ではなくて、総会の秩序というか、不公正な決議というか、そのようになると、それはそれなりに救済があってもいいのかなと思ひました。

だから、伊藤先生が言われるように、否決のときだけというのはちょっとわかりにくいのですけれども、提案が無視されるというようなシチュエーションのときには、議案そのものの取消しはないのかもしれませんが、総会全体がもう全部おかしいというような言い方がされることが昔はありました。今はもうそのような考え方はとられていないのですか。

○片木 わからないのですが、HOYA事件では仮処分をたしか申請していますよね。だから、例えば仮処分が出ているにもかかわらず、それも無視してやったというときに、全体として総会決議が著しく不公正だとして取り消す余地を考えることはあるのかもしれないと思います。

○志谷 ただ、チッソの事件というのは、決議されたということでその取消しをとということだったわけですから、否決の決議とはやはり次元が違うのではないかなと思います。

○森田 だから、この山形地裁判決はよくわからないけれども、これは株主総会にかけられなかったのですか。

○片木 いや、かけたようです。

○森田 かけたのですか。

○片木 かけて、それで株主側は説明する機会

を逸したとかいろいろ言っているのですが、少なくとも認定されている事実を見たら、提案趣旨を言ってくださいというふうに再三言ったにもかかわらず、株主の側はそれを言わなかったとか、そういう事実認定になっているので、どうも提案株主サイドの若干言いがかり的なところ、余地がありそうな気はしています。

○森田 別にこの事例がそれに当たるとは思いませんが、そういう考え方が昔ありましたから、そういう不公正というふうな大きな概念で引っ張られることもあり得るかもしれないと思っただけです。

#### 【「新たな法律関係が生じる」ことの意味】

○黒沼 HOYA 事件の東京高裁判決は、議案が第三者に対して効力を有するかどうかということを問題にしているのに対して、平成 28 年の最高裁判決は、新たな法律関係が生じるかどうかということを問題にしていると思うのですが、この両者を同じと考えるべきなのでしょう。それとも、違うものとするべきなのでしょう。

○片木 実はよくわかりません。法律関係というところから見ると、やはり会社と、誰か第三者と相手方との間で法律関係をつくるということ的前提とするのであれば、結局は同じではないかという気がしないでもないのですけれども。選任決議にせよ何にせよ、誰かとの法律関係をつくるわけで、役員候補なり誰かとの法律関係をつくりますし、配当議案なんかでも当然株主との法律関係をつくりますので、第三者との法律関係をつくるような議案というのはどういうものなのかというのが実はよくわかりませんという感じです。

○黒沼 最高裁判決が言っているのは、総会決議の後に法律関係が積み上がっていくということは明らかで、そこまでは誰でも承認するとは思いますが、そのことをもって、新たな法律関係を生ずるとか生じないというふうに普通は表現しないですね。決議そのものには効力があるはずなので、決議が成立すれば法律関係が生じるのは間違いないのですけれども、片木先生が言わ

れた配当決議とか、あるいは取締役の選解任というのは、普通は第三者に対する効力というのではなくて、会社内の効力ということではないのでしょうか。

そして、それに基づいて取引が行われる場合に第三者に対する関係が出てくるというふうに捉えていると思いますので、私は、この字面だけを読むと、両者の言っていることはやや違うように感じているのですけれども。

○松尾 評釈に書いたのですけれども、黒沼先生とはまた少し違ひまして、確かに HOYA の判決の第三者というのは一体誰なのかということもわからないところはあるのですが、HOYA の判決は、議案が第三者に対して効力を有すると言っており、そうすると、議案で目的とされた報酬の支給ですとか、剰余金の配当ですとか、議案とされた法律行為の効果に限られるように読めます。最高裁はそれに対して、例えば本件で問題にしていますような、否決されたときには解任の訴えができるとか、あるいは 10 分の 1 の賛成を得なかったときには再提案ができなくなるというような議案を離れた法律関係も含み得る表現になっているのかなというふうに思いました。

ただ、結果として最高裁は、そういうことを踏まえてもなお不適法というふうに言っているのですが、この違いをどれだけ意識したのかはわかりませんが、議案とされた内容が効力を有するということ、決議をきっかけにして新たな法律関係が生ずるとするのは、そういう点も違うのかなというふうに思いました。

#### 【否決決議の取消しの必要性】

○前田 別の観点ですけれども、最高裁判決で問題になりました役員の解任の訴えについての、会社法 854 条 1 項で言っている「議案が株主総会において否決されたとき」という文言は、従来からそれほど窮屈な解釈はされてこなかったのではないかと思うのです。要するに、裁判所に解任してくださいと言う前提として、会社としてこれだけ手を尽くしましたということを実質的に言え

ればいいはずなので、例えば定足数が足りずに流会になった場合も含まれますし、あるいは拒否権付株式について拒否権が行使されて効力が生じなかった場合については、今は明文で規定されていますけれども、会社法制定前は、こういうものも解釈で含まれると考えられていたと思うのです。

ですから、結論としては、最高裁が言っているように、解任議案が否決されたときにその否決の決議を取り消すほどのことはなく、そのような物々しい手段をとらなくても、会社法 854 条の「否決されたとき」の解釈で、否決決議について何か不備があったのであれば、実質否決はされていないという形で争えば足りるのであって、私も最高裁の判断に賛成です。

○龍田 否決があったということを前提に、それを要件とする解任の訴えを起こすわけでしょう。その解任訴訟の中で、否決があったかなかったかを判断すればよいということですね。その解任の訴えとは別に、改めて否決決議の取消しというようなことは考える余地がないことは、最高裁の言うとおりでと思いますけれども。

○片木 わざわざもう一つ訴えを出しているのですね。これは解任の訴えも出ていますので、あるいはその解任の訴えの中でいわば抗弁として言うのは不足と思ったのか、あるいは考え方として、決議取消しというものについて、それが無いということを行うためには、やはり実際に形成的に決議取消しを確定させないといけないというふうに律儀に思われた可能性がある。多分この株主さんが思ったのではなくて、誰か弁護士さんが思ったのではないかなという気はするのですが、そこまで律儀に思わなくてもいいということなのかなと思いますね。

○松尾 ちょっと記憶が定かではないのですが、解任の訴えと同時に、職務代行者の選任を申し立てたときに、裁判所が解任決議の否決がなかったと言うためには、決議取消しが認められないといけないと言ったので、どうも提起したようなのですね。

○片木 で、しょうがないから出したら、要ら

んと言われたって……。 (笑)

○松尾 同じ裁判所の本件の一番は、訴えの利益を認めたのではないかなと。

○片木 それは認めないとしようがないですね。

○森田 代行者は認められたのですか。

○松尾 認められたようですね。

○片木 ただ、単に解任決議があったか、なかったかだけではなくて、どちらかというところ、むしろ違法行為があったとか……。

解任の不当理由のほうが強いでしょうから、当然それがあるなしだけで、仮処分を認めるかどうかは別問題だと思うのですけれども。

#### 【承認議案の否決時の考え方】

○北村 レジュメ 3 ページの「その他決議の否認が法律上問題となり得る事例」の 2 つ目、「譲渡を承認しない株主総会決議」というところで片木先生のおっしゃったことを確認させていただきます。譲渡を承認するというのが原案だったときには、可決されると承認ですけれども、否決されると不承認を決定したことになりますか。

○片木 不承認ですね。

○北村 原案が否決された場合は、不承認を可決したと考えて、それを取り消せばいいということですか。

○片木 ちょっと乱暴かもしれませんが、そのほうが話が簡単でいいのではないかなと。

○北村 ということは、不承認にしたいのですがどうですかという議案が出た場合と、承認したいのですがどうですかという議案が出た場合とでは、これを区別する必要はないということでしょうか。

○片木 株主が要するに意思を決定するので、議案としてどちらで出したかというのをそこまで区別する必要があるのかしらと思ったのは若干あります。ちょっと無理があるかもしれませんが。

○北村 基本的には、株主総会がこれを決定するのだから、どちらが多数かで決まるのだと思うのですけれども、理論的には、承認するという議案が出て、賛否半数ずつで成立しなかったらどう

するのかとか……。 (笑) その場合は承認議案も不承認議案も成立しないのだから、みなし承認になるのかとか、いろいろな問題が出てくると思うのですが。

○龍田 積極的に承認するという決議が成立しないことには、譲渡は認められませんね。

○北村 そうですね。

○龍田 それだけの話ではないのですか。

○北村 今確認させていただいたのは、承認しないという議案を出しても構わないかどうかということです。取締役としては承認したくないので、承認しないという議案を出すことができるのかということなのですが。

○龍田 承認することが望ましくない取締役が思えば、総会にそのような議案は出さないでしょうね。

○北村 出さないと、みなし承認になります。

○片木 ただ、これを株主総会でやるのは、定款に別段の記載があれば別ですけども、取締役会のない場合ですので、当然何かは出すと。何も出さなかったら、それこそみなし承認になってしまいますので、何かの意思表示はせざるを得ないのだらうと思います。

それで、北村先生の言われるように、理屈としては、議案は承認しないというふうに言う場合と、承認するという議案で出る場合と両方あるのでしょうけれども、承認するという議案が出たときには、それを取り消したら、みなし承認になってしまうと。否決すれば、それは取り消しようがないという……。

○北村 ということですかという質問です。

○片木 ちょっとどうかなと思ったので、議案はともかく、そういう取締役会のない状態で株主が意思表示をするわけですので、定款に記載があるときは別かもしれませんが、それは要するに株主として承認するという意思表示をするのか、承認しないという意思表示をするのかということなので、仮に承認しないという決議が非常に違法な形で成立したのであれば、もうそれは取り消してしまって、みなし承認の効果を与えたほうがいい

のではないかなと思いました。

○船津 今の点ですが、それは、平成28年最判の趣旨を踏まえて可能だという解釈論でしょうか。ある議案を否決する株主総会の決議の取消しは不適法というときの「ある議案」というのはその場合何なのだという話になるのではないかなと思ったのですが。

○片木 そう思って、いや、これは否決ではなくて、要するに、最初の議案がどちらであれ、株主総会において譲渡を承認する、あるいは承認しないという、そういう意味での積極的な意思表示されているというふうに見る余地はないかなという。そうしないとおっしゃるとおりで、否決は一律に決議取消しの対象でないというふうに言い切っている最高裁の判決から言うと、まさに特段の事情に入れる余地はなくなりますので、もう一個解釈をひねらせて、その場合には、否決決議ではなくて、まさに積極的に承認しないという決議なのだというふうに理解したらどうでしょうかという考え方です。

○志谷 みなし承認の効果を与えたいということですね。

○片木 そうですね。違法にそういう決議をしたという場合には、ということですね。

○北村 可決しても、否決しても、新たな法律関係が生じるということになるのですかね。

○片木 そうですね。

○北村 そういうことになりますね。

○片木 その効果としてといいますか。

○松尾 今のところですけども、例えば、譲渡を承認するという議案を総会にかけたところ、否決されましたと。そうすると、先ほど北村先生がおっしゃったように、決定がされていないことになるので、このままだとみなし承認になってしまう。それで、承認されたことになるのだけれども、譲渡を承認するという議案を否決した決議に取消事由があつてそれを取り消せるのであれば、みなし承認の効果が遡及的に覆るのではないかと。ということで、だから、否決されたということから新たな法律関係が生ずる場合としてこれがあるの



ではないかとも考えられます。片木先生は、この場合は、承認するという議案が否決されたというのではなくて、積極的に承認しないという旨の決議が成立したのだと見て、それを取り消すことには全く最高裁の理屈の上からも障害はないという……。

○片木　　そうしないと、承認しましょうという議案を出して、多数の人が、いや、やはりこれは承認しないほうがいいと言ってそれを否決してしまったら、何もないからみなし承認の決議の効果が出ますと。それはそれでちょっとおかしいことになりはしないかというふうに思うのですが。

○志谷　　効果は生じないと思いますけれど。

○北村　　松尾先生は、可決する決議を取り消しても、取り消したら否決決議になると考えたほうがいいということなのですか。そうでないとみなし承認が生じてしまうので。

○松尾　　そうですね。多分、でも、承認の議案で出しているので……。

○北村　　承認の議案が提出されてその議案が……。

○松尾　　否決されると、恐らく決定がないということになるのですよね。

○北村　　決定がなかったら……。

○松尾　　みなし承認になってしまいますね。

○片木　　要するに、株主総会それ自体に瑕疵がないのであれば、議案はともかく、株主がノーと言ったときに、みなし承認を出す余地はないはずで、そのままそれが確定すればいいではないかと。逆に瑕疵があるのであれば、例えば積極的に承認をした場合であっても、それは瑕疵があるとして、あるいは積極的に否定をした場合であっても、それは瑕疵がある形で譲渡を承認しなかったのであれば、それはもう取り消してしまって、その結果としてみなし承認の効果が出ても、別に問題はないはずではないかという、そういう考えなのだと思いますけれど。

○森田　　何か難しいな。（笑）だから、原則的に、龍田先生がおっしゃったように、ほっといたら承認なのでしょう。

○龍田　　承認しない議案というものを出すことなどあるのでしょうか。そういうことを考える人がいるのでしょうか。

○森田　　ねえ。

#### 【みなし承認の効果】

○伊藤　　話をややこしくするようですけども、本当にみなし承認の効果が出なくなってしまうのでしょうか。といいますのは、会社法 145 条の文言では、通知をしなければみなし承認になりますよと。通知は、会社法 139 条 2 項によれば、決定の内容を通知すればよい。決定の内容というのは、積極的に決めましたという決定の内容には限らないのではないのでしょうか。株主総会で否決しましたよということを知れば、それで決定の内容になるとは思いますし、一度通知した事実は消えません。事後的に総会の決議が取り消されたとして、通知もなくなると考えなければならないのでしょうか。

○片木　　ただ、決定はさすがに適法な決定でないといけなのではないかと。つまり、取締役会で決議するときでも一緒であって、取締役会決議が違法で無効になる場合にどうなるのかということはありますよね。

○船津　　伊藤先生のその「決定の内容」というのは、会社法 139 条 1 項の承認をするか否かの決定であって、承認をするか否かを適法に株主総会が決めて初めて通知が出せると考えるべきではないのでしょうか。

○伊藤　　そこを違うふうに考えられるかもしれないなと思いましたので。株主総会は、取締役会などとは違って、そもそもある議案の賛否の形でしか意思決定をしないところですから、そのような機関の決定については別に考えてもいいのかなと、ふと思いましたので、質問させていただいたわけです。

○前田　　結論は、私も伊藤先生が言われるのと同じように思いました。承認をするという議案が否決されれば、それは実質的に承認しないという決定がされたと見てしまってもいいのではないかと。



ですから、みなし承認になる場合というのは、たとえば全く付議しなかったとか、あるいは何の通知もしなかったというような場合であって、承認するという議案が否決されれば、それは承認しないという決定がされたと見て差し支えないように思うのです。

○松尾 そうすると、承認しますという議案が否決された決議の手續に違法があつて取消事由があるというときは、やはりその決議を今度は取り消す、争う余地が出てくるのではないかなど。

○森田 そうですが、新株発行と同じで、代表取締役が決定の通知をしてしまったら、もうそれは有効というふうになりませんか。

○松尾 それは取締役会が承認機関の場合でも、適法な承認がない限りは、やはり通知として効力は生じないのではないですかね。

○森田 いや、そこは知りませんが、譲渡とか承認するという事実行はどんどん進んでいきますからね。そうすると、そうして静的安全をいつまで言っているのかというような気もします。だから、代表取締役が言ってしまったら、もうおしまいと。(笑)

#### 【東京高判平成27年3月12日の帰結】

○伊藤 それでは、Ⅱのほうに移りたいと思います。Ⅱについてご質問とご意見をいただけますでしょうか。

ではまた、簡単に一つ確認させていただきたいと思います。アムスクの高裁判決の帰結は全体としてどうなっているかということですが、A種種類株式の発行は有効なままであると。ただ、片木先生は、これは不存在になる余地があるのではないかというお話だったと思います。他方で、普通株式の取得のほうは決議が取り消されたので、普通株式の取得は無効になると。あともう一つ、片木先生は特に確認されていなかったようですが、価格決定の申立てがされているのですけれども、価格決定の手續もないことになると。このような3つの帰結が出てくるということよろしいでしょうか。

○片木 そうなるのではないかなど。反対株式の買取請求権は、決議があつて、その有効な決議に反対しないといけないと思うので、そもそもその決議がなかったら……反対株式の買取請求権、これはたしか事実関係では、読んだ限りでは、反対株式買取請求権の行使がなされ、価格決定の申立てが実際にされて、価格決定もされていますよね。

○伊藤 はい。ただ、取得されなかったことになるので、それもなくなるということですね。ほかにかがででしょうか。

#### 【定款に記載のない株式の発行が不存在となるか】

○前田 定款に記載のない株式の発行については、新株発行不存在になるのではないかというお話がありました。しかし、一般には、定款に記載のない株式の発行でも、無効事由にはなりません、不存在とまでは考えないのではないかと思つたのですが、いかがでしょうか。

○片木 全部取得がされたときには、形としてはということですがけれども、一応全ての株主に対して新株発行、これは恐らくですけれども、実際に株主として残り得るわずか1名か2名の株主プラス端数株主の端数部分を全部総計した形で新株が発行されて、その新たに発行された新株については、何らかの形での買い取りを行つて、会社が買い取るのか、第三者が買い取るのかによって、その資金をたしか端数持株数に応じて支払うという形ですよ。

ともかくも取得全部が無効になったという場合においては、少なくともその対価、つまり発行株式の対価はないということになりませんか。発行した端数株主の持株を総計した部分に対応する部分を買取ったという行為についてどうなるかというのが、私も今すぐには回答できないのですけれども。少なくとも発行株式については、普通全部取得条項付株式をいわば対価として取得する関係上、これが全部なくなると、ここでいうA種種類株式、こちらは全く対価がないものという形になるのではないのでしょうか。

○伊藤 発行の対価がない株式の発行といいますが、例えば仮装の払込みの場合もそうなのですけれど、仮装の払込みについて規定ができる前に、そのような仮装の払込みの場合、不存在だと解釈されていましてでしょうか。今は責任が定められましたので、不存在どころか、無効でもないという感じなのでしょうけれど。

○松尾 払込みとしては効力を有していないということを言えば、仮装の規模が甚だしい場合には、ほかの手続の瑕疵も合わせれば、不存在という余地はあるのではないですか。

○伊藤 なるほど。

○北村 関連してですが、レジュメを事前に読ませていただいたときに、私も前田先生がおっしゃったような感想を持ったのですが、片木先生のご報告では、定款に記載のない株式だから不存在だとおっしゃっているのではなくて、対価がないということを追加的におっしゃったわけです。一般に新株発行不存在というのは、対価がないだけでなく、手続もなく実態がないものをいうと、こういう説明をしますよね。本件にそれをスライドさせると、全部取得条項付種類株式の定款変更と取得決議が取り消されると、手続もなかったということになって、かつ対価もない、だから不存在という考え方をとられたのかなと思ったのですが。片木先生は、やはり対価がないから不存在と、こういうご趣旨でしょうか。

○片木 対価もないということがあったのは確かです。両者をばらばらに考えてしまいましたが、おっしゃるとおり、そもそもこの決議を取り消したときには、手続はない、対価はないという、両方ないみたいになるのは確かですね。

#### 【種類株主総会における決議の追認の可否】

○黒沼 判旨2ですが、この事件では、全部取得条項付種類株式の取得の効力が生ずる前の株主に再通知をして、株主総会決議をしているわけですね。それがだめだということになると、取得後の株主が承認すればいいということなのですか。取得後の株主は創業者とその母親のみになってい

るわけですが、その者は適法に承認できるということはこの判決は前提としているのでしょうか。それとも誰も追認できないという、そういう結論なのでしょう。

○片木 実はそれがちょっとよくわからないというか、そもそもこの人たちが再取得の承認をできるのかということが、あるいは問題になるのかもしれませんね。

退職慰労金の場合ですと、別に誰がやってもいいと、つまり株主が変わっていてもいいのかもしれませんが、こちらの場合は、いわば追認議案が出て初めて生じ得る株主なのですよね。定款変更議案が効力を持って初めて新株発行そのものが生じるわけですが、新株発行、自分の株の発行を根拠づける定款変更と取得決議をその株主たちがやっていたのかと、これはこれでおかしなことになりませんかということはあるような気がするのですけれども、いかがでしょう。

○黒沼 そうすると、誰もできないということですかね。

○片木 ですね。

○黒沼 上場廃止になってとすると、これを全部もとに戻さないといけないという、そういう話なのでしょう。そういう結論が出てくるのは、やはり会社法学者は解釈を工夫して何とかしないとイケないのではないですかね。

○片木 少なくとも日本高速物流株式会社の事件では、その後で2回合併があるのですけれども、これは全部巻き戻していいのだという前提で訴えの利益を認めているのだらうと思います。きちんと合併無効の訴えを出せば、ということですがけれども。

○船津 今の点ですが、株式交換の場合に決議取消事由があつて無効だというときに、上場廃止されたということとどう違うのかなということ、黒沼先生に対してちょっと思ったのですが。

○黒沼 いや、私が自分の意見を持っているのではないのですけれども、少なくとも誰かが追認できるという解釈にしないと困るのではないということだと思ふのですね。

○加藤 私も黒沼先生と同じ問題意識を持っています。このまま何もできないとすると、この取消訴訟が確定するまでたなごらしの状態がずっと続いてしまいます。もちろん船津先生がおっしゃるとおり、このような状態が継続することは、株式交換契約を承認する株主総会決議に取消事由がある場合にも生じ得るので、もしかしたら組織再編一般に生じる問題なのかもしれません。

#### 【追認の要件】

○加藤 別の点ですが、判旨2と判旨3の関係もやや理解しにくいところがあります。判旨2が追認できないとしつつ、判旨3は、手続保障があればよいとか、もしくは株主構成が全く変わっていないとかという、そういう例外が認められれば追認できるというふうには言っているわけですね。判旨3について、片木先生は、このような要件が満たされれば追認は認めていいという考えだったのででしょうか。

○片木 この特段の事情についてはあまり考えなかったというのが本当のところなのですが、決議取消事由がある場合もちろん、仮に無効とか不存在事由があっても、一応裁判そのものが確定するまでは話がずっと進んでいくでしょうから、その関係で少数株主の必要な保護手続はきちんと行われると。それを既に済ませてしまっているのであれば、もう一回遡及的に追認決議をしたら、全く同じ状態になって、それならば問題ないという、多分そういう考え方なのでしょう。

ただ、加藤先生が言われるとおりで、そもそもこのような人たちが決議してはいけないというのだったら、同じ人であってもいけないのではないかというふうに思うので、実は、判旨2の後で、それはおくとしてと言って判旨3に進んでいるのですが、そこまで簡単においていいのかなというのはちょっと気になります。

#### 【株主交換の場合における決議取消事由との比較】

○加藤 あと、先ほどの船津先生のご指摘に関連して、一点、付け加えてさせていただきます。株式

交換の場合は、無効の訴えに遡及効がないので、無効の訴えが確定した後に清算手続、巻戻しが始まります。これに対して、全部取得条項付種類株式の取得を決定する株主総会決議には遡及効があるので、この点に着目して両者を区別するという考えが成り立つか興味があります。

ただ、アムスク事件で問題とされている瑕疵は重大で、裁量棄却すべきではないと思います。しかし、判決が確定するまで非常に不安定な状態が続くというのは、やむを得ないのか、それとも何かこのような状態を解消できる方法があるのかという黒沼先生が提示された問題意識を私も持っています。

○船津 今の点、要するにここの問題というのは、次回の話になるかもしれませんが、組織再編を使って締出しをすることと、別の手段を使って締出しをすることとでどう救済手段が違ふべきか、違わせていいのか、理由があるのかといったあたりだと思うのです。

判旨1に対する吉本先生のご見解とか、また片木先生も、日本高速物流株式会社事件のところ、「全部取得の差止めが認められる以上、全部取得の効力発生後は新株発行の無効の訴えのみが認められると解する余地はないか」と書かれています。これは株式併合を使った場合はどう考えたらいいのでしょうか。株式併合の場合だと恐らく新株の発行はないというふうになると、新株発行無効の訴えではできないということになる。でも、全部取得と同様に、平成26年改正で差止めが認められた以上は、もう無効の余地はない——無効というか、争う余地がないのだというのか、いや、それとも全部取得と同じように、何らかの形でできるようにすべきだという話になるのかという点が一点。

あと、新株発行の無効の訴えの場合だと、提訴期間との兼ね合いがまた取消しとは違ってくると思いますけれども、それは延ばすことも含めた意図がおありなのか、それとも、いや、3か月ですよという話になるのか、その点はいかがでしょうか。

○片木 後ろのほうは多分3か月ではないかなという気はするのですけれど。だから、合併無効とかそういうものについては、その根拠となる承認決議の瑕疵、特に取消事由を主張するときには、取消事由の提出期間内にしなければいけないという考え方がありますが、それはそのままなのだろうなと思います。

併合のときは、やはり株は出ていないのですかね。

○伊藤 出ません。

株式併合を使った場合との比較というのは、慶應義塾大学の久保田先生の評釈で論じられていまして、久保田先生の場合は、むしろ株式併合とそろえて、最初の決議の取消しによって、全部取得条項付種類株式の場合であれば、後の株式発行も当然無効になると考えればよいだろうとおっしゃっています。この考え方がシンプルでよいのかなとも思うのですけれど。

○片木 吉本先生は多分同じ考え方、つまり、決議取消しで全部いけるという考え方は、決議取消しによって株そのものも当然無効になっているという考え方なのだろうと思うのですけれども。

#### 【反対株主等の手続保障】

○伊藤 先ほどから再々議論になっている、実質的に第2回の種類株主総会の決議を結果として追認するような方法が何かないのかということが私も気になりまして、これも久保田先生の評釈で詳しく論じられています。久保田先生の評釈によれば、この事件の判旨3の判示、手続保障が要ると書かれているところからすれば、少なくとも再決議なり追認決議なりをやる場合の株主は、第2回の種類株主総会のときに議決権を行使できる株主でなければならないのだけれど、これがまずこの事案では満たされていないのですね。この事案では、議決権行使をさせた株主がその日とは違う日の株主ですので。

もう一つ、久保田先生は、どちらにしろ、遡及効ある再決議は認めるべきではないとおっしゃっています。理由は、遡及効を認めてしまうと、結

局、誰も価格決定の申立てができなくなるからです。もしそこをクリアしたいのであれば、多分、決議を再決議ではなくて追認という形でやるしかないのかなと思います。追認にして、前のほうの決議を追完するという形でしますと、そこはクリアできるのかなとは思ったのですね。

○松尾 今の久保田先生のご論稿との関係ですが、再決議の効力が遡及するということになる元々の決議の取消しの訴えの利益がなくなるはずなので、決議取消しがそもそもされなくなるはずですから、結果としてもとの決議が生きてくるということだと思うのですね。

そのこととの関係で、この判決は少数株主の手続保障と言っているのですけれども、これは一体誰のことを言っているのでしょうか。つまり、瑕疵ある決議の際に、価格決定なり何なりをした人は、決議が取り消されてしまうと、今の手続がパーになるわけですよ。そうすると、むしろ何らかの形で取り消されないようにしてもらったほうがいいと思うのですね。そうするとほかに考えられるのは、このような決議は瑕疵があるから決議取消しで争うべきであって、だから私は価格決定の申立てはいたしませんと言った人がいたら、その人は困るかなという気はします。しかし、本来決議が有効であることを前提に価格決定などをしていった人は、取り消されるほうが迷惑というか、困るのではないかという気がしています。

ここで言っている「反対株主等の手続保障を奪うことになる」というのは具体的に何を指しているのかというのは、どう考えたらいいのでしょうか。

○片木 その人たちが、改めてきちんとした決議が出てきてから、さあ、反対しようか、どうしようか、もし反対するとしたら、価格決定を申し立てるか、反対株式の買取請求権を申し立てるか、考える機会を与えてほしいということになるのでしょうね。

○松尾 確かに、情報開示等の不備ですと問題があるかなと、判断が変わってくる可能性はあるかなという気はするのですけれども、反対株主等



の手続保障が尽くされていたと認められるとかの特段の事情の内容にかかわってくるかと思います。

○片木 瑕疵の内容次第によっては、おっしゃるとおりで、反対株式による買取請求の価格決定にしても、追認決議のままでいいのかということはあるかもしれないですね。瑕疵の内容によっては、むしろきちんとした正当な手続によったときには、また違う判断をしたという可能性はあるということかもしれませんね。

○伊藤 価格決定の申立てについては、会社法上の規定上、申立てが可能だったというだけでは足りないのでしょうかね。それ以上の手続保障というのはよくわかりませんね。

それでは、時間になりましたので、本日の研究会を終わらせていただきます。ありがとうございました。



JPX 金融商品取引法研究会  
公開会社の株主総会

平成 28 年 12 月 16 日  
広島大学 片木晴彦

一 議案を否決する株主総会決議について

1 最判平成 28 年 3 月 4 日金判 1490 号 10 頁、資料版商事法務 385 号 93 頁

【事実】 被告 Y 株式会社は、レストランの経営及び運営管理等を目的とする、取締役会を設置しない株式会社であり、その株主は、Z（150 株）、原告 X1（75 株）、原告 X2（75 株）の 3 名である。Z、X1、X2 はいずれも Y 社の代表権を有する取締役である。

平成 26 年 5 月 19 日、Z は、X1 X2 の両取締役を解任することを目的とする臨時株主総会を招集したが、いずれの議案も否決された。

Z は、X1 X2 の取締役解任の訴えを提起した（本件取締役解任の訴え）。

X1 X2 は、上記臨時株主総会は、取締役の過半数の同意が無く、Z が単独で開権を決定したという瑕疵があり、取り消されるべきものであるとして、本件決議取消しの訴えを提起した。本件訴えでは、原告らに訴えの利益があるかが本案前の争点となった。

【第一審福岡地判平成 26 年 11 月 28 日】

「本件株主総会における原告らの取締役解任決議が取り消されるか否かによって、本件取締役解任の訴えは、その要件（株主総会で取締役の解任議案が否決されたこと）を具備するか否かが左右される関係にある。原告らは、本件取締役解任の訴えが要件を欠くにもかかわらず提起されたものであるとして、本訴を提起しているものであるから、本件において訴えの利益は認められる」とし、決議の瑕疵を認めて訴えを認容した。

【控訴審福岡高判】

「株主総会等の決議の取消しの訴えの対象となる「株主総会等の決議」とは、第三者に対しても効力を有する決議をいうと解するのが相当であるところ、株主総会等の決議が第三者に対して効力を有するに於いては、形成力を生じる事項を内容とする議案が株主総会等において所定の手続を踏んで可決されることが必要である。そうすると、そのような内容の議案であってもこれが否決された場合には、当該議案が第三者に対して効力を生じる余地はないから、本件否決決議のように議案を否決する決議は、同法 831 条の「株主総会等の決議」には当たらないといふべきである」として原審破棄、訴えを却下。

【最高裁判決】

「会社法は、会社の組織に関する訴えについての諸規定を置き（同法 828 条以下）、瑕疵のある株主総会等の決議についても、その決議の日から 3 箇月以内に限りて訴えをもって取消しを請求できる旨規定して法律関係の早期安定を図り（同法 831 条）、併せて、当該訴えにおける被告、認容判決の効力が及ぶ者の範囲、判決の効力等も規定している（同法 834 条から 839 条まで）。このような規定は、株主総会等の決議によって、新たな法律関係が生ずることを前提とするものである。」

しかる所、一般に、ある議案を否決する株主総会等の決議によって新たな法律関係が生ずることはないし、当該決議を取り消すことによって新たな法律関係が生ずるものでもないから、ある議案を否決する株主総会等の決議の取消しを請求する訴えは不適法であると解するのが相当である。

裁判官千葉勝美の補足意見がある。

2 株主の提案した決議事項が否決された場合  
山形地裁平成 1 年 4 月 18 日判時 330 号 124 頁

「原告らが本訴において不存在の確認を求める決議は、いずれも、原告ら提案にかかる議案を否決する決議であるが、原告らは右決議が著しく不公正な手続によりなされた法律上存在しないものであると主張しているのであり、右請求を認容する判決がなされた場合、会社は改めて株主総会を招集して当該議案を審議し、公正な方法により決議をしなければならぬ義務を負うものであるから、かかる公正な審議の場を求めることについて原告らに法律上の利益がないとはなし難いといふべきである」。

結論に賛成、菊池和彦・ジュリスト 1041 号 106 頁

東京高判平成 23 年 9 月 27 日資料版商事法務 333 号 39 頁

原審東京地判平成 23 年 4 月 14 日資料版商事法務 328 号 64 頁

【HOYA 株式会社株主総会決議取消請求事件】

「株主総会等の決議が第三者に対してもその効力を有するに於いては、形成力を生ずる事項を内容とする議案が株主総会等において所定の手続を踏んで可決されることを要するのであり、そのような内容の議案であってもこれが否決された場合には、当該議案が第三者に対してその効力を有する余地はないから、本件各否決は、同法 831 条所定の株主総会等の決議には当たらないものといふべきである」。

・株主提案に係る議案を否決する決議の無効・不存在を確認ないし取り消すことで、「会社は改めて株主総会を招集して当該議案を審議し、公正な方法により決議をしなければならぬ義務を負う」ことから、訴えの利益を認めることはできるか。

前掲東京高判平成 23 年 9 月 27 日は、適法に提案された議案が株主総会において取り上げられなかったとしても、原則としてこれにより他の議案に瑕疵が生じるわけでは無いという。

提案議案を総会にかけようとするべきことを求める仮処分については、総会後にこれを求める余地はなく、過去の総会において不当に提案議案が総会にかけられなかったという事実が確定するだけである。不法行為責任等の根拠とするに於いては、取消し訴訟の確定を求める理由に乏しい。

・会社法 304 条但書きについて

として、JASDAQスタンダード市場での上場が廃止され、続けて同決議の定款変更の効力発生日の定め及び本件種類株式の取得日の定めにより、平成25年7月22日、被告会社が本件種類株式の全部を取得し、これと引換えに本件種類株式の株主は、1株につき101万分の1株の割合でA種種類株式を交付された。これによりA種種類株式の株主は、創業者およびその母親のみとなった(会社法234条)。

前掲東京地裁平成26年4月17日判決の控訴審が係属中の平成26年7月4日、被告会社は、平成25年7月21日の最終の株主名簿に記載された者が株主であることを前提として、株主総会を開催し、6月28日総会および同種類株主総会の議案を追認する決議を可決した。そこで被告会社は、前記追認決議の成立により、本件訴えの利益が失われたと主張した。

なお原告Xらは、平成26年10月3日付で、本件再株主総会における決議がいずれも無効又は不存であることの確認を求める(予備的に取消しを求める)訴えを東京地方裁判所に提起した(東京地判平成27年3月16日判時2272号138頁認答)。

【判旨1】「全部取得条項付株式による取得の対価の交付として行う新株の発行も法828条1項2号の「株式会社成立後における株式の発行」に当たるとして、公開会社である被告会社によるA種種類株式の発行の無効を主張するには、その効力が生じた平成25年7月22日から6か月以内に当該株式発行の無効を訴えをもって請求しなければならない(会社法828条1項)ところ、上記期間内に上記株式について株式発行の無効の訴えは提起されていない。したがって、上記期間の経過により、一般にその無効を主張することは許されないうこととなったものである。

また、株式発行に関する株主総会特別決議の取消訴訟の係属中に株式が発行された場合には、訴えの利益が消滅すると解されている(最判昭和37年1月19日民集16巻1号76頁参照)。

しかし、上記のとおり、既にA種種類株式の発行について無効を主張し得ない段階に至つて、定款変更は上記平成25年7月22日の本件種類株式の全部取得をもって1回的に効力が消滅するのではなく、その後も変更後の定款として効力を有するから、少なくともその限りにおいて上記決議の取消しを求める訴えの利益は消滅しないといふべきである。

【判旨2】「株主総会決議に取消事由があるが、無効であるとははいえない場合、当該決議を取り消す判決が確定するまでは当該決議は有効のものとして取り扱われるべきである。したがって、後記のとおり6月28日種類株主総会の決議が無効であるとは認められない以上、株主として本件再株主総会の招集通知を受け、これに出席した者は、株主の地位にないといわざるを得ないから、本件再株主総会の決議は、株主総会の決議としての効力を有しないといふべきである。本件6月28日種類株主総会の決議について取消判決が確定すれば、1番被告による取得前の株主が溯及的に株主の地位を回復すると解し得るとして

同但書きの制限は、「否決された提案を短期間に繰り返すことが適当でないとして設けられたものであり、その趣旨を踏まえ、否決の決議が重大な瑕疵を有する手続によってされた場合は、これは再提案の制限の前提となる否決の決議にはなり得ないとして、3年間の制限は及ばず再提案ができると解釈すべき」である。(補足意見)

→川島いづみ・金判1398号4頁は、否決に至る手続上の瑕疵のゆえに総株主の議決権の10分の1以上の賛成が得られなかったことを株主が証明することはきわめて困難であり、株主が否決決議の瑕疵を立証できれば、会社は3年間の期間制限を理由として株主の再提案を拒絶できなくなる、と解釈すべきであるという。

### 3 その他決議の否認が法律上問題となり得る事例

- ・ 役員解任の訴え(会社法854条)  
会社法304条但書きと同様、854条の要件の充足性の解釈の中で、否決決議の適法性を検討すればよいと考えられる。共同被告である会社および解任対象の取締役等に帰責事由がある手続きの瑕疵ないし違法によって決議が否決されたと同様に、解任の訴えの中で、適法に決議が否決されていないことを主張することは信義則上疑問
- ・ 譲渡を承認しない株主総会決議(会社法139条)  
譲渡を承認する決議が否決されたのではなく、積極的に譲渡を承認しないという決議が成立している。普通に決議取消しの訴えの対象となり得る。

## 二 全部取得条項付き株式の取得決議の取消し

### 1 東京高判平成27年3月12日金判1469号68頁

#### 【アムスク株主総会決議取消請求事件】

【事実】被告アムスク株式会社(被告会社)は、電子機器、部品その他の物品の販売を業とする株式会社であるが、創業者およびその母親のみを株主とし、他の株主を締め出すクイズアウトを実施すべく、平成25年6月28日、(1)被告会社を種類株式発行会社とする定款変更議案、(2)被告会社の普通株式に全部取得条項を付することを定める株主総会の議案及び(3)同内容の種類株主総会議案、(4)上記3議案の成立を条件として全部取得条項付株式を取得する議案が承認可決された。正確にはこれら3議案は平成25年5月14日に開催された臨時株主総会の決議事項とされたが、同臨時総会では(1)の議案が否決されたため、(2)ないし(4)の議案は審議されなかった。6月28日総会では、株主提案として改めて議案が提出された。

6月28日総会の決議については、東京地判平成26年4月17日金判1444号44頁は、種類株主総会において基準日の設定が適法になされしていないことを理由に種類株主総会の決議を取り消した。

これに先立ち、被告会社の株式は、平成25年7月17日、6月28日総会の各決議を前提

も、そのような可能性を有するにすぎない者が構成する株主総会なるものを会社関係法令が意思決定機関として許容し、規律の対象としていないとは解し難く、取消事由のある株主総会決議を追認する限度でその存在を容認すべき法的根拠もない。」

【判旨 3】「6月28日種類株主総会決議に決議の取消事由たる瑕疵があることを理由に本件再株主総会の決議をもって6月28日種類株主総会決議を追認するということは、平成26年7月4日にされた本件再株主総会の決議の効力を6月28日種類株主総会決議の時点まで遡及させようということにはかたならない。しかし、株主総会決議の効力を遡及させることによって、法令により保護されている関係者の手続上の権利利益が害されるときは、その遡及の効力を認めることはできないと解すべきである。」

これを本件についてみると、本件再種類株主総会の決議で可決された本件再種類株主総会の第1号議案の内容は、6月28日種類株主総会における決議を追認するというものであるが、その意味するところは、本件再種類株主総会決議によって、平成25年6月28日時点で本件全部取得議案が承認されたものとするということである。

しかし、この場合、平成25年6月28日時点で普通株式を有する種類株主は、本来、全ての普通株式に全部取得条項をつける定款変更をするか否かの意思決定ができるほかに、仮に採決によって自己の意見が通らなかつたとしても、全部取得決議による取得日までの間に、自己の保有する株式を他に譲渡したり、裁判所に取得価格の決定を申し立てるなどの手続を執ることができたところ、取得日とされる日より後に行われた決議によって遡って当該種類株式に全部取得条項を付加する定款変更を承認することは、これらの反対株主等の手続保障を奪うことになる。したがって、本件において、6月28日種類株主総会が開催された時点の株主と、本件再株主総会開催時点での株主が全く同一であるとか、平成25年6月28日時点での全ての本件種類株主に全部取得条項付種類株式の取得に関する決定に係る反対株主等の手続保障が尽くされていたことが認められるとかの特別の事情がない限り、本件再株主総会決議の効力を6月28日種類株主総会の日まで遡及させることは許されないというべきである。」

## 2 判旨 1 について

・全部取得条項付株式の取得決議は、普通株式の取得と本件A種類株式の発行の効力が一体として生じる。新株発行とは別に、取得のみを遡及的に無効とすることが適切か。→吉本健一・金商14178号5頁「全部取得条項付株式の取得とその対価株式の発行とは少数派株主のスクイズアウトという組織的行為における表裏一体の行為であり、一方の効力は他方の効力と一体的に処理されるべき」であり、「スクイズアウトの効力発生後は、全部取得に関する総会決議取消訴訟の訴えの利益は消滅し、全部取得の対価株式の発行につき株式発行無効訴訟を提起しなければ全部取得行為についても無効を主張することはできないと解すべきである。」

・東京高判平成22年7月7日金判1347号18頁、資料版商事法務318号170頁

## 【日本高速物流株式会社事件】

「全部取得条項付種類株式の会社による強制取得を無効にするのに、新株発行無効の訴が必要であることの論拠が明らかでない。決議に瑕疵がある場合には取り消すのが原則であり、表裏一体というだけでは、論拠として十分ではない。発行された新株の取引の安全を考慮する必要がある新株発行の効力の問題と異なり、会社が強制的に取得した全部取得条項付種類株式を、定款変更決議の取消判決確定を理由に旧普通株式に戻した上で、取得決議の取消判決確定を理由に会社から株主に返還するという作業をするのに、取引の安全を考慮する必要は乏しい。」

旧普通株式を全部取得条項付種類株式に転換する旨の定款変更が無効とされ、旧普通株式が株主に復帰し、他方において新株も有効と扱われると、新株は、会社への出資の裏付けがなく、かつ、定款に定めのない種類の株式となる。しかしながら、このような事態は、発行手続に瑕疵があるにもかかわらず、代表取締役により発行されてしまった新株が、有効と扱われる場合にも生じ得ることであり、取消事由のある決議は取り消すという原則を覆すほどの事情であるとはいえない。」

・全部取得の遡及的無効を株式発行と切り離して考える場合でも、定款に記載のない株式については株式発行不存在確認の訴えが認められないか。

・平成26年改正により、全部取得の差止めが認められる以上（会社法171条の3）、全部取得の効力発生後は新株発行は無効の訴えのみが認められると解する余地はないか。

## 3 判旨 2 について

・「取消訴訟が確定すれば株主の地位を回復する者」が現に決議取消の訴えの原告となることを認めている以上、このような株主が取消訴訟の確定を条件として、追認決議を言う余地はないのか。

## 4 判旨 3 について

・追認決議は、取消訴訟の判決の確定の日を取得日としている。

## ・最判平成4年10月29日民集46巻7号2580頁【ブリジストン事件】

被上告会社（ブリジストン）の退任取締役及び退任監査役に退職慰労金を贈呈する旨の決議が説明義務違反を根拠として取り消されたところ、ブリジストンは翌年の総会で同一の議案を可決させ、第二の決議は、第一の決議の取消しが万一確定した場合、さかのぼって効力を生ずるものとされていた。

「本件においては、仮に第一の決議に取消事由があるとしてこれを取消したとしても、その判決の確定により、第二の決議が第一の決議に代わってその効力を生ずることになるのであるから、第一の決議の取消しを求める実益はなく、記録を検討しても、他に本件訴えにつき訴えの利益を肯定すべき特別の事情があるものとは認められない。」

→退職慰労金の支払いについては、追認決議時点の株主によって追認決議がなされても、

当初の決議時点の株主の利益を害するとは考えられないと思われる。これに対して、スクイズ・アウトで用いられ得る全部取得条項付株式の取得や株式併合では、適及的な追認決議が少数株主の利益を害するおそれが高い。

#### 5 全部取得の後の組織再編について

- ・ 前掲東京高判平成22年7月7日は、全部取得の後に組織再編が行われた場合にも、全部取得決議の取消しによって株主の地位を回復する者が会社法828条2項7号等の「株主」であると認め、合併無効の訴えが提起されている限りで取得決議の取消しを求める訴えの利益を維持する。逆に合併無効の訴えが提起されていない場合には、株主の地位を回復する余地が無いとして、取得決議の取消しの訴えの利益を否定する。  
同旨大阪地判平成24年6月29日金判1399号52頁【吉本興業事件】
- ・ 上記のように解するときには、合併無効の訴えには適及効がないことから、判決確定前になされる新たな組織再編を阻止する余地がないことが指摘されていた。
- ・ この点については平成26年改正により組織再編の差止めが認められており（会社法784条の2）、取得決議の取消しを認める判決の確定により株主の地位を回復する者を「株主」と認めて差止め請求を認めることで一部解決できると思われる。
- ・ いずれにせよ仮処分で組織再編を止めることができるのは、瑕疵の内容が「疎明」しうる程度に明確な場合。

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

会社法関連の近年の判例(2) —MBO・縮出しと取締役の責任—

2017年1月27日(金) 15:01~17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

|    |    |                     |
|----|----|---------------------|
| 飯田 | 秀総 | 神戸大学大学院法学研究科准教授     |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授         |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授          |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院法務研究科教授      |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授  |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授          |
| 岸田 | 雅雄 | 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授     |
| 小出 | 篤  | 学習院大学法学部教授          |
| 洲崎 | 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 龍田 | 節  | 京都大学名誉教授(特別会員)      |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授          |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 森田 | 章  | 同志社大学大学院司法研究科教授     |
| 山下 | 友信 | 同志社大学大学院司法研究科教授     |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |



【報 告】

会社法関連の近年の判例（2）—MBO・締出しと取締役の責任—

同志社大学大学院司法研究科教授

山下 友信

目 次

- |                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>I. レックス・ホールディングス事件判決<br/>（東京地判平成 23 年 2 月 18 日金判<br/>1363 号 48 頁、東京高判平成 25 年 4 月<br/>17 日金判 1420 号 20 頁）</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. 事実と判旨の概要</li><li>2. 出発点としての株主共同の利益</li><li>3. 公正価値移転義務</li><li>4. 情報提供義務</li><li>5. 価格最大化義務ないしレブロン義務</li></ol> | <p>6. 判決の射程——株主利益配慮義務の波及</p> <p>II. シャルレ事件判決（神戸地判平成 26 年<br/>10 月 16 日金判 1456 号 15 頁、大阪高<br/>判平成 27 年 10 月 29 日金判 1481 号 28<br/>頁）</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. 事実と判旨の概要</li><li>2. 検討<br/>討論</li></ol> |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

○伊藤 定刻になりましたので、1月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、「MBO・締出しと取締役の責任」というテーマで山下先生からご報告をいただきます。よろしくお願ひします。

○山下 本研究会の現在のシリーズでは、最近の判例を取り上げておりますが、本日は、MBO・締出しという大きなテーマが挙がっています。このテーマについては、一つは締出し対価決定のあり方の問題があるかと思いますが、本日は、取締役の責任の問題に絞ってご報告をさせていただきます。

この取締役の責任についても、ご存じのようにレックス・ホールディングス事件とシャルレ事件というのがあるわけですが、本日は主としてレックス・ホールディングス事件について検討させていただきます。この判決については、高裁の判決

が出てから大分たっていますので、論じ尽くされたようなところがあるかと思いますが、その点はお勘弁いただきたいと思います。

お手元の資料は、レジюмеとレックス・ホールディングス事件の高裁判決の抜粋です。

それでは、レジюмеに沿ってお話しさせていただきます。

I. レックス・ホールディングス事件判決（東京地判平成 23 年 2 月 18 日金判 1363 号 48 頁、東京高判平成 25 年 4 月 17 日金判 1420 号 20 頁）

1. 事実と判旨の概要

当事者は、Y1 会社（レックス社）、Y2（創業者、代表取締役）、Y3～Y5（取締役）、Y6（監査役）、Y7（社外監査役）です。

旧レックス社が平成 18 年 8 月 21 日に業績の下方修正の情報開示をしましたところ（以下「8 月プレスリリース」という）、30 万円であった株価が翌日に 25 万円に下がり、9 月 26 日には 14 万円

まで下がっていきました。ご存じのように、この当時 MB0 の検討がされていたわけですし、その検討が進み、11月10日にY2と組んだAP8というファンドがつくった会社が公開買付を行うというプレスリリースがされ、同時に取締役会の賛同意見表明が公表されたということです。

11月10日にはもう一回業績の下方修正がなされて公表されていますが、この公開買付の買付価格は23万円で、その株式を取得した後は全部取得条項付種類株式を使った全部取得によるMB0を実施するということが公表されています。取締役会の賛同意見表明につきましては、Y2は不参加で、他の取締役は全員賛成しております。株価はこの時点で22万円になりました。

その後、この公開買付が進められ、12月12日までにAP8が91%の株式を取得しまして、翌年3月28日に総会で全部取得の決議がされ、4月29日に上場廃止、5月9日に全部取得の効力が発生しています。

その後レックス社は債務超過状態になっていったわけですが、平成20年に入ってやや回復の方向に向かったというようなことが認定されています。

#### ○Xの請求・主張

XはY2に対して、会社法429条1項、民法709条による損害賠償ということで、Y2は強圧的に全部取得を実施して、株主に対する情報提供により適切な判断機会を確保することを怠ったため、善管注意義務違反があると主張しました。もう一点の主張としては、善管注意義務・忠実義務として株主の利益を最大化する義務に違反したということを行っています。

それから、Y3からY7につきましては、会社法429条1項による損害賠償請求ということで、Y2に対する監督義務違反を主張しています。

Y1会社は、旧レックス社の代表取締役Y2がこのMB0に関して不法行為をしたということで、会社法350条による損害賠償責任を負うという主張です。

損害額としては、ご存じのような別件取得価格

の決定の裁判による価格33万円と23万円との差額ということです。

#### ○地裁判決

地裁判決は請求を棄却しました。Y2の責任について判断しているわけですが、株主共同の利益に配慮する義務をY2としては負うということから出発し、利益相反の程度は強いけれども、不十分ながらその解消措置が本件ではとられていたということ、また価格最大化の交渉義務なるものがあるかどうかは疑問である、そして公開買付につき株主共同の利益に配慮する義務に違反したようなことはないとしています。それから、8月プレスリリースについては、ジャスダック証券取引所(当時)の規則に従って適正に行われたものであると言いまして、結論としては、株主共同の利益に配慮する義務の違反はないということです。

また、Y2の義務違反がない以上は、他の被告も当然に責任なしということです。

#### ○高裁判決

そこで原告により控訴されました。高裁判決を見ると、一審はY2についてまず義務違反があったかどうかということ論じていますが、控訴審ではY2からY7を分けずに検討をしています。まずは、MB0を行うこと自体は経営判断の問題だと言った上で、それではそれを行うに際して取締役・監査役にどういう義務があるかという話に入って、取締役・監査役は善管注意義務の一環として株主共同の利益に配慮する義務から公正価値(シナジーを反映した価値)の移転義務を負うということを行っています。ただし、そういう義務を負うけれども、被告側は取締役・監査役の義務というのは会社に対する義務であるという主張をしたわけですが、それに対して、そのことは取締役らが株主共同の利益に配慮する義務、公正価値移転義務を負うことを排除しないということを明確に述べています。

それから、企業価値を反映した買付価格であるかどうか、公正な価値に見合うものであるかどうか

かということはどうやって決めるかということですが、判決は、それは本来株主の総意に委ねるべきものであるところ、本件ではその前提となる情報開示が不十分である、それから総会決議でも不十分であるというので、結局裁判所は、AMC という会社に委託した第三者評価機関による公開買付価格の決定過程を審査しまして、これは客観的に適正であるという判断をし、その結果、公正価値移転義務はないということを導いています。

情報提供義務のほうですが、MBO 指針の定めるような情報提供義務は負わないけれども、意見表明において株主が公開買付に応じるか否かの意思決定を行う上で適正な情報を開示する義務を負うのだということを言っています。それでは8月プレスリリースがそれに該当するかというと、株価操作を疑われる理由はあるけれども、実情には合致していた可能性が高く、このプレスリリース自体は、適正情報開示義務には違反しない。ところが、11月の賛同意見表明時におきましては、株価操作の疑いを払拭する情報を開示しなかったことが義務違反となり、疑いを払拭するために、具体的には第三者評価機関（AMC）の評価書を開示しなかったことが義務違反となるという判断をしています。

ただし、この義務違反はあるけれども、公開買付価格は適正であったという判断ですので、この適正情報開示義務違反と因果関係のある株主の損害はないということで請求棄却になります。

原告の主張した株価最大化義務については、株主が共同所有により把握している企業価値を超えて利益を得ることまでが取締役・監査役の善管注意義務により保護されるものではないとしています。

以上が、事実と判旨の概要です。以下、具体的に検討していきます。

## 2. 出発点としての株主共同の利益

以下、もっぱら高裁判決について検討したいと思います。

判決は、MBO を行うことが経営判断原則に属す

ることが出発点とされていますが、この判決を見る限り、それは実質的には意味のある判示としては機能していないように思いますので、この点については省略したいと思います。MBO を行うという判断自体が善管注意義務に違反することは理論的には考えられるかもしれませんが、通常は問題となり得ず、MBO の進め方のほうが問題となるのではないかと思います。

レックス事件判決では、株主が取締役の会社法429条1項の責任を追及しているのですから、同項に関する判例法理では、取締役任職がなかったことが責任成立の要件となるはずですが、ところが、一審以来原告が主張している取締役任職とは、MBO に際しての情報提供が不十分であったということと価格最大化を怠ったということであるようですから、前者はまだしも、後者は締め出される少数株主の利益を図ることを怠ったということであって、会社に何らかの不利益が生じるような取締役任職があつたということは主張されていないのではないかと思います。それにもかかわらず、取締役任職の要件が満たされるという説明をするために、判決は、株主共同の利益を図ることが取締役の任務であるとした上で、公正価値移転義務を善管注意義務から導いて、少数株主の利益を図る義務を導いています。取締役の任務は会社の利益を図ることであり、株主の利益を図ることではないという被告の主張を明確に斥けています。

アメリカ法のように取締役が会社に対してとともに株主にも信託義務を負うという法理がないことにより、会社法上の問題の解決が十分にできないという問題意識は古くからあったと思われませんが、容易に認められるところではありませんでした。株式以外を対価とする組織再編やキャッシュ・アウトが解禁されたことは、支配株主の利益と合致する取締役と少数株主の利益相反構造を明確にしたものであって、理論の変更が要請されてきたものかと思います。本判決の前後から、組織再編やキャッシュ・アウトの局面では、取締役は支配株主と少数株主との間の利害を合理的に調整することが任務であつて、会社全体の利益になる

ことによって取締役の行為を正当化できないことがあるという考え方が、学説では支配的となりつつあるのではないかと思います。そのことについては基本的には賛成すべきだろうと思いますが、それはそれで会社法の理論に大きな影響がある問題なので、これについては最後に改めて検討することとして、まずは判決の各判示について検討したいと思います。

### 3. 公正価値移転義務

#### (1) 意義

原告が主張していたのは価格最大化義務のようでありまして、判決はこれを否定し、代わりに公正価値移転義務を認めています。公正価値移転義務とは何かということになると、株主は、取締役が企業価値を適正に反映した公正な買収価格で会社を買収し、MBO に際して実現される価値を含めて適正な企業価値の分配を受けることについて共同の利益を有するということから、取締役が企業価値を反映しない安価な買収価格で MBO を行い、旧株主に帰属すべき企業価値を取得することが善管注意義務違反となるとします。他方で、株主が共同所有により把握している企業価値を超えて利益を得ることまでが取締役の善管注意義務により保護されるとする根拠はないとして、価格最大化義務を否定していますので、公正価値移転義務はそのような価格最大化義務を含まない義務という意義を持つのだらうと思います。言い換えれば、なぜ価格最大化義務を負うと言えないのかということが実は重要な論点ではないかと思ひまして、これについては後で検討したいと思います。

#### (2) 公正価値の判定

そういう前提で公正価値移転義務を見ると、判決は、何が公正価値かについては客観的な公正価値の判断が困難であるということから、本来株主の総意に委ねられるべき問題であるということから出発します。

ここでいう株主の総意なるものがいかなる意味であるかということが必ずしもはっきりしないの

ではないかということで、被告は、公開買付が株主の多数の賛同を得て成立したことが公正の表れと主張するようでありまして、判決もそれに答えているかのような部分もありますが、他では全部取得の株主総会決議を問題としているような部分もあります。しかし、少なくとも支配株主も議決権行使ができる全部取得の総会決議が成立することをもって公正さの保障とすることは、説明がつきません。いずれにせよ、判決は、本件では適正な情報開示がなされていなかったのであるから、株主の総意に委ねられるべき場合ではないとして、公正な価値の審査を自らしているわけです。そうだとすると、この公正価値が株主の総意に委ねられるべきであるという考え方は、学説も否定的に評価しているのではないかと思いますし、それには賛成できるのではないかと思います。ただ、株主の多数が賛同するということが、後で見るような公正価値移転義務違反の成否を手続の公正さの審査を主眼として行うと考える場合に何か意味があるかという形では問題とはなり得るのだらうと思いますが、判決は問題の位置づけを少し取り違えているのではないかとも思います。

それはともかく、判決は、本件では、いまだ MBO 指針による慣行が成立していなかったことと、判決のいう適正情報開示義務違反があったということから、株主の多数の賛同があったことにより公正価値の移転がされたという推認ができないとした上で、本件公開買付価格の客観的適正さについて自ら審査します。具体的には、公開買付価格の算定をした第三者機関の評価をレビューし、不合理なところはないとし、また、8月プレスリリースという株価操作の疑いがある情報開示がされたことによってもその判断に変わりはないとします。このような公正価値の審査としての本判決の審査については、第三者評価機関の意見書の実質的な審査としては甘いという評価があります。白井正和先生の評釈の一節がよく引かれています、「そこで表明された義務違反の基準は、……価格に関する一応の説明さえつけば義務違反とはならないという緩やかなものであり……」（白井正和「レ



ックス・ホールディングス損害賠償請求事件東京高裁判決の検討」ビジネス法務 13 卷 11 号（2013 年）51 頁）という批判です。もっとも、判決の立場に立つとしますと、原告側に見るべき主張がなかったということとともに、レックス社の経営・財務状況からすれば、23 万円という公開買付価格について少なくとも事後的に見れば不合理なものではないという判断が客観的にも可能であったということかと思えます。原告の本訴提起の動機としては、価格決定の別の裁判では 33 万円が公正価格とされたことがあるように思われますが、この裁判の価格決定は、レックス社側の対応に問題があったことが大きく影響したことが指摘されているとおりでありまして、事後的救済を求める本件訴訟では、原告側が評価が不当であることの主張立証をしない場合、証拠として提出された価格算定書等だけで一見して合理性を疑わせるような事情がなければ、裁判所としては公正さの審査をすることにはおのずから限界があって、判決の結論が不当だとはなかなか言えないのではないかと思います。

### （3）手続の公正さの審査

審査のあり方のところですが、本判決もいうように、本来は公正価値を客観的に評価することは容易でないということは確かにあるかと思えます。学説では、公正さの審査は直接価格を審査するのではなく、価格決定の手続の公正さの審査に主眼を置くべきであるという考え方が有力となりつつあります。

比較的新しいものとして、田中亘先生の書かれたものでは、価格決定の裁判における審査のあり方に関する平成 28 年 7 月 1 日の最高裁判決を紹介した上で、「責任追及事例においても、基本的にはこのような解釈が妥当するといふべきであろう。取引の内容（特に、価格）の公正さそれ自体を裁判所が審査することは一般に困難で、結果の予測も困難となりがちであり、責任追及のリスクから、取締役が買収・再編それ自体を躊躇する危険が大きい。手続の公正さの審査が形式に流れる

危険には留意しなければならないが、一般に公正と認められる手続が実質的に行われたと認められる場合には、裁判所は、特段の事情がない限り、当事者間で締結された取引条件（価格）を尊重し、取締役の善管注意義務違反を否定するのが妥当であろう」（田中亘「企業買収・再編と損害賠償」法律時報 88 卷 10 号（2016 年）24 頁）とされています。ただ、それについての注では、米国では手続の審査が実質的に行われているということ指摘されています。

もっとも、このような立場をとるとしても、手続の審査がどのようにされるべきかには相当の幅があると考えられます。価格決定の裁判では、公開買付価格をもって公正な取得価格とするものが多いわけですが、その判断の過程として、第三者評価機関の公開買付価格の算出過程や会社の公開買付賛同意見表明に至る過程が詳細に認定されるのであって、その過程において明らかに不合理な条件が仮定されていたりしたとすれば、株主側がその点を攻撃することにより、公正な評価とは言えなくなるとされ、価格を直接審査するのと実質はあまり変わらないこととなるかもしれません。この点は、取得価格決定の裁判に係る最高裁平成 28 年 7 月 1 日判決の判旨をどのように理解するのか、現状のキャッシュ・アウトの実務程度のことややっていればそれで十分とする趣旨なのか、また、その判決をどう評価するかということにもかかってくるのではないかと思います。この平成 28 年判決については、まだあまり学説の評価も明らかではないというところではないかと思えます。

## 4. 情報提供義務

本判決は、MBO 指針が定めるような取締役が当然に負う特別な情報提供義務はないとしながらも、取締役の善管注意義務に基づき株主が公開買付に応じるか否かの判断にとって重要な情報を開示する義務としての適正情報開示義務はあるとします。本件では、8 月プレスリリースが株価操作ではないかと疑われる事情があったことから、まず同り

リリース自体が義務違反になるかを検討し、それは否定しましたが、11月の公開買付賛同表明に際しては、8月にそのプレスリリースの裏側でMBOの準備が進められていたことから、このプレスリリースが株価操作のために行われたのではないかという疑いを払拭する情報として具体的には第三者機関の評価書を開示しなければ株主は価格を判断し得なかったものとして、それらを開示しなかったことが適正情報開示義務に違反したものとしています。

本件事件は、MBO等に関するMBO指針、金融商品取引法（以下「金商法」という）の開示規制、証券取引所規則による開示規制が整備される前の事案でありまして、また、会社法上の全部取得等のキャッシュ・アウトについての事前開示規制もその後整備されましたことから、この判決の特別な情報提供義務がないという判示は、現在ではその意義を失っているのかと思います。会社法、金商法の法令上の開示規制を遵守することは取締役の任務そのものとなりますし、MBO指針や証券取引所規則による開示も法令に準ずる規範として遵守することが取締役の任務となっていると考えられます。これらに違反し情報を開示せず、あるいは不実の情報を開示することは、取締役の責任の原因となり得るかと思えます。

そうであるとしますと、特別な情報提供義務がないという解釈を前提とする判決のいう適正情報開示義務については、現在においてはその意義は大きく変動しているのではないかとも思われます。判決の適正情報開示義務について、学説は、判決が上記法令等でカバーされない情報を、取締役の会社法上の解釈論上の義務として課していると理解して、その当否を論じているように思います。

例えば田中亘先生なども、取締役のこういう実定法等の根拠のない解釈論上の開示義務というのは、取締役に萎縮効果を及ぼす、責任リスクを高めるといった問題があるということを言われています。ただ、田中先生も別の原稿では、不公正な買収価格に結びつく情報に限っては開示義務を認めるといっているところではあります。

この情報開示義務をどこまで負わせるべきかというのは大変な難問ですが、一から考えるべき視点は幾つか複合的にあるのではないかと思います。

第1に、情報格差のある当事者間での取引における情報開示という視点です。MBOでは、要は、株主は公開買付に応じて株式を売却するか否かの判断を迫られるわけですから、出発点としては、契約法の問題として情報格差のある当事者間で情報開示義務が生じるのはどのような場合かということが参考になり得るかと思えます。もっとも、ここで問題となっているのは取締役の義務ということですが、取締役も、自らMBOを行う取締役は言うに及ばず、その他の取締役も賛同意見表明という行為により公開買付を支援する行為をしているわけですから、公開買付者に準じて考えることができるのではないかと思います。

そのような視点からどのような情報開示義務が認められるかについてですが、消費者取引でもないので、これはそう簡単なことではないと思います。しかし、不実表示ということになれば、債権法の改正では不実表示による取消権を規定することは見送られましたが、錯誤取消事由の中に実質的には盛り込まれているように、情報提供義務よりは、不実表示という形での処理をするというのは肯定ししやすい面があるかなと思います。もし不実表示は許されないという考え方に立つとすれば、ある情報を開示しないことが実質的に不実表示と言えるかどうかを検討することになります。

第2に、株主利益配慮義務を負うという判断から出発しているわけですが、そういう取締役として株主に対してどのような情報開示義務を負うかという視点です。第1の視点は、取引の両当事者間での情報開示義務を問題とするものですが、取締役が株主利益に対して配慮する義務を負うとすれば、取締役の情報開示義務は第1の視点におけるよりも加重されたものになるということができないかが問題となります。

第3に、利益相反がある場合の情報開示という視点です。通常利益相反取引であれば、取締役会の承認に際して重要な事項を開示することが必

要となりますが、これは利益相反取引を承認するかどうかの判断権者——これは取締役ですが——に重要な情報が開示されなければ適正な判断ができないという考え方によっているかと思えます。キャッシュ・アウトでは、公開買付に応じるか否かという判断を株主自身に迫るわけですから、利益相反がある取締役自身とこれに賛同する他の取締役には、株主が適正な判断をするために必要な重要な情報の開示義務が課されるべきであるということになるかと思えます。

これらの視点のうち第２、第３の視点から考えていくと、取締役が善管注意義務・忠実義務に基づいて情報開示義務を負い、それはそれほど軽いものではないということとは否定しがたいことなのではないかと考えられます。先に述べましたように、キャッシュ・アウトにおける情報開示規制が会社法でも相当に整備されたこともこのような考え方によるものということが出来ます。したがって、現実的には、会社法等により必要な情報を超えてどこまでの情報開示が義務づけられるかという問題となりますが、通常の会社の行為については、会社法で規定された情報を開示すればそれで義務違反になることはないのに対して、キャッシュ・アウトのような利益相反がある行為においては、株主の判断にとって重要な情報の開示することが義務となるということも認められてしかるべきなのではないかと思えます。

レックス事件判決では、当時の法規制の下で情報開示が極めて不十分なものであったという状況下で、株主が公開買付価格について適切な判断をするための情報を開示する義務があったということではないかと思えます。現在では、法令等により開示が義務づけられるものではないとしても、取締役の利益相反に関して株主の判断にとって重要な情報があれば、それが開示されるべきであるということになるかと思えます。このような観点から、現在の価格算定の実務と法令上の開示事項では何が不足しているのかということ、まずは実証的に明らかにしていく作業がされるべきではないかと思えます。一般的に開示義務を負うか

どうかということだけを論じても、あまり生産的ではないような気はしています。

#### （５）その他——取締役の立場と義務違反の判断の方法

その他の論点として、各取締役の立場と義務違反の判断の方法があるのではないかということで、最初に述べましたように、地裁判決は、買収する取締役Y2について、株主共同の利益を図る義務に違反したか否かを検討し、それが否定されたことから、他の取締役の監視義務違反は取り上げられるまでもないとして判断されませんでした。ところが、高裁判決は、取締役の義務を一般的に論じており、具体的な義務違反の判定についても、特に各取締役の立場に応じた検討はしていないように思います。このことをどう考えるべきか。シャルレ事件判決では、後で見ますように、買収取締役と社外取締役とを分けて検討しているところです。

MBOを構造的な利益相反性のある行為としますと、会社法上の利益相反取引の規制の枠組みに従い規制することが考えられます。利益相反取引では、利益相反のある取締役自身は取締役会の承認の決定に加わらず、その他の取締役が承認するか否かの決定をすることとなります。この場合に、利益相反のある取締役もその他の承認をした取締役も、取引が公正でなければ任務懈怠となると考えられますが、公正さの判断が、利益相反のある取締役とそれを承認する他の取締役とで同じかどうかについては、利益相反取引についても必ずしも明らかではないところがあるかと思えます。判決は、この点で区別して考える必要はないという理解かもしれませんが、公正さの判断基準が異なる、すなわち買収取締役にとっては厳格であるとすることも現実的には困難なのかとも思えます。現在の実務では、買収取締役は形の上では公開買付価格の決定には参加しないようになっているので、そのことにより判決のいう公正価値移転義務の判断に影響はないのであろうというところですが、この点はよくわからないところです。



## 5. 価格最大化義務ないしレブロン義務

株主利益配慮義務が認められるとして、レックス事件判決のように公正価値移転義務は認められるが価格最大化義務は認められないという考え方の当否については、議論があり得るかと思えます。レックス事件判決は、現にある企業価値を超えた価値を株主に保障する必要はないという説明をするわけですが、例えば MBO が進められる一方で、その公開買付価格を上回る価格の敵対的公開買付が仕掛けられたり、あるいは友好的買収の提案がされたりした場合であれば、取締役として判決のいう公正価値移転義務しかないという判断になるかといえば、明らかに疑わしいと言わなければなりません。他方で、極端なレブロン義務のように、オークションにかけねばならないというような義務まで認めることについては現実的ではないでしょうし、アメリカでもレブロン義務とはいえかなり柔軟な義務とされているようです。そういう前提では、株主利益配慮義務を肯定しながら公正価値移転義務しかないという考え方は、理論的整合性を欠くのではないかと考えられます。有力学説としては、白井先生の（価格最大化義務は負わないという）「判断は、原審判決と同様に、MBO を行う取締役の利害関係に関する状況認識が取締役に甘いといわざるを得ない。構造的な利益相反関係が存在し、株主の強制的な退出を必然的に伴う MBO の場面では、取締役に対して、株主にとって合理的に入手可能な最善の取引を実現するために、十分に情報を得て合理的に行動することを少なくとも要求すべきであろう。」（白井・前掲 51 頁）という一節、あるいは飯田秀総先生の（レブロン義務を果たしたといえるかどうかに関する本件事情を列記の上、）「このような事情を総合考慮して判断を行う方法のほうが、本判決が判旨 2（公正価値移転義務）の当てはめで行った方法よりも、MBO における利益相反の問題に対する実質的な審査を行うことになるのではないだろうか。……今後の裁判例の形成において、仮に公正価値移転義務を判断基準として採用するとしても、その当てはめに際しては、以上に述べたようなレブロン義

務の視点を入れて審査すべきである。」（飯田秀総「レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討（上）」商事法務 2022 号（2014 年）23 頁）という一節がよく引用されますが、そういう方向に賛成することができるのではないかと。それでは義務の具体的な内容についてどう考えるか、そのあたりが本当は問題で、日本の M&A 市場の実情がどのようなものかということ踏まえてさらに議論を深めることが必要なのではないかと思います。

## 6. 判決の射程——株主利益配慮義務の波及

判決の射程といいますか、株主利益配慮義務の波及について若干検討したいと思います。

### （1）特別支配株主の株式売渡請求等

平成 26 年改正で新設された特別支配株主による株式等売渡請求の制度では、特別支配株主の売渡請求について取締役会が承認するという制度とされました。この取締役会の承認の意義は、まさに取締役が少数株主の利益に合致する売渡請求であるかを判断することにあるとされていますので、株主利益配慮義務はもはや実定法上も具体化されたということが言えます。

特別支配株主の売渡請求は株主総会決議を要しないキャッシュ・アウトの手段であることから、取締役会に少数株主の利益保護の役割を果たさせるしかありませんが、株主総会決議を経る全部取得や株式併合でも取締役には同様の義務が課されることには異論がないのではないかと思います。

このように株主配慮義務が認められるとすれば、判決の射程は、全部取得以外のキャッシュ・アウトの制度にも及んでくるのかと思います。

### （2）構造的利益相反がない会社の行為

問題は、キャッシュ・アウトのような構造的利益相反がない会社の行為についてどうかというところで、判決は、株主利益配慮義務・公正価値移転義務を認める出発点として、MBO の利益相反的性格について述べています（文言としては会社と

買収取締役の利益相反と言っています）。ここから、公正価値移転義務、その基礎にある株主利益配慮義務は、その射程が構造的利益相反の認められる会社の行為についてのみ及ぶという考え方が導かれます。これに対して学説には、構造的な利益相反がある場合に限らず、株主間で価値の移転が生じる場合には株主利益配慮義務が認められるという見解もあります。この立場からは、例えば合併における合併比率についても、親子会社間の組織再編のごとき場合のみならず、独立当事者間の組織再編といえども、自社の株主にとって不利な合意をすることは義務違反となり得ることになります。もっとも、取締役が組織再編対価の公正に配慮する義務そのものはもともと否定されていたわけではなくて、対価が不公正であることによる会社に対する任務懈怠責任については、会社に損害がないという理由により否定されていただけですし、会社法 429 条 1 項による責任が追及された裁判例では、一種の経営判断原則によるとはいえ、取締役は公正な対価とすることが任務とされているのであって、株主利益配慮義務は既に認められていると言うこともできるかもしれません。

このあたりでよく引用されているのは、江頭先生の座談会中の「取締役は MBO のような利益相反型の場合でなくても、株主の利益を守らなければならないという義務は当然に会社法上の義務として負っており、ただ、MBO のような利益相反型の場合には、一方の株主の利益が害されることが非常にあり得る状況なので、実際に株主に損害が生じたときは、会社法 429 条 1 項の悪意、重過失が認定されやすくなるという問題が出てくるのだろうと思います。」（江頭憲治郎ほか「座談会・MBO 取引・完全子会社化時の取締役の行動規範を考える（上）」ビジネス法務 11 巻 6 号（2011 年）34 頁）という発言です。株主利益配慮義務という概念を認めるのであれば、利益相反がある場合に限定されるべき合理的な理由はなく、次に見るような義務の内容に差異があるだけであると考えのが理論的には素直ではないかと思うところです。

### （3）義務違反の成否の判断

レックス事件では、利益相反がある行為であることから、判決は、公正価値移転義務について、公正価値を直接審査するという審査を行いました。このような審査については、前述のように、直接審査するのではなく、手続の公正さを審査するという審査方法によるべきであるという見解があります。いずれにせよ、経営判断原則の考え方を適用しないということでは意見は合致しているということができます。

これに対して、利益相反とは言えない場合にも株主利益配慮義務が及ぶとすれば、義務違反の成否の判断についてどのような審査をすべきかについては、必ずしも明確ではありません。この点については、経営判断原則によるという考え方もあるかもしれません。東京地判平成 23 年 9 月 29 日判時 2138 号 134 頁における「一般に、このような独立した企業間の株式移転は、当事会社が互いにそれぞれの事業計画に基づいて将来の収支の状況や経営統合によるシナジー等を予測し、交渉によって株式移転比率を含む経営統合の諸条件を合意することによって行われるものであるから、このような株式移転比率の合意には、将来にわたる企業経営の見通しやシナジーの予測等を踏まえた会社の経営者としての専門的かつ総合的な判断が必要となるというべきである。したがって、このような判断事項の内容や性質等に照らし、株式移転比率に関する合意の任務に当たる取締役の判断が善管注意義務に違反するというためには、その判断の前提となった事実を認識する過程における情報収集やその分析に誤りがあるか、あるいは、その意思決定の過程や内容に企業経営者として明らかに不合理な点があることを要するものというべきである」とは、そのような考え方です。しかし、事柄の性質としては、リスクのある業務執行行為をすることについて取締役が過大な責任を負われないようにするという解釈理論としての経営判断原則が適用される局面とは明らかに異なる局面であって、取締役の裁量を広く認める必要があるのかは疑わしい局面ではないかと思います。他方



で、利益相反によって総会決議が必要でもそれが不公正なものとなるおそれがある場合とは異なり、独立当事者間の行為で総会決議を経る場合には、株主が支持した行為について取締役の責任をそう簡単に認めるべきではないという考え方もあり得るかと思えます。この関係では、飯田先生の論文において「①利益相反の問題がない、独立当事者間での企業再編であれば経営判断原則が適用される(……)。②MB0や支配株主による企業再編の場合には、取引のプロセスが公正・合理的といえればやはり経営判断原則が適用され、③そうとはいえない場合には、対価それ自体の公正性を審査するという枠組みで判断するべきである。」(飯田秀総「特別支配株主の株式等売渡請求」神田秀樹編『論点詳解平成26年改正会社法』(商事法務、2015年)156頁)と述べられているところがよく引用されているところです。

#### (4) 義務違反の効果

判決では、会社法429条1項の責任が問題となったことから、取締役の株主利益配慮義務に基づく公正価値移転義務違反・適正情報開示義務違反を任務懈怠とすることによって、同項の責任を認めることが従来の法解釈の上で可能となります。もともと会社法429条1項の責任の趣旨については、特に直接損害事例では、なぜ会社に対する任務懈怠が同項の責任を導くかについて明確でないところがありましたが、公正価値移転義務のように株主に対する義務を承認することにより任務懈怠が少数株主に対するものであるとされまると、直接損害についての責任を認めることの説明がうまくできるようになるのではないかと思います。

しかし、これはたまたま会社法429条1項という特別責任規定とそれについての判例法理があったからそれで済んでいるだけの話であって、それで満足するとすれば問題ではないかと思えます。取締役の義務が株主に対しても向けられるようなものであれば、それに違反したら本来どのような効果が生じるかが論じられなければならないはずで、すなわち、会社に対する善管注意義務違反

については、過失基準で会社法423条1項の任務懈怠責任が認められますから、同じく善管注意義務に根拠づけられる限りでは、会社法429条1項に行く前に、株主に対して善管注意義務、それに違反した任務懈怠責任が成立するかどうかの問題とされるべきではないかと思えます。その点が明らかにならない限りでは、判決が認め、学説も支持するようになっている株主利益配慮義務というものも、会社法429条1項責任の要件としての意味があまり明確でない任務懈怠概念に支えられているにとどまるのであって、いまだ生成途上の義務であるというのが実態ではないかと考えられます。

II. シャルレ事件判決(神戸地判平成26年10月16日金判1456号15頁、大阪高判平成27年10月29日金判1481号28頁)

#### 1. 事実と判旨の概要

##### ○事実

当事者・関係者としては、Y1がシャルレ社の創業者の長男で取締役兼代表執行役、Y2がY1の母で取締役、Y3～5が社外取締役で、訴外BがMB0担当執行役です。

高裁の事実認定によると、平成19年から創業家一族とファンドC社でMB0の計画が練られており、平成20年7月にシャルレ社が委託した第三者の株価算定が出たのですが、Y1らが想定した700円よりも相当高いということで、Y1がMB0の担当をしていた執行役Bに対して第三者の算定価格を下げるように働きかけろという指示を行い、8月14日に少し下げられたわけですが、そこからさらにもっと下げろという指示をしました。他方で、どこからかアドバイスを受けたのか、8月27日、Y1は以後取締役会等に参加しないということを表示して、社外取締役のY3らが交渉をすることになりました。少し経緯を省略しますが、9月19日には結局、公開買付価格800円ということで公開買付が公表されました。しかし、10月19日にY1がこういう工作をしたという内部通報があり、10月31日には、それに起因して第三者委員会を

社内につくって、そこでそういう問題があったという報告が出され、それに追い打ちをかけるように、11月16日には、MBOのための資金の融資をすと言っていた銀行が、これは本当はどういう理由によるかはよくわからないところがありますが、融資できないということになり、12月2日には取締役会が公開買付に賛成することはできないという決議をし、結局公開買付が不成立に終わり、MBOも頓挫した、という流れであります。

#### ○Xの請求・主張

本件は株主代表訴訟で、原告の主張としては、MBOが頓挫したことによる無駄な費用が支出された、そして会社の信用失墜から会社に対する他の責任も生じたという任務懈怠責任があるというような主張でありました。

#### ○地裁判決

地裁判決は一部認容ですけれども、Y1らのMBOをしようとした取締役の価格決定プロセスへの不当介入による善管注意義務違反があったか、Y3ら社外取締役については、それについての監視義務違反があったか、それからY1からY5全員について情報開示義務違反があったか、このようなことが争点になりました。

ご存じのように、地裁判決は、いろいろな名前の義務をずらずらと挙げて論じていますが、Y1らによるMBOの合理性確保、すなわちMBOをすること自体、あるいは価格自体については問題が無かったかもしれないが、その手続的な公正性に配慮する義務に違反したということで、Y1らに義務違反があったとしました。それから、9月19日のプレスリリースにおいて、某有名法律事務所の説明を受けたといいますかチェックを受けているというふうに受けとめられるような記載をしていましたが、実はそうではなかったということで、それが情報開示義務違反になったということです。結局、会社の被った費用損害については、Y1らの手続的な公正性配慮義務違反によるもののみ因果関係があるとして賠償が命じられました。

#### ○高裁判決

高裁判決は、議論の仕方が少し変わって、まず、株主の利益を最大化する義務というあたりから出発しまして、結論としては、やはりここでも公正な手続を通じて株主利益に配慮する義務の違反がY1、Y2にはあったということですが、Y1やY3らの情報開示義務違反については認められませんでした。だから、この事件では、結論的には、MBOをしようとしている取締役が公開買付価格を引き下げようとするような仕事を社内でした、そのところが義務違反になるということになったわけですね。

#### 2. 検討

シャルレ事件は、MBOに失敗した買収取締役の会社に対する任務懈怠責任が問題であり、失敗に終わったことに関連して会社に発生した費用損害についての責任が問題となっています。高裁判決は、株主利益配慮義務があるということから出発し、Y1が公開買付価格を引き下げよう画策したことが価値の移転に関して手続の公正を確保する義務の違反になるとしたものです。このような高裁判決の理論構成については、学説は概ね支持しているようです。

例えば田中亘先生は、「確かに、Y1の介入行為は、……ひたすらシャルレ社の買収実現という自己の目的を追求していると評価されても仕方ない行為であって、これが取締役の善管注意義務に違反するとした本判決の結論は支持できよう。とはいえ、本判決により、MBOの遂行過程の一部にでも不公正な行為があれば、たとえMBO自体は公正な条件で行われたとしても、義務違反が認められ得ることになり、取締役が重い責任リスクを負うことになったことは否定できない」（田中・前掲26頁）として、そういうこともあるので、買収取締役は交渉過程には関与しないという実務が望ましいといった指摘につながるわけです。

本件では、会社に対する任務懈怠責任が問題となっているけれども、高裁判決は、株主利益配慮

義務から公正価値移転義務を導く一方で、公正価値移転義務がなくても価値の移転につき公正を確保する義務が導かれ、後者の義務違反が会社に対する任務懈怠となり、会社の損害についての責任を負うとするわけです。会社に対する任務懈怠を導くのに株主に対する義務から出発し、そこから派生的に会社に対する義務を導いているように見えるわけですが、これはレックス事件判決に引きずられたいささか倒錯した理論構成ではないかなという印象があります。Y1らの買収取締役がMBOを行うこと自体は許容されたことですが、MBOを進める上で会社の利益を侵害しないよう行動することは取締役としては当然の義務であって、Y1の公開価格引き下げのための工作は、まさに内部告発をされるような自己の利益を図る不当な行為であって、それが判明したことによりMBOの頓挫につながり、会社にもさまざまな費用損害が生じたものであって、こういう事情のもとでY1の任務懈怠責任を認めることは、地裁判決や高裁判決のようなさまざまな名前の義務を乱発的に設定するまでもなく、可能であったのではないかと思います。そのような意味で、本判決は、特に取締役のMBOに際しての行為義務についての考え方というのは、先例としての価値はあまり高くないものと考えてはどうかと思う次第です。

以上、あまり問題の解決になっていないというか、雑駁なコメントばかりで恐縮ですが、報告とさせていただきますので、いろいろご教示いただければと思います。よろしくお願ひします。

~~~~~

【討 論】

○伊藤 ありがとうございます。MBOの事案で取締役の責任追及がなされた比較的最近の裁判例についてご報告をいただいたところです。ご報告の内容自体は、Ⅰのレックス・ホールディングス事件とⅡのシャルレ事件とに分かれてはいますが、Ⅰのほうがメインでして、Ⅱの話もⅠの話にかなり関係するようですので、ここは特に分けず

にご議論いただくということでもよろしいかと思ひます。

それでは、ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

【会社に対する義務か、株主に対する義務か？】

○前田 レックス・ホールディングス事件判決では、公正価値移転義務は、あくまで取締役の会社に対する義務だと位置づけているように読めます。それに対して山下先生のレジュメ11ページの「(4)義務違反の効果」のところでは、私の読み方が悪いのかもしれませんが、「株主に対する義務」という表現が幾つか出てきまして、ひょっとすると山下先生は、より端的に、この公正価値移転義務は取締役の会社に対する義務であるのみならず、取締役の少数株主に対する義務でもあるというように見ておられるのかとも思ったのですが、この点を確認させていただければと思ひます。

○山下 そこはいろいろな受けとめ方ができると思ひます。やはり株主の間の利益の移転、価値の移転が公正であるということが義務になっていると言っていて、会社の取締役としてこういうMBOを行うようなときにはその公正が図られるように行ふするというのは、会社に対する任務・義務であるということでもあろうかと思ひますが、実質的に見ていくと、やはり少数株主に対する義務というか、そういうことを言っているのではないかというようなことを考えているのですが、いかがでしょうか。

○前田 ありがとうございます。そのことと関連するのですが、ご報告では、会社に対する善管注意義務違反があるのであれば、会社法429条1項に行く前に、任務懈怠責任が成立するかどうかを考えるべきではないかというご指摘をなされました。ただ、任務懈怠はあるのだけれども会社には損害がないというのが、この公正価値移転義務が問題になっているケースなのではないのでしょうか。つまり任務懈怠はあっても損害がないので会社法423条の責任は使えない、そこで会社法429

条1項でいかざるを得ないというように理解をしていたのですけれども、いかがでしょうか。

○山下　　ここは少し私の言葉が足らなかったのですが、ここで会社法423条1項の任務懈怠責任が認められるのであるから云々と言っているのは、株主個人に対してもこういう会社法423条1項と同じ軽過失の基準で責任を負うということがあってもいいのではないかという趣旨です。これは説明が不足していましたね。

○前田　　どうもありがとうございました。

○山下　　直接問題となったのは会社法429条1項の責任なので、会社に対するか、株主に対するかは別として、公正価値移転義務という任務を認めれば、それは会社法429条1項にいう任務懈怠という問題にはなって、その責任にはつながると思いますが、本来、第三者責任という特殊な責任に行かないで、その義務を負っている相手が株主だといえば、株主に対する責任も論じられていいのではないか。なぜそこで重過失の責任だけで事足りることになるのか、よくわからないなと思ったということです。

○飯田　　今の点ですが、会社法429条1項で株主が請求するときは、重過失の要件を軽過失基準で判断することもあり得るといような解釈の範囲で、何か考えられるのではないかというご趣旨でしょうか。それとも立法論として、直接的に株主に対する義務を考えたときには、何らかの株主に対する責任という規定を設けて、そのときには、過失の要件は軽過失基準とする立法もあり得るのではないかということでしょうか。

○山下　　全く自信はないのですが、会社法423条1項が類推されるような責任というのがあり得ないのかということを考えているわけですが、そこまで言い切るだけの自信がないので、やや不明瞭な報告にはなっております。

【取締役の義務の内容】

○黒沼　　対等当事者間の組織再編行為を考えるときは、各当事会社取締役は、自分の株主に有利な条件を引き出そうとして交渉するわけです。

だから、その義務というものは、取締役の会社に対する義務だけでも、価格最大化義務をある意味で負っていると言えると思うのです。それと同じようにMBOを考えると、MBOの初期の段階ではまだ大株主になっていない例が多いわけで、買収側に立つ取締役と、そうでない会社側に立つ取締役とに分かれていて、買収側に立つ取締役はどういう義務を負うかということ、手続に関与しない義務のみを負うのではないかと思うのですけれども、買収される側に立つ取締役は、株主の価値を最大化する価格最大化義務を負っているのではないかと。それが会社法の自然な解釈なのではないかと思えます。

それと同じように考えると、そのときの株主は、MBOの過程で少数株主にはなっていくかもしれませんが、当初の段階ではほぼ会社と同じわけですね。そうすると、その義務は会社法423条1項の義務であって、会社法423条1項の類推適用かもしれませんが、効果として、被買収側に立つ取締役は、善管注意義務違反に基づく損害賠償責任を少数株主のグループに対して負うと考えることができるのではないかと思います。

○山下　　先ほどの私の意見と多少何か方向性が同じようなことかと思うのですが、このレックス事件判決について先生方のそういう議論をあまり見たことがないので、なぜしないのかなというのが前から不思議だったところです。特別支配株主の売渡請求も、今度は会社法上の制度で取締役会が承認することになりましたが、その承認の仕方がまずかったときにどういう義務違反でどういう損害賠償責任に行くのか。会社法429条1項があればそれでいいのではないのかというところかもしれませんが、何かそれで済ませていい話かなということを感じているところです。

○森田　　山下先生の報告は難し過ぎてついていくのが大変ですが、考え方としては、例えば会社を売却するときに安く売ってしまうというのは、会社の価値をおとしめる行為ですね。そういう観点に立てば義務違反であるというので、それで反射的利益が株主に回るといように理解していい

のでしょうかね。どうでしょうか。

○山下 反射的という言葉の意味がなかなか難しいのですが、おっしゃるように、もちろん会社に対して安い買収話に乗るなどという義務はあり得ると思うのですが、MBO あるいはキャッシュ・アウトの状況で言えば、これは多数株主と少数株主の間の無理やりな利益・価値の移転ということなので、そこはちょっとまた違う利害を有する株主に対する義務というものを考えていく必要があるのではないかなと思うのです。

○森田 ですが、それはいわゆるフィデューシャリー・デューティーで突き抜けているというのではないのでしょうか。アメリカのフィデューシャリー的な発想で突き抜けていくのだということを主張されているのですか。

○山下 そのままだとは言いませんが、大体そういう方向を参考にはして議論されているのではないのでしょうか。

【MBO を行うことについての取締役の義務と価値の分配についての取締役の義務との関係】

○加藤 今のやりとりに関連して質問させていただきます。レックス事件の高裁判決について私が疑問に思っているのは、MBO を行うことの是非と企業価値の分配とを分けて判断することは正しいのかということです。

私も、先ほど黒沼先生がおっしゃった方向性に賛成なのですが、例えば、組織再編の場合ならば、企業価値を最大化するような組織再編を成立させるために、取締役は様々な観点から組織再編に関して判断を行うはずで、その際、組織再編を成立させるためには、当事会社の株主総会決議が必要なので、当然、組織再編の条件が株主の同意が得られるような範囲で、企業価値を最大化する組織再編を選択することが取締役に求められます。この場合、株主の利益と会社の利益は重なる部分が多いように思います。株主の多くが納得するような組織再編の条件が提示されない限り組織再編は成立しないという意味で、企業価値の最大化と株主利益は密接に関係しているというこ

とです。取締役が MBO に同意するか否かという局面でも、MBO が企業価値を最大化する手段であるかどうかという点についての評価がなされるべきだと思います。取締役の行為規範の内容は、MBO を行うことを前提とした上で企業価値の分配のみを考えるか、MBO は選択肢の一つに過ぎないかによって、かなり変わると思うのです。

ですから、レックス事件の高裁判決は、MBO が行われることを前提としているので、どうしても株主間の利益の分配という話しか扱うことができないのだと思います。

○山下 その考え方は、私のレジュメの8ページの価格最大化義務のところでも少し議論したことに関係するかとは思いますが。MBO をやろうというときは、会社は大体あまりよくない状況に陥っているわけで、何か話に聞くと、そういう会社には証券会社や何かがやってきて、MBO をやりませんかということを推奨して回ったりするようです。そういう左前になったところで、自分が買収して MBO をやっていくか、他によりいい身売り先を考えるか、あるいはその他の組織再編を考えるか、そういうあたりはいろいろな選択肢があるはずなので、そここのところで MBO をなぜ選んだのかということの問題とする余地は大いにあると思います。

ただ、本日議論しているのは、具体的な義務違反と損害賠償責任という話なので、そのレベルで考えると、MBO を選択したこと自体によって何か義務違反になるようなことというのは、なかなか言いにくいような気がするもので、そこは判決もあまり問題にしていないし、私もそこがあまり問題になることはないのかと思います。しかし、価格最大化義務というあたりを具体的に見ていく上では、やはりなぜ MBO を行うのか、しかもこの買収を組むファンドがなぜこれなのかといったあたりについては十分に審査していく可能性はあるのではないかなと思います。

○加藤 山下先生がおっしゃったとおり、価格最大化義務が公正価値移転義務なのかという問題の立て方よりは、用語法はともかく、買収対象会社の取締役は、どの程度の義務、どういう内容の

義務を負うかということが検討されるべきだと思います。

ところで、レックス事件で原告側が主張している価格最大化義務の中身は、合理的に得ることができる最大の価格という意味ですが、控訴審はあえて価格最大化義務を曲解して否定しているというような印象を持っています。

○山下　そうですね、あまり説得力が高いとはお世辞にも言えないのは確かだろうと思いますね。（笑）

【公正価値移転義務・価格最大化義務の限界】

○行澤　8ページの「5 価格最大化義務なしレブロン義務」と公正価値移転義務の関係ですけども、例えば敵対的な公開買付がMBO価格をかなり上回る価格で提示されたとします。しかし、その対象会社の取締役としては、MBO価格が客観的には公正な価値であるということをいろいろな手続的な面とかフェアネスオピニオン等で一応証明できる、逆に非常に高い価格で公開買付をかけてきた敵対的なファンド等が、企業価値を毀損するような、あるいは企業解体的なことを企んでいるファンドだというような場合に、先生のご理解で言うと、公正価値移転義務しかないということになると、対象会社の取締役会としては、この敵対的企業買収は企業価値を毀損するもので、かつMBOの価格は公正価値だから、意見表明として、株主の皆さん、この敵対的な買収ファンドには応じないように、と言ってもいいという帰結が導かれてしまうのではないかという考え方があるように思ったのですけれども、それでいいのでしょうか。

確かに、売ってしまう株主にとっては、別にその後の企業価値が毀損されようがどうであろうが構わないのだから、例えばレブロン義務に関してアメリカで言われているように、会社の支配権が変わるとか解体されるようなときには、取締役にはもはやオークショナーとしての立場しかないので、ゴーイング・コンサーンを考えるなどというような判断がやはり正しいのでしょうか。つまり、山下先生も、判例の考え方には、その点でやはり

問題があると考えていらっしゃるのか、ちょっとそのあたりについてお聞かせいただければと思います。

○山下　あまり考えていなかったのですが、（笑）なかなか難しいところですね。例のニッポン放送事件の決定が例示しているような濫用的な買収者の域に達しているのであれば、そこはまた話は違ってくるのかなと思うのですけれども、そうでもない、会社の中長期的な経営を必ずしも損なうようには見えないような別の買収話があったとしたような場合にどうするかというのはなかなか難しいですよ。

○行澤　そうすると、やはり濫用的というような域に達した買収者に対しては、売ってしまう株主利益の最大化ではなくて、ゴーイング・コンサーンを前提とする企業価値の公正な移転ということを考えてもいいという感じでしょうか。

○山下　その域に達していればそれでいいかなという気はしますが。

○行澤　わかりました。ありがとうございます。

○山下　その域に達しないような場合、ブルドッグソースの最高裁判決のように株主が決めるべきだとしていることとつながっていくのかどうか、そこはちょっと十分に考えてなかったのでよくわからないですね。

○行澤　わかりました。

【特別支配株主の株式売渡請求における取締役の義務と責任】

○川口　今回ご紹介いただいた判例と離れてしまうのですが、特別支配株主の株式売渡請求等の取締役の行為に義務違反があった場合にはどうなるのかという問題に触られました。先ほどの話に戻るのですが、山下先生は、会社法429条1項を使って、すなわち、重過失があった場合にのみ責任が問われるというのではなくて、会社法423条1項のような過失責任も考えるべきではないのか、そういうご意見ということよろしいでしょうか。問題意識として、特別支配株主の株式売渡請求に関して、取締役に重過失がある場合にのみ

責任を認めるのはやはり軽過ぎるということがあるのでしょうか。

○山下 基本的にはそういうことで、いろいろと特別支配株主の売渡請求について解説されたものを見ても、義務違反があれば会社法 429 条 1 項につながるのだろうということは書かれているのですが、それでいいのかなと思っているわけです。ただ、誰もそういうことは言っていないようなので、ちょっと自信がなくてご意見を伺いたかったというところです。

○加藤 特別支配株主の株式売渡請求で、対象会社の取締役が会社法 423 条 1 項の任務懈怠責任を追及される場合というのは、売渡請求が終わった後になるのでしょうか。けれども、その場合、特別支配株主しか株主はいないわけです。しかし、対象会社の取締役の義務違反というのは、特別支配株主の利益を優先して少数派株主に不当な不利益を与える場合に認められるわけですから、特別支配株主が会社法 423 条 1 項の責任を追及することを想定することはできないように思います。

○山下 いや、その株主を考えているのではなくて、締め出された、追い出された株主に対して責任を負わないかということですね。

○加藤 追い出された株主は株主代表訴訟の提訴もできないですね。そうすると会社法 429 条 1 項に基づく責任追及のために提訴することしかできないわけです。実際、現在の会社法の枠組みとしては、追い出された株主は会社法 429 条 1 項に基づく責任追及という枠組みでしか取締役の義務違反の有無を争えないということを前提として、これまでは、その枠組みの範囲内で解釈論が展開されてきたのだと思います。

もう一つ、一般的に会社法 429 条 1 項に関する裁判例では、あまり重過失と軽過失の区別が意識されていないような気がします。つまり、重過失が認められる場合しか会社法 429 条 1 項の責任は認められないという意識が希薄なのではないかと思えます。

○山下 現実的にはそういうあたりかもしれないですけども、理屈の上だけで考えていくと、

やはり承認をする時点では、少数株主は会社の株主としていたわけで、それに対して公正に取り扱う義務を負うとすると、その義務の相手が少数株主である以上は、株主が個人で、会社法 423 条 1 項で会社が責任を追及するのと同じく責任が追及できてしかるべきではないか。会社法 423 条 1 項が類推適用されるとすると、それで代表訴訟ができるというのは苦しいと思いますけれども、理屈の上ではそういう会社と同じような立場での責任追及が考えられていいのではないかと。そういうことは、解釈論としては突飛でそう簡単でないということであれば、会社法 429 条 1 項の重過失というのは、おっしゃるようにそれほど軽過失と変わらないのかもしれませんが、やはり重過失と軽過失は違うのであろうと思いますので、あるいは当面の解釈論としては、不法行為による損害賠償を認めるというのもあり得る解決かなという気はしています。

○船津 今のお話を聞いていまして、株主が一体会社の内側の人間なのか、外側の人間なのかというところが問題なのかなという気がなんとなくしていまして、会社の外側の人間に対する責任は基本的には会社が負うという前提であったところ、それを覆すのが会社法 429 条という特別な規定だということになるのですけれども、株主は会社の内側の人間という話になってくると、別に会社が負うということに一義的にはならないのではないかと。そうすることによって、株主と取締役との間で直接に何か損害賠償責任というものを認めたほうがいいのではないかとというのが、山下先生のご見解のご趣旨なのかなと私なりに理解いたしました。

そうだとした場合に、恐らくは直接の契約責任というか、債務不履行責任というようなことを媒介していかないと無理なのではないかなという気がしています。しかしながら、そういう直接的な契約があるかということ、会社法上は必ずしもそうは言えないとなったときに、森田先生がおっしゃったようにフィデューシャリー的な考え方をそこに導入するという話になってくるのか。あるいは、

とか、矛盾はしないかもしれませんが、例えば特別支配株主の締出しの場合だとか、あるいはMBOになった場合にのみそういった特別な委任類似の関係というものが生じてきて直接的な責任を負うのだというような構成を考えていかないといけないのかなと感じました。

感想だけですけれども、以上です。

○山下 ありがとうございます。

【MBOと社外取締役の果たすべき役割のあり方】

○森田 MBOをするときに、Y1は動いたらいけないというようになると、Y2とかY3が動きなさいと、こうなるでしょう。典型的には社外取締役が一生懸命働くことになりますね。ところが、会社の利用できる公認会計士とか弁護士とかは、大体は皆会社のY1の関係者ですよ。それをY3とか社外取締役は月1回でいいと言われているのに頻繁に出て行って、そして会社を守るとなると、多分急にマネジメント機能を果たさないといけないようなことになりますね。

○山下 まあ、それは、そういう局面ではそういうことになるのではないのでしょうか。（笑）

○森田 そうですか。（笑）

○山下 で、そのとき、私がよくわからないのは、どれぐらい厳しい判断をしないといけないのかということ、これは、情報開示義務の関連で少し触れたのですが、利益相反取引との関連をどう考えるか。例えば利益相反取引を取締役会が承認するときに、従来の学説を見てもどれぐらいの公正さで厳しくチェックするのか、あまりよくわからないのです。経営判断で非常に緩やかでいいとは誰も言わないと思うのですが、それでは本当にきちんとした公正さを客観的に追求しないと義務違反になるかと言われると、それでもなさそうな気もするので、MBOの局面でも社外取締役が主体となって判断するときに、そもそもどういう審査や判断を取締役会としてしなくてはいけないのかと皆さんが考えられているのかということ、

○森田 だから、株価評価を頼むときに、Y1

と馴れ合いの関係にある事務所ではなくて、何か独立系の事務所に頼むとかね。Y3やY4が急にどうしようと思って騒ぎ出してやるべきこととなるし、他方経営者のY1にしてみたら、おまえ達は何をするのか、というような顔をするでしょうね。（笑）

○山下 おっしゃるとおりです。（笑）

○森田 だから、激しい取締役会の活性化を前提にしないとできなくなるような感じもしますね。

○山下 まさにこういうMBOなんていう、自分が買収しようなんていうものについては、それぐらい厳しくしないといけないのと違うかなという気はしているのですけれどね。（笑）

【再び会社に対する義務か、株主に対する義務か？】

○伊藤 レジュメの11ページにお書きになっている山下先生のお考えをまだ十分には理解できておらず、教えていただきたいと思います。これまでのご説明からしますと、MBOにおける対象会社の取締役の義務は、まずやはり株主に対する義務と申しますか、株主間の不当な利益移転をさせない義務と捉えるべきであるということから山下先生は出発されているように思います。

その次に、山下先生は、会社法429条1項に行く前に、会社法423条1項の類推適用などを考えるのが先ではないかとお書きになっています。ただ、取締役と株主の間には直接的な法律関係はないというのが伝統的な考え方ですので、そこを説明するためには、先ほど船津先生や森田先生のご質問にあったみたいに、取締役と株主の間にも何らかの委任関係がこの場合にはあると見る、つまり、ここでは会社法330条まで類推適用されるという感じで考えるか、あるいは、もうこれはフィデューシャリーの法理であるか、どちらかの説明を行う必要はありそうだと思います。いずれにしても、山下先生の場合、そのような方向のほうが、MBOでの取締役の義務を理論的に安定的に位置づけることが可能になるというご判断なのかなと感じました。

しかしながら、最初の黒沼先生のご質問でも示唆されていたのかもしれませんが、これはむしろ会社に対する義務であるということを押していくほうが、わかりやすいのではないのでしょうか。これは会社に対する義務で、あくまで名宛人は会社なのだが、この場合、取締役が行為すべき内容としては、株主間で不当な価値移転をさせないようにすべきであると考えられるわけです。ただ、これはあくまで会社に対する義務なので、例えば会社法 423 条 1 項の問題にしようと思っても、会社には損害がないでしょうから、あとは会社法 429 条 1 項に行くしかない。その場合、直接損害事例になるのだけれども、義務の内容が株主間の価値移転を防ぐべき義務ですから、直接損害なのになぜ会社に対する任務懈怠なのだということの説明は、一般的な直接損害事例よりはやりやすくなると思います。このような方向のほうがすっきりとされていてわかりやすいような気はしたのです。それが、そうではなくて、なぜ株主に対する義務ということから出発するお考えのほうがよいと評価されているのかを教えてくださいたいと思います。

○山下　まさに公正に価値移転がされること自体が会社に対する任務だと言っても、それはいいと思うのですけれども、それを言うと、おっしゃるように会社に損害はないわけで、そういう義務を会社に対する義務と言って済ませてよいのでしょうか。会社法 429 条 1 項があるから、それでできるのではないのかということはあるかもしれないのですけれども、いきなり会社法 429 条 1 項があるから物事を考えるなというのは、少し思考停止した発想ではないかなと思ひまして、このレックス事件判決を見ても、公正価値移転義務自体を認めることについては、諸先生方もそう異論はなさそうな気がしますので、株主に対する義務というのが実質的には認められているのではなかろうか。ただ、出発点のところ、本当にどうすれば誰も異論なく賛成するような理論にできるかというのは、あいまいになっていますが、おっしゃるとおり、根源的なところの問題ですね。

○飯田　今のお話の続きなのですが、レジュメの 8 ページですと、MBO を構造的な利益相反性のある行為とすれば、会社法上の利益相反取引の規制の枠組みに従い規制することが考えられるとあります。私は、会社法 356 条 1 項のいわゆる利益相反取引のルールが適用もしくは類推適用されると考えているのですけれども、先生も同じようなお考えでしょうか。もしそうだとしますと、さらに会社法 423 条 1 項の類推適用ないしはそれに準じた責任という議論をされるのであれば、例えば会社法 423 条 3 項の任務懈怠の推定の規定などについても同じく類推適用あり得べしというお考えなのかということをお願いしたいと思います。

○山下　最後の点は、飯田先生がレックス事件判決の一番の評釈で会社法 423 条 3 項の類推の可能性も示唆されていたと思うので、理屈の上では全くそういうことになっていくのではないかなと思っていますところ。

【買取取締役とその他の取締役の義務の違い】

○龍田　MBO によって株式を取得しようとする取締役と、そうでない場合の取締役とでは、全く立場が違うと思います。ファンドの応援を得てやる場合も含め、MBO を推進する取締役はまさに利益相反の立場にありますから、その義務については一番厳格に考えなくてはならないでしょう。日本でレブロン義務というような言葉が通用するかどうかは別として、内容的にはかなり共通した考え方ではないかと思ひます。それとは異なり、株主を後ろに控えて外部と合併その他の交渉をするときに、取締役が会社に対してどういう義務を負うかということは、経営判断もかなり重要な意味を持ってくる問題だろうと思ひます。その点が基本的に違うので、これらは分けて考える必要があると思ひます。

それから、以前、第三者に対する取締役の責任については、株主が第三者になり得るかという議論がありましたね。株主としての立場で受けた損害は、代表訴訟で追及すればよいので、会社法で

言えば会社法 429 条 1 項を持ってくる必要はないと、そういう考えもあったように思いますが、いかがでしょうか。

○山下 第 1 点目ですけれども、アメリカ法的に考えれば、多分先生がおっしゃるように、利益相反のある取締役については非常に厳格に公正さがチェック、審査される。それに対して利益相反取引を承認する取締役の判断については、かなり経営判断的な要素があるような考え方をしているのではないかなと思っています。日本でもそれと同じというか、要するに経営判断という言葉の意味自体が必ずしもはっきりしないところがあるのですが、本当に緩やかな意味での経営判断原則で決めていい話なのかどうかということです。やはり買収取締役と株主との間に大きな利益相反があるわけですから、やはりそこは普通の経営判断の問題よりは少し厳しい審査がされるというか義務を負うべき話ではないのかなと思います。日本では、利益相反自体についてもあまりはっきりしないところがあって、区別して議論するということがあまりされていないような気がしてしまっていて、一つの理論的な課題のあるところではないかなと思っています。

それから、第 2 点目の会社法 429 条 1 項の関係ですが、代表訴訟があるから会社法 429 条 1 項で株主を第三者として認める必要がないということになったのは、間接損害のほうなので、本件のように直接損害のほうの問題となると、先ほどから出ている会社法 423 条 1 項の類推適用とかそういうことを考えない限りは、やはり会社法 429 条 1 項を使わざるを得ないのかなという気はしています。

○龍田 これは全部直接損害の問題ですね。それはおっしゃるとおりです。

【公正価値移転義務と適正情報開示義務との関係】

○洲崎 公正価値移転義務と適正情報開示義務との関係について伺いたいのですが、レックス事件判決では、適正情報開示義務については違反を認めましたが、結局損害がないということで責任

は認められませんでした。しかし、実際に責任が認められそうなケースというものを考えてみると、やはり価格が公正ではなかったという公正価値移転義務の違反がないと、なかなか責任は認められないのかなという気がするのです。そうすると、適正情報開示義務違反だけでは、責任を認めることは難しく、適正情報開示義務違反は、不公正さとか、取締役の不誠実さを認定する材料として機能するのかなというふうに思ったのですけれども、そのように考えてよろしいのでしょうか。

○山下 おっしゃるように、価格が適正だと判断されれば、いくら適正情報開示義務を認めても、因果関係のある損害はないということにならざるを得ないのであって、したがって、適正情報開示義務を認めるということにどういう意味があるのかということになり得るわけです。高裁判決のような判断の仕方をしていくと、おそらくそういう結果に終わらざるを得ないと思います。公正価値移転義務と適正情報開示義務が何か別々に義務として位置づけられていくとそうなるので、今の通常開示されているような情報以外にもっと公正価値の判定に影響があるような情報があったとして、それについて適正情報開示義務があれば、それはやはりその違反は公正価値の判定に影響を及ぼしていくという形で適正情報開示義務と公正価値移転義務が一体になるといいですか、関連づけられていくと、おそらく少し機能するような気はするのですけれどね。

【再び買収取締役とその他の取締役の義務の違い】

○加藤 先ほどの龍田先生とのやりとりに関連して質問をさせていただきます。MBO で買収者側に立つ取締役が対象会社側の当事者として交渉過程に全く関与しなかったが、対象会社側の取締役が公正価値移転義務を尽くさなかったがために、結果としてその価格が公正ではなかったと判断された場合、買収者側に立つ取締役は責任を負うのですか。

つまり、最初に黒沼先生がご質問された点と関係しますが、行為規範として、買収者側に立つ取

締役は対象会社側の当事者としては関与しないというのが望ましいと私も思うのです。しかし、そのように解釈すると、その後の手続がどのように進行するかということは、買収者側に立つ取締役以外の取締役が対象会社の株主のためにどれくらい積極的に行動したかということによって決まるわけです。しかし、買収者側に立つ取締役はそもそも手続に関与してはいけないわけで、対象会社側の取締役に何か問題があったら、結果として買収者側に立つ取締役も責任を負う、そういう結論になるのでしょうか。

○山下 私がかつて勉強したところだと、アメリカの利益相反取引の規律は、利害関係のない他の取締役が承認したら、利益相反のある取締役本人はもうそれで免責されるという考え方ではなかったかと思えます。それは一つの考え方だと思うのですが、日本の利益相反取引についてそういうことを言われているのでしょうかね。あまりそういう議論を見たことがない。それどころか、会社法 428 条の考え方のように、無条件に不公正だったら結果責任を負うと、そういう議論のほうが日本では一般的なのかなと。それがいいのか悪いのか、そのあたりは議論の余地があるのだらうと思えますね。

【情報開示義務による事後的救済と情報開示規制】

○加藤 情報開示義務の話ですが、個人的には、情報開示義務違反の有無をこういった事後的な損害賠償責任追及訴訟で争うのは、あまり筋がよくないような気がしています。それよりも、MBOなどは、証券取引所の適時開示規制の対象なので、追加的な情報開示が必要だと証券取引所が判断したら、証券取引所が積極的に追加的な情報開示を求めるといった仕組みのほうが優れているような気がします。結局、後から情報開示義務違反だと言われても、もう全て終わった後の話なので、情報開示においては、できるだけ手続の進行中に何か不十分なことが明らかになった段階で何らかの形で追加的な情報提供がされるという仕組みを目指したほうがいいと思うのです。

○山下 それはおっしゃるとおりかなと思いますね。だから、要するに、今でも情報開示は相当整備されているわけですが、本日に今の情報開示で足りているのかと、そこだろうと思いますね。そこが、やはり全部がオープンにされているわけではないのだらうと思います。そこを充実させるということができるとかという意味で、できないとすると、逆に少し解釈論としては義務があるよと言っているぐらいのほうが、何か不公正なことの歯止めにはなるかと思えます。あまり義務を強く規定すると取締役が萎縮するというのが田中先生の表現ではよくありますけれども、萎縮するから義務の問題を考えないというのはあまりいい発想ではないのではないかと思っていますところ。

制度的な開示のルールがベストなものにされる、それが一番望ましいのは間違いないと思いますが。

【公正な買収価格とは？】

○森田 企業価値が例えば1万円ありますよと言われても、これが今つぶれそうだとすることで、キャッシュ・フローも要るし、とにかくスポンサーが要るときに、スポンサーが6,000円ならば買ってやると言えば、1万円は達成できませんね。仕方なく6,000円でやらなければ元子もなくなることもあり得ると思うのです。そうすると、企業価値ばかりを声高に主張するだけでは、そういう柔軟な生き延び政策はとれないというようなことにもなりませんか。

だから、ディスクロージャーの意味は、本当は1万円ですよ、しかし相手は6,000円でしか買ってくれないのですと、こういうことを言ったらいいのではないかと思うのですが、どうでしょうか。

(笑)

○山下 そういうことがディスクロージャーで説得的に説明されれば、そういうことになるのではないのでしょうか。

○森田 そういうことですね。だから、値段がどうこうということではなくて……。

○山下 1万円ありきという、そういう話では

ないと思いますね。

○森田　そうですね。

○山下　しかし、そういうことではなくて、特定の業者と組んで、これは6,000円でしか売れませんということでもどンドンと手続を進めていいのか。やはり6,000円よりも高く売る道を探さなくてもいいのかということです。

○森田　倒産しているようなときに、それだけオークションをかけているかということ、実際はかけていませんよね。だから、ある程度は申し出を待っているみたいですけどね。ですから、ちょっとそのあたりが難しいところですね。

○山下　その程度の話に落ち着くのかなとは思いますがね。

【経営判断原則の適用の可否】

○小出　レジュメの10ページから11ページの「義務違反の成否の判断」のところで、レックス事件には利益相反的な状況があったということですが、利益相反とは言えない場合にも株主利益配慮義務が及ぶ場合があり得るということで、その場合の義務違反の成否の判断については経営判断原則によるという考え方もあり得るかもしれないとして検討されておられます。この点について、そもそも前提として、株主利益配分義務が問題となって会社法429条1項の責任が追及された場合に、経営判断原則の適用はあり得ると先生はお考えなのでしょうか。

株主利益配慮義務というのは株主に対する義務だと思うのですが、そうだとすると、一般に会社に対する義務違反について判断するときに出てくる経営判断原則の適用場面とは違うような気がします。ただ、それが会社に対する義務だと考えるのであれば、適用の可能性もあるかと思うのですけれども、そのあたりについてはどのように整理されていますか。

○山下　あまり考えていなかったのですがけれども、先ほどから言っていますように、経営判断原則とか経営判断ということはどういうイメージを持っているかということにもよると思うのですけ

れどね。だから、利益相反の状況ではないときに、例えば合併比率などをどのように決めよう、交渉して合意しようかというふうなときに、裁量の余地が全然ないかといえば、そこはそういう性質のものではもともとないと思うので、その幅はあると思います。かといって、普通意味している会社に対する責任や義務についての経営判断原則ほど緩やかなものか。日本では、もともと経営は会社に対するものでもそれほど緩やかではないと言ってしまえばそれでいいのかもしれませんが、ちょっと水準に違いがあるのではないかなとは思っています。

○小出　伊藤先生から、日本では重過失はそれほど意識していないというご指摘がありましたけれども、会社法429条1項の責任であれば重過失が必要のはずで、経営判断原則における著しく不合理という基準と、会社法429条1項の重過失というのがどういう関係にあるのかよくわからないところです。

○川口　この裁判では、公正価値移転義務について、取締役と監査役が対象になっていて、適正情報開示義務について、監査役は外されて、取締役のみが対象になっています。後者について、飯田先生の論文では、原告が主張していないからではないかという見解が述べられています。この点、原告は理由があってあえて監査役を外しているのかもしれませんが。今回のような事例で、そもそも監査役も責任追及の対象になり得るとお考えでしょうか。あるいは、意見表明自体は取締役の仕事なのだから、監査役は外れるというふうに考えるのでしょうか。

○山下　直接適正情報開示義務を、というよりは、一種の監視義務のような形の義務違反ということになるのではないのでしょうか。だから、監視義務という形で持っていけば、それはもちろん責任の対象になり得るのではないかとは思いますが。

○川口　監視義務という場合、例えば取締役会で意見表明の内容を審議して決議するのだから、取締役会に出席義務のある監査役は何らかの役割を果たすべきと考えるということですね。

○山下　そうですね、そのようなことかなと思います。

【MBO・組織再編以外の場合についての解釈への波及】

○片木　二点ほど教えていただけたらと思います。MBOに基づく公正価値といえますか、利益の価値の最大化といえますか、それについては、株主に対する義務として会社法423条1項を類推適用するのか準用するのかというお考えを示しておられます。経営上、取締役の行為が明らかに適切でないという場合でも会社に損害が生じていないというのは、考え方に異なりますが、有利発行の場合とか、不公正な吸収合併などの場合にも生じ得るわけですが、先生の考え方では、そういう場合も含めて全て一種の株主に対する義務という形で構成して責任追及の可能性を考えていくというお考えであるのか、これはMBOに固有の考えというふうに理解していいのかというのが一点。

もう一点は、先ほどちらっと不法行為責任で考える余地もあるのかなというふうにおっしゃったと思うのですが、この事件でも不法行為の追及もあって、それで会社法350条による会社の責任も追及されていたのですが、あるいは控訴審ではそのあたりが結局議論にはならなかったのかなと思います。現在、取締役の業務執行で故意・過失があるということで株主に対して不法行為責任が認められているのは、金商法上の開示義務違反の場合が非常に多いかと思います。この場合には、いわば金商法上の開示制度が証券市場におけるマーケットの価格を担保するような一種の広い社会的な義務であるということから、取締役が不法行為法上も責任を負い得るというふうな考えがあるのだらうと思うのですが、こういうふうな会社における少数株主と多数株主との利害がかなり反する場合というものについてのいわゆる信認義務とか、そういったものが不法行為法上の根拠となり得るという理論構成ができるのかということをお聞きしたいのですが、

○山下　1点目は、おっしゃるように、仮に取

締役が株主に対しても利益を配慮する義務を負うということになると、事はMBOその他のキャッシュ・アウトなどにとどまらず、新株発行だとかいろいろな会社法の全局面に及んでくるはずなので、逆に私が本日言いたかったのは、公正価値移転義務のようなものを一般的に支持されるとすれば、事はそういう方向の問題に進んでいくのであって、それは大変なことではないでしょうかということだったわけです。だから、会社法423条1項の類推適用というのはそう簡単に——研究会だから口頭で言っていますが——論文に書けるかということ、なかなか厳しいところはあるなあというところですね。

それから、不法行為の点ですけれども、これは何か理論的な根拠がしっかりあって、だから不法行為になる、責任を認めるということでは全くありませんで、日本の不法行為というのは非常に柔軟な責任ですから、本来はもっと別の契約責任なりその他の責任がきちんと解釈論上確立されるべきであるところ、それが不十分なので不法行為によって埋め合わせていると、そういう例は他の分野でもたくさんあるのではないかと思うので、積極的な根拠があって不法行為と言っているわけはありません。

【シャルレ事件について】

○飯田　シャルレ事件判決の最後の「倒錯した理論構成」ではないかというところなのですが、これは確かに、結果的に頓挫しているので、あえて株主の利益に対する配慮義務というのは通さなくてもいいと思えるのですが、しかし、一般的に見ると、MBOにおいて不当な交渉をしないということはやはり株主に対する利益配慮義務みたいな観点から導かれるように思われます。通常の不祥事事件とはやや性質が違うので、やや迂遠な形ですが、判旨の理論構成も、それはそれとして理解はできるのではないかと思うのですが、いかがでしょうか。

○山下　そうかもしれませんが、この事件であまりそれを延々とやる必要はなかったのかなとい

う、それだけの感想です。（笑）

○伊藤　それでは、ちょうど時間になりましたので、本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。ありがとうございました。

2017年1月27日

第3回金融商品取引法研究会

会社法関連の近年の判例(2)―MBO・納出しと取締役の責任

同志社大学 山下 友信

I レックス・ホールディングス事件

東京地判平成23・2・18金判1363号48頁
東京高判平成25・4・17金判1420号20頁

1 事実と判旨の概要

- Y1 会社 (レックス)
- Y2 (創業者、代表取締役)
- Y3~Y5 (取締役)
- Y6 (監査役)
- Y7 (社外監査役)

旧レックス

H18. 8. 21 業績下方修正公表 (株価30万⇒22日・25万、9月26日・14万)

1.1. 1.0 業績下方修正

AP8公開買付プレスリリース (買付価格23万円、全部取得によるMBO)
取締役会賛同意見表明 (Y2は不参加、他は全員賛成) (株価2万円)

1.2. 1.2まで AP8、91%の株式取得

1.9. 3. 2.8 株主総会全部取得決議

4. 2.9 上場廃止

5. 9 全部取得効力発生、その後AP8が合併、レックスに商号変更

1.2 債務超過、20年に入り回復

Xの請求・主張

Y2 会社法429条1項・民法709条による損害賠償

強圧的に全部取得を実施、株主に対する情報提供により適切な判断機会を確保する

普管注意義務違反

普管注意義務・忠実義務として株主の利益を最大化する義務に違反
Y3~Y7 会社法429条1項による損害賠償
Y2に対する監督義務違反
Y1 会社 会社法350条による損害賠償請求
旧レックスの代表取締役Y2の不法行為
損害額 別件価格決定裁判による価格33万円と23万円との差額
一審判決 請求棄却
Y2 株主共同の利益に配慮する義務 違反なし
利益相反の程度は強いが、不十分ながら解消措置がとられた
価格最大化の交渉義務あるか疑問、公開買付価格につき株主共同の利益に配慮する義務違反なし、8月プレスリリースはジャスダック規則によるもの
他の被告も当然に責任なし

控訴審判決

Y2~Y7を分けずに検討

MBOを行うことは経営判断

取締役・監査役は普管注意義務の一環として、株主共同の利益に配慮する義務から公正価値(シナジーを反映した価値) 移転義務を負う 義務違反なし

取締役・監査役の義務が会社に対する義務であることは上記のことを排除しない
企業価値を反映した買収価格であるかどうかは株主の総意にゆだねるべきもの。ただし、本件ではその前提となる情報開示が不十分、総会決議でも不十分

AMC評価書による公開買付価格は客観的に適正

取締役は、MBO指針の定めるような情報提供義務は負わない

取締役は、意見表明において株主が公開買付に応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報を開示する義務を負う

8月プレスリリース 株価操作を疑われる理由があるが、実情に合致していた可能性が高く、義務違反なし

賛同意見表明時 株価操作の疑いを払拭する情報を開示しなかったことは義務違反となり、疑いを払拭するためにAMC評価書を開示しなかったことが義務違反となる

義務違反と因果関係のある株主の損害はなし

株主が共同所有により把握している企業価値を超えて利益を得ることまでが取締役・監査役の普管注意義務により保護されるものではない

2 出发点としての株主共同の利益

している企業価値を超えて利益を得ることまでが、取締役の善管注意義務により保護されるところの根拠はないとして、価格最大化義務を否定している。換言すれば、なぜ価格最大化のような価格最大化義務を含まない義務という意義を持つ。換言すれば、なぜ価格最大化義務を負うといえないのかが要は重要な論点であり、これについては、後述する。

(2) 公正価値の判定

そういう前提で、公正価値移転義務を見ると、判決は、何が公正価値かについては、客観的な公正価値の判断が困難であるということから、本来株主の総意にゆだねられるべき問題であるということから出発する。

ここでいう株主の総意なるものがいかなる意味であるかが明らかでない。被告は、公開買付が株主の多数の賛同を得て成立したことを公正の表れと主張するようであり、判決もそれに答えているかのような部分もあるが、他では全部取得の株主総会決議の問題としているような部分もある。しかし、少なくとも支配株主も議決権行使ができた総会決議が成立することをもって公正さの保障とすることは説明がつかない。いずれにせよ、判決は、本件では適正な情報開示がなされていないから、株主の総意にゆだねられるべき場合ではないとして、公正な価値の審査を自らしているわけであるが、そうではあっても、この公正価値が株主の総意にゆだねられるべきであるという考え方は、学説も否定的に評価しているようであり、それには賛成することができ。ただ、株主の多数が賛同するということだが、後述の公正価値移転義務違反の成否を手続の公正さの審査を主眼として行うと考えると何か意味があるかという形では問題とはならない。判決は問題の位置づけを取り違えているのではないかと思われる。

それはともかく、判決は、本件では、いまだMBO指針による償行が成立していなかったことと、判決のいう適正情報開示義務違反があったということから、株主の多数の賛同があったことにより公正価値の移転がされたという推認ができなかったとして、本件公開買付価格の客観的適正さについて自ら審査する。具体的には、公開買付価格の算定をした第三者の評価をレビューし、不合理なところはないとし、また、8月プレスリリースという株価操作の疑いがある情報開示がされたことによってもその判断に変わりはないとする。公正価値の審査としての本判決の審査については、第三者評価機関の意見書の実質的な審査としては甘いという評価がある。

「そこで示された義務違反の事実は・・・価格に關して一応の説明さえつけば義務違反とはならぬという疑やかなものであり・・・」(白井正和「レックス・ホールディングス損害賠償請求事件 東京高裁判決の検討」ビジネス法務13巻11号51頁(2013))

もともと、判決の立場に立つとすれば、原告側に見るべき主張がなかったということとともに、レ社の経営・財務状況からすれば23万円という公開買付価格について少なくと

以下では、レックス・ホールディングス事件（以下、レ社事件という）高裁判決について検討する。

判決は、MBOを行うこと経営判断原則ということが出発点とされているが、それは実質的には意味のある判示としては機能していないので、この点については省略する。MBOを行うという判断自体が善管注意義務に違反することは理論的には考えられるが、通常は問題とならず、MBOの進め方が問題となるであろう。

レ社事件では、株主が取締役の会社法429条1項の責任を追及しているのであるから、同項に関する判例法理では、取締役が責任を負ったことが責任成立の要件となるはずである。ところが、一番以来、原告が主張している任務懈怠は、MBOに際しての情報開示が不十分であったということと、価格最大化を怠ったということであるから、前者はまさに後者は締め出される少数株主の利益を図ることを怠ったこととであり、会社には何らかの不利益が生じるような任務懈怠があったことは主張されていない。それにもかかわらず、任務懈怠の要件が満たされたという説明をするために、判決は株主共同の利益を図ることが取締役の任務であるとしたうえで、公正価値移転義務を善管注意義務から導いて、少数株主の利益を図る義務を導く。取締役の任務は会社の利益を図ることであり、株主の利益を図ることではないという被告の主張を明確に斥けている。

アメリカ法のように取締役が会社に対してとともに株主にも信託義務を負うという法理がないことにより会社法上の問題の解決が十分できないという問題意識は古くからあったと思われるが、容易に認められるところではなかった。株式以外を対価とする組織再編やキャッシュ・アウトが解禁されたことは支配株主の利益と合致する取締役と少数株主の利益相反構造を明確にしたものであり、理論の変更が要請されてきたものであろう。本判決の前後から、組織再編やキャッシュ・アウトの局面では、取締役は支配株主と少数株主との間の利害を合理的に調整することが任務であり、会社全体の利益になることにより取締役の行為を正当化できないという考え方が学説では支配的となりつづけてきた。このことについては、基本的には賛成すべきであるが、それはそれで会社法の理論に大きな影響がある問題なので、これについては最後に改めて検討することとし、まずは判決の各判示について検討する。

3 公正価値移転義務

(1) 意義

原告が主張していたのは価格最大化義務のようであるが、判決は、これを否定し、代わりに公正価値移転義務を認めた。公正価値移転義務については、株主は、取締役が企業価値を適正に反映した公正な買取価格で会社を買収し、MBOに際して実現される価値を含めて適正な企業価値の分配を受けることについて共同の利益を有することから、取締役が企業価値を反映しない安価な買取価格でMBOを行い、旧株主に帰属すべき企業価値を取得することが善管注意義務違反となる。他方で、株主が共同所有により把握

も事後的にみれば不合理なものではないという判断が客観的にも可能であったということかと思われ。原告の本訴提起の動機としては、価格決定の裁判では33万円というものが公正価格とされたことが大きく影響していると思われ、同裁判の価格決定は、レ社側の対応に問題があったことが大きく影響したことは指摘されており、事後の救済を求める本件訴訟では、原告側が、評価が不当であることの主張立証をしなければ、証拠として提出された価格算定書等だけを見て一見して合理性を疑わせるような事情がなければ、裁判所としては公正さの審査をすることには自ずから限界があり、判決の結論は不当なものとはいえないということにならう。

(3) 手続の公正さの審査

本判決もいうように、本来は公正価値を客観的に評価することは容易でないということから、学説では、公正さの審査は直接価格を審査するのではなく、価格決定の手続の公正さの審査に主眼を置くべきであるという考え方が有力となりつつある。

(価格決定の裁判における審査のありか)に関する最判平成28・7・1を紹介しよう。(責任追及事例においても、基本的にはこのような解釈が妥当するというべきであろう。取引の内容(特に、価格)の公正さそれぞれ自体を裁判所が審査することは一般に困難で、結果の予測も困難となりがちであり、責任追及のリスクから、取締役が買収・再編後自己を購置する危険が大きいが、公正さの審査が形式に流れる危険には留意しなければならないが、一般に公正と認められる手続が実質的に行われたと認められる場合には、取締役の善管注意義務違反を否定するのが妥当であろう。) <ただた取引条件(価格)を尊重し、取締役の善管注意義務違反を否定するのが妥当であろう。> <ただたし、注で米国では手続の審査が実質的なものであることを指摘> (田中「企業買収・再編と損害賠償」法律時報88巻10号24頁(2016))

もつとも、このような立場をとるとしても、手続の審査がどのようにされるべきかには相当の幅があると考えられる。価格決定の裁判では、公開買付価格をもつて公正な取得価格とするものが多いが、その判断の過程としては、第三者評価機関の公開買付価格の算出過程や会社の公開買付賛同意見表明に至る過程が詳細に認定されるのであり、その過程において明らかに不合理な条件が仮定されていたりしたとすれば、株主側がその点を攻撃することにより、公正な評価とはいえないとされ、価格を直接審査するのと実質はあまり変わらないこととなるかもしれない。この点は、最判平成28・7・1の判旨をどのように理解し(現状のキャッシュ・アウトの実務程度であればそれと十分とする趣旨なのか)、また評価するかということにもかかってくるであろう。この点は、まだ学説の評価も明らかではない。

4 情報提供義務

本判決は、MBO指針が定めるような取締役が当然に負う特別な情報提供義務はないとしながらも、取締役の善管注意義務に基づき株主が公開買付に応じるか否かの判断にとって重要な情報を開示する義務としての適正情報開示義務はあるとする。本件では、8月ブレスリリースが株主操作ではないかと疑われる事情があったことから、まず同リリース自体が義務違反になるかを検討し、それは否定したが、11月の公開買付賛同意見表明に際しては、8月にMBOの準備が進められていたことから、8月ブレスリリースが株主操作のために行われたのではないかと疑いを払拭する情報として具体的に第三者機関の評価書を開示しなければ株主は価格を判断し得なかったものとして、それらを開示しなかったことが適正情報開示義務に違反したとした。

本件事件は、MBO等に関するMBO指針、金商法の開示規制、証券取引所規則による開示規制が整備される前の事実であり、会社法上の全部取得等についての事前開示規制も整備されたことから、判決の特別な情報提供義務がないという判断は現在ではその意義を失っている。会社法、金商法の法令上の開示規制を遵守することは取締役の任務そのものとなるし、MBO指針や証券取引所規則による開示も法令に準ずる規範として遵守することと取締役の任務となつていえると考えられ、これらに違反し、情報を開示せず、あるいは不実の情報を開示することは取締役の責任の原因となりうる。

そうであるとする、特別な情報提供義務がないという解釈を前提とする判決のいう適正情報開示義務についても、現在においてはその意義は大きく変動しているのではないと思われる。判決の適正情報開示義務について、学説は、判決が上記法令等でカバーされない情報を、取締役の会社法上の解釈論上の義務として課しているとして理解して、その当否を論じているように思われる。

「確かに、会社の運営・管理に直接関与せず、それ故十分な情報を持たない株主が適切に判断を行えるようにするために、一定の情報開示義務を取締役に課すことには合理性があるかもしれない。ただ、開示すべき情報の内容を(制定法や取引所規則といった形で)具体的に特定せず、「株主が公開買付けに応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報」といった、一般的・抽象的な内容の情報開示義務を課すことについては、何が開示すべき情報に当たるかを取締役が判断することが困難となり、買収・再編に対して萎縮効果を及ぼすのではないかという懸念がある。」 <この後の部分では、取締役に義務を課すことは有意義ではあるが、日本法では取締役の責任リスクを高めるという問題があると> (田中・前掲27頁)

情報開示義務をどこまで負わせるべきかは大変な難問であるが、考えるべき視点はいくつか複合的にあるのではなからうか。

第1に、情報格差のある当事者間での取引における情報開示という視点である。MBOでは、要は、株主は公開買付に応じて株式を売却するか否かの判断を迫られるわけであるから、出発点としては、契約法の問題として情報格差のある当事者間で情報開示義務が生

令上の開示事項では何が不足しているのかを、まずは実証的に明らかにしていく作業がされるべきであろう。

(5) その他一取締役の立場と義務違反の判断の方法
 一審判決は、買収取締役Y2について、株主共同の利益を図る義務に違反したか否かを検討し、それが否定されたことから、他の取締役の監視義務違反は取り上げられるまでもないとして判断されなかった。ところが、高裁判決は、取締役の義務を一般的に論じており、具体的な義務違反の判定についても各取締役の立場に応じた検討をしていない。このことをどう考えるべきか。なお、シャルレ事件では、買収取締役と社外取締役とを分けて検討している。

MBOを構造的な利益相反性のある行為とすれば、会社法上の利益相反取引の規制の枠組みに従い規制することが考えられる。利益相反取引では、利益相反のある取締役自身は取締役会の承認の決定に加わらず、その他の取締役が承認するか否かの決定をすべくとなる。この場合に利益相反取締役も、その他の承認をした取締役も、取引が公正でなければ任務懈怠となると考えられるが、公正さの判断が、利益相反のある取締役とそれを承認する他の取締役とで同じかどうかは、利益相反取引についても必ずしも明らかではない。判決は、この点で区別して考える必要はないという理解かもしれないし、公正さの判断基準が異なる、すなわち買収取締役にとつては厳格であることも現実的には困難であろう。現在の実務では、買収取締役は形のうえで公開買付価格の決定には参加しないようになっているが、そのことにより判決のいう公正価値移転義務の判断に影響はないのである。

5 価格最大化義務ないしレプロン義務
 株主利益配慮義務が認められるとして、レックス事件判決のように公正価値移転義務は認められるが価格最大化義務は認められないという考え方の当否については議論がありうる。レ事件判決は、現にある企業価値を超えた価値を株主に保障する必要はないという説明をするが、たとえば、MBOが進められる一方で、その公開買付価格を上回る価格の敵対的公開買付が仕掛けられ、あるいは友好的買収の提案がされた場合に、取締役として判決のいう公正価値移転義務しかないという判断になるかといえれば明らかか疑わしいといわなければならない。他方で、極端なレプロン義務のように、オークションにかけなければならぬというような義務まで認めることについては現実的でないであろうし、アメリカでもレプロン義務とはいえないかなり柔軟な義務とされている。そういう前提では、株主利益配慮義務を肯定しながら公正価値移転義務とされないという考え方は理論的整合性を欠くのではないかと考えられる。有力学説もそのような方向で考えており、これには賛成することができるとは、義務の具体的な内容について、M&A市場の実情がどのようなものかを踏まえてさらに議論を深化させることが必要であろう。

じるのはどのような場合かということが参考になりうる。もっとも、ここで問題となっておりのは取締役の義務ということであるが、取締役も自らMBOを行う取締役は言うに及ばず、その他の取締役も賛同意見表明という行為により公開買付を支援する行為をしているわけであるから、公開買付者に準じて考えることができる。

そのような観点からどのような情報開示義務が認められるかであるが、消費者取引でもないでこれはそう簡単ではない。しかし、不実表示ということになれば、債権法改正では不実表示による取消権を規定することは見送られたが、錯誤取消事由の中に実質的に盛り込まれたように、情報提供義務よりは肯定しやすいといえる。もし不実表示は許されないとするとすれば、ある情報を開示しないことが実質的に不実表示といえるかどうかを検討することとなる。

第2に、株主利益配慮義務を負うとされる取締役として株主に対してどのような情報開示義務を負うかという観点である。第1の視点は、取引の両当事者間の情報開示義務を問題とするのであるが、取締役が株主利益配慮義務を負うとすれば、取締役の情報開示義務は第1の視点におけるよりも加重されたものになるということができないかが問題となる。

第3に、利益相反がある場合の情報開示という視点である。通常の利益相反取引であれば、取締役会の承認に際して重要な事項を開示することが必要となるが、これは利益相反取引を承認するかどうかの判断権者に重要な情報が開示されなければ適正な判断ができないうという考え方によっている。キャッシュ・アウトでは、公開買付に応じるか否かという判断を株主自身に迫るわけであるから、利益相反がある取締役とこれに賛同する他の取締役には、株主が適正な判断をするために必要な重要な情報の開示義務が課されるべきであるということになる。

これらの視点のうち第2、第3の視点から考えていくと、取締役が善管注意義務・忠実義務に基づいて情報開示義務を負い、それはそれほど軽いものではないということも否定しがたいことであると考えられる。上記のようにキャッシュ・アウトにおける情報開示規制が会社法でも相当に整備されたこともこのような考え方によるものということができる。したがって、現実的には、会社法等により必要な情報を超えてどこまでの情報開示が義務づけられるかという問題となるが、通常の会社の行為については会社法で規定された情報を開示すればそれで義務違反になることはないのに対して、キャッシュ・アウトのような利益相反がある行為においては、株主の判断にとって重要な情報の開示をすることが義務とされるということも認められるべきであろう。

レ事件では、当時の法規制の下で情報開示がきわめて不十分なものであったという状況下では、株主が公開買付価格について適切な判断をするための情報を開示する義務があったというところである。現在では、法令等により開示が義務づけられるものではないが、取締役の利益相反に関して株主の判断にとって重要な情報があればそれが開示されるべきであるということになると考えられる。このような観点から、現在の価格算定の実務と法

学説には、構造的な利益相反がある場合に限らず、株主間で価値の移転が生じる場合には株主利益配慮義務が認められるという見解もある。この立場からは、たとえば、合併における合併比率など組織再編対価についても、親子会社間の組織再編のごとき場合のみならず、独立当事者間の組織再編の場合といえども、自社の株主にとって不利益な合意をすることは義務違反となることがなる。もともと、取締役が組織再編対価の公正に配慮する義務そのもの否定されてはならず、対価が不正であることによる会社に対する義務懈怠責任については、会社に損害がないという理由により否定されてはならない。429条1項による責任が追及された裁判例では、一種の経営判断原則によるものはいえ、取締役は公正な対価とすることが任務とされているのであり、株主利益配慮義務はすでに認められているということではできないかもしれない。株主利益配慮義務という概念を認めるのであれば、利益相反がある場合に限定されるべき合理的な理由はなく、次に見るような義務の内容に差異があるだけであると考えると考えるのが理論的には素直ではなからうか。

「取締役はMBOのような利益相反型の場合でなくとも、株主の利益を守らなければならないという義務は当然に会社法上の義務として負っており、ただ、MBOのような利益相反型の場合には、一方の株主の利益が害されることが非常にありうる状況なので、実際に株主に損害が生じたときは、会社法429条1項の悪意、重過失が認定されやすくなるという問題が出てくるのだろうと思います。」(江藤憲治郎ほか「座談会・MBO取引・完全子会社化時の取締役の行動規範を考える」(上) ビジネス法務11巻6号34頁(2011))

(3) 義務違反の成否の判断

レ事件では、利益相反がある行為であることから判決は、公正価値移転義務について、公正価値を直接審査するという審査を行った。このような審査については、前述のように、直接審査するのではなく、手続の公正さを審査するという審査方法によるべきであるという見解があるが、いずれにせよ、経営判断原則の考え方を適用しないということでは意見は合致しているということができる。

これに対して、利益相反とはいえない場合にも株主利益配慮義務が及ぶとすれば、義務違反の成否の判断についてどのような審査をすべきかについては、明確ではない。この点については、経営判断原則によるという考え方もあるかもしれないが、事柄の性質はリスクのある業務執行行為をすることについて取締役が過大な責任を負わなければならないという解釈理論としての経営判断原則が適用される局面とは明らかに異なる局面であり、取締役の裁量を広く認める必要があるのかは疑わしい局面である。他方で、利益相反により総会決議が必要でもそれが不正なものとなるおそれがある場合は異なり、独立当事者間の行為で総会決議を経る場合には株主が支持した行為について取締役の責任をそう簡単に認めるべきではないという考え方もありうる。

(価格最大化義務は負わないという)「判断は、原審判決と同様に、MBOを行う取締役の利害関係に関する状況認識が取締役に甘いといわざるを得ない。構造的な利益相反関係が存在し、株主の強制的な退出を必然的に伴うMBOの場面では、株主に対して合理的に入手可能な最高の取引を実現するために、十分に情報を得て合理的に行動することを少なくとも要求すべきだろう。」(白井・前掲51頁)

(レプロン義務を果たしたといえるかどうか)「このような事情を総合考慮して判断を行う方法のほうだが、本判決が判旨2(公正価値移転義務)の当てはめで行った方法よりも、MBOにおける利益相反の問題に対する実質的な審査を行うこととなるのではないだろうか。・・・今後の裁判例の形成において、仮に公正価値移転義務を判断基準として採用するとしても、その当てはめでは以上述べたようなレプロン義務の視点をいれて審査すべきである。」(飯田秀穂「レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討」(上) 商事法務2022号23頁(2014))

6 判決の射程一株主利益配慮義務の波及

判決が、株主利益に配慮する義務を肯定したことは、学説からも広く支持されているが、これを肯定することは、会社法上の他の局面にも波及するところが少なくないと考えられる。以下、これを少し考える。

(1) 特別支配株主の株式売渡請求等

平成26年改正で新設された特別支配株主による株式等売渡請求の制度では、特別支配株主の売渡請求について取締役会が承認するという制度とされた。この取締役会の承認の意義はまさに取締役が少数株主の利益に合致する売渡請求であるかを判断することにあるとされているので、株主利益配慮義務はもはや実定法上も具体化されたといえる。

特別支配株主の売渡請求は株主総会決議を要しないキャッシュ・アウトの手段であることから取締役会に少数株主の利益保護の役割を果たさせるしかないが、株主総会決議を経る全部取得や株式併合でも取締役には同様の義務が課されることには異論はないと思われる。

このように株主配慮義務が認められるとすれば、判決の射程は全部取得以外のキャッシュ・アウトの制度にも及んでいくと考えられる。

(2) 構造的利益相反がない会社の行為

判決は、株主利益配慮義務・公正価値移転義務を認める出発点として、MBOの利益相反的性格について述べる(文言としては会社と買収取締役の利益相反といっている)。ここから、公正価値移転義務、その基礎にある株主利益配慮義務は、その射程は構造的利益相反が認められる会社の行為についてのみ及びぶという考え方が導かれる。これに対して、

東京地判平成23・9・29判時2138号134頁

「一般に、このような独立した企業間の株式移転は、当事会社が互いにそれぞれの事業計画に基づいて将来の取交の状況や経営統合によるシナジー等を予測し、交渉によって株式移転比率を含む経営統合の諸条件を合意することによって行われるものであるから、このような株式移転比率の合意には、将来にわたる企業価値の見直しやシナジーの予測等を踏まえた会社の経営者としての専門的かつ総合的な判断が必要となるべきである。したがって、このような判断事項の内容や性質等に照らし、株式移転比率に関する合意の任務に当たる取締役の判断が善管注意義務に違反するかどうか、あるいは、その判断の前提となった事実を認識する過程における情報収集やその分析に誤りがあるか、あるいは、その意思決定の過程や内容に企業経営者として明らかに不合理な点があることを要するものというべきである。」

①利益相反の問題がない、独立当事者間での企業再編であれば経営判断原則が適用される(…)。
 ②MBOや支配株主による企業再編の場合には、取引のプロセスが公正・合理的といえればやはり経営判断原則が適用され、③そうとはいえない場合には、対価それ自体の公正性を審査するという枠組みで判断するべきである。」(飯田秀徳「特別支配株主の株式等売却請求」神田秀樹編『論点詳解平成26年改正会社法』156頁(商事法務、2015))

(4) 義務違反の効果

判決では、429条1項の責任が問題となったことから、取締役の株主利益配慮義務に基づく公正価値移転義務、適正情報開示義務違反を任務解怠とすることにより、同項の責任を認めることが従来の法解釈の上で可能となる。もともと、429条1項の責任の趣旨については、特に直接損害事例ではなぜ会社に対する任務解怠が同項の責任を導くかについて明確でないところがあったが、公正価値移転義務のように株主に対する義務を承認することにより任務解怠が少数株主に対するものであるとされると、直接損害についての責任を認めることができるようになる。

しかし、これはたまたま429条1項という特別責任規定とそれについての判例法理があったからそれで済んでいるだけの話であって、それで満足するのではなく問題は、それと違反したから本来どのような効果が生じるかが論じられなければならないはずである。すなわち、会社に対する善管注意義務違反については、過失基準で428条1項の任務解怠責任が認められるのであるから、同じく善管注意義務に根拠づけられる限りでは、429条1項に行く前に、株主に対して善管注意義務＝任務解怠責任が成立するかどうか問題とされるべきである。その点が明らかにならない限りでは、判決が認め、学説も支持するようになっている株主利益配慮義務というものも、429条1項責任の要件としての意味があまり明確でない任務解怠概念に支えられているにとどまり、未だ生成途上の義務というのが実態ではないかと考える。

II シャーレ事件判決

神戸地判平成26・10・16金判1456号15頁
 大阪高判平成27・10・29金判1481号28頁

1 事実と判旨の概要

事実 (高裁による)

Y1 創業者の長男、取締役・代表取締役

Y2 Y1の母、取締役

Y3~5 社外取締役

B MBO担当執行役

H19~ 創業家一族とフアンD社とMBOを計画

20. 7~ シャーレ委員の第三者の株価算定 想定した700円より高い

8. 14 C900円で引下げ、Y1 第三者算定株価より低い買付価格(700円)をBらに指示

8. 27 Y1 以後取締役会等に不参加を表明、Y3らが以後交渉

8. 31 取締役会で利益計画作成

9. 5 Y3らの善管注意義務違反の可能性を示唆する法律事務所意見ドラフト

受領を拒否

9. 13 利益引上げの計画を作成、Cに提出

9. 17 Cが評価額を上方修正

9. 19 公開買付公表(公開買付価格800円)、A社賛同表明、法律事務所から

法的論点に関する説明を受けていた旨記載

10. 19 内部通報

10. 31 第三者委員会報告

11. 19 銀行の融資拒否

12. 2 取締役会、賛同不可の決議、創業家一族も応募を撤回

公開買付不成立、MBO頓挫

X 請求・主張

MBO頓挫による無駄な費用支出、会社の信用失墜から会社に対する任務解怠責任

一審

争点 Y1らの価格決定プロセスへの不当介入による善管注意義務違反

Y3らの監程義務違反

が重い責任リスクを負うことになったことは否定できない。」<続けて、買収取締役は交渉過程に関与しない実務が望ましいと指摘> (田中・前掲26頁)

本件では、会社に対する任務懈怠責任が問題となっているが、高裁判決は、株主利益配慮義務から公正価値移転義務を導く一方で、公正価値移転義務がなくても価値の移転につき公正を確保する義務が導かれ、後者の義務違反が会社に対する任務懈怠となり会社の損害についての責任を負うとする。会社に対する任務懈怠を導くのに株主に對する義務から出発し、そこから派生的に会社に対する義務を導いているようであるが、これはレックス・ホールディングス事件判決に引きずられたいささか倒錯した理論構成ではなからうか。Y1らの買収取締役がMBOを行うこと自体は許容されたことであるが、MBOを進める上で会社の利益を侵害しないように行動することは取締役としては当然の義務であり、Y1の公開価格引き下げのための工作はまさに内部告発をされるような自己の利益を図る不当な行為であり、それが判明したことによりMBOの頓挫につながり、会社にもさまざまな費用損害が生じたものであり、Y1の任務懈怠責任を認めることは一審判決や高裁判決のようなさまざまな義務を乱発的に設定するまでもなく可能であったのではなからうか。そのような意味で、本判決の先例としての価値は高くないものと考ええる。

(以上)

Y1～Y5の情報開示義務違反

- MBO完遂尽力義務
- MBOの合理性確保義務 Y1らには違反なし
- MBOの手続的公正性配慮義務 Y1らには違反
- 株価決定の公正さ配慮義務 Y3らには違反なし (価格は不正ではない)
- 手続的公正性監視義務 Y3らには違反なし
- 手続的公正性配慮義務 Y3らには違反なし
- 情報開示義務 Y1ら・Y3ら 9.19プレスリリースにおける法律事務所の説明を受けた旨の記載が義務違反
- 会社の損害はY1らの手続的公正性配慮義務違反によるもののみ因果関係あり

控訴審

- 利益最大化義務
- 株主に對して公正価値移転義務を負う
- 株主に對して公正価値移転義務の違反がないとしても、企業価値の移転につき公正を害する行為を行えば、会社に対する責任は成立しうる
- 合理性確保義務 違反なし
- 公正な手続を通じた株主利益への配慮 株価算定への介入が義務違反、Y2もY1の監督懈怠で違反
- Y1らの価格算定介入についての監視義務違反、価格算定への不当介入 Y3らには義務違反なし (価格は不正ではない)
- 情報開示義務違反 Y1ら、Y3らとも義務違反なし

2 検討

シャルレ事件は、MBOに失敗した買収取締役の会社に対する任務懈怠責任が問題であり、失敗に終わったことに関連して会社が発生した費用損害についての責任が問題となっている。高裁判決は、株主利益配慮義務があるということから出発し、Y1が公開買付価格を引き下げるよう画策したことが価値の移転に関して手続の公正を確保する義務違反になるとしている。このような高裁判決の理論構成については、学説は概ね支持しているようである。

「確かに、Y1の介入行為は、・・・ひたすらシャルレ社の買収実現という自己の目的を追求していると評価されても仕方ない行為であって、これが取締役の善管注意義務に違反するとした本判決の結論は支持できよう。とはいえ、本判決により、MBOの遂行過程の一部にでも不正な行為があれば、たとえMBO自体は公正な条件で行われたとしても、義務違反が認められることになり、取締役

（2017/1/27 金融商品取引法研究会）

資料 レックス・ホールディングス事件高裁判決（抜粋）

「1 MBOに当たり取締役及び監査役が負う義務について
 (1) 取締役及び監査役は、委任の関係を立ち、取締役及び監査役は、会社に対して、取締役及び監査役としての善良な管理者の注意義務を負い（会社法330条、民法644条）、取締役は、忠実義務（会社法355条）を、監査役は取締役の職務執行を監査すべき義務（会社法381条1項）を、それぞれ会社に対して負っている。取締役が、MBOにより、その経営する会社を買収しようとする場合にも、当該取締役は、善管注意義務や忠実義務を免れず、例えば、取締役が、職務上の地位を利用して、自己又は第三者の利益を図るためにMBOを行うことが忠実義務に反するとして自己又は第三者の利益を図るためにMBOを行うことが忠実義務に反するとして、仮にそのようなMBOが行われた場合には、これを阻止し得なかつた他の取締役及び監査役についても、それぞれ善管注意義務違反の問題が生じ得るものと解される。
 イ もっとも、MBO報告書及びMBO指針（甲6の1及び2）によれば、MBOは、一般に、市場における短期的圧力を回避した長期的思考に基づく経営の実現や、株主構成が変更されることによる柔軟な経営戦略の実現、従業員等の士気の向上などの狙いをもって行われ、規模の拡大等により複雑化した企業内部のインセンティブ構造（インセンティブ構造）とは、要求や行動、それを引き出すために有効な刺激などが機能して成り立つシステムをいう。を単純化し、経営者及び株主間のエージェンシー問題（「エージェンシー問題」とは、企業所有者である株主が経営を取締役に委任しているエージェンシー関係において両者の利益が一致しない問題をいう。）の解決を図るなどの経済的意義を有し、有効に活用すれば企業価値の向上に大きく資するものと評価されており、我が国においても、近年、増加傾向にあることが認められる。上記のようなMBOの経済的意義や社会的評価に照らせば、取締役が、MBOの経営上の効用に著目し、会社の企業価値を向上させて会社の利益を図るためにMBOを行うことは、関係法令に違反し、又は、会社の経営状況その他諸般の事情を考慮した経営判断として著しく不合理と認められるなどの事情がない限り、許容されるものであり、取締役及び監査役の善管注意義務が直ちに問題となるものではない。
 ウ ただし、株式会社は、会社の企業価値を向上させて、会社の利益ひいては企業所有者たる株主の共同の利益を図る仕組みの営利企業であり、取締役及び監査役の会社に対する善管注意義務は、会社、ひいては、株主の共同の利益を図ることを目的とするものと解される。そして、MBOは、経済的には、個別の株式取引の集積にとどまらない企業買収取引であったり、株主が受ける株式移転の対価は、一般に、企業価値を基礎とする買収価格を発行済株式総数で除して求められ、企業価値の全体が取締役（及びこれを支援するファンダ）に移転して、株主は、株式移転の対価という形で、企業価値の分配を受けることになるものである。」

また、MBOには前記のような経営上の効用があることから、MBOに際して実現される価値があり、その価値のうち旧株主に帰属すべき価値がプレミアムであると考えられる（甲6の1及び2）。そうすると、MBOにおいて、株主は、取締役（及びこれを支援するファンダ）が企業価値を適正に反映した公正な買収価格で会社を買収し、MBOに際して実現される価値を含めて適正な企業価値の分配を受けることについて、共同の利益を有するものと解されるから、取締役が企業価値を適正に反映しない安価な買収価格でMBOを行い、旧株主に帰属すべき企業価値を取得することは、善管注意義務に反するといふべきである。

したがって、取締役及び監査役は、善管注意義務の一環として、MBOに際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務（以下、便宜上「公正価値移転義務」という。）を負うと解するのが相当であり、MBOを行うことと自身が合理的な経営判断に基づいてい場合（前記イ）でも、企業価値を適正に反映しない買収価格により株主間の公正な企業価値の移転が損なわれたときは、取締役及び監査役に善管注意義務違反が認められる余地があるものと解される。」

「・・・会社の利益は、ひいてはその所有者である株主の共同の利益であるから、MBOに当たっても、取締役及び監査役には、企業価値を適正に反映しない安価な買収価格による企業価値の移転によって、株主の共同の利益が損なわれることがないよう配慮すべき善管注意義務があるといふべきである。そして、MBOについては、前記（1）イで説示した社会的評価の一方で、取締役と株主との間に利益相反的構造が生じることや、大きな情報的非対称性があることなどが、弊害ないし懸念として指摘されており（甲6の1及び2並びに弁論の全趣旨）、いわゆる利益相反取引や競合行為と同様に、取締役及び監査役の善管注意義務による株主の共同の利益の保護が強く求められるものといふべきである。会社にとつて合理的なMBOであれば、企業価値を適正に反映しない安価な買収価格であっても取締役及び監査役に善管注意義務違反が生じないと解する被控訴人らの主張は、会社を株主の共同の利益から切り離して考えるものであり、営利企業である会社の性質に反するものといふべきであるから、採用することはできない。」

「2 情報提供義務について

(ア) 情報提供義務に関する控訴人らの主張には、MBOを実施する場合、取締役が、当然に、その実施に至ったプロセス、当該時期にMBOの実施を選択した背景・目的、MBOが成功した場合の業績予測、MBOを実施しなかった場合の業績予測、MBO価格設定の根拠や交渉経過、株主が当該MBOについて反対をする場合の取扱いや、当該株主が取り得る手段等について、株主に対しては、株式を売却するか否かの選択によって強圧的な効果が生じないように十分に配慮した充実した説明をすべき義務を負うかのよう主張する部分がある。そして、MBO報告書及びMBO指針（甲6の1及び2）には、株主に対する説明のあり方に関して、控訴人らが主張するような説明を推言する部分があることは、前記引用に係る原判決が認定した事実（前掲事実を含み、前記のとおり改めた後のもの。以下「認定事実」とい

う。)のおとおりである。

しかし、認定事実のおとおり、本件MBOは、平成18年11月10日(本件公開買付手続)から平成19年7月11日(本件任意売却手続)にかけて行われたものであり、当時はMBO報告書もMBO指針も存在していなかった。MBO指針は、その記載によれば、「実務上のMBOの公正なあり方を模索することにより、今後我が国企業社会においてベストプラクティスが形成され、今後の我が国におけるMBOが、公正・健全な形で更に発展していくことを目的とする」(甲6の2・3頁)提言として公表されたものと認められ、このような提言は、慣行として取締役の行為義務となることとあるとしても、少なくとも、本件MBOの時点で、取締役の行為義務となっていたと解することはできない。したがって、本件MBOにおいて、取締役が、MBO指針に基づく情報提供義務を負っていたと解することはできず、他に、本件MBO当時、MBOを行う取締役が当然に負う特別な情報提供義務が存在していたと解する根拠は見当たらない。

(イ)もともと、会社と取締役とは、委任の関係に立つものであり、個別の事案の具体的な事情の下で、MBOに関し、取締役に控訴人らが主張するような情報提供義務が生じる場合は当然あり得る(民法645条)。また、MBOの場合でなくとも、一般に、会社の業績等に関する情報開示を行うときには、取締役は、当該情報開示を適正に行うべき義務を、善管注意義務の一環として負っていると解される。(証券取引法5～22条参照)。

本件の争点の一つは、8月プレス・リリースが本件MBOのための恣意的な株価操作だったのではないかという点であるところ(別紙3「争点整理表3」)、取締役が株価操作の目的で恣意的な情報開示を行うことは、MBOのためでなくとも善管注意義務に反するものと解される。仮に株価操作とまで認められない場合でも、客観的にみて株価操作と疑われても当然といえるような状況があるときは、受任者として善管注意義務を負う取締役に、その疑いを私法上の説明をすることが求められることもあり得るといえるべきである。また、認定事実のおとおり、旧レックスは、本件公開買付けに際し、本件賛同意見表明を公表しているところ、株式公開買付けについての対象会社の意見表明は、証券取引法において、直ちに内閣総理大臣に提出すべきものと定められている(同法27条の10)。これは、株式公開買付けについて対象会社がどのような意見を有しているかは、株主が的確な判断をする上で重要な情報であるからであり、その重要性に鑑みて、本件MBO当時は任意であった対象会社の意見表明報告書の提出は、現在では義務化されるに至っている(金融商品取引法27条の10)。これらの法の趣旨に照らせば、本件MBO当時においても、取締役は、善管注意義務の一環として、株式公開買付けにつき会社として意見表明をするときは、当該意見表明において、株主が株式公開買付けに際しての意思決定を行う上で適切な情報を開示すべき義務を負っていたと解するのが相当であり、例えば、賛同意見表明において、株主の判断のために重要な事項について虚偽の事実を公表したり、又は公表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な重要な事実の公表をしなかった場合には、善管注意義務違反の問題が生じるものというべきである。」

「3 価格最大化義務について

価格最大化義務に関する控訴人らの主張は、MBO先遣国とされている米国デラウェア州の判例法上、MBOに際して取締役が負うとされているという「レプロン義務」なる義務を根拠とする主張であったが、我が国で行われた本件MBOに直ちに妥当するものではない。仮に、上記主張が、企業価値の公正な移転を超えて売却価格を最大限に高める義務を負うという趣旨であれば(ただし、控訴人らが依拠するレプロン義務自体は、必ずしもそのような義務であるとは解されない。)、株主が共同所有により把握している企業価値を超えて利益を得ることなどが、会社法上、取締役及び監査役の善管注意義務によって保護されると解する根拠は見当たらない。一方、上記主張が、企業価値の公正な移転を図るべき義務を負うとの趣旨であれば、それは控訴人らが主張する公正価値移転義務と異なるものとは解されない。」

「4 公正価値移転義務違反の有無について

(1) 旧レックス及び被控訴人会社の経営状況等

(2) 株主の意思確認について

・・・イ 前記2で説示したとおり、MBOにおいて、株主は、取締役が企業価値を適正に反映した買収価格で会社を買収し、MBOに際して実現される価値を含めて適正な企業価値の分配を受けることについて、共同の利益を有するものと解されるが、会社の企業価値は、会社の将来の業績予想等の不確定的要素によって左右されるものである。また、MBOにおけるプレミアムが、MBOに際して実現される価値のうち旧株主に帰属すべき部分と解されることは前記説示のとおりであるが、MBO報告書及びMBO指針(甲6の1及び2)においても、旧株主に帰属すべき価値と取締役がこれらに帰属すべき価値とを客観的に区別して算定することや、MBO実施前の市場株価がこれらの価値をどれほど反映しているかの判別等は実際には困難であるため、「プレミアムが何%以上であれば妥当である」といった一義的、客観的な基準を設けることはできないとされており、適正な買収価格といっても、一定の幅があるのが通常である。そして、その幅の中でどの程度の評価をもって企業価値を適正に反映した買収価格と認めるかは、最終的には、企業所有者である株主の総意に委ねられるものと解される。本件においても、旧株前日終値に約11%のプレミアムが付された本件公開買付価格を適正と考えるか否かは、最終的には、前記(1)で認定したように、過去には劇的な急成長を遂げたが、次第に成長が緩やかになり、純損失を計上することもあった平成18年12月期の状況において、5月プレス・リリースや8月プレス・リリースを含めて、旧レックスが公表する業績予想や旧株の株価の推移をどのように捉え、今後の業績をどのように予想し、旧レックスの企業価値をどのように評価するかを踏まえた旧株主の総意に委ねられるものである。」

の当否にかかわらず、AMC 評価書の評価は、結論として、第三者による旧レックスの企業価値についての一つの客観的で合理的な評価として排斥し難いものと認められる。適正な買収価格に一定の幅があることは、前記説示のとおりであり、類似会社比準法及びDCF 法からは十分なプレミアム水準とされる本件公開買付価格が、本件MBO 当時の旧レックスの企業価値を反映した株式価格ではなかったと認めることはできない。

(4) 公正価値移転義務違反の有無について
 その他、控訴人らが主張、立証するところを総合しても、本件公開買付価格が、本件MBO 当時の旧レックスの客観的な企業価値に比して低廉なものであったと認められるに足りる証拠はないから、本件MBO が株主間に不正な企業価値の移転をもたらしたとは認められない。したがって、その余について判断するまでもなく、公正価値移転義務違反に関する控訴人らの主張は理由がない。」

「5 適正情報開示義務違反について

(1) 8月プレス・リリースについて
 ・・・・エ 以上のとおり、8月プレス・リリースについては、本件MBO 当時の事情のみからすると、恣意的な株価操作ではないかと疑われるのも当然といえるだけの理由があり(前記ア)、これが本件MBO とは関わりのない形式的な理由から公表されたかのような被控訴人らの主張は理由がないが(前記イ)、業績予想については、事後的、客観的にみて、8月プレス・リリースの方が5月プレス・リリースよりも旧レックスの実情に合致していた可能性が高く、特別損失増加分も、企業会計上の裁量の範囲内のものであったのであり、被控訴人Y2 及び被控訴人取締役らは、実際に8月プレス・リリースの業績予想が旧レックスの実情に合致するものと認識するに至っていた可能性が高い(前記ウ)。

そして、認定事実のとおり、8月プレス・リリースは、適時開示規則に基づいて公表されたものであり、その3日後には、同じく適時開示規則に基づいて、平成18年12月期決算について見込みを公表する8月決算短信も公表されているところ、本件MBO を行うこと自体は許容されることであつたから、その検討の過程で、業績予想や決算見込みが変更されたときには、適時開示規則に基づいて、これを開示することもやむを得ないことと言わざるを得ず、8月プレス・リリースの公表自体をもって、直ちに適正情報開示義務違反と認めるところはできないものというべきである。

イ 本件MBO に際しての情報開示について

(イ) 8月プレス・リリースが、本件MBO 当時の状況のみからすれば、本件MBO のための株価操作ではないかと疑われても当然といえるだけの理由があるものであり、その公表自体が適正情報開示義務違反といえないとしても、本件MBO との関係では、本件情報が開示されなければ、旧株主が、8月プレス・リリースとの関係で、本件MBO に係る適正な買収価格を判断し得ないこととありである。

ウ しかし、株主が適正な判断をするためには、その前提として、取締役による会社に関する適切な情報提供の下で、判断の機会が確保される必要がある。認定事実のとおり、MBO 報告書及びMBO 指針(甲6の1及び2)は、このことを踏まえて、株主の適切な判断機会を確保することを三つの原則のうちの一つとし、充実した情報提供を提言しているところであり、株主の適切な判断機会が確保されるような慣行が成立した段階では、上記慣行を履行したMBO に多数の株主が賛同した場合に、それを株主の総意と推認することも考えられる。また、MBO の場合に特別な慣行が形成される以前においても、会社法は、株主総会を株主の意思決定機関と位置づけ、その意思決定が適正に行われるよう厳格な規制を設けているから、株主総会において、適正な情報が株主に伝えられた上で、一定の買収価格によるMBO に賛成することが決議された場合には、仮に、その買収価格が客観的にはその時点での客観的な企業価値を反映した株式価格を下回るものであったとしても、特段の事情のない限り、当該MBO による企業価値の移転は、株主の共同の利益を害するものとはいえず、反対した少数株主の保護を問題とすれば足りるものと解される。

しかし、本件MBO 当時は、上記慣行が成立していないのもろんのこと、その提言をしたMBO 指針さえ存在していなかったことは前記説示のとおりであり、本件MBO が株主総会の承認の上で行われたわけでもない。しかも、本件MBO では、実際に、株主の意思決定の上で重要な情報開示が行われていなかったことは、後記4(2)イで説示するとおりである。このような情報の不開示は、それ自体として適正情報開示義務違反の問題を生じることが、公正価値移転義務との関係では、適正情報開示義務が果たされていない状況では、株主の多数が賛同したことをもって公正な企業価値の移転があつたと推認することができないものというべきである。・・・

(3) 本件公開買付価格の客観的適正さについて

・・・イ 以上のとおり、AMC と旧レックス経営陣との間に、AMC の中立性を損なわせるような関係が存在していたと認められるに足りる証拠はなく(前記ア(ア))、AMC 評価書が採用した複数の算定方法を併用する方法(前記ア(イ))は、MBO 報告書及びMBO 指針において推奨されている方法である上、類似会社比準法及びDCF 法からは本件公開買付価格は十分なプレミアム水準であるとしたAMC 評価書の評価に不合理なところはない(前記ア(ウ))。そして、8月プレス・リリースが適正な市場株価の形成を妨げるものでないとのAMC 評価書の判断が誤つていたとしても、市場株価法が適用できなくなるにとどまり、それが類似会社比準法及びDCF 法による評価に影響するものではないから、上記判断が正当である以上、唯一プレミアム水準が低いとされる旧株前日終値について、同種事案と比較して積極的に妥当と評価するには至らないとの評価に止めたAMC 評価書の評価を不合理なものということはできない(前記ア(エ))。そして、AMC 意見書は、旧レックスの業績予想追加修正の不可避性を必須の要件としているが、旧レックスの業績が、本件MBO 後、更に下方修正されたことは認定事実のとおりである。

これらの事情を総合すると、8月プレス・リリースが株価操作であるとの控訴人らの主張

意見書は、平成18年12月13日施行の平成18年内閣府令第86号による改正後の「発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令」（平成22年大蔵省令第38号）においても、公開買付者に開示が義務付けられることとまると（甲46の2、47）を指摘する（別紙2「争点整理表2」の「被控訴人ら」欄中「1. 株主の意思確認に関する事情」（11））。

しかし、認定事実によれば、上記内閣府令は、本件MBOより前の同年9月には、案として公表され、本件公開買付け期間が終了した翌日に施行されたものであり、東京証券取引所が同日公表した「合併等の組織再編、公開買付け、MBO等の開示の充実に関する要請」においても、「MBOの際における開示について、対価の公正性や株主との利益相反回避措置等に関する説明を充実すること」が要請されているのであり、本件MBO当時においても、MBOについて取締役からの情報提供の充実を求める機運は社会において既に相当高まっていたと認められる。そして、控訴人らの主張するような情報提供義務が事案によって認められることは、これまで説示してきたとおりであるところ、本件では、8月プレス・リリースについて、旧株主から株価操作ではないかと疑われるのも当然といえるだけの理由があるのであるから、取締役は、受任者として、その疑いを払拭する説明をすることが求められたというべきであり、第三者機関の意見であるAMC評価書及びAMC意見書を開示しなかったことは、適正情報開示義務に反するものというべきである。

.....

(3) 本件適正情報開示義務違反による損害について

・・・以上によれば、被控訴人取締役らには、本件賛同意見表明の段階における情報開示について、本件適正情報開示義務違反があったと認められるが、これにより、控訴人らに損害が発生したと認めることはできない。したがって、その余について判断するまでもなく、適正情報開示義務違反を理由とする控訴人らの請求には理由がない。」

MBO報告書及びMBO指針（甲6の1及び2）においても、業績の下方修正後にMBOを行うような場合において、MBOが成立しやすくなるように意図的に市場株価を引き下げていくとの疑義を招く可能性がある場合には、より充実した説明が求められるとされている。本件MBOは、MBO報告書及びMBO指針の公表前に行われたものではあるが、当時においても、個別の事案の具体的な事情の下で、MBOに関し、取締役に控訴人らが主張するような情報提供義務が生じる場合があり得ること、目録ックスは、本件MBOに賛成する旨の本件賛同意見表明を行っており、意見表明制度の趣旨に照らせば、少なくとも、賛同意見表明を行う場合、取締役は、株主が株式公開買付けに応じるか否かの意思決定を行う上で適切な情報を開示すべき義務を負い、公表すべき重要な事項を公表しなかつた場合に善管注意義務違反の問題が生じると解されることは、いずれも前記説示のとおりである。

ところが、本件賛同意見表明には、本件公開買付けは本件MBOのために行われる旨の説が明がされているものの、本件MBOの準備が8月プレス・リリースの段階で具体的に進められていたこと（本件情報）や、その準備が進められる中で、なぜ5月プレス・リリースから僅か3か月で、これと全く異なる8月プレス・リリースが公表されたこととなったのかに関する説明もなく、別紙5「業績予想」中「本件賛同意見表明」欄記載のとおり、8月プレス・リリースにおける「利益成長の大幅な鈍化」を「高い目標の計画設定による社員の負担感の増大と営業・管理両面での組織体制整備の遅れ」、「展開中の既存業態の継続的な進化とブランドディングの遅れ」、「新業態開発においては企業の成長スピードに対応した展開が計画どおりに進捗していないといった問題」の「結果」と位置づけることとまっている。また、本件公開買付け価格についても、第三者の意見としてAMC評価書及びAMC意見書を取得していたのに、そのことやその内容は開示されおらず、過去1か月の単純平均株価に対するプレミアムが説明されるに止まっている。そして、本件賛同意見表明の段階で、本件賛同意見表明以外の機会に、被控訴人取締役らが、本件情報やこれによって生じるであろう株価操作の疑いを払拭するための情報を開示したと認めるに足りる証拠もない。

本件賛同意見表明の段階でも、本件情報及びこれによって生じるであろう株価操作の疑いを払拭する情報を開示しなかつた上記のような情報開示の状況は、本件の具体的事実関係の下において、株主が、本件公開買付けに応じるか否かを判断するに当たり、公表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な事実を公表しなかつたものというべきであるから、賛同意見表明をする旨の決議に加わった被控訴人取締役らが、善管注意義務を尽くしたものと認められない。一部の株主が、8月プレス・リリースによる株価操作の疑い等を主張して会社法172条1項に基づく取得価格決定を申し立て、別件高裁決定がされたものも、上記のような不適切な情報開示を背景にしたものと認められ、被控訴人取締役らが、本件賛同意見表明の段階において、本件情報及びこれによって生じるであろう株価操作の疑いを払拭する情報を開示しなかつた点については、適正情報開示義務違反があった（本件適正情報開示義務違反）と認めるのが相当である。

(ウ) なお、AMC評価書及びAMC意見書の不開示について、被控訴人らは、第三者によ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

監査法人のガバナンス・コード

2017年2月24日(金) 15:00~16:56

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

監査法人のガバナンス・コード

早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
岸 田 雅 雄

目 次

I. はじめに

II. 懇談会提言における考え方

○伊藤 定刻になりましたので、2月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、早稲田大学の岸田雅雄先生から「監査法人のガバナンス・コード」というテーマでご報告をいただきます。よろしくお願いいたします。

○岸田 近々監査法人のガバナンス・コードが公表される予定ですので、これについてお話をしたいと思います。

I. はじめに

2016年12月15日に「監査法人のガバナンス・コードに関する有識者検討会」（以下「検討会」という）が「「監査法人の組織的な運営に関する原則」（監査法人のガバナンス・コード）（案）の策定について」（以下「コード案」という）を公表しました。これについては、2017年1月31日までの意見聴取を経た上で、若干の修正を経て2017年3月末までに確定する予定です。もう意見案は出ていると思いますが、これについてはあまり検討したものがありませんので、町田祥弘教授の論文「監査法人のガバナンス・コード」（「企業会計」69巻2号（2017年）72頁以下）と、監査法人のガバナンス・コードを策定するための有識者検討会の議事録を参考に意見を申し上げたいと

III. コード案
討 論

思います。

2016年3月8日に「会計監査の在り方に関する懇談会」（以下「懇談会」という）が「「会計監査の在り方に関する懇談会」提言—会計監査の信頼性確保のために—」（以下「懇談会提言」という）を公表しました。その懇談会提言を受けて検討会が開催されることとなり、2016年7月15日より5回にわたって審議が重ねられ、同年12月15日にコード案が公表されました。コード案は、2017年1月31日を期限として広く意見を募り、その後、最終版が確定する予定です。

検討会は懇談会とは座長が異なり、一部のメンバーについては変更されているものの、多くのメンバーは共通であり、コード案は懇談会提言と趣旨を同じくするものと考えられます。

II. 懇談会提言における考え方

懇談会提言の内容について簡単にご説明申し上げます。

懇談会提言の「II. 会計監査の信頼性確保のための取組み」の「1. 監査法人のマネジメントの強化」の（1）監査法人のガバナンス・コードには、以下のようなことが書かれています。

「大手上場企業等の監査の担い手となる監査法人において実効的なガバナンスを確立し、マネジ

メントを有効に機能させていくための取組みを高めるにあたっては、こうした大規模な組織の運営において確保されるべき原則（プリンシプル）がまずもって確立されていることが必要であると考えられる。

一方、実際のガバナンスやマネジメントの形態は、各法人の規模や特性等に応じて、違いが出てくることも考えられることから、組織的な運営の形態について一律のルールを定めて対応することは適当でなく、各監査法人がプリンシプルの実現に向け、創意工夫を行いながら対応をとることができるような仕組みを考えていくことが望ましい。

イギリス及びオランダにおいては、このような考え方に立ち、監査法人の組織的な運営について、ルールベースではなく、プリンシプルベースの「監査法人のガバナンス・コード」が導入され、このようなコードのもと、各監査法人が、それぞれにガバナンスを確立しマネジメントを機能させることができるようにするとともに、組織運営についての透明性を確保するための開示等を充実させることで、その実効性を確保する取組みが行われている。

こうした例を参考に、我が国においても、監査法人の組織的な運営のためのプリンシプルを確立し、各法人に対して、当該プリンシプルを実現するための自律的・実効的な対応を求めるべきである。その際、各法人による組織運営の状況についての開示を充実させることにより、その実効性を確保し、監査法人の切磋琢磨を促していくことが重要である。

コードの具体的な内容としては、大手市場企業等の監査を担う一定規模以上の監査法人への適用を念頭に置きつつ、例えば、職業的懐疑心の発揮を促すための経営陣によるリーダーシップの発揮、運営・監督態勢の構築とその明確化、人材啓発、人事配置・評価の実施等について規定することが考えられる。その詳細については、我が国の監査法人を取り巻く環境や課題に照らしつつ、金融庁のリーダーシップの下、幅広い意見を参考にしながら早急に検討が進められていくべきである。」

これから申し上げるコード案は、懇談会提言と趣旨を同じくするものと考えられ、大きな監査規制問題の一つであり、監査の品質の向上に向けた取組みとして位置づけられています。

ところで、監査法人のガバナンス・コード策定の動きは、2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」から始まり、2014年2月に「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》が策定され、さらに平成26年会社法改正を受けて2016年6月に「コーポレートガバナンス・コード」が公表されたことに続くものです。そして、懇談会などの動きを受けて、2016年7月から検討会が審議を開始し、監査法人のガバナンス・コードを策定しようとしたわけです。これは基本的に、イギリスにおける監査法人に対するガバナンス・コードの動きを追っていると言えるかと思います。

懇談会提言の「Ⅱ. 会計監査の信頼性確保のための取組み」の「1. 監査法人のマネジメントの強化」では、東芝問題を想起させる「最近の不正会計事案においては」という表現をとった上で、「大手監査法人の監査の品質管理体制が形式的には整備されていたものの、組織として監査の品質を確保するためのより高い視点からのマネジメントが有効に機能しておらず、（中略）他の大手監査法人についても、当局の検査等において、マネジメントの不備が監査の品質確保に問題を生じさせている原因として指摘されているところである」と述べられています。

この原因について、懇談会提言では、監査法人は、公認会計士法上、5名以上の公認会計士によって設立されるパートナーシップ制がとられているものの、実際には、大手監査法人は数千名の公認会計士を擁する体制となっており、準大手監査法人でも100名を超える規模となっていることから、現行のマネジメントが監査法人の「規模の拡大と組織運営の複雑化に対応し切れていないことが、監査の品質確保に問題を生じさせている主な原因の一つである」と捉えられています。

懇談会提言が想定するのは、以下のような監査規制のモデルです。

- ⑩ 主に大手上場企業等の監査の担い手となる監査法人が対象。
- ① 運営について明確な権限と責任を定めた実効的なガバナンスを確立させる。
- ② 組織全体にわたってマネジメントを有効に機能させる。
- ③ 組織的な運営の状況を外部からチェックできるようにする。
- ④ 組織的な運営が有効に機能している監査法人が評価されるようにするため、監査法人の運営の透明性を向上させる。

このうち⑩については、一定規模以上の監査法人が対象となると考えられます。イギリスの例にならうのであれば、20社以上の上場企業の監査を担当する監査法人が対象となる結果、有限責任あずさ監査法人、PwC あらた有限責任監査法人、仰星監査法人、PwC 京都監査法人、三優監査法人、新日本有限責任監査法人、太陽有限責任監査法人、東陽監査法人、有限責任監査法人トーマツ、ひびき監査法人、優成監査法人の11法人が対象となると考えられます。

なお、懇談会提言では、大手監査法人の寡占状況を踏まえて、「寡占が品質向上に向けた競争を阻害している懸念があることも指摘されている」として、「大手上場企業等の監査を担う能力を有する監査法人を増やしていくための環境整備に取り組む必要がある」とも述べています（懇談会提言「Ⅱ. 会計監査の信頼性確保のための取組み 1. 監査法人のマネジメントの強化」）。

これは金融庁がやっていることですが、金融庁が2006年に中央青山監査法人に監査業務停止を命じた、すると監査法人の数が減ってしまったのでまた増やすことになった、そういうことも関係しているのではないかと思います。金融庁は、監査法人を増やすべきなのか、減らすべきなのか、というところで迷っているのではないかと

思います。

また、④については、監査法人が公表するいわゆる透明性報告書を念頭に、対象となる各監査法人が、監査法人のガバナンス・コードへの遵守状況を含む情報開示を、公的規制、自主規制または自主的な報告書を通じて行うことを想定していると言えます。最近では、財務情報のみならず、非財務情報も含めた透明性報告書もあります。

そう考えると、④は、資本市場あるいは株主ないしその立場に立って監査役等が透明性報告書に基づき監査法人の選任を行うことを念頭に置いているのに対して、③は、当局による検査等を念頭に置いているものと解されます。

①の監査法人のガバナンスの問題は、懇談会提言の「Ⅱ. 会計監査の信頼性確保のための取組み」の「1. 監査法人のマネジメントの強化」の「(1) 監査法人のガバナンス・コード」において、「実際のガバナンスやマネジメントの形態は、各法人の規模や特性等に応じて、違いが出てくることも考えられることから、組織的な運営の形態について一律のルールを定めて対応することは適当でなく、各監査法人がプリンシプルの実現に向け、創意工夫を行いながら対応をとることができるような仕組みを考えていくことが望ましい」とされています。

これは、いわゆるプリンシプルベースである監査法人のガバナンス・コードへの取り組みを提言しているということです（町田・前掲73頁）。

Ⅲ. コード案

前述の懇談会提言を受け、検討会において議論の末にまとめられたコード案は、5つの原則と、その下位原則である22の指針から構成されています。今から5つの原則についてそれぞれ見ていきたいと思っています。

「【監査法人が果たすべき役割】

原則1 監査法人は、会計監査を通じて企業の財務情報の信頼性を確保し、資本市場の参加者等の保護を図り、もって国民経済の健全な発展に寄与

する公益的な役割を有している。これを果たすため、監査法人は、法人の構成員による自由闊達な議論と相互啓発を促し、その能力を十分に発揮させ、会計監査の品質を組織として持続的に向上させるべきである。

考え方

資本市場の信頼性を確保し、企業の成長に向けた資金が円滑に供給されるためには、企業による適正な財務情報の開示が不可欠である。また、企業が経営戦略を策定し、持続的な成長・中長期的な企業価値の向上を目指す上でも、自らの財務情報を的確に把握し、市場の参加者等と共有することが必要である。

会計監査は、このような企業による財務情報の的確な把握と適正な開示を確保し、その適正・円滑な経済活動を支え、日本経済の持続的な成長につなげていく前提となる極めて重要なインフラである。

公認会計士法上、公認会計士とともに監査法人も、組織として、企業の財務情報の信頼性を確保し、資本市場の参加者等の保護を図り、国民経済の健全な発展に寄与する公益的な役割を担っている。資本市場の重要なインフラである会計監査の品質を持続的に向上させるため、監査法人の社員が公認会計士法に基づく業務管理体制の整備にその責務を果たすとともに、トップがリーダーシップを発揮し、法人の構成員の士気を高め、その能力を十分に発揮させることが重要である。また、その際には、被監査会社から報酬を得て行うとの会計監査の構造に起因して、法人の構成員による職業的懐疑心の発揮が十分に行われないうことにならないよう留意すべきである。」

職業的懐疑心とは、プロがプロとしてこの会計処理が正しいかどうかという疑いをもちなさい、公認会計士は常に被監査会社の会計処理の適正性について疑いをもちなさいということです。そのような十分な懐疑心がなければ、実際には監査できない。東芝だから大丈夫だ、トヨタ自動車がそ

のような悪いことをするはずがない、と考えていると監査はできないので、常に職業的な懐疑心を持ちなさいと、難しいことではありますが、そういうことをまず言っているわけです。

具体的な指針として、次の1から5までを挙げています。この5つの指針に基づいて原則を守りなさい、ということです。

「指針

1-1. 監査法人は、その公益的な役割を認識し、会計監査の品質の持続的な向上に向け、法人の社員が業務管理体制の整備にその責務を果たすとともに、トップ自ら及び法人の構成員がそれぞれの役割を主体的に果たすよう、トップの姿勢を明らかにすべきである。

1-2. 監査法人は、法人の構成員が共通に保持すべき価値観を示すとともに、それを実践するための考え方や行動の指針を明らかにすべきである。

1-3. 監査法人は、法人の構成員の士気を高め、職業的懐疑心や職業的専門家としての能力を十分に保持・発揮させるよう、適切な動機付けを行うべきである。

1-4. 監査法人は、法人の構成員が、会計監査を巡る課題や知見、経験を共有し、積極的に議論を行う、開放的な組織文化・風土を醸成すべきである。

1-5. 監査法人は、法人の業務における非監査業務（グループ内を含む。）の位置づけについての考え方を明らかにすべきである。」

これらの役割を果たすべき監査法人がとり得る具体的な行動としては、監査法人のトップによる所信表明、監査法人の理念に係る方針等の文書化と共有、さらには監査法人内における議論の場の設定等が考えられますが、本質的には、監査法人の社風や組織風土の醸成の問題であり、一朝一夕に組織改革が実現できるものではないだろうとされています（町田・前掲74頁）。

先ほど申し上げたように、監査法人のガバナンス

ス・コードは、コーポレートガバナンス・コードと同じような考え方を採用していますけれども、一番の大きな違いとして、監査法人というのは公的な存在である、つまり営利だけを目的としているのではない、と書かれていることが挙げられます。国によっては監査法人が株式会社であるところもあり、その場合は、公的なことよりも利益を優先することになるかと思いますが、我が国の監査法人はそうではありませんので、こういうことを強調されるわけです。

「【組織体制】

原則2 監査法人は、会計監査の品質の持続的な向上に向けた法人全体の組織的な運営を実現するため、実効的に経営（マネジメント）機能を発揮すべきである。

考え方

監査法人制度は、5人以上の公認会計士で組織するパートナー制度を基本としているが、大規模な監査法人においては、社員の数が数百人、法人の構成員が数千人の規模となるものが存在するようになっており、監査の品質の確保の観点から、監査法人において、経営陣によるマネジメントが規模の拡大や組織運営の複雑化に的確に対応することが求められている。

このため、監査法人においては、法人の組織的な運営に関する機能を実効的に果たすことができる経営機関を設け、法人の組織的な運営を確保することが重要である。

指針

2-1. 監査法人は、実効的な経営（マネジメント）機関を設け、組織的な運営が行われるようにすべきである。

2-2. 監査法人は、会計監査に対する社会の期待に応え、組織的な運営を確保するため、以下の事項を含め、重要な業務運営における経営機関の役割を明らかにすべきである。

- ・ 監査品質に対する資本市場の信頼に大きな影

響を及ぼし得るような重要な事項について、監査法人としての適正な判断が確保されるための組織体制の整備及び当該体制を活用した主体的な関与

- ・ 監査上のリスクを把握し、これに適切に対応するための、経済環境等のマクロ的な観点を含む分析や、被監査会社との間での率直かつ深度ある意見交換を行う環境の整備

- ・ 法人の構成員の士気を高め、職業的専門家としての能力を保持・発揮させるための人材育成の環境や人事管理・評価等に係る体制の整備

- ・ 監査に関する業務の効率化及び企業においてもIT化が進展することを踏まえた深度ある監査を実現するためのITの有効活用の検討・整備

2-3. 監査法人は、経営機関の構成員が監査実務に精通しているかを勘案するだけでなく、経営機関として、法人の組織的な運営のための機能が十分に確保されるよう、経営機関の構成員を選任すべきである。」

国によっては株式会社の監査法人もありますけれども、日本ではそうではありませんので、必ずしも利益の追求が第一義的な目的ではありません。そのために、監査法人は、具体的な指針にありますような全体の利益、社会的なインフラとしての存在価値を重視する必要があります。

しかし、指針2-2の3番目の項目として「法人の構成員の士気を高め、職業的専門家としての能力を保持・発揮させるための人材育成の環境や人事管理・評価等に係る体制の整備」が挙げられていますように、利益だけを目的にはいけないのですが、かといって公益だけを重視してもなかなかうまくいかず、実効的な経営をきちんと目指していかなければ、監査法人は成り立たないこととなります。実際に経営がうまくいかなくなつて破綻した監査法人もあります。監査上のリスク等に適切に対応するため、経済環境等の分析や、被監査会社との間での率直かつ深度ある意見交換を行う環境の整備、人事管理等に係る体制の整備、また、監査実務に精通しているだけでなく、法人の組織的な運営のための機能が十分に確保される

ような監査機関の構成員の選任、そういうことも要求されるということです。

「原則3 監査法人は、監査法人の経営から独立した立場で経営機能の実効性を監督・評価し、それを通じて、経営の実効性の発揮を支援する機能を確保すべきである。

考え方

監査法人において、組織的な運営を確保するため、経営機能の機能の強化に併せ、その実効性について監督・評価し、それを通じて、実効性の発揮を支援する機能を確保することが重要である。

さらに、監査法人が、組織的な運営を確保し、資本市場において公益的な役割を果たすために、監督・評価機関において、例えば、企業における組織的な運営の経験や資本市場の参加者としての視点などを有する、外部の第三者の知見を活用すべきである。」

これは、以前に本研究会でも取り上げましたコーポレートガバナンス・コードの原則と似ていますが、直接利害関係のない第三者を構成員に選ぶということです。このあたりは、会社法の論理と同じところがあります。

なお、このような動きは、監査法人だけではなく、公認会計士協会自体においても見られます。公認会計士協会にも外部者が第三者として入っており、一部でそのようなことをしようとしているわけです。公認会計士協会だけでなく、その会員の各監査法人も、第三者を入れてその知見を活用すべきであるということになります。

この原則を具体的に見てみると、監査法人に対して、外部の第三者が構成員として含まれる監督・評価機関を設けることを求めています。先ほど申し上げたように、会社に限らず、一定の組織であれば、外部の第三者が入ることが望ましいと。これを監査法人にも要求すると言っているわけです。

監査法人の構成員には、原則的に公認会計士し

かなれません。弁護士がなることもありますけれども、原則としては監査法人の構成員は公認会計士に限られていますので、公認会計士以外の人が入ることによって、外部の目で見れば分かることがあるのではないかとということです。

「指針

3-1. 監査法人は、経営機関による経営機能の実効性を監督・評価し、それを通じて実効性の発揮を支援する機能を確保するため、監督・評価機関を設け、その役割を明らかにすべきである。

3-2. 監査法人は、組織的な運営を確保し、公益的な役割を果たす観点から、自らが認識する課題等に対応するため、監督・評価機関の構成員に、独立性を有する第三者を選任し、その知見を活用すべきである。

3-3. 監査法人は、監督・評価機関の構成員に選任された独立性を有する第三者について、例えば以下の業務を行うことが期待されることに留意しつつ、その役割を明らかにすべきである。

- ・ 組織的な運営の実効性に関する評価への関与
- ・ 経営機関の構成員の選退任、評価及び報酬の決定過程への関与
- ・ 法人の人材育成、人事管理・評価及び報酬に係る方針の策定への関与
- ・ 内部及び外部からの通報に関する方針や手続の整備状況や、伝えられた情報の検証及び活用状況の評価への関与
- ・ 被監査会社、株主その他の資本市場の参加者等との意見交換への関与

3-4. 監査法人は、監督・評価機関がその機能を実効的に果たすことができるよう、監督・評価機関の構成員に対し、適時かつ適切に必要な情報が提供され、業務遂行に当たっての補佐が行われる環境を整備すべきである。」

コーポレートガバナンス・コードでも第三者を入れるべきだということが書かれている結果、ほとんどの上場会社に外部の独立役員が入っています。その人数をどうするかというのはまた別問題

ですけれども、そのような流れを受けて、監査法人においても外部の独立した第三者が必要だということを主張しているわけです。その属性についてはまだ議論の余地があると思いますけれども、大枠としてはそういう流れになっているということです。

「【業務運営】

原則4 監査法人は、組織的な運営を実効的に行うための業務体制を整備すべきである。また、人材の育成・確保を強化し、法人内及び被監査会社等との間において会計監査の品質の向上に向けた意見交換や議論を積極的に行うべきである。

考え方

監査法人において、会計監査の品質を持続的に向上させるためには、経営機関が経営機能を発揮するとともに、経営機関の考え方を監査の現場まで浸透させる必要があり、そのための体制を整備する必要がある。

また、経営機関の考え方を、法人の構成員が受け止め、業務に反映するようにするためには、大局的かつ計画的な人材育成や人事管理・評価が極めて重要であり、これが機能しなければ、監査品質の向上に向けた取組みは実効を伴わないものとなる。

さらに、経営機関から監査の現場への情報の流れだけではなく、監査の現場から経営機関等への情報の流れを円滑にすることも重要である。

こうした取組みにより、法人の構成員の間で、より自由闊達な議論が行われ、縦割りに陥らない開放的な組織文化・風土が醸成されることが期待される。

指針

4-1. 監査法人は、経営機関が監査の現場からの必要な情報等を適時に共有するとともに経営機関等の考え方を監査の現場まで浸透させる体制を整備し、業務運営に活用すべきである。また、法人内において会計監査の品質の向上に向けた意

見交換や議論を積極的に行うべきである。

4-2. 監査法人は、法人の構成員の士気を高め、職業的専門家としての能力を保持・発揮させるために、法人における人材育成、人事管理・評価及び報酬に係る方針を策定し、運用すべきである。その際には、法人の構成員が職業的懐疑心を適正に発揮したかが十分に評価されるべきである。

4-3. 監査法人は、併せて以下の点に留意すべきである。

- ・ 法人のそれぞれの部署において、職業的懐疑心を発揮できるよう、幅広い知見や経験につき、バランスのとれた法人の構成員の配置が行われること

- ・ 法人の構成員に対し、例えば、非監査業務の経験や事業会社等への出向などを含め、会計監査に関連する幅広い知見や経験を獲得する機会が与えられること

- ・ 法人の構成員の会計監査に関連する幅広い知見や経験を、適正に評価し、計画的に活用すること

4-4. 監査法人は、被監査会社のCEO・CFO等の経営陣幹部及び監査役等との間で監査上のリスク等について率直かつ深度ある意見交換を尽くすとともに、監査の現場における被監査会社との間での十分な意見交換や議論に留意すべきである。

4-5. 監査法人は、内部及び外部からの通報に関する方針や手続を整備し、伝えられた情報を適切に活用すべきである。その際、通報者が、不利益を被る危険を懸念することがないように留意すべきである。」

先ほども申し上げたように、職業的懐疑心としては、トヨタ自動車や東芝のように世間的にみて優良な会社であれば問題ないと初めから思ってしまうてはいけない、必ず職業的な懐疑心、プロとしての懐疑心が必要だということを言っているわけです。

監査法人の非監査業務とは何かというと、監査法人である公認会計士は、必ずしも監査だけを行っているわけではなくて、いわゆるコンサルティ

ング業務と言いますか、そういう知見を使ってさまざまな相談に応じることがあります。2001年のエンロン事件以後、被監査業務の割合が監査業務よりも高いのは問題だ、会社の経営者等に応じる形で公認会計士がコンサルティング業務ばかりやっていると、本来の監査はできないということで、日本でも改善が図られることになりました。

しかし、監査法人のガバナンス・コードでは、そういう経験も必要だということで、非監査業務も含めた幅広い知見等を獲得する機会についても留意すべきだと書かれています。

「【透明性の確保】

原則5 監査法人は、本原則の適用状況などについて、資本市場の参加者等が適切に評価できるよう、十分な透明性を確保すべきである。また、組織的な運営の改善に向け、法人の取組みに対する内外の評価を活用すべきである。

考え方

会計監査の品質を持続的に向上させていくためには、被監査会社、株主、その他の資本市場の参加者等が、監査法人における会計監査の品質の向上に向けた考え方や取組みなどを適切に評価して監査法人を選択し、それが監査法人において、監査品質の向上へのインセンティブの強化や監査報酬の向上につながるといった好循環を生むことが重要である。このため、監査法人は、資本市場の参加者等が評価できるよう、本原則の適用の状況や監査品質の向上に向けた取組みに関する情報開示を充実すべきであり、それは資本市場の参加者等との意見交換の有効な手段となると考えられる。

また、監査法人内においても、本原則の適用の状況や監査品質の向上に向けた取組みの実効性について評価を行い、資本市場の参加者等との意見交換と合わせ、その結果を更なる改善に結びつけるべきである。

指針

5-1. 監査法人は、被監査会社、株主、その

他の資本市場の参加者等が評価できるよう、本原則の適用の状況や、会計監査の品質の向上に向けた取組みについて、例えば『透明性報告書』といった形で、わかりやすく説明すべきである。

5-2. 監査法人は、併せて以下の項目について説明すべきである。

- ・ 会計監査の品質の持続的な向上に向けた、自ら及び法人の構成員がそれぞれの役割を主体的に果たすためのトップの姿勢
- ・ 法人の構成員が共通に保持すべき価値観及びそれを実践するための考え方や行動の指針
- ・ 法人の業務における非監査業務（グループ内を含む。）の位置づけについての考え方
- ・ 経営機関の構成や役割
- ・ 監督・評価機関の構成や役割。監督・評価機関の構成員に選任された独立性を有する第三者の選任理由、役割及び貢献
- ・ 監督・評価機関を含め、監査法人が行った、監査品質の向上に向けた取組みの実効性の評価

5-3. 監査法人は、会計監査の品質の向上に向けた取組みなどについて、被監査会社、株主、その他の資本市場の参加者等との積極的な意見交換に努めるべきである。その際、監督・評価機関の構成員に選任された独立性を有する第三者の知見を活用すべきである。

5-4. 監査法人は、本原則の適用の状況や監査品質の向上に向けた取組みの実効性を定期的に評価すべきである。

5-5. 監査法人は、資本市場の参加者等との意見交換から得た有益な情報や、本原則の適用の状況などの評価の結果を、組織的な運営の改善に向け活用すべきである。」

原則5は透明性報告書の作成と公表に係るものです。透明性報告書とは、諸外国の監査事務所においては広く公表されている、監査事務所の組織体制や業務運営に関する報告書であり、被監査会社や株主を対象とした一種の統合報告書といえます。統合報告書というものは最近出てきた言葉ですけれども、いわゆる財務情報、つまり計算書類

だけではなくて、計算に関係しない人事情報などを含めた報告書です。

従来、監査法人は財務情報だけを公表するのが原則でしたけれども、最近では、そういう統合報告書に記載するものとして、必ずしも財務情報に限らない情報の公表が増えてきています。我が国においても、PwC あらた監査法人（当時）が 2015 年に公表し、透明性報告書という名称は付していないものの、有限責任あずさ監査法人も 2016 年に公表しています。必ずしも財務情報だけではない情報も当然に開示すべきであるということです。ただし、財務情報以外の情報については、何ををもって真実と言うのか、予測情報等についても公表する責任があるのか、ということが問題になります。過去の情報だけでなく、将来の情報も公表対象とするか、ということですね。

コード案では、いわゆる透明性報告書に関連して、指針 5-2 の各事項の説明を求めています。監査の透明性の確保ということで、そういう情報を積極的に開示すべきだということです。

ここに示された事項は、原則 1 から原則 4 まで、ならびにその指針において示された内容に他ならず、前述の原則及び指針は、透明性報告書における一定の開示を前提とした枠組みとなっているわけです。

こうした透明性報告書をもとにして、「被監査会社、株主、その他の資本市場の参加者等との積極的な意見交換」及び「監督・評価機関の構成員に選任された独立性を有する第三者の知見を活用」（指針 5-3）、「本原則の適用の状況や監査品質の向上に向けた取組みの実効性を定期的に評価」（指針 5-4）、ならびに「資本市場の参加者等との意見交換から得た有益な情報や、本原則の適用の状況などの評価の結果を、組織的な運営の改善に向け活用」（指針 5-5）といったことが求められています（町田・前掲 76 頁）。

問題は、これがどこまで役に立つかということです。コーポレートガバナンス・コードについては、法律上の根拠はないのですけれども、東京証券取引所の上場規程に含まれている。しかし、そ

れは法律を根拠とするものではなく、開示した情報に間違いがあったからといって、当然にその責任が生じて上場廃止となるといったものではありません。同じように、監査法人のガバナンス・コードも、金融庁が監査法人に対してこういうことを守りなさいと言っているようなものだと思いますけれども、前述のように、たとえ守らなくても、こういう理由で守れないということを公表して、それで納得すれば問題ないということではないかと思えます。つまり、コードというのは、法律のような強制力を持ったものではなくて、こういうふうにやればいいのかという一つの提案です。これを全ての監査法人が守るようになれば、そのうち法律になることはあり得ると思えますけれども、現時点の監査法人のガバナンス・コードでは、明確な違法ということは法的には導かれないのではないかと思います。

この原則を策定するために、5 回の検討会が開かれていますけれども、その議事録を読みましても、大体今のような理由で必ずしも強制的なものではないというふうに考えられます。細かい解釈論を展開するのではなくて、そういうものを守れと言え、多くの監査法人が守るようになるのではないかと。

特に問題となるのは、監査法人のガバナンス・コードの適用範囲です。誰に対して適用するか。大手の監査法人だけで被監査会社の 80% 程度を占めているかと思えますけれども、中小の監査法人についても、コードで指摘されているような問題が出てくるのではないかと。コードだけでうまくいかない場合には、法制化する、場合によっては証券取引所の上場廃止の基準になる、つまりコードに書かれているような内容を遵守していない監査法人の監査を受けてはならないということになるかもしれません。現在はまだそこまでは行っていませんので、今のところは、そのようにやってください、という要求程度にとどまるものではないかと思えます。

ちょっと時間が余りましたが、いろいろとお教えいただければと思います。

~~~~~

### 【討 論】

○伊藤 どうもありがとうございます。内容的にどこかで切れているわけでもありませんので、まとめてご質問、ご議論をよろしくお願いします。

#### 【監査法人の構成員の動機付け】

○飯田 コード案の中ではたびたび「構成員の士気を高める」というフレーズが出てきて、非常に違和感を覚えるのですが、プロフェッショナルとしての専門家が何か平常士気が低いというような認識が一般的なのかというのは、若干疑問に思いました。

それから、その並びで、被監査会社から報酬を得て行う会計監査の構造に起因して職業的懐疑心の発揮が十分に行われないことに留意すべきであるという原則1の話の中で、各構成員に対して適切な動機付けを行うべきであるというのですが、これは構造的になかなか無理な要件だと思われま。適切な動機付けとして、何か具体的な案はあるのでしょうか。

○岸田 監査法人の構成員の動機付けの具体的な案があるのかということについては分かりません。

監査法人のガバナンス・コードを策定しようとしたきっかけは、一流企業と目されてきた東芝問題が生じたことにあります。違法と違法でないところの境目なので、刑法上は起訴できないということです。しかし、必ずしも法律しか措置の方法が無いというわけではない、注意を喚起するためにプリンシプルベースの枠組みも効果的なのだ、という潮流の中でガバナンス・コードが作られたのだと思います。現に、日本には既にスチュワードシップ・コードもコーポレートガバナンス・コードもありますし、イギリスにはこれらに加えて監査法人のガバナンス・コードもあります。

○黒沼 私も今の点について気になったのですが、原則1の指針1-3で、今飯田先生か

らご指摘があったように「適切な動機付けを行うべきである」と書いてあるのですね。同じような話はほかにも何回も出てきていて、例えば指針2-2の3つ目では、「士気を高め」という後に、「人材育成の環境や人事管理・評価等に係る体制の整備」ということがうたわれていて、適切な動機付けとはこれのことを指しているのかなというふうにも思ったのですが、他方で言葉遣いを変えているので、それと違うことを意味しているようにもとれます。

そもそも監査法人における人事管理・評価等が実際にどのように行われているかということを知らないものですから、それを工夫することによって、こういうことの適切な動機付けを行うことが可能なかどうかはよくわからないところで、もしおわかりになれば教えていただければと思います。

○岸田 検討会の議事録を見ると、先ほど申し上げたように、必ずしも法律をつくるのではなく、プリンシプルベースのコードも必要なのだといったことが中心に議論されたようですので、ご質問の点についてはちょっとわかりません。1月31日まで意見を募って、3月末に多分監査法人のガバナンス・コードの内容が確定しますので、詳細はその時までには決められることになると思います。

検討会のメンバーにも、法律家は入っていませんでしたね、公認会計士協会の会長とか、そういう実務家の方が中心で、ガバナンス・コードを厳格に運用していくということではないと思います。

#### 【コードの位置づけと実行的な監督・評価の可否】

○洲崎 コードのそもそもの位置づけについて伺いたと思います。現行公認会計士法は監査法人の組織等について定めていますが、コードでは、監査法人に経営機関を置くとか、監督・評価機関を置くようなことを提言しています。これは、公認会計士法を改正してそういうことも可能にすべきだということも含んだ提言なのでしょう。それとも、現行の公認会計士法のもとで、任意の機



関として監督・評価機関を置くことや、代表社員の中で経営のことを特に専念してやるような人を置くことを求めているのでしょうか。

○岸田 後者ですね。そういうことを呼びかけるということですね。

○洲崎 現行の公認会計士法のまま、監査法人のあり方を改めるよう呼びかけているということですか。それで果たして実効的な改革ができるのだろうかという気がします……。

○岸田 イギリスで監査法人のガバナンス・コードが策定された背景には、イギリスには監査法人間の競争が無いという状況がありました。日本においても、イギリスと同様に監査法人の業界は寡占状態にあり、現に4社程度の監査法人が80%以上の上場会社の監査を担当しています。これではお互いに切磋琢磨できないだろうということで、監査法人のガバナンス・コードを策定することによって監査の品質向上を図ろうとした、ということだと思いますね。

○行澤 私も洲崎先生と疑問を共有しております。レジュメの4ページでは、要は監査法人としての経営機関の中に独立性を有する第三者を選任し、その者は会計監査人である必要もなければ、その法人の社員である必要もないということです。法人の社員であったら独立の第三者になりませんので。そうすると、その独立の第三者というのは、公認会計士法にいう権限とか責任もなく、それでいて経営監督・評価する。そうなってくると、何か最近よく見られる任意の第三者委員会のようなイメージしか湧いてこないのですが、果たしてそういうもので監査法人に対する実効的な経営監督・評価ができるのかと疑問に思いました。今回のガバナンス・コード案では、独立の第三者というのは結構目玉になっているような気もするのですが、どういうことを念頭に置いているのですかね。

○岸田 おっしゃるとおりです。権限はないわけですから。(笑)

○行澤 権限も責任も法律上の位置づけは何もなくて……。

○岸田 だから、コーポレートガバナンス・コードを持ってきて……。

○行澤 コーポレートガバナンス・コードの場合でしたら、要するに社外役員もしくは社外取締役を設置しろ、ということですから、まさに権限と責任の裏づけが会社法にあるわけですね。

○岸田 そうですね。

○行澤 ところが、ここで言われているのは、洲崎先生のおっしゃったように法律改正はしないし、経営機関のあり方についても特に言明しないということですので、いくら経営機関のメンバーですよと言っても、公認会計士法に何の権限も責任も裏付けられない者が経営監督・評価するということで実効的な評価等ができるのかなと思ったわけです。

○岸田 それについてはおっしゃるとおりかもしれませんね。(笑)

○行澤 そうですね。(笑)わかりました。

#### 【監督・評価機関について】

○行澤 いわゆる第三者委員会的なものを念頭に置いているのですかね、今はやりの。

○岸田 そうです。

○森田 その第三者は、金をもうけなさいとか、無駄を省きなさいとか、そのようなことを言いにくる人を念頭に置いているのですか。つまり、職業的懐疑心というのは、本来は監査の独立性のことですね。監査の独立性のためには、会社法を改正し、監査役におかしなことがあったら言いにくく、そして監査を強化するというようなシステムをきちんとつくってきたわけですよ。東芝はそれがなかった会社なので、問題になっているのかもしれないけれども、先ほどから出ている第三者の方は、その監査の独立性を強化するために何をされるのですか。

あり得るとすれば、監査契約の審査ですかね。監査契約をチェックするのならば、第三者の役割があるのかもしれませんが、またそれをやるには、監査基準をはっきりしておかないといけませんね。例えば、グローバルに事業を展開して

いる会社の場合は、会計監査のときでも、国内の監査法人がアメリカの監査法人とどうやって手をつないでやっているかとか、そのようなところを第三者が言うとか、そういうことならばまだわかるのですよ。ジャスト独立性だけの問題ならば、かつても商法改正で、監査役との共同でやってきたのと違いますか。それを、今おっしゃっているように位置づけも明らかでない監査法人の第三者の方がどういう形で独立性を高めたりされるのか。

○岸田 飯田先生がおっしゃるように、やはり構成員でないとおかしいのですね。公認会計士は監査法人に入れないと構成員になれないですよ。おっしゃるとおりなのです。第三者委員会といったことしか考えられないですね、権限がないのですから。

○片木 今はたしか特定社員という形で、公認会計士でない人が監査法人の社員になるのは一定比率まではできるはずですよ。

○行澤 なるほど、そちらを使うと。

○片木 それが既に多少入っていると思うのですが、それがここでいう経営機関または評価機関のどちらになるのかというのはちょっとまだよくわからないのだろうと思います。現在、新日本監査法人では、既に一種の評議機関みたいなものをつくっていると思うのですが、あれは完全な任意といえましょうか、外部の、それこそ大学の外部評価委員会みたいなもので、大学の先生とか、そういういろいろな方が入った機関ですよ。だから、特定社員などをもうちょっと活用するという形で、経営ないしは監査の仕組みの中で、おっしゃったような契約の評価のようなものが出てくるという可能性はあると思います。

○森田 やはり契約ですね。

○行澤 現在の特定社員の規定の仕方としては、独立性とかいうのは特に審査されないのではないのでしょうか。

○片木 たしか特定社員になってはいけない人の中に、過去に犯罪を犯したことがあるとか、そういうようなところが……(公認会計士法 34 条の 10 の 10)。

○行澤 資格要件ですよ。

○片木 資格要件。だから、取締役の資格要件と似たような感じではないかなと思うのですけれど。

○行澤 ですよ。そういう意味では、ここで言っている独立の第三者というのとは少しイメージが違っている。あるいは追加的な規律が要るかもしれません。

○片木 ただ、おそらく特定社員を入れたときには、監査法人のおっしゃるようなマネジメント的な部分で、もう少しきちんとやらせるところが大きかったのではないかなと思うのですけれども。

○森田 そういうことですか。

○片木 やはり公認会計士ではあっても、経営のプロではない。医療法人の中にお医者さん以外の方をきちんと役員に入れるという仕組みをつくっていったのと同じようなところはあり得ますよね。

○森田 あまり職業的懐疑心は関係ないのですかね。

○片木 職業的懐疑心のことで言うと、多分、現在パートナーというか、一番上の方、偉い方については、大体どれだけのお客さんを引っ張ってきたかというのが報酬に直結しているようなところがありますが、それ以外の方はそのようなことは関係ないので、その方々の職業的懐疑心がいかに上につながるのかというところが、この議論でいわゆる管理体制と言っているところにおいて中心になると。下が言っても上がつづすというのが現在の監査法人の実態なのではないかなと思います。(笑)

○森田 そうですね。岸田先生がご報告された中で、議論してとありましたが、議論したら大抵若い者が負けますよね。それで独立性が貫徹されない。そういうときに、本来なら監査役に言いに行ったらいいと思うけれども、監査法人内では誰に言ったらいいのかというと、第三者に言いなさいと、そういう仕組みですかね。

○片木 そうかもしれないですね。

○森田 ちょっとよくわからないけれども、特定社員は職務内容も決まっているわけですか。

○片木 私も特定社員を置くことができるという法律の規定しか知らなくて、それ以上の細かなところまでは知らないのですけれども。

○岸田 今は特定社員はほとんどいないでしょう。

○片木 実際にはあまり多くないでしょうね。

○伊藤 細かいところはよくわからないのですけれども、原則3の考え方というところなどからすると、監督・評価機関には基本的には大所高所から意見を言ってもらうことが期待されているように思います。イギリスのコードも見てみたのですけれども、おそらくイギリスのコードに書いてある independent non-executives と同じようなものを考えているのではないかなと思いました。

independent non-executives には実際どのような人がなっているのかを、1つだけ、アーンスト・アンド・ヤングだけ調べてみました。2015年の透明性報告書によると、アーンスト・アンド・ヤングには4人いらっしゃるようで、インド準備銀行の前 deputy governor とか、CBI (Confederation of British Industry) の前 Director-General とか、ダイムラークライスラーの取締役などをやっていた方とか、アメリカの公認会計士監督機関の前 chairman とか、そういう方を置いているみたいで、第三者委員会といった雰囲気ですね。

○洲崎 おそらく、今伊藤先生が言われたようなものとして監督・評価機関というものを考えているのかなという気がします。原則3で、経営機関による経営機能の実効性を監督・評価する監督・評価機関だと位置づけているので、個々の契約の状況、つまり個々の監査において職業的懐疑心を発揮できているかどうかを見るのではなくて、経営者が適切に経営しているかどうかを見ると。そして、レジюме1ページ下の方で、「東芝問題を想起させる「最近の不正会計事案においては」という表現をとったうえで、……」と述べられているように、個々の公認会計士の職業的懐疑心を有効に機能させる仕事は、経営者、トップマネジ

メントの仕事であって、その仕事がきちんとされているかどうかを見るのが監督・評価機関であるという、そういう位置づけではないでしょうか。

株式会社において内部統制システムを作り上げることは業務執行者の仕事で、その仕事が適切になされているかどうかをみるのが監査役や監査委員会・指名委員会の仕事である、というのとよく似た関係のように思えました。

○森田 それでは、会社でいうと CSR みたいなものですかね。従業員がおかしいと言っていたら、それが第三者委員に伝わって……。

○洲崎 いや、多分それは経営者がやるべき問題で、そういう体制を……。

○森田 もちろん、CSR 体制は経営者がやらなければなりません。しかし、それで不満が出てきたときに……。

○洲崎 だから、経営者がそういう適切な体制をとっているかどうかを見るのが監督・評価機関だと。

○行澤 大学の認証評価みたいな……。 (笑)

#### 【コードで会計業務の公益性を規定する必要性】

○川口 冒頭に、会計士の士気が落ちているのかどうかという話がありました。どうも会計士は、昔みたいな人気がないみたいですね。受験者も減少し、それとともに、質の低下も懸念されているようです。それが東芝問題につながったということではないとは思いますが、監査の質を上げるためには、社会的地位もさらに引き上げて、士気を高める必要があるという認識が背景にはあったのではないかと思います。

これとは別の話ですが、先生は、監査法人のガバナンス・コードの策定にあたって、公認会計士の業務の公益性が重要であると再三にわたり述べられていました。この点ですが、公益性のある業務は会計士に限らず、弁護士や税理士の業務も国民経済に影響を与えるような公益性があるように思いますが、なぜ、会計士だけこのようなコードで縛る必要があるのでしょうか。やはり、会計士の監査業務は資本市場の健全性と密接に関連し、

他のものに比べると、規制の必要がより高いと理解すればよろしいでしょうか。

○岸田 東芝問題によって、なぜ東芝のような大会社であるようなことが起こるのだ、監査法人はきちんと職務を全うしていたのか、といった批判が噴出し、監査法人が注目を浴びることとなりました。そのような流れの中で、それでは、監査法人の公益的な役割に対する認識やガバナンス意識を高めるためにコードをつくりましょう、ということになりました。

弁護士や税理士も公益性が高い業務に従事しているという点では共通していますけれども、今回監査法人のガバナンス・コードが策定されることになった背景としては、こうした経緯があったということです。

○川口 監査法人のガバナンス・コードで定めたことを実践すれば東芝問題は防ぐことができたかというのは興味深い点ですね。

○岸田 弁護士は自主規制だったらできない。弁護士会がやるっていうならわかりますけれども。同じ問題があると思いますけれども。

先ほど公認会計士の人数が少なくなったとおっしゃっていましたが、これは公認会計士の受験者が少なくなったということですか。

○川口 受験者が減っているみたいですね。5年前は2万5000名を超えていたのが、近年は1万人程度ようです。それに伴い、合格者も減っています。

○岸田 公認会計士は、コンサルタントなどとは違って、個人ではなかなか業務ができませんし、大きな会社を監査するとなると、やはり法人でなければ実質的には不可能ですよ。そういう意味で、若い人を入れないといけない、ということは聞きますけど。

#### 【コードの適用対象となる監査法人の範囲】

○前田 先ほど議論に出ていたことですが、監査法人のガバナンスの実効性を本当に高めようと思えば、洲崎先生のご指摘にあったように、やはり公認会計士法を見直すところまで行くべき

話だと思えるんですね。監査法人は、もともと合名会社型の古い体制のままずっと来ていて、若干の手直しはありましたけれども、かなり不備はあって、本来はそこを見直すべきなのですからけれども、とりあえずは大ざっぱな形で問題になりそうところを示したのが監査法人のガバナンス・コードだと理解していいのだらうと思います。

お尋ねしたいのは、このコードの適用対象になる監査法人の範囲についてです。確かに監査法人と一口に言いますが、いろいろありますので、区分をした規制の必要性があるということはわかるのですが、その区分の基準として、指針あるいはイギリスの例を見ますと、コードでは、担当する上場会社の数を基準に区分することが予定されているとのことですね。しかし、監査法人自体のガバナンスを考えるのであれば、むしろ構成員たる公認会計士の数ですとか、あるいは資産の規模ですとか、そういうものを区分の基準にするのが合理的であって、担当している上場会社の数で区分するというのは、妙な感じがします。実質的には重なってくると思いますけれども、いかがでしょうか。

○岸田 中央青山監査法人が2006年に業務停止処分を受けてからは、大手監査法人が3つになりました。あと小さなものはたくさんありますけれども、あれはむしろ失敗だったと。つまり、監査法人を減らすということは、寡占が起これると思うのですよね。3社か4社の監査法人だけで上場会社を占めていると、どうしても問題が出てくるのではないですかね。イギリスもそうですけれども、監査法人をもっと増やせ、増やして競争しろと。それを考えると、あまり合併等は認めるべきでないということです。

それに加えて、日本では、弁護士法人もそうですけれども、日本の会社は特に系列化されていますので、ある会社を監査した監査法人は、その会社の関係会社についても同じように監査しています。例えば、トヨタ自動車の場合、トヨタ自動車関係の関連会社や子会社についてもすべて同じ監査法人が担当となりますので、独占といえますか、



そのあたりについてはよくわかりませんが、やはり問題が出てきますよね。

○前田 適用をかけたい監査法人の顔ぶれはすでに決まっているかもしれないのですが、区分の基準がわかりにくいと思った次第です。

#### 【コードのエンフォースメントの主体】

○北村 私もその点に疑問があったのですが、監査法人のガバナンス・コードは、資本市場の参加者の保護とか、国民経済の健全な発展とか言われていることからすると、上場会社の監査が適切に行われ資本市場の健全性に寄与することが目的だから、監査法人の規模や収益ではなく上場会社数を基準にするのかなという感想を持ちました。

このコードの適用対象ないしエンフォースメントについてちょっとお伺いしたいのですが、岸田先生もおっしゃいましたように、もともと「日本再興戦略」から始まって、コーポレートガバナンス・コードとかステewardシップ・コードができて、今度監査法人のガバナンス・コードができることとなります。コーポレートガバナンス・コードは、岸田先生もおっしゃいましたように上場規則に取り入れられていますので、全ての上場会社が対象になり、コーポレート・ガバナンス報告書の中でコンプライ・オア・エクスプレインを開示しなければなりません。そのような形でのエンフォースメントがされています。

一方、ステewardシップ・コード、そして監査法人のガバナンス・コードは、そもそもどこがエンフォースメントの主体になっているのでしょうか。ステewardシップ・コードであれば、機関投資家がそれを受け入れる旨を自由に決めて、自主的に公表して、その URL を金融庁に送るということですね。そうすると、監査法人のガバナンス・コードもそのような感じなのですかね。

というのは、コードのはじめのところに、大手監査法人を念頭に策定されているが、それ以外の監査法人によって自発的に適用されることも妨げるものではないとあります。このように適用を二

段階に分けているということは、大手監査法人は受け入れなくては行けなくて、それ以外の監査法人は受け入れ自由であるという分け方になっているのか、そのあたりはいかがでしょうか。

○岸田 正確には知らないですが、2017年3月末に監査法人のガバナンス・コードの確定版が公表されるときに、遵守を求めるのではないですか。基本的には上場会社の監査をしているような大手監査法人を対象として、中小監査法人については大手に準ずるような形にして、直接的な責任は負わせないと。そうしないと意味ないですね。

なお、コーポレートガバナンス・コードは、東京証券取引所の有価証券上場規程の別添として定められた上で、各原則を実施しない場合にはその理由を説明することが求められています。

○北村 つまり、ステewardシップ・コードのように、全ての監査法人が受け入れるかどうかを判断するのではなくて、大手には適用されるという前提になるのだろうかということですか。

○岸田 何らかの形でそのようになるとは思いますけれども。

○北村 ありがとうございます。

○片木 やり方として、内閣府（金融庁）令で対応するというのもあるでしょうけれども、公認会計士協会の実務指針の中で、大手の監査法人には透明性報告書の作成を義務づけて、そこでコードの遵守状況、まさにコンプライ・オア・エクスプレインをきちんと報告させる、その他の監査法人においては、これを定めるか定めないかは任意とするというやり方をすれば、大体いけるのかなという気はするのですけれど。

#### 【公認会計士の人事・報酬評価】

○松尾 レジュメの5ページの指針3-3で、独立の第三者が行うべき業務として、法人の人材育成ですとか人事管理・評価、報酬に係る方針の策定への関与というのがあります。先ほどの片木先生のお話だと、現在はお客さんをたくさん引っ張ってきた人が出世をして報酬も高くなるということでした。そういうことだと、お客さんに甘い

というか、ちょっと目をつぶるような人が上に行って、その結果、現場の若い人から来た意見を、顧客を失うことにつながりかねないからということとつぶすといったことにつながっているのではないかということでした。そういうやりかたを改めて別の報酬とか人事評価の方法ということになりますと、どういう方法が考えられますかね。

公認会計士というのは、私のイメージでは、基本的には皆さん同じことをやるのだと思います。そこで職務の遂行状況によって差をつけるというのは非常に難しいように思うのですが、実際、上場会社の監査で、個々の会計士、監査を担当する会計士団というか、そういう人たちにどのぐらいの裁量とか監査方法の工夫の余地があるのでしょうか。そういうものと人事評価、報酬評価というのをどう組み合わせたら合理的だと言えるのかというところが非常に疑問なのですけれども。

○岸田 難しい問題ですね。昔、日本公認会計士協会で監事を務めていた際に、協会を監査する監査法人を選んだことがありました。3社ぐらいの監査法人がやりたいと言ってきましたが、選定に際して一番重視したのはやはり料金でした。監査報酬は幾らだ、ということです。内容については、過去にこういうことをやっているのだからおそらく問題ないだろうということで、あまり比較要素とはならないわけです。そういうことで、今おっしゃったように、公認会計士を能力で選ぶというのは無理だと思いますね。料金で選ぶとなると、やはり安いほうがいいと。もちろん、あまりにも安過ぎるとそれはそれで問題がありますが。

○松尾 法人側が個々の社員たる会計士を評価するというのは……。

○岸田 それはだめですね。2004年に国立大学が法人化されたとき、会計監査がつくこととなりました。その時に、どこかの監査法人が安い価格で引き受けたということが新聞で取り上げられて、当時の公認会計士協会の会長がそのようなことはやめろと言ったのです。それでもただ同然でやると。なぜかという、一年目はただ同然で監査をしても、その後も継続して監査を引き受け続け

ればいいからです。原則、公認会計士は、一回選べばなかなか変えられないですね。会長は価格競争はやめろと言ったのですが、大学としてはコストは安いほうがいいに決まっているので、安いほうを選んだと。よくわからないですけども、コンペでも値段だけで決めるのは難しいですね。過去に悪いことをしていないか、この会計士は過去に処分を受けていないか、といったことならば簡単にわかりますけれども。

○森田 岸田先生は、監査法人の数を減らしたから問題やおっしゃるけれども、一応監査されるほうとしては、ここは頼りないとか効率性が悪いなどと思ったら、ほかのところに変えたいと思いますね。そのときに、今3つか4つしかなかったら、実際には変更不可能ですね。そうすると、今の金融庁の考え方もそうだと思うのですけれども、中のローテーションを変えることですね。しかし、ローテーションをきちんとやってくれよということは、クライアントからもなかなか言いにくいとすると、それを第三者の人が来て、ローテーションをきちんとしっかりやることを監査なりするのでしたら、そういう監査基準が必要ですよ。

だから、何かされようとしているのはわかりますけれども、どこの場面をどう直そうとされているのか、よくわかりませんね。洲崎先生もおっしゃったように、マネジメントというのか、独立性なのか、監査そのものも今言ったようにローテーションで、結局監査法人を変えられないから、中できちんと独立性を保つようにやってもらっているかということをチェックしてもらおうとか、いろいろな場面があると思うのですが、そのどこにターゲットを置かれているのか、もう一つよくわかりませんね。

○岸田 監査法人を変えるのは、やはり準備等を考慮すると、時間がかかります。

○森田 なかなか変えられないね。

○岸田 すぐにはできません。値段だけで決めることもできないし、難しいですね。

○森田 そうですね。

【監査法人間の競争の促進の是非】

○行澤 先ほど競争を起こしたほうが良いというお話があったのですが、むしろ競争が激化すると安売り競争が起こってくると思うのです。先ほどイギリスや監査法人のガバナンス・コードの背景に監査法人間の競争を促進させようという意図があるというご指摘があったわけですが、他方で、今回のガバナンス・コード策定の前提として、東芝問題とかを念頭に置いているとか、監査法人の企業文化として営業成績のいいトップの倫理が麻痺しているとか言われているわけです。果たしてこのような一見矛盾する政策ベクトルを有する政策が両立するのかなと思ったので、この点、お聞かせいただけないでしょうか。

○岸田 おっしゃるように難しいですね。その中身というか、監査法人の品質がわからない。わからない中で値段だけが違うから、安いほうが良いと。ただ、それができるかということ、おそらくできませんから、難しいと思います。

【東芝問題における監査委員会の責任の有無】

○行澤 もう一点、先ほどから、東芝問題の話題が出ていて、結局、東芝問題の何が問題だったのか、どういう問題意識が共有されていたのかがよくわからないので、お聞かせいただきたいのです。というのは、素人目で東芝問題を見ていると、まず、前段階の粉飾まがいと言われた不正会計事案については、非常にテクニカルな部分でグレーだったと言われてはいますが、それは監査法人だけの問題ではなくて、当時東芝は委員会設置会社でしたから、監査委員会によるリーダーシップの発揮の仕方、つまり会計監査人と監査委員会がどこまで有機的に連携して、どこまでそれが機能したかということにも問題があると思います。なので、単に監査法人の問題だけを考えたらいいいということでもないだろうという問題意識が一点。

それから、現在進行形の海外子会社の情報に対してきちんとした把握ができていなかったという巨額損失事案について、例えば東芝本社の監査法

人がきちんとアメリカに行って、現地の会計監査に精通した人たちと協力してやるべきであったというような話でしたら、むしろ公認会計士法 34 条の 13 に規定する業務管理体制——会社法でいうところの内部統制システム——を強化するという方向のほうが、東芝問題からの教訓としては妥当なような気がするのですが、この点、いかがでしょうか。監査法人に有益でかつ重要な情報が提供されなかったという意味で、監査委員会が麻痺していたということなのではないでしょうか。

○岸田 東芝の場合は非常に巧妙です。巧妙というか、違法か違法でないかがわからない。

○行澤 そうでしょう。そうであれば、むしろ監査法人の問題というよりも、監査委員会をどうにかしないといけないという議論にならないのですかね。

○岸田 監査委員会と言いますと、監査役が監査を行うということですか。

○行澤 いや、東芝は委員会設置会社でしたから、監査委員会が、つまり取締役でもある監査委員がもっと機能を強化する、と。なぜなら、彼らの方が、よほど会社業務にも精通できる立場にあるわけですから……。

○岸田 公認会計士にできないことは監査委員会にもおそらくできないでしょう。

○行澤 ああ、そういう発想なのですか。

○岸田 先ほども言ったように、東芝は合法と非合法の境目でやっているから。しかも巧妙に操作しましたし。

○舩津 今の点ですが、ちょっと調べてみましたら、東芝に関する新日本監査法人の処分の際の金融庁による指摘の中で、個別の監査見逃しというものもあるのだけれども、監査法人の運営自体が問題だということが明確に指摘されていて、かつ、それがどうも過去の公認会計士・監査審査会の検査や、公認会計士協会の品質管理レビューで不備があることを指摘されていたのにこういうことを起こしたということが明確に書かれています。ですので、やはりそこからスタートしていて、指摘をされたのに改善しなかったのは、やはりガバナ

ンス体制の問題である、という話になってくると  
いうことだと思います。

○岸田　　そういうことだと思います。何回もや  
ってもうまくいかないとか、問題を指摘してさま  
ざまな措置が講じられたけれども、またそれが守  
られていないと。だから、客観的なガバナンス・  
コードをつくって、それを遵守しているかどうか  
ということですね。ガバナンス・コードにはそれ  
ほど難しいことは書いていなくて、当たり前のこ  
とが書いてあるだけなのですが、いままではそれ  
すらも文書化されていなかったのが問題になっ  
たと。

○森田　　でも、今の舩津先生の言い方だったら、  
ピアレビューとかをもっとやりなさいというよう  
なことになっているはずですけども、そのピア  
レビューができていなかったとか、そういうこと  
は書いてありますか。

○舩津　　品質管理本部などは、検査でこのよう  
な指摘を受けたからこのように改善しなさいと一  
応は言っているけれども、末端にまで指摘が浸透  
しなかったというようなことは書かれています。

○行澤　　末端というのは……。

○舩津　　チームの問題です。

○行澤　　監査チームですね。

#### 【コードにおける「マネジメント」の意味合い】

○伊藤　　基本的なところを確認させていただく  
ところから始めたいのですが、原則2などで「経  
営（マネジメント）機能」や「経営（マネジメン  
ト）機関」という言葉がよく出てくるのですよね。  
ここで言われている経営とかマネジメントという  
のは、原則2や指針2-2を読みますと、マネジ  
メントというよりは、コントロールという感じで  
考えておいてよろしいでしょうかね。

監査法人はそもそも監査業務の点では営利事業  
をやっているわけではありませんから、そのよう  
な法人のマネジメントというのは、監査業務の質  
の向上・維持ということになるのだらうと思いま  
す。そうしますと、これは監査法人のコントロール  
をきちんとやるために監査法人の中で機関を設

けなさいという話なのであらうと思います。

もしそうだとすると、そのような意味での経営機  
関にどういうインセンティブを与えられるのかは、  
よくわからないところがあると思います。コント  
ロールという意味での監査法人のマネジメントが  
うまくいったかどうかをどのように評価するの  
かとか、うまくいったとして、どのような報奨を  
与えるのかということはずごく難しく、先ほど松  
尾先生がおっしゃったように、そもそも監査の品  
質自体の評価も難しいのですけれども、それも含  
めて、実際には難しそうだと感じられるところ  
ではあります。

○岸田　　今おっしゃったように、マネジメント  
とコントロールをどのように考えればよいのかと  
いうことは、難しいところだと思います。

○伊藤　　会社法学者からしますと、マネジメン  
トという言葉が使われれば、事業をやるという雰  
囲気で捉えてしまいますが、この場合は監査法人  
の事業ですから、コントロールをしますと。

○森田　　先ほども出ていましたけれども、マネ  
ジメント・アドバイザー・サービスを必ずして  
いますから、そういう意味では、それは別部門で  
しなさいとか、そのようなこともありますよね。  
ですから、全体で利益を上げなさいと、ただ、お  
上のお達しもあるし、独立性の観点からも、あま  
りやったらいかんよというものもあるけれども、全  
くコントロールばかりではないと思うのですね。  
そういう意味では、業界の在庫管理のあり方はこ  
うしたらいいよとか、何かそのようなことでお金  
をもらったりもすると思うのです。

いずれにせよ、基準がわからないというのは確  
かですわ。何をしたら誰がどうなるのかとい  
うことがわからない。

○洲崎　　ここで言われているマネジメント機能  
とは、監査法人の場合は主としてコントロールの  
ことを指しているのかなと思います。今の監査法  
人の上のほうの人たちにとっては、契約をとって  
くることが何よりも大事で、舩津先生が先ほど指  
摘されたような、末端の監査チームがきちんと職  
業的懐疑心を発揮して監査するような体制の整備



や指導ということにあまり関心を持っていなかったのではないかと。これからはその点にも配慮しなさいよという意味でのマネジメント機能ではないかなと思います。

契約をたくさんとってくるということはもちろんマネジメントの重要な内容となりますが、監査法人の場合はそれだけではだめだという意味でのマネジメント機能ということを行っているのだろうと思います。

○船津 今の話に関連してですけれども、原則5の考え方のところで「監査法人において、監査品質の向上へのインセンティブの強化や監査報酬の向上につながるといった好循環を生むことが重要である」と書かれていまして、おそらく伊藤先生のご議論というのは、株式会社でいうところの短期的利益と長期的利益みたいな議論なのかなあと。だから、監査法人としての長期的な利益を考えさせると、監査品質の向上をしていくはずだし、そうすることによって、マネジメントというか、監査法人の経営層もそういうところにインセンティブを持つようになるのではないかと。そういう意味では、コーポレートガバナンス・コードなどと同じような流れで、短期的に見るのではなくて、もっと長期的に見ると、そういうインセンティブを持ってくださいという、そういう考え方でつくられているのかなと、このあたりを読むと思いました。

○伊藤 おそらくそうなのだろうと思います。そうすると、監査の良し悪しで監査法人を選ぶという行動を企業がとらなければいけません。しかし、現在の日本でそうなっているのかどうかはわからないですし、少なくとも監査の質をあらわすような情報を何らかの方法で開示させることが大事なのだろうと思います。結局のところ、監査法人の側の問題ではなく、むしろ監査法人を雇っているほうの問題といえますか。

#### 【監査法人の選定・変更】

○片木 平成26年会社法改正で、まさに監査を選ぶ機関が全てのところで監査役等といいましょ

うか、監査組織のほうに回ったわけですが、その狙いというのは、まさに今伊藤先生が言われたように、要するにどうしても安い監査法人を選ぶようになりやすいところを、きちんと監査の品質というか、そこを指標にして選ばせるようにすると。報酬については、権限は持っていないけれども、ある程度これだけの監査をしてもらうときにはこれだけの報酬は出すべきだということの意見を選任する立場は持っていて、そこで同意権を行使する仕組みをつくってあるのは、まさに選ぶ側において品質を担保するという仕組みを一応はつくり上げたということだろうと思うのですけれど。

○森田 超巨大企業でなければ、確かに変更はできるみたいですけどね。超巨大企業になると、なかなか一挙にそれだけ動けないからね。トヨタみたいなところもみんな同じところばかりがやっていて、ほかの系列は入れないのですか。例えばトーマツとか、新日本とか、トヨタグループをいろいろなところがやっているということはあまりないのですか。

○片木 私もそれほど詳しくないのですけれども、聞いている限りでは、大体グループ企業は全部同じ監査機関がやるということです。

○森田 そのほうが把握はしやすいでしょうね、確かに。

○片木 おっしゃるとおりで、特に連結決算で連結の監査になりますと、大体そのグループ企業がみんな連結対象になってきますから。

○森田 そしたら、ますます動かせないですね。

○片木 はい。上場会社であっても、連結対象になっている会社はたくさんあるわけですから。

○森田 だから、ガバナンスをきちんとしてくれという要求もあり得るね。変えたいためにというのものもあるかもしれんけれども。

○片木 たしか、ヨーロッパはもう監査法人自体の交替制を実施しているのですかね。あるいは、日本と違って系列化が少ないということが、それを実施できる一つの原因になっているのかもしれないですね。

## 【コードにおける「意見交換」の相手方】

○北村 今問題となっていた原則5の考え方あるいは原則そのものについてお伺いします。考え方の1行目で、「会計監査の品質を持続的に向上させていくためには、被監査会社、株主、その他の資本市場の参加者等が、……評価して監査法人を選択し」ということが言われており、また、「情報開示を充実すべきであり、それは資本市場の参加者等との意見交換の有効な手段」であるとされています。この「意見交換」というのは指針5-3でも出てくる言葉ですが、今のお話から考えると、この考え方の中に出てくる被監査会社との意見交換をするという場合、監査役等、つまり選任議案作成権者を想定していると考えていいのか。つまり、被監査会社の経営者というわけではなくて、議案作成者を想定していると考えていいのでしょうかということが一つの質問です。

次に、コーポレートガバナンス・コードでも株主と対話せよということが述べられ、ここでも株主との意見交換というのが出てくるのですが、ここの株主とは、どういう株主が想定されるのでしょうか。

○岸田 なかなか難しいところでしょうね。

○北村 前者は監査役等、つまり選任議案作成権者を主に想定していると考えてよろしいですかね。

○片木 たしか懇談会提言のほうですよ。懇談会提言のほうで監査報告書の充実ということを出していて、今、文言はどこの会社でも一言一句変わらないのだらうと思いますが、イギリスなどでは既に、この会社ではこの点については特に重点監査をやったみたいなのをかなりきちんと書くようになっていて、ヨーロッパも既に制度をつくりつつあるというふうに聞いています。それで、懇談会提言では、そういうことを日本でも検討しろと書かれていますので、あるいは株主との情報、対話ということについては、そのあたりを考えているのではないかと思うのですけれど。

○志谷 今おっしゃった、ここを重点的に監査したということは、いわゆるリスクアプローチに

よる監査ということと関係ありますでしょうか。

○片木 まさにそれだろうと思います。重点監査項目といいたいでしょうか、そういうところだろうと思いますけれど。

## 【リスクアプローチによる監査】

○志谷 その点について、私、最近、「企業会計」という雑誌に載った「監査の失敗の本質」という論文を読んでちょっとショックを受けたので、お聞きしたいことがあるのですが、よろしいでしょうか。

先ほどからトヨタだとか東芝だったら大丈夫だというお話を岸田先生から何回かお聞きしたのですけれども、私はよくわからないので教えていただきたいのですが、この論文の中で、大手の監査法人のパートナーの方が、監査においては、統計理論を適用し、信頼度係数とか、予想虚偽表示額とか虚偽表示額を前提としてサンプル抽出を行うのだから、重要な虚偽表示を看過することはあり得るという監査の限界を主張する見解が提示されることがあると、こういうふうにおっしゃっておられるのですね。こういうお立場の方がこういう雑誌でこういうことを正面からお書きになるということは、いわゆる監査の現場では、リスクアプローチと呼ばれている監査の常識としてこのようなアプローチがとられているのかなというふうに思ったのですが、いかがでしょうか。

もしそうであれば、私のような者が考えていたリスクアプローチとは随分イメージの違うものだなあというふうにも思ったのですが、もともとリスクアプローチというのはこういうやり方だったのでしょか。

○森田 何十年も同じことをやっている部門では、あまり隠したり何とかというのは起こりにくいようですね。ところが、新しいところは、ものすごいリスクがあるでしょうね。

○志谷 それがおっしゃった統計理論というもののなのでしょうか。

○森田 わかりません。とにかく歴史が長いと、あまり変化は起こってないし。いろいろなものを

売り出しているところは知りませんよ。同じようなものを売っているところはそれほど変化はありませんから、企業によっては変化のあるところとないところがありますから、それによっても違うのではないかと思いますけれども。

○行澤 今の点で、まさに判例の見解は、リスクアプローチ・プラス・レッドフラッグで、レッドフラッグがあれば、それを突っ込まなかったら善管注意義務違反だけれども、それがなければ、仮に見逃しても善管注意義務違反にはならないという、そういう前提で動いているのではないかと思いますけれども。

○森田 善管注意義務って、そういうものですか。（笑）

○行澤 と思いますけれど。（笑）

#### 【監査報告書への重点監査項目の記載】

○岸田 先ほど片木先生がおっしゃった監査の重点項目は、被監査会社に対してこういう監査をやりますと書くのであって、最終的な監査報告書には必ずしも書かないですね。

○片木 そこを書かせようというのが今新しく出ているというふうに聞いているのですが。

○岸田 今は監査報告書には書かないです。

それが問題だというのは、そのとおりだと思います。様々な項目について監査を実施しても、一般に公開される監査報告書においては、こういうことを実施しました、ということは書きません。

○片木 今は書いてないのですが、ちょっと私もそれほど詳しく実態は知らないのですが、イギリスではどちらかというとリスクアプローチの重点監査項目のようなものも開示させるようにされているということです。それを日本で検討するということは、まさにおっしゃった部分も含めて、少し書かせるということだろうと思います。

○岸田 監査法人は被監査会社に対してこういうことをやりましたとは言っています。しかし、現在は、最終的な監査報告書にはそれは書かないということです。

○黒沼 国際監査基準に従って、監査上重要な

事項を監査報告に書くべきだという議論がなされていると思います。

#### 【監査法人の組織形態】

○伊藤 企業組織を研究している者からしますと、最初のほうで前田先生が質問されたあたりも興味のあるところですね。懇談会提言の3ページなどを見ますと、監査法人というのは、法律上は元来はパートナーシップ型の組織なのだけれども、今、企業活動も複雑化しており、監査法人も大規模になっているから、マネジメントの強化が必要なのだとされています。大手監査法人の寡占状況だということですが、監査については規模の経済が働いているということなのだろうと思います。そういう状況であれば、素朴に考えられるのは、パートナーシップではなく、もう少しこれに応じた組織形態があるのではないかとということです。他方で、今なお監査法人の企業形態は、世界的に見ても株式会社以外が主流です。そこはどのような関係なのだろうというのが気になるところです。

一方で、小規模なパートナーシップ形態の企業では対処できない複雑・大規模なことをやらなければ監査業務はできない状況なのだけれども、企業形態自体はパートナーシップで、この原則というのもパートナーシップであることを前提にマネジメントを強化していきなさいという方向で、企業形態は今でも何とかいくという話なのでしょうか。

○岸田 おもしろい問題ですが、あまり考えたことはないです。パートナーシップ以外と言いますと、例えばどういうやり方ですか。

○伊藤 もっと株式会社みたいな、そういう雰囲気のこと……。

○森田 そうでないと、パートナーがやめて持分を払い戻すと、経営基盤はどうなるのですかね。

○伊藤 公認会計士法の中で、株式会社型の監査法人ですとか、そのようなものをつくるということもあると思うのですね。

○森田 でも、私がパートナーならば、せっかく俺の稼いだ分をとられるのは嫌やから、それを

それほど強制的にとられたら、私有財産権の侵害やと怒りますよ、それは。(笑)

○行澤 今の点、伊藤先生のご見解で、やはり株式会社形態にすると、監査業務の適正とか公正を担保することとの関連で、広い意味での利益相反というか、株主利益最大化とぶつかってしまうおそれはないのですか。その代わりに、今は、非営利法人型の組織にも、どんどん会社法のガバナンスを応用しようとするトレンドがあるように見受けられます。そういう意味では、非営利法人型であってもよくて、監査の点でも株式会社である必要はないような気もしたのですが、いかがでしょうか。

○伊藤 それはそうかもしれなれないですね。

○洲崎 最初に私がした質問にも関連するのですけれども、今の公認会計士法は、伝統的なパートナーシップを想定していて、監査法人の定款を変更したり代表社員を決定したりするのも原則として社員全員の同意がないとできないことになっています。だから、経営機関を置くとか第三者機関を置くということが、今の公認会計士法のもとで本当にできるのだろうかと思ったのです。大手の監査法人では社員が何百人もいるようですし、そのような社員全員が同意しないと定款を変えられないとか、現在の大規模監査法人の実態からすると、現行公認会計士法にはちょっと無理があるような気がします。

○志谷 監査法人も、所有と経営を分離したほうがいいですからね。(笑)

○森田 弁護士法人は、パートナーと言われていた人は何か分与されるけれども、そこで雇われている弁護士もいますかね。公認会計士は、その雇われている公認会計士はいないのですか。

○洲崎 いや、います。社員ではない公認会計士ですよ。

○片木 むしろ圧倒的多数だと思います。

○伊藤 そのあたり、外国の監査法人のルールを研究してみれば、何かあるかもしれないですね。

○川口 確か、オランダでは株式会社組織の監査法人があるように聞いたことがあります。

○伊藤 そうですか。

○岸田 もし株式会社になったら、それを監査するときに上場して、ということに。(笑)

○伊藤 そうですね。(笑) それでは、時間になりましたので、本日の研究会を終わらせていただきます。ありがとうございました。





## コード案

前述の「提言」を受けて検討会において議論の末にとりまとめられたコード案では、5つの原則と、その下位原則である22の指針から構成されている。以下、5つの原則ごとに検討してみる。

## 【コード案の5つの原則】

## 【監査法人が果たすべき役割】

原則1 監査法人は、会計監査を通じて企業の財務情報の信頼性を確保し、資本市場の参加者等の保護を図り、国民経済の健全な発展に寄与する公益的な役割を有している。これを果たすため、監査法人は、法人の構成員による自由闊達な議論と相互啓発を促し、その能力を十分に発揮させ、会計監査の品質を組織として持続的に向上させるべきである。

## 【組織体制】

原則2 監査法人は、会計監査の品質の持続的な向上に向けた法人全体の組織的な運営を実現するため実効的に経営(マネジメント)機能を発揮すべきである。

原則3 監査法人は、監査法人の経営から独立した立場で経営機能の実効性を監督・評価し、それを通じて、経営の実効性の発揮を支援する機能を確保すべきである。

## 【業務運営】

原則4 監査法人は、組織的な運営を実効的に行うための業務体制を整備すべきである。また、人材の育成・確保を強化し、法人内及び被監査会社等との間において会計監査の品質の向上に向けた意見交換や議論を積極的に行うべきである。

## 【透明性の確保】

原則5 監査法人は、本原則の適用状況などについて、資本市場の参加者等が適切に評価できるよう十分な透明性を確保すべきである。また、組織的な運営の改善に向け、法人の取組みに対する内外の評価を活用すべきである。

以下くわしく見ている。

## 原則1—トップのリーダーシップ等

まず、「企業の財務情報の信頼性を確保し、資本市場の参加者等の保護を図り、国民経済の健全な発展に寄与する」とは、公認会計士法1条に規定されている公認会計士の使命にほぼ同じであり、監査論においては、公共の利益(public interest)と称されているものである。

この点コーポレートガバナンスとは大きく異なる点であり、監査法人が単なる利益獲得団体ではなく、公共の利益に資することがもつとも重要であり、ガバナンスもこの点を重視して考えるべきであるとする。それは具体的には以下の点に表れる。

次に、トップのリーダーシップに関連して、監査法人が果たすべき役割として期待されている点は、以下のとおりである。

- ・ トップ自らおよび法人の構成員がそれぞれの役割を主体的に果たすよう、トップの姿勢を明らかにする(指針1—1)
- ・ 法人の構成員が共通に保持すべき価値観を示すとともに、それを実践するための考え方や行動の指針を明らかにする(指針1—2)
- ・ 法人の構成員の士気を高め、職業的懐疑心や職業的専門家としての能力を十分に保持

- ・ 発揮させるよう、適切な動機づけを行う(指針1—3)
- ・ 法人の構成員が、会計監査をめぐる課題や意見、経験を共有し、積極的に議論を行う、開放的な組織文化・風土を醸成する(指針1—4)

これらの役割を果たすべく監査法人がとりうる具体的な行動としては、監査法人トップによる所信表明、監査法人の理念に係る方針等の文書化と共有、さらには監査法人内における議論の場の設定等が考えられるが、本質的には、監査法人の社風や組織風土の醸成の問題であり、一朝一夕に組織改革が実現できるものではないであろう(町田74頁)。

## 原則2—実効的な経営(マネジメント)機関

原則2に関連して指針において求められることを抽出すれば、以下のとおりである。

- ・ 実効的な経営(マネジメント)機関を設け、組織的な運営を行う(指針2—1)
- ・ 経営機関は以下の事項を含む重要な業務運営を担う(指針2—2)
  - 監査品質に関する重要事項についての適正な判断
  - 監査上のリスク等に対応するための経営環境等の分析や被監査会社との間での率直かつ深度ある意見交換を行う環境の整備
  - 人材育成の環境や人事管理・評価等に係る体制の整備
  - ITの有効活用の検討・整備

・ 監査業務に精通しているだけでなく、法人の組織的な運営のための機能が十分に確保される経営機関の構成員の選任(指針2—3)

ここでは、「提言」以来、標榜されているマネジメントの強化によって監査法人における構成員および監査業務へのグリップを強めて、品質の向上に資する体制を整備・運用することが企図されている。

他方で、指針2—3に示されているように、監査実務に精通するだけでなく、法人の運営に適した人材を経営機関の構成員として選任することを求めている。このことから、コード案では、諸外国の会計事務所のように、監査法人の経営に当たる者と監査業務を担う専任者とを分離する体制にないことが想定される。

あくまでも「監査法人」としての経営機関を求めていると解されるのである(町田74頁)。

この点においても営利事業とは異なり、法人の利益のみならず社会全体の利益を目標とすべく監査体制の強化を図るべきであるとする。この点から事業の効率性や品質の向上を図るべきであるとする。

## 原則3—監督・評価機能

この原則は、監査法人に、外部の第三者が構成員として含まれる「監督・評価機関」を設置することを求めているものである。

さらに指針では以下の点を求めている。

- ・ 経営機関による経営機能の実効性を監督・評価する監督・評価機関を受け、その役割を明らかにする(指針3—1)
- ・ 監督・評価機関の構成に、独立性を有する第三者を選任し、その知見を活用する(指針3—2)

- ・ 以下の点を考慮した構成員の配置を行う（指針4-3）
    - 幅広い知見や経験についてバランスのとれた構成員の配置
    - 非監査業務の経験や事業会社等への志向などを含め、会計監査に関連する幅広い知見や経験を獲得する機会の提供
    - 構成員の幅広い知見や経験の適正な評価と計画的な活用
- これらの人事の問題は非常に難しいといえよう。職業的懐疑心を適正に発揮したかどうかをどのようにして評価したらよいか、公認会計士志望者が少なく、公認会計士試験合格者が需要超過の状況にあって、バランスのとれた構成員の配置が可能なのか、ましてや、非監査業務の経験や事業会社等への志向の機会を提供できる余裕があるかどうかという点が問題となるであろう。
- とはいえ、これらの問題に何らかの解を見つけなくては、監査法人の品質の向上につながる人事管理や人材育成は望めないといえるのかもしれない（町田・前掲76頁）。
- これは法人における人事管理の問題で原則3と合わせて考慮が必要であろう。

原則5-透明性報告書

最後の原則5は「透明性報告書」の作成と公表に係るものである。透明性報告書とは、諸外国の監査事務所においては、広く公表されている監査事務所の組織体制や業務運営に関する報告書であり、被監査会社や株主を対象とした、一種の統合報告書といえよう。わが国においても、PwCあらた監査法人（当時）が2015年に公表したのを始めとして、透明性報告書という名称は付していないものの、有責任あらず監査法人が2016年に公表している。

- ・ コード案では、透明性報告書において、以下の事項の説明を求めている（指針5-2）。
    - ・ 会計監査の品質の持続的な向上に向けた、自らおよび法人の構成員がそれぞれの役割を主体的に果たすためのトップの姿勢
    - ・ 法人の構成員が共通に保持すべき価値観およびそれを実践するための考え方や行動の指針
    - ・ 法人の業務における非監査業務（グループ内を含む。）の位置づけについての考え方
    - ・ 経営機関の構成や役割
    - ・ 監督・評価機関の構成や役割。監督・評価機関の構成員に選任された独立性を有する第三者の選任理由、役割および貢献・監督・評価機関を含め、監査法人が行った、監査品質の向上に向けた取組みの実効性の評価
- ここに示された事項は、原則1から4まで、ならびに、その指針に示された内容にほかならない。すなわち、前述の原則および指針は、透明性報告書における一定の開示を前提とした枠組みとなっているのである。
- こうした透明性報告書をもとにして、「被監査会社、株主、その他の資本市場の参加者等との積極的な意見交換」および「監督・評価機関の構成員に選任された独立性を有する第三者の知見を活用」（指針5-3）、「本原則の適用の状況や監査品質の向上に向けた取組みの実効性を定期的に評価」（指針5-4）、ならびに「資本市場の参加者等との意見交換から得た有益な情報や、本原則の適用の状況などの評価の結果を、組織的な運営の改善に向け活用」（指針5-5）することが求められている（町田・前掲76頁）。

- ・ かかる独立性を有する第三者については、以下の業務を行う（指針3-3）
    - 組織的な運営の実効性に関する評価への関与
    - 経営機関の構成員の選任、評価および報酬に係る方針の策定への関与
    - 法人の人材育成、人事管理・評価および報酬に関する方針や手続の整備状況や、伝えられた情報の検証および活用状況の評価への関与
    - 被監査会社、株主その他の資本市場の参加者等との意見交換への関与
- 監督・評価機関の構成員に対し、適時かつ適切に必要な情報が提供され、業務遂行にあたっての補佐が行われる環境を整備する（指針3-4）
- ここでイメージすべきは、上場企業の独立役員であろう。経営機関に対して客観的な位置づけにある監督・評価機関ということであるから、監査役会における社外監査役を想起すればよいかもしれないが、上記のうち、たとえば、「経営機関の構成員の選任、評価及び報酬の決定過程への関与」や「法人の人材育成、人事管理・評価及び報酬に係る方針の策定への関与」を担うという点では、その役割はより広範かつ経営機関の活動の評価に責任を有するものとなっているように思われる（町田・前掲75頁）。
- ここでは法人の監査監督のために独立した存在が必要であるとする。これは会社における社外（独立）の監査人の存在と共通するものがあう。

原則4-1法人内外との意見交換および人事

コード案の原則4では、法人内外との意見交換・議論や人事の問題が取り扱われている。前者については、以下の点が挙げられている。

- ・ 経営機関が監査の現場からの必要な情報等を適時に共有する（指針4-1）
  - ・ 経営機関等の考え方を監査の現場まで浸透させる（同上）
  - ・ 法人内において会計監査の品質の向上に向けた意見交換や議論を積極的に行う（同上）
    - ・ 被監査会社のCEO・CFO等の経営陣幹部および監査役等との間で監査上のリスク等について率直かつ深度ある意見交換を尽くす（指針4-4）
    - ・ 監査の現場における被監査会社との間で十分な意見交換や議論に留意する（同上）
    - ・ 内部および外部からの通報に関する方針や手続を整備する（指針4-5）
- これらは、組織一般の内部統制における基本的要素の1つである「情報と伝達」の内容を監査法人において具体化したものといえよう。このうち、監査リスクに関する被監査企業の経営陣との意見交換は、近い将来に導入が想定される監査報告書でのリスク情報の提供の問題とも関連して、今後、非常に重要な問題となってくると考えられる。また、監査法人における外部からの情報提供への対応の問題は、カネボウ事件（2005年）、オリンパス事件（2011年）等においても問題視された監査法人の品質管理の重要な課題の1つである。
- 他方、人事については、以下の点が述べられている。
- ・ 法人の構成員の士気を高め、職業的専門家としての能力を保持・発揮させるために、法人における人材育成、人事管理・評価および報酬に係る方針を策定し、運用する。その際には、法人の構成員が職業的懐疑心を適正に発揮したかが十分に評価する（指針4-2）

これはすべてのガバナンスに共通にいえることであるが、情報の透明性の問題でもある。



【監査法人が果たすべき役割】

**原則1** 監査法人は、会計監査を通じて企業の財務情報の信頼性を確保し、資本市場の参加者等の保護を図り、もって国民経済の健全な発展に寄与する公益的な役割を有している。これを果たすため、監査法人は、法人の構成員による自由闊達な議論と相互啓発を促し、その能力を十分に発揮させ、会計監査の品質を組織として持続的に向上させるべきである。

**考え方**

資本市場の信頼性を確保し、企業の成長に向けた資金が円滑に供給されるためには、企業による適正な財務情報の開示が不可欠である。また、企業が経営戦略を策定し、持続的な成長・中長期的な企業価値の向上を目指す上でも、自らの財務情報を的確に把握し、市場の参加者等と共有することが必要である。

会計監査は、このような企業による財務情報の的確な把握と適正な開示を確保し、その適正・円滑な経済活動を支え、日本経済の持続的な成長につなげていく前提となる極めて重要なインフラである。

公認会計士法上、公認会計士とともに監査法人も、組織として、企業の財務情報の信頼性を確保し、資本市場の参加者等の保護を図り、国民経済の健全な発展に寄与する公益的な役割を担っている。資本市場の重要なインフラである会計監査の品質を持続的に向上させるため、監査法人の社員が公認会計士法に基づく業務管理体制の整備にその責務を果たすとともに、トップがリーダーシップを発揮し、法人の構成員の士気を高め、その能力を十分に発揮させることが重要である。また、その際には、被監査会社から報酬を得て行うとの会計監査の構造に起因して、法人の構成員による職業的懐疑心の発揮が十分に行われないということにならないよう留意すべきである。

**指針**

- 1-1. 監査法人は、その公益的な役割を認識し、会計監査の品質の持続的な向上に向け、法人の社員が業務管理体制の整備にその責務を果たすとともに、トップ自ら及び法人の構成員がそれぞれの役割を主体的に果たすよう、トップの姿勢を明らかにすべきである。
- 1-2. 監査法人は、法人の構成員が共通に保持すべき価値観を示すとともに、それを実践するための考え方や行動の指針を明らかにすべきである。
- 1-3. 監査法人は、法人の構成員の士気を高め、職業的懐疑心や職業的専門家としての能力を十分に保持・発揮させるよう、適切な動機付けを行うべきである。
- 1-4. 監査法人は、法人の構成員が、会計監査を巡る課題や知見、経験を共有し、積極的に議論を行う、開放的な組織文化・風土を醸成すべきである。

「監査法人の組織的な運営に関する原則」(監査法人のガバナンス・コード)(案)の策定について

会計監査は資本市場を支える重要なインフラであり、今後の会計監査の在り方について幅広く検討するため、平成27年10月、「会計監査の在り方に関する懇談会」が設置された。

本年3月にその提言が取りまとめられたが、そこでは、大手市場企業等の監査を担う監査法人の組織的な運営において確保されるべき原則を規定した「監査法人のガバナンス・コード」の策定が提言された。

これを受け、本年7月、本検討会が設置され、5回に亘る審議を経て、今般、「監査法人の組織的な運営に関する原則」(案)を取りまとめたこととしたものである。

- ・ 本原則は、5つの原則と、それを適切に履行するための指針から成っており、監査法人がその公益的な役割を果たすため、トップがリーダーシップを発揮すること、
  - ・ 監査法人が、会計監査に対する社会の期待に応え、実効的な組織運営を行うため、経営陣の役割を明確化すること、
  - ・ 監査法人が、監督・評価機能を強化し、そこにおいて外部の第三者の知見を十分に活用すること、
  - ・ 監査法人の業務運営において、法人内外との積極的な意見交換や議論を行うとともに、構成員の職業的専門家としての能力が適切に発揮されるような人材育成や人事管理・評価を行うこと、
  - ・ さらに、これらの取組みについて、分かりやすい外部への説明と積極的な意見交換を行うこと、
- などを規定している。

本原則は、大手市場企業等の監査を担い、多くの構成員から成る大手監査法人における組織的な運営の姿を念頭に策定されているが、それ以外の監査法人において自動的に適用されることも妨げるものではない。その上で、大手監査法人をはじめとする各監査法人が、本原則をいかに実践し、実効的な組織運営を実現するかにについては、それぞれの特長等を踏まえた自律的な対応が求められるところであり、本原則の適用については、コンプライアンス・エクスペリエンス(原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明する)の手法によることが想定されている。

各監査法人においては、会計監査を巡る状況の変化や、会計監査に対する社会の期待を踏まえ、それぞれの発意により、実効的な組織運営の実現のための改革が強力に進められていくことを期待したい。

- 1-5. 監査法人は、法人の業務における非監査業務(グループ内を含む。)の位置づけについての考え方を明らかにすべきである。

#### 【組織体制】

**原則2 監査法人は、会計監査の品質の持続的な向上に向けた法人全体の組織的な運営を実現するため、実効的に経営(マネジメント)機能を発揮すべきである。**

#### 考え方

監査法人制度は、5人以上の公認会計士で組織するパートナー制度を基本としているが、大規模な監査法人においては、社員の数が数百人、法人の構成員が数千人の規模となるものが存在するようになっており、監査の品質の確保の観点から、監査法人において、経営陣によるマネジメントが規模の拡大や組織運営の複雑化に的確に対応することが求められている。

このため、監査法人においては、法人の組織的な運営に関する機能を実効的に果たすことができる経営機関を設け、法人の組織的な運営を確保することが重要である。

#### 指針

- 2-1. 監査法人は、実効的な経営(マネジメント)機関を設け、組織的な運営が行われるようにすべきである。
- 2-2. 監査法人は、会計監査に対する社会の期待に応え、組織的な運営を確保するため、以下の事項を含め、重要な業務運営における経営機関の役割を明らかにすべきである。
  - ・ 監査品質に対する資本市場の信頼に大きな影響を及ぼし得るような重要な事項について、監査法人としての適正な判断が確保されるための組織体制の整備及び当該体制を活用した主体的な関与
  - ・ 監査上のリスクを把握し、これに適切に対応するための、経営環境等のマクロ的な観点を含む分析や、被監査会社との間での率直かつ深度ある意見交換を行う環境の整備
  - ・ 法人の構成員の士気を高め、職業的専門家としての能力を保持・発揮させるための人材育成の環境や人事管理・評価等に係る体制の整備
  - ・ 監査に関する業務の効率化及び企業においてもIT化が進捗することを踏まえた深度ある監査を実現するためのITの有効活用の検討・整備
- 2-3. 監査法人は、経営機関の構成員が監査実務に精通しているかを勘案するだけでなく、経営機関として、法人の組織的な運営のための機能が十分に確保されるよう、経営機関の構成員を選任すべきである。

- 3-4. 監査法人は、監督・評価機関がその機能を実効的に果たすことができるよう、監督・評価機関の構成員に対し、適時かつ適切に必要な情報が提供され、業務遂行に当たっての補佐が行われる環境を整備すべきである。

**原則3 監査法人は、監査法人の経営から独立した立場で経営機能の実効性を監督・評価し、それを通じて、経営の実効性の発揮を支援する機能を確保すべきである。**

**考え方**

監査法人において、組織的な運営を確保するため、経営機関の機能の強化に併せ、その実効性について監督・評価し、それを通じて、実効性の発揮を支援する機能を確保することが重要である。

さらに、監査法人が、組織的な運営を確保し、資本市場において公益的な役割を果たすために、監督・評価機関において、例えば、企業における組織的な運営の経験や資本市場の参加者としての視点などを有する、外部の第三者の知見を活用すべきである。

**指針**

- 3-1. 監査法人は、経営機関による経営機能の実効性を監督・評価し、それを通じて実効性の発揮を支援する機能を確保するため、監督・評価機関を設け、その役割を明らかにすべきである。
- 3-2. 監査法人は、組織的な運営を確保し、公益的な役割を果たす観点から、自らが認識する課題等に対応するため、監督・評価機関の構成員に、独立性を有する第三者を選任し、その知見を活用すべきである。
- 3-3. 監査法人は、監督・評価機関の構成員に選任された独立性を有する第三者について、例えば以下の業務を行うことが期待されることに留意しつつ、その役割を明らかにすべきである。
  - ・ 組織的な運営の実効性に関する評価への関与
  - ・ 経営機関の構成員の選退任、評価及び報酬の決定過程への関与
  - ・ 法人の人材育成、人事管理・評価及び報酬に係る方針の策定への関与
  - ・ 内部及び外部からの通報に関する方針や手続の整備状況や、伝えられた情報の検証及び活用状況の評価への関与
  - ・ 被監査会社、株主その他の資本市場の参加者等との意見交換への関与

【業務運営】

**原則4 監査法人は、組織的な運営を裏面的に行うための業務体制を整備すべきである。また、人材の育成・確保を強化し、法人内及び被監査会社等との間において会計監査の品質の向上に向けた意見交換や議論を積極的に行うべきである。**

**考え方**

監査法人において、会計監査の品質を持続的に向上させるためには、経営機関が経営機能を発揮するとともに、経営機関の考え方を監査の現場まで浸透させる必要がある。そのため体制を整備する必要がある。

また、経営機関の考え方を、法人の構成員が受け止め、業務に反映するようにするためには、大高のかつ計画的な人材育成や人事管理・評価が極めて重要であり、これが機能しなければ、監査品質の向上に向けた取り組みは実効を伴わないものとなる。

さらに、経営機関から監査の現場への情報の流れだけでなく、監査の現場から経営機関等への情報の流れを円滑にすることも重要である。

こうした取り組みにより、法人の構成員の間で、より自由闊達な議論が行われ、縦割りに陥らない開放的な組織文化・風土が醸成されることが期待される。

**指針**

4-1. 監査法人は、経営機関が監査の現場からの必要な情報等を適時に共有するとともに経営機関等の考え方を監査の現場まで浸透させる体制を整備し、業務運営に活用すべきである。また、法人内において会計監査の品質の向上に向けた意見交換や議論を積極的に行うべきである。

4-2. 監査法人は、法人の構成員の士気を高め、職業的専門家としての能力を保持・発揮させるために、法人における人材育成、人事管理・評価及び報酬に係る方針を策定し、運用すべきである。その際には、法人の構成員が職業的懐疑心を適正に発揮したかが十分に評価されるべきである。

4-3. 監査法人は、併せて以下の点に留意すべきである。

- ・ 法人のそれぞれの部署において、職業的懐疑心を発揮できるよう、幅広い知見や経験につき、バランスのとれた法人の構成員の配置が行われること
- ・ 法人の構成員に対し、例えば、非監査業務の経験や事業会社等への出向などを含め、会計監査に関連する幅広い知見や経験を獲得する機会が与えられること

- ・ 法人の構成員の会計監査に関連する幅広い知見や経験を、適正に評価し、計画的に活用すること

4-4. 監査法人は、被監査会社のCEO・CFO等の経営陣幹部及び監査役等との間で監査上のリスク等について率直かつ深度ある意見交換を尽くすとともに、監査の現場における被監査会社との間での十分な意見交換や議論に留意すべきである。

4-5. 監査法人は、内部及び外部からの通報に関する方針や手続を整備し、伝えられた情報を適切に活用すべきである。その際、通報者が、不利益を被る危険を懸念することがないよう留意すべきである。



**【透明性の確保】**

**原則5 監査法人は、本原則の適用状況などについて、資本市場の参加者等が適切に評価できるよう、十分な透明性を確保すべきである。また、組織的な運営の改善に向け、法人の取組みに対する内外の評価を活用すべきである。**

**考え方**

会計監査の品質を持続的に向上させていくためには、被監査会社、株主、その他の資本市場の参加者等が、監査法人における会計監査の品質の向上に向けた考え方や取組みなどを適切に評価して監査法人を選択し、それが監査法人において、監査品質の向上へのインセンティブの強化や監査報酬の向上につながるといった好循環を生むことが重要である。このため、監査法人は、資本市場の参加者等が評価できるよう、本原則の適用の状況や監査品質の向上に向けた取組みに関する情報開示を充実すべきであり、それは資本市場の参加者等との意見交換の有効な手段となると考えられる。

また、監査法人内においても、本原則の適用の状況や監査品質の向上に向けた取組みの実効性について評価を行い、資本市場の参加者等との意見交換と合わせ、その結果を更なる改善に結びつけるべきである。

**指針**

- 5-1. 監査法人は、被監査会社、株主、その他の資本市場の参加者等が評価できるよう、本原則の適用の状況や、会計監査の品質の向上に向けた取組みについて、例えば「透明性報告書」といった形で、わかりやすく説明すべきである。
- 5-2. 監査法人は、併せて以下の項目について説明すべきである。
  - ・ 会計監査の品質の持続的な向上に向けた、自ら及び法人の構成員がそれぞれの役割を主体的に果たすためのトップの姿勢
  - ・ 法人の構成員が共通に保持すべき価値観及びそれを実践するための考え方や行動の指針
  - ・ 法人の業務における非監査業務(グループ内を含む。)の位置づけについての考え方
  - ・ 経営機関の構成や役割
  - ・ 監督・評価機関の構成や役割。監督・評価機関の構成員に選任された独立性を有する第三者の選任理由、役割及び貢献

- ・ 監督・評価機関を含め、監査法人が行った、監査品質の向上に向けた取組みの実効性の評価

5-3. 監査法人は、会計監査の品質の向上に向けた取組みなどについて、被監査会社、株主、その他の資本市場の参加者等との積極的な意見交換に努めるべきである。その際、監督・評価機関の構成員に選任された独立性を有する第三者の知見を活用すべきである。

5-4. 監査法人は、本原則の適用の状況や監査品質の向上に向けた取組みの実効性を定期的に評価すべきである。

5-5. 監査法人は、資本市場の参加者等との意見交換から得た有益な情報や、本原則の適用の状況などの評価の結果を、組織的な運営の改善に向け活用すべきである。

## 目次

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| I. はじめに.....                         | 1  |
| II. 会計監査の信頼性確保のための取組み.....           | 2  |
| 1. 監査法人のマネジメントの強化.....               | 2  |
| (1) 監査法人のガバナンス・コード.....              | 4  |
| (2) 大手上場企業等の監査を担える監査法人を増やす環境整備.....  | 4  |
| 2. 会計監査に関する情報の株主等への提供の充実.....        | 5  |
| (1) 企業による会計監査に関する開示の充実.....          | 5  |
| (2) 会計監査の内容等に関する情報提供の充実.....         | 6  |
| 3. 企業不正を見抜く力の向上.....                 | 8  |
| (1) 会計士個人の力量の向上と組織としての職業的懐疑心の発揮..... | 8  |
| (2) 不正リスクに着眼した監査の実施.....             | 9  |
| 4. 「第三者の眼」による会計監査の品質のチェック.....       | 9  |
| (1) 監査人の独立性の確保.....                  | 10 |
| (2) 当局の検査・監督態勢の強化.....               | 10 |
| (3) 日本公認会計士協会の自主規制機能の強化.....         | 11 |
| 5. 高品質な会計監査を実施するための環境の整備.....        | 12 |
| (1) 企業の会計監査に関するガバナンスの強化.....         | 12 |
| (2) 実効的な内部統制の確保.....                 | 13 |
| (3) 監査におけるITの活用.....                 | 13 |
| (4) その他.....                         | 14 |
| III. おわりに.....                       | 15 |

## ——会計監査の信頼性確保のために——

## 「会計監査の在り方に関する懇談会」提言

平成28年3月8日

会計監査の在り方に関する懇談会メンバー

(平成28年3月8日現在)

| 氏名         | 現職                         | 職 |
|------------|----------------------------|---|
| 座長 脇田 良一   | 名古屋経済大学大学院教授<br>明治学院大学名誉教授 |   |
| メンバー 引頭 麻実 | 榊大和総研常務執行役員                |   |
| 倉貫 浩一      | 読売新聞東京本社論説委員               |   |
| 斎藤 静樹      | 東京大学名誉教授                   |   |
| 関 哲夫       | 株式会社みずほフィナンシャルグループ取締役      |   |
| 初川 浩同      | 公認会計士                      |   |
| 八田 進二      | 青山学院大学大学院教授                |   |
| 森 公高       | 日本公認会計士協会会長                |   |

[50音順、敬称略]

I. はじめに

資本市場の信頼性を確保し、成長資金が供給されるようにしていくためには、企業が財務情報を適正に開示することが必要である。また、企業が経営戦略を策定し、持続的な成長・中長期的な企業価値の向上を目指すうえで、自らの財務状況を的確に把握し、株主・投資家等と共有することが不可欠である。

会計監査は、このような企業による財務状況の確かな把握と適正な開示を確保し、その適正・円滑な経済活動を支え、これを日本経済の持続的な成長につなげていく前提となる極めて重要なインフラである。

このため、公認会計士法第1条においては、「公認会計士は、監査及び会計の専門家として、独立した立場において、財務書類その他の財務に関する情報の信頼性を確保することにより、会社等の公正な事業活動、投資者及び債権者の保護等を図り、もって国民経済の健全な発展に寄与することを使命とする」ことが規定されている。

これまで、関係者においては、会計監査の充実に向けて累次の取組みが行われてきた。しかしながら、最近の不正会計事案などを契機として、改めて会計監査の信頼性が問われている。

このような状況のもと、昨年10月に「会計監査の在り方に関する懇談会」(以下「懇談会」という)が設置され、会計監査をとりまく環境の変化や最近の不正会計事案の要因等を踏まえ、会計監査の信頼性を確保するために必要な取組みについて、幅広く議論を行ってきた。

本提言は、懇談会における会計監査の信頼性確保のための取組みについての議論を取りまとめ、公表することとしたものである。

## II. 会計監査の信頼性確保のための取組み

会計監査の充実に向けた累次の取組みを通じ、会計監査を実施するための規制・基準は相当程度整備されてきた。しかしながら、最近の不正会計事案などを契機として、改めて会計監査の信頼性が問われる状況に至っている。

- こうした背景には、
  - ・これらの規制・基準が監査の現場に十分に定着していない、
  - ・こうした規制・基準を定着させるための態勢が監査法人や企業等において十分に整備されていない、
  - ・そのような態勢整備がなされているかを外部から適切にチェックできる枠組みが十分に確立されていない、
- といった要因があるのではないかと考えられる。

また、不正会計問題への対応に際しては、いたずらに規制・基準を強化するのではなく、その費用と便益を検証しつつ、問題の本質に焦点を当てた対応を取るべきである。

このような観点から、会計監査の信頼性確保に向けて講ずるべき取組みは、以下の5つの柱に整理される。

- (1) 監査法人のマネジメントの強化
- (2) 会計監査に関する情報の株主等への提供の充実
- (3) 企業不正を見抜く力の向上
- (4) 「第三者の眼」による会計監査の品質のチェック
- (5) 高品質な会計監査を実施するための環境の整備

その具体的な施策の内容は以下のとおりである。

### 1. 監査法人のマネジメントの強化

最近の不正会計事案においては、大手監査法人の監査の品質管理体制が形式的には整備されていたものの、組織として監査の品質を確保するためのより高い視点からのマネジメントが有効に機能しておらず、これ

により、

- ・監査の現場やそれを支える監査法人組織において職業的懐疑心が十分発揮されていなかった、

- ・当局の指摘事項を踏まえたと改善策が組織全体に徹底されていなかった、
  - ・監査品質の確保に重点を置いた人事配置・評価が行われていなかった、
- などの問題が生じていたことが指摘されている。また、他の大手監査法人についても、当局の検査等において、マネジメントの不備が監査の品質確保に問題を生じさせている原因として指摘されているところである。

監査法人は5人以上の公認会計士を含む者の出資により設立され、出資者である各社員（パートナー）が経営に直接に関与し、相互に監視することによって組織の規律を確保することを基本としている。一方、現実には、大手市場企業を中心とする企業活動の複雑化・国際化に対応して監査法人の大規模化が進展し、大手市場企業やこれに類する大企業（以下「大手市場企業等」という）の監査の大部分を担う大手監査法人は人員が数千人を超える規模、それに続く準大手監査法人でも百人を超える規模となっている。

経営陣によるマネジメントが、このような規模の拡大と組織運営の複雑化に対応しきれないことが、監査の品質確保に問題を生じさせている主な原因の一つであると考えられる。

このため、とりわけ大手市場企業等の監査の担い手となる監査法人を念頭に、その運営について明確な権限と責任を定めた実効的なガバナンスを確立し、組織全体にわたってマネジメントを有効に機能させる必要がある。併せて、このような組織的な運営の状況を外部からチェックできるようにするとともに、組織的な運営が有効に機能している監査法人が評価されるようにするため、監査法人の運営の透明性を向上させることが必要である。

また、国内の監査市場においては、大手の4監査法人が市場時価総額ベースで9割以上の上場企業の監査を担っており、このような監査市場の寡占化が、企業、特に大手市場企業を中心とする大企業による監査法人の選択の余地を狭めていること、また、このような寡占が品質向上に向けた競争を阻害している懸念があることも指摘されている。このため、大手市場企業等の監査を担う能力を有する監査法人を増やしていくための環境整備に取り組み必要がある。



### (1) 監査法人のガバナンス・コード

大手上場企業等の監査の担い手となる監査法人において実効的なガバナンスを確立し、マネジメントを有効に機能させていくための取組みを進めるにあたっては、こうした大規模な組織の運営において確保されるべき原則（プリンシプル）がまずもって確認されていることが必要であると考えられる。

一方、実際のガバナンスやマネジメントの形態は、各法人の規模や特性等に応じて、違いが出てくることも考えられることから、組織的な運営の形態について一律のルールを定めて対応することは適当でなく、各監査法人がプリンシプルの実現に向け、創意工夫を行いながら対応をとることができるような仕組みを考えたいことが望ましい。

イギリス及びオランダにおいては、このような考え方に立ち、監査法人の組織的な運営について、ルールベースではなく、プリンシプルベースの「監査法人のガバナンス・コード」（以下「コード」という）が導入され、このようなコードのもと、各監査法人が、それぞれにガバナンスを確立しマネジメントを機能させることができるようにするとともに、組織運営についての透明性を確保するための開示等を充実させることで、その実効性を確保する取組みが行われている。

こうした例を参考に、我が国においても、監査法人の組織的な運営のためのプリンシプルを確立し、各法人に対して、当該プリンシプルを実現するための自律的・実効的な対応を求めべきである。その際、各法人による組織運営の状況についての開示を充実させることにより、その実効性を確保し、監査法人の切磋琢磨を促していくことが重要である。

コードの具体的な内容としては、大手上場企業等の監査を担う一定規模以上の監査法人への適用を念頭に置きつつ、例えば、職業的懐疑心の発揮を促すための経営陣によるリーダーシップの発揮、運営・監督態勢の構築とその明確化、人材啓発、人事配置・評価の実施等について規定することが考えられる。その詳細については、我が国の監査法人を取り巻く環境や課題に照らしつつ、金融庁のリーダーシップの下、幅広い意見を参考にしながら早急に検討が進められていくべきである。

### (2) 大手上場企業等の監査を担える監査法人を増やす環境整備

コードの導入によって、準大手監査法人等、大手監査法人以外の監査法人においても、実効的なガバナンスを確立し、マネジメントをより有

効に機能させるとともに、その実施状況を市場参加者や当局等が外部からチェックすることで、これらの監査法人の監査品質の向上につながるっていくことが考えられる。これにより、より多くの監査法人が大手上場企業等の監査を担えるようになることが期待される。

また、当局と大手・準大手監査法人等との間で協議会等の継続的な対話の場を設け、大手上場企業等の会計監査をめぐる課題等について問題意識の共有を図り、監査業務の水準を向上させていくことも、大手上場企業等の監査を担える監査法人を増やしていくための環境整備につながるものと考えられる。

## 2. 会計監査に関する情報の株主等への提供の充実

企業の株主は、会計監査の最終的な受益者であり、株主総会において、監査人の選解任を最終的に決定する役割を担っている。

このような株主の判断が適切に行われるためには、監査役会・監査委員会・監査等委員会（以下「監査役会等」という）による監査人の評価を含め、株主に必要な情報提供が行われることが前提となる。諸外国においてこのような観点から様々な取組みが行われており、我が国においても、企業、監査法人、当局のそれぞれにおいて、会計監査に関する情報の株主等への提供の充実に取り組み、会計監査の透明性向上に努めるべきである。

会計監査の透明性の向上を通じて、企業の株主によって監査人の評価が適正に行われるようになり、高品質と認められる会計監査を提供する監査法人等が評価され、企業がそのような評価に基づいて監査を依頼するようになることが期待される。これにより、より高品質な監査を提供するインセンティブの強化や、そのような監査に株主や企業が価値を見出すことによる監査法人等の監査報酬の向上等を通じて、市場全体における監査の品質の持続的な向上につながるっていく好循環が確立されることが望まれる。

### (1) 企業による会計監査に関する開示の充実

会計監査の透明性向上による好循環を実現していくためには、まず、企業が適正な監査の確保に向けて監査人などのような取組みを行っているか、監査役会等が監査人をどのように評価しているか等について、株主に対して適切に情報提供することが必要である。こうした観点か

ら、有価証券報告書等における会計監査に関する開示の内容を充実させるべきである。

また、例えば、監査人の独立性を評価するにあたっては、当該監査人がその企業の監査に従事してきた期間などは重要な情報であり、こうした情報を有価証券報告書等に記載することを検討すべきである。

## (2) 会計監査の内容等に関する情報提供の充実

会計監査の透明性を向上させるためには、企業側からの情報提供に加え、監査法人等が積極的にその運営状況や個別の会計監査等について情報提供していくべきである。また、当局等においても情報提供の充実を図るべきである。

### ① 監査法人等のガバナンス情報の開示

株主等が監査法人等を適正に評価するためには、監査法人等が、その運営状況等の情報を適切に提供することも必要である。イギリスやオランダでは、監査法人等の運営状況等について株主・投資家等に情報提供するための報告書の公表が求められており、コードにおいて、監査法人のガバナンス情報等についても、当該報告書に盛り込むことが求められている。

適正に会計監査が評価されるよう、我が国においても、監査法人がそのガバナンスの状況や会計監査の品質確保のための取り組み等について開示・説明することを求めるべきである。

### ② 監査報告書の透明化等

現在の監査報告書は、財務諸表が適正と認められるか否かの表明以外の監査人の見解の記載は限定的となっている。一方、例えばイギリスでは、会計監査の透明性を高めるため、財務諸表の適正性についての表明に加え、監査人が着目した虚偽表示リスクなどを監査報告書に記載する制度が導入されている。EUも本年から同様の制度を導入する予定であり、アメリカにおいても、導入に向けた検討が進められている。

このような、いわば「監査報告書の透明化」について、株主等に

対する情報提供を充実させる観点から、我が国においても検討を進めるべきである。<sup>1)</sup>

### ③ 監査人の交代時における開示の在り方

監査人の交代の理由・経緯、例えば会計処理に関して企業と監査人との意見の不一致があったかどうか、は株主や投資家にとって極めて重要な情報である。このため、監査人の交代の理由等は、企業が臨時報告書で開示することが求められており、対象となった監査法人等の意見も同報告書における企業の開示を通じて記載されることとなっている。しかしながら、臨時報告書による開示については、企業による説明の内容が表層的・定型的となっており、株主等の十分な参考にならないうえ、監査法人等からも具体的な意見が出しにくいケースがある、との指摘がある。

このため、監査人の交代の理由等の開示について、株主等にとつてより有用な情報の提供を確保することが必要である。したがって、監査人の交代の理由等についてより充実した開示を求めるとともに、例えば、日本公認会計士協会（以下「協会」という）において、監査法人等が交代の理由等に関して適時意見を述べる開示制度を設けるなど、開示の主体やその内容などについて、改めて検討がなされるべきである。こうした取り組みは監査人の独立性の確保にも資するものと期待される。

### ④ 当局による会計監査に関する情報提供の充実

このほか、公認会計士・監査審査会（以下「審査会」という）によるモニタリング活動の成果を、株主等が会計監査に対する理解を深めることに資するよう形で整理して公表する（「モニタリングレポート」）ことが適当であると考えられる。<sup>2)</sup>

<sup>1)</sup> このほか、会計監査の透明性を向上させる観点からは、アメリカを中心に、監査の品質を測定する指標（Audit Quality Indicators）の策定に向けた取組みも進んでいる。このような指標をめぐっては、共通の基準に基づく客観的な監査品質の評価を可能とすることが期待される一方、そのような指標の実現可能性や指標を念頭に業務を行う形式主義への懸念なども示されているところである。このため、まずは諸外国における指標をめぐる動向等をフォローしていくことが考えられる。

<sup>2)</sup> 協会の品質管理レビューの成果についても、同様の公表を行うことが適当であると考える。

監査の現場において企業不正に適切に対応するためには、会計士個人の力量の向上に加え、会計士による職業的懐疑心の発揮を確保するための、組織としての態勢整備が必要である。例えば、監査チームの構成にあたり、監査先企業のビジネスモデルや想定されるリスク等を踏まえて個々の会計士の能力・経験を適切に組み合わせる、また、適切な審査体制を構築するなどの対応が必要である。

## (2) 不正リスクに着眼した監査の実施

冒頭で述べたとおり、会計監査の充実に向けた累次の取組みを通じ、監査基準や品質管理基準、不正リスク対応基準等、会計監査を実施するための規制・基準は相当程度整備されてきた。しかしながら、これらの規制・基準をしっかりと現場にまで定着させ、不正リスクに対応した適切な監査を確保するための態勢が十分整備されていないことが問題とされている。

したがって、監査法人等には、実効的なガバナンスを確立し、マネジメントを有効に機能させることにより、これらの基準等の実施を徹底させ、不正について特段の注意を払うとともに、不正リスクに着眼した適切な監査手続を確保することが求められる。

## 4. 「第三者の眼」による会計監査の品質のチェック

監査業務は個別性・専門性が高く、企業の機密情報の取扱いを伴うことから、時に「ブラックボックス」とも言われるように、その過程や結果の適正性を外部からチェックすることが困難である。その結果、特に企業と監査人の関係が長期間にわたる場合、監査人の独立性が損なわれ、職業的懐疑心の発揮が鈍らされたりすることとなり、適正な会計監査が確保できないおそれがある。

最近の不正会計事案においても、長期間にわたって同じ企業やその子会社の監査を担当した者が監査チームの中心となっていたことにより、企業側の説明や提出資料に対して職業的懐疑心に基づく検証が十分に実施できなかったことが、不正会計を見逃した一因として指摘されている。

適正な職業的懐疑心の発揮を促し、会計監査の品質・信頼性を確保するためには、監査人の独立性の確保を徹底することや、当局や協会といった独立した「第三者」による監査の品質チェックの実効性を向上させることが不可欠である。

## 3. 企業不正を見抜く力の向上

- 最近の不正会計事案においては、
- ・ 製造原価がマイナスとなる異常値を監査チームの担当者が認識したにも関わらず、更なる検証や上司への連絡を行わなかった、
  - ・ 製造工程における多額の原価の調整について企業側から説明を受け、一方の工程の仕訳について確認しながら、当然必要となるもう一方の工程の仕訳を確認しなかった、
  - ・ 工事進行基準が適用される事案について、経営者が使用した重要な仮定の合理性や見積りの不確実性に関して当然行うべき検証を行わなかった、
- など、会計士個人として、また組織として、企業不正を見抜く力が欠如していたことが指摘されている。

このような事態の再発を防ぐため、企業不正を見抜く能力と、不正の端緒を発見した際に経営者等と対峙して隠すことなく意見を述べることでできる気概を有する会計士を、どう育成し、確保するかが大きな課題である。また、会計士個人の力量の向上と同時に、監査法人等が組織として企業不正に適切に対応できるよう、実効的なガバナンスと有効に機能するマネジメントのもとに、しっかりととした監査の態勢を整備することが不可欠である。

### (1) 会計士個人の力量の向上と組織としての職業的懐疑心の発揮

会計士個人の不正を見抜く能力を向上させ、不正の端緒を発見した際に経営者等と対峙できる気概を養っていくため、各監査法人等において、監査チーム内でのやり取りや上司による監査調書の査閲・指導を通じた監査の現場での訓練 (OJT) を改めて強化していくことが重要である。

また、個々の会計士が初めて企業不正に直面する際に、その不正を見逃すことのないよう、教育研修を通じて、過去の不正の実例やその発見に至る端緒、必要な対応等についての理解を深めることも必要である。このほか、各監査法人等において、関連する資格の取得や企業への出向等の懲遇等、会計士の力量向上のための幅広い取組みが検討されるべきである。

### (1) 監査法人の独立性の確保

監査法人の独立性の確保を徹底する観点から、EU では、監査法人を一定期間毎に強制的に交代させるローテーション制度の導入が決定されており<sup>3</sup>、我が国においても有効な選択肢の一つであると考えられる。

他方、監査法人のローテーション制度については、監査人の知識・経験の蓄積が中断されることにより監査品質が低下するおそれがある。あるいは、大手監査法人の数が限られている監査市場の現状を踏まえると、当該制度の円滑な導入・実施は現時点では困難であるとの指摘もある。

このため、まずは諸外国の最近の動向も踏まえつつ、我が国における監査法人のローテーション制度の導入に伴うメリット・デメリットや、制度を導入した際に実効性を確保するための方策等について、金融庁において、深度ある調査・分析がなされるべきである。

また、監査人の独立性を確保するため、監査チーム全体のローテーションを義務付けるべきといった議論がある。これについては監査法人のローテーションと同様、監査人の知識・経験の蓄積が中断され、監査の品質が低下するおそれがあるとの指摘に加え、同一法人内でローテーションを行うことにとどまらざるべきであるのか疑問視する見方等もあることを踏まえ、検討することが必要である。

### (2) 当局の検査・監督態勢の強化

#### ① 検査

審査会の大手監査法人に対する検査の頻度は、現状、2年に1度であることから、機動的な検査や必要なフォローアップが実施できていないのではないかとの指摘がある。

<sup>3</sup> 上場企業等に対して、一定期間毎に監査法人等を交代させる義務を課すEUの規則(レギュレーション)が平成26年6月に発効し、本年6月から適用される予定となっている。上場企業等に対する同一の監査法人等による監査期間は最長10年とされており、公開入札や共同監査を実施する場合は、より長い監査期間が許容されている。一度交代した監査法人等が再び監査人となるには、4年間のインターバルが必要とされる。

実際にも、大手監査法人を中心に、審査会の指摘事項に対する改善策がガバナンスやマネジメント上の問題から監査の現場まで徹底されず、同様の指摘を繰り返し受けるケースが見られる。このため、大手監査法人に対する検査の頻度を上げ、コードの実施状況にも依拠しながら、根本原因であるガバナンスやマネジメントの状況の検証を含むフォローアップを強化するなど、検査の適時性・実効性を向上させるべきである。その際、協会との適切な役割分担を図りつつ、全体として監査の品質のチェックの実効性を向上させる必要がある。

#### ② 監督

大手監査法人等について、ガバナンスやマネジメントの在り方が課題とされていることを踏まえれば、金融庁による監督においても、大手監査法人等に対しては、従来の個別の監査証明の適正性を確保するための監督にとどまらず、適正な会計監査の実施を確保するためのガバナンスが確立されているか、マネジメントが有効に機能しているかなど、問題の背後にある根本原因等にもより着目した監督を行うことで、その実効性向上を図っていく必要がある。こうした観点から、監督の枠組みについて検証し、必要があれば見直しを行うべきである。

### (3) 日本公認会計士協会の自主規制機能の強化

公認会計士は、高い専門性を有する職業専門家として、企業の財務書類の監査証明を行う独占的な地位を与えられている。このようにして行われる会計監査が社会の信頼を確保していくためには、適正な会計監査の確保のため、会計士が自らその行動を厳しく律することが不可欠である。この意味で協会の自主規制機能としての役割は極めて重く、最近の不正会計事案の発生も踏まえ、自主規制機能の強化に真摯に取り組んでいく必要がある。

まず、協会の品質管理レビューによる監査の品質チェックについては、形式的なチェックに留まっているのではないかと、また、監査法人等のリスクに応じた適切なリソース配分ができていないのではないかとの指摘がある。このため、レビューを各法人等のリスクに応じたよりの深度あるものとするなどの見直しを行うべきである。加えて、上場会社監査事務所登録制度についても、監査法人等が上場企業を監査するのに十分な能力・態勢を有していることが担保されるよう、厳格な



運用に努めるべきである。

このほか、協会による教育研修についても、企業不正の発見・防止や企業との対話等に係る能力の向上により重点を置いた見直しを行うべきである。

## 5. 高品質な会計監査を実施するための環境の整備

最近の不正会計事案においては、上場企業のガバナンスや内部統制は形式的には整備されていたものの、経営トップが当期利益至上主義のもとで予算の達成や実績見込みの上積み強く求めたのに対し、内部統制が機能せず、監査委員会等もその監査機能を発揮できなかつたことが指摘されている。

財務報告に係る内部統制を適切に整備し、適正な財務諸表を作成する責任は企業にある。このため、企業の会計監査に関するガバナンスの強化や実効的な内部統制の確立が、適正な会計監査の確保のために不可欠である。また、高品質な会計監査を実施するためには、ITの活用にも努めることが必要である。

### (1) 企業の会計監査に関するガバナンスの強化

最近の不正会計事案においては、不正会計に関与していた元CFO（最高財務責任者）が監査委員長に就任していた以外に、財務・経理に関する適切な知見を有する監査委員が存在しなかつたことにより、監査委員会が独立性・客観性を確保できず、監査機能を適正に発揮できなかったことが、不正会計を発見できなかった一因として挙げられている。また、企業の側から監査人に対して十分な情報提供を行う態勢が整備されていなかったこと、内部通報制度が機能しなかつたことも不正会計が発見できなかった要因として指摘されている。

不正会計の端緒を早期に発見し、これを防止するためには、各上場企業が、財務・経理に関して適切な知見を有する社外監査役等を選任するなど、監査役会等の独立性・客観性・実効性を高める必要がある。この点に関して、監査等委員会設置会社への移行は、監査役会等の独立性を高める観点から有効な対応の1つであるとの意見があった。

また、監査役会等及び取締役会において、十分な監査時間や監査人から経営陣幹部へのアクセス、監査人と企業との十分な連携等を確保

するための適切な態勢整備に取り組むことが求められる。

内部通報制度については、その窓口の存在を周知徹底するとともに、通報者が安心して意見を言える制度とするため、例えば、社外取締役・社外監査役を内部通報のレポートラインとするなどの取組みが求められる。

更に、監査人の報酬については、監査役会等の同意のもとで取締役会が決定する仕組みとなっているが、監査人の独立性の確保を図る観点から、監査報酬の決定の在り方については、引き続き幅広い観点から検討されることが望ましい。

### (2) 実効的な内部統制の確保

最近の不正会計事案においては、経営トップの不正によって、当該企業の内部統制が機能不全に陥ったことが指摘されている。我が国の内部統制報告制度については、制度実施のためのコスト負担が過大とならないようにするための方策を講じつつ、内部統制の実効性確保に努めてきたところである。

こうした考え方は引き続き維持されていくべきものと考えるが、例えば経営者の姿勢や取締役会等のガバナンス機能に関して実態を踏まえた具体的な評価の実施が徹底できているかなど、内部統制報告制度の運用状況については必要な検証を行い、制度運用の実効性確保を図っていくべきである。

### (3) 監査におけるITの活用

企業活動の国際化、複雑化が進展する中、取引等をより網羅的にチェックし、問題をより効果的に抽出していくため、各国の監査法人等を中心に、ITを活用した会計監査の手法に関する調査・研究が進められている。協会においても、ITを利用した監査の動向について研究を行っているところである。<sup>4</sup>

<sup>4</sup> このほか、例えば国際監査・保証基準審議会（IAASB）においては、昨年、監査におけるITの活用に関するワーキンググループが立ち上げられ、具体的な活用事例や、監査手続に与える影響について調査を実施している。

監査の現場における IT の活用が、業務の効率化や深度ある監査に繋がっていくことが期待される。また、電子化された監査調書等を有効に活用することにより、査閲や審査の高度化・効率化も期待される。

より多くの監査法人等において IT の有効な活用にに向けた検討が進められ、リスクに応じたより深度ある会計監査の実施が可能となるよう、協会が積極的な役割を果たして、監査における IT の効果的な活用に向けた取り組みを進めていくことが期待される。

#### (4) その他

適切な資質・力量を備えた会計士を育成・確保する観点からは、引き続き公認会計士資格の能力の向上に取り組むとともに、公認会計士試験制度や実務補習等の在り方についても、継続的に検討を行っていくことが重要である。

### Ⅲ. おわりに

以上が、会計監査の信頼性確保に向けた対応についての懇談会による提言である。会計監査に関わる関係者がこれらの提言の実現に取り組むことにより、

- ・ 監査法人等が実効的なガバナンスのもとで有効にマネジメントを機能させ、企業と共に高品質で透明性の高い会計監査を実施する、
  - ・ 企業やその株主が監査の品質を適切に評価し、その評価を踏まえて監査法人等に監査を依頼するようになる、
  - ・ このような動きが、より高品質な監査を提供するインセンティブの強化や、高品質な会計監査に株主や企業が価値を見出すことによる監査法人等の監査報酬の向上等につながる、
- 好循環が生まれることが期待される。このような好循環が確立されることにより、市場全体における監査の品質の持続的な向上につながっていくことが望まれる。

さらに、このような監査の品質と透明性の向上に伴い、大手市場企業等の監査の担い手となる監査法人の厚みが増し、大手市場企業等やその株主が、適切な評価のもとに、より幅広い選択肢のなかから、監査法人を選ぶことができるようになっていくことも期待される。

提言のうち、関係者において直ちに実施可能なものについては、速やかに実施に向けた作業が進められることを期待するとともに、懇談会としてもその進捗をフォローしていく。また、提言のうち、更なる調査・分析を必要とするものについては、関係者において速やかに調査等が行われることを求めたい。懇談会としても、調査等の結果を踏まえ、必要に応じて更なる検討を行っていく。

会計監査の在り方をめぐっては、なお様々な議論が行われているところである。懇談会としても、会計監査が資本市場を支える欠くことのできなインフラとしての役割を適切に果たしていく観点から、関係者による前向きな議論が引き続き行われることを期待するとともに、こうした議論を注視し、会計監査の在り方について、必要に応じて更なる検討を加えていくこととしたい。

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

近年の金融商品取引法に関する判例 —インサイダー取引規制における「公表」の意義—

2017年4月28日(金) 15:00~17:02

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所3階301会議室

出席者(五十音順)

|    |    |                    |
|----|----|--------------------|
| 飯田 | 秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授        |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授         |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学大学院法学研究科教授     |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院法務研究科教授     |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授         |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授    |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授     |
| 白井 | 正和 | 同志社大学法学部教授         |
| 龍田 | 節  | 京都大学名誉教授(特別会員)     |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授         |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授     |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院法学研究科准教授    |
| 森田 | 章  | 同志社大学大学院司法研究科教授    |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授     |
| 若林 | 泰伸 | 早稲田大学法学部教授         |

【報 告】

近年の金融商品取引法に関する判例

—インサイダー取引規制における「公表」の意義—

同志社大学法学部教授

川 口 恭 弘

目 次

- I. 「公表」概念
  - 1. 事実の概要
  - 2. 論点
  - 3. 原審の判断

- 4. 最高裁決定
- 5. 検討  
討論

○伊藤 定刻になりましたので、4月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、近年の金融商品取引法（以下「金商法」という）に関する判例について、川口先生からご報告をいただきます。よろしくお願いします。

○川口 本日は、近年の金商法に関する判例のうち、インサイダー取引規制における「公表」概念が争われた事例を中心に、現行法の課題などを含めて総合的な検討をさせていただきたいと思えます。配付資料としましては、新聞記事の抜粋付きのレジュメと最高裁の決定文をお配りしています。

I. 「公表」概念

ご存じのように、我が国のインサイダー取引規制は、会社の内部者が内部情報を知った場合に、それが公表されるまで、その会社の証券について取引が禁止されるというものです。言い換えますと、公表が行われた後は、取引を行っても罰せられないということになります。そこで、取引がな

されたのは事実として、その前に公表があったと言えるかが争われたわけです。

この事件は、被告が現役の経済産業省大臣官房審議官であったこともあり、学界のみならず、社会的にも大いに注目されたものです。以下では、被告をYとします。第一審の東京地裁判決は、起訴事実を全面的に認め、Yを有罪としました（東京地判平成25年6月28日判例時報2203号135頁・資料版商事法務393号（2016年）138頁）。第二審の東京高裁判決もYの控訴を棄却しました（東京高判平成26年12月15日資料版商事法務393号（2016年）130頁）。事件は最高裁で審理されまして、平成28年11月28日の決定で上告が棄却され、Yの有罪が確定しました（最決平成28年11月28日最高裁判所刑事判例集70巻7号609頁・資料版商事法務393号（2016年）129頁）。

1. 事実の概要

本件では、公訴事実が2つあります。

〔公訴事実第1〕

まず第1の事実（以下「甲事件」という）の概要は以下のとおりです。



NEC エレクトロニクス株式会社（以下「A会社」という）は、いわゆるリーマンショックにより業績が悪化していたところ、株式会社ルネサステクノロジー（以下「B会社」という）との事業統合の話が前向きに検討されるようになりました。

平成21年3月6日に、A会社のC社長が次期社長Dと会談しまして、事業統合に向けた交渉を開始することに合意しました。下級審では、この時点で、インサイダー取引規制における「重要事実」が発生したとされています。

3月9日には、半導体業界全体に対する調整を行う経済産業省に対する報告が必要であると考え、A会社のE専務が同省を訪問しまして、そこで担当審議官としてYは上記事実（合併についての決定）を知ったわけです。

その後、4月16日に日本経済新聞にこの事業統合に関する報道がなされました（①）。それが平成21年4月16日の日本経済新聞朝刊の記事です（資料「新聞記事1」）。この後、他社によっても後追い記事が掲載されています。本報道に関しまして、同じ日に、A社による適時開示がなされています（②）。その内容は、本日付の半導体事業再編に関する一部報道については、当社が発表したものではなく、報道されたような事業再編について当社として決定した事実はない、という趣旨のものでした。本件の争点の一つは、これらの時点で「公表」があったと言えるかです。すなわち、「公表」があったとすれば、後のYの取引は「公表後」の取引として合法になります。結論として、裁判所は、この時期に「公表」があったというY側の主張を退けています。

Yは、4月21日から27日にかけて、妻名義でA会社株式5,000株の買付けを行いました。代金にして合計489万7,900円とのことです。そして、4月27日午後3時に、A社によって、本件事業統合に関する適時開示がなされています（③）。最終的に裁判では、この時点での適時開示により「公表」があったとされています。

なお、余談ですが、その後両会社は合併しまして、現在では、ルネサスエレクトロニクス

株式会社として事業を展開しています。そして、平成23年に東日本大震災で主力工場が被災したことで経営が悪化しまして、産業革新機構からの出資を仰ぎ、経営再建がなされています。昨日の日本経済新聞の一面には、その再建が完了し、産業革新機構が株式の売却をすると報じられています。この時点で公表があったのかという話にまたなるのかもしれませんが。（笑）

#### 〔公訴事実第2〕

次に、第2の公訴事実（以下「乙事件」という）の概要は以下のとおりです。

エルピーダメモリ株式会社（以下「F会社」という）は、世界的な供給過剰を原因とするDRAM価格の大幅な下落等による売上減少のために業績が悪化しました。同社の純資産が借入先銀行との間で締結している財務制限条項に抵触するまで減少し、借入金の一括返済を求められかねない状況に陥りました。そのため、日本政策投資銀行（以下「G銀行」という）に対して資金援助を求めましたが、なかなかよい返事をもらうことができませんでした。

この当時、日本では、事業の再編成等を円滑にするために、各種の法律の特例を定める産業活力再生特別措置法（以下「産活法」という）の改正が検討されていました。Y側の主張によればということですが、平成21年1月末に、F会社のH社長がG銀行に対して第三者割当増資を行う準備を進めることを決定したとされています（④）。そのため、この時期にインサイダー取引規制における重要事実が発生したかどうかが問題とされているわけです。もっとも、裁判所の認定では、この時期には、産活法の改正内容は閣議決定さえされず、F社側で具体的な制度内容を認識していたと認める証拠もないことから、産活法に基づく第三者割当増資の実施に向けて準備を行うことはあり得ないとして、重要事実の決定があったことは否定されています。

2月4日に、日本経済新聞などによって、F社が産活法を使って資本増強する方向である旨の報

道がなされました（資料「新聞記事2」）。同日、F会社の適時開示がなされています（①）。これは、「本日、一部報道機関より、当社が公的資金の申請を検討しているとの報道がなされておりますが、当社から発表したものではありません。今後、産業再生法改正法が成立した場合には、資本増強の選択肢の一つとして、検討したいと考えております。開示すべき事項が生じた場合には、速やかに開示いたします」という内容のものでした。

また、2月6日には、株式関係の新聞記者等の報道関係者向けに東京証券取引所（以下「東証」という）の兜倶楽部で、投資家やアナリスト向けには別の場所で、それぞれF社の決算説明がありまして、同社のH社長が、改正後の産活法に基づくスキームを申請するかは、大きな選択肢の一つであるという発言をしています（②）。裁判では、これらの時点で「公表」があったかが問題となったわけですが、結論として、裁判所はこれを否定しています。

3月26日に開催されたF社の取締役会において、H社長は、産活法に基づく事業再構築契約の認定申請やG銀行に対する第三者割当増資を行う等の準備をすることの承認を求めています（③）。この点については、H社長から、それまで数名で申請作業を進めていたが、それを全社的に行うためには取締役会の承認が必要であると考え、その承認を得る手続をとったという供述がなされているようです。裁判所は、この時点で「重要事実」が発生したと認定しています。

5月12日にもF会社による決算説明が行われていますが、その内容は2月6日のものと同様、産活法に基づく第三者割当増資の実施は選択肢の一つであるというものでした（④）。前述のように、裁判では3月26日に重要事実が発生したと認定されていますので、この決算説明が「公表」に当たる場合に、その後の取引は合法となります。Y側からこのような主張がなされていますが、下級審判決においては、これは否定されています。

5月15日と18日に、Yによって、妻名義でF会社株式3,000株の買付けがなされています。代

金合計は305万9,000円です。そして、6月15日に開催されたF会社の取締役会で、産活法に基づく事業再編計画の認定申請の決議がなされ、実際に22日に申請が行われ、30日に経済産業大臣により申請が認められています。F会社は、30日の午前11時10分に経済産業大臣による認定を受けたこと、及びG銀行を割当先とする第三者割当増資（優先株の発行）を行うことを含む適時開示を行っています（⑤）。原審では、この時点で初めて「公表」があったと認定しています。したがって、先ほどのYの取引は公表前のものであり、インサイダー取引規制に違反するものとされたわけです。

なお、順番が前後しますが、Yがインサイダー取引規制の適用を受けるには、Yが会社関係者または会社関係者から情報の伝達を受けた情報受領者である必要があります。この点、第一審判決では、Yは経済産業省大臣官房審議官であり、金商法166条1項3号の「当該上場会社等に対する法令に基づく権限を有する者」に該当すると判断しています。この点については、Yは争っていないようです。

## 2. 論点

これらの事実をもとに、本件では以下の3つの論点があります。

### （1）重要事実の発生時期

まず、第1の論点は、「重要事実の発生時期」です。甲事件では、A会社がB会社と合併することについての決定が重要事実となります。決定事実は、ご存じのように「業務執行を決定する機関」が決定したことを要しますが、本件では、A会社のC社長がこれに該当するかどうか問題となります。

次に、乙事件では、F会社がG銀行を割当先とする第三者割当増資を行うことについての決定が重要事実となります。同様に、F会社のH社長が「業務執行を決定する機関」と言えるかが問題です。なお、乙事件では、重要事実の発生が平成21

年1月末(㉞)であるのか、3月26日(㉟)であるのかを争われています。

### (2) 公表の時期

次に、「公表の時期」がいつであるのかが論点となります。前述のように、「公表」の時期によって、取引が違法か合法か分かれるためです。甲事件では、重要事実が3月6日に発生したとして、公表がYの取引の前の4月16日であれば(㉑㉒の場合)、Yの取引は合法となり、公表がYの取引の後の4月27日であれば(㉓の場合)、その取引は違法となります。

乙事件では、少し複雑なのですが、重要事実の発生時期が1月末の場合(㉞の場合)、公表が2月4日、2月6日、5月12日であれば(㉑㉒㉓の場合)、Yの取引は合法となりますが、それが6月30日であれば(㉔の場合)、Yの取引は違法となります。また、重要事実の発生時期が3月26日の場合(㉟の場合)、公表が5月12日(㉓の場合)であれば、Yの取引は合法ですが、公表が6月30日であれば(㉔の場合)、それは違法となります。

### (3) 重要事実の公知の評価

最後の論点は、仮に重要事実の公表前の取引であっても、Yの取引の時点でその情報が公知のものとなっていた場合には、インサイダー取引規制は解除されるのかというものです。ここでは、インサイダー取引規制の保護法益と公表概念が法定されている趣旨からの検討が必要になります。

## 3. 原審の判断

本件は、基本的に事例判決です。両事件ともに、事実認定の多くは下級審で行われていますので、ここでは、さきの各論点について原審の控訴審判決の判断を紹介することにします。

#### (甲事件)

甲事件では、まず論点(1)について、「業務執行を決定する機関」はC社長であるとしています。ここでは、個人の場合には、その意思決定が

外部に認識できるような形で表明されたことをもって「決定」があったとしている点が注目されます。その上で、3月6日のDとの会談において「決定」がなされたと認定されています。

論点(2)については、「公表」は、売買を解禁する要件であり、客観的に明確である必要があるとした上で、4月16日の日本経済新聞の報道は「公表」には当たらない、すなわち㉑は公表に当たらないとしています。ここでは、情報源を明示しないいわゆるリーク情報の提供は、事実上取締役や担当者によってなされたものであるとしても「公表」にはならないとしている点が注目されます。さらに、同日A社は適時開示をしていますが、これも「公表」に当たらないとしています。㉒は公表には当たらないということです。後述するように、適時開示自体は公表があったと言えるものですが、ここでは、適時開示の内容が合併の決定を否定するものであり、この点で、合併の決定を「公表」するものとは言えないとしているわけです。その上で、本件では、公表は4月27日(㉓の時点)にあったとされています。したがって、Yの取引は公表前のものとなり、違法と判断されました。

論点(3)につきましては、報道があったことは公知と言えるけれども、報道内容である事実は決して公知とは言えないとしています。すなわち、4月16日の適時開示は、先ほどから言っているように事実を否定するものでありますし、また新聞記事は信頼性に疑問が生じるものであり、一般投資家にとって確実な情報とはなり得ないとの判断が示されています。原審では、乙事件でも同様ですが、情報が公知になった場合に取引が解禁されるかという問題を正面から取り上げずに、情報がそもそも公知になっていないとして、この問題を処理しているわけです。

#### (乙事件)

乙事件では、論点(1)について、重要事実が1月末の時点で発生したのか(㉞)、3月26日の段階で発生したのか(㉟)が問題となります。原

審判決は、後者であるとし、前者の段階では具体的な産活法の内容が把握できず、制度の具体的な適用を検討することは不可能であったとして、重要事実がこの時点で発生したことを否定しています。

次に、論点（２）については、重要事実が改正後の産活法を活用した第三者割当増資の実施の決定や準備であるところ、適時開示や決算報告の内容が、改正法に基づく申請は選択肢の一つと述べているにすぎず、具体化された内容を含んでいないとして、重要事実の公表があったとは言えないとしています。そこでは、後に議論しますように、重要事実が公表されたとするためには、ある程度具体的な実体を備えた事柄を決めたものでなければならないとされている点が注目されます。

そして、論点（３）につきましても、甲事件と同様に、社長の発言は公知であるとしても、その発言内容では、増資の準備や検討の開始という事実が公知になったものとは言えないとして、重要事実が公知になったという点を否定しているわけです。

#### 4. 最高裁決定

本件について、Yの上告を受けて、最高裁は、甲事件に関し職権で判断を行いました。論点（１）については特に言及はなく、下級審が認定した、重要事実の発生日が3月6日であることを前提に、以下の論点について判断が下されています。少し詳しく述べたいと思います。

論点（２）に関しては、金商法が「公表」の定義を限定列挙の上、詳細に規定している点について、まずその趣旨を明らかにしています。すなわちその趣旨は、「投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報が、法令に従って公平かつ平等に投資家に開示されることにより、インサイダー取引規制の目的である市場取引の公平・公正および市場に対する投資家の信頼の確保に資するとともに、インサイダー取引規制の対象者に対し、個々の取引が処罰等の対象となるか否かを区別する基準を明確に示すことにある」と述べています。すなわ

ちその趣旨は、「公平かつ平等な情報の提供」と「処罰対象となるか否かの基準の明確化」にあるということが明言されています。

その上で、公表の方法については、「報道機関が行う報道の内容が、同号（報告者注：金商法施行令30条1項1号）所定の主体によって公開された情報に基づくものであることを、投資家において確定的に知ることができる態様で行われることを前提としている」とし、また、「情報源を公にしないことを前提とした報道機関に対する重要事実の伝達は、たとえその主体が同号に該当する者であったとしても、同号にいう重要事実の報道機関に対する「公開」には当たらない」との枠組みを提示しています。

そして、本件事実への当てはめがなされていて、「本件報道には情報源が明示されておらず、報道内容等から情報源を特定することもできないものであって、仮に本件報道の情報源が金商法施行令30条1項1号に該当する者であったとしても、その者の報道機関に対する情報の伝達は情報源を公にしないことを前提としたものであったと考えられる。したがって、……報道機関に対する「公開」はなされていないものと認められ、法166条4項による重要事実の「公表」があったと認める余地もない」としています。

すなわち、インサイダー取引規制の公表の概念は、報道機関への情報の「公開」がある必要があるところ、その公開があったとは認められず、したがって「公表」もなかったということになります。このような立場は、基本的に原審判決と同様のものであると考えられます。

次に、論点（３）については、「重要事実の存在を推知させる報道がなされた場合に、その報道内容が公知になったことによりインサイダー取引の効力が失われると解することは、当該報道に法166条所定の「公表」と実質的に同一の効果を認めるに等しく、かかる解釈は、公表の方法について限定的かつ詳細な規定を設けた法令の趣旨と基本的に相容れない」としています。前述のように、下級審では、事実が公知になっていないとして、



取引は解禁されないと判断したわけですが、最高裁は、この論点に正面から向き合い、公知と公表を同じに扱うことができず、情報が公知となったとしても、インサイダー取引規制が解除されることはないという立場を明らかにしました。

## 5. 検討

### (1) 重要事実の決定（論点1）

まず、甲事件と乙事件において、いつ重要事実が発生したのが問題となります。インサイダー取引規制では、発生事実、決定事実などが規定されています。決定事実については、「業務執行を決定する機関」が決定した時点で重要事実になります。

#### ・「業務執行を決定する機関」の意義

何が「業務執行を決定する機関」であるのかについては、日本織物加工事件最高裁判決がリーディングケースです。そこでは、「商法所定の決定権限のある機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関であれば足りる」とされています。本件の下級審判決でもこの立場を踏襲し、甲事件ではC社長、乙事件ではH社長が「業務執行を決定する機関」であるとされました。

この点についての地裁判決の評釈ですが、甲事件について、「業務執行を決定する機関」の認定が甘いのではないかという批判がなされています。すなわち、日本織物加工事件最高裁判決では、会社の代表取締役が、商法所定の決定権限のある取締役会を構成する各取締役から実質的な決定を行う権限を付与されていたものと認められるから、「業務執行を決定する機関」に該当するものということができるかとされています。さきの批判は、本件ではこのような取締役会からの権限付与が認定されていないというものです。

取締役からの権限委任は一例でしょう。それ以外にも実質的な決定権限がある場合はあり得るかと思いますが、いずれにせよ、その立証がなされていないという批判かと思いますが。このような批

判は、社長の内心にある決定案の外部への発露が自動的に「業務執行を決定する機関」による決定とされるとすれば、処罰の範囲が広がり過ぎることを懸念するものです。

また、研究会のメンバーの松井先生も、より丁寧な説明があってもよかったと述べられています。このような批判に応えるものかどうかはわかりませんが、控訴審判決では、「事業統合の決定権限は取締役会にあるが、統合に向けた準備、調査はC社長の決裁により可能とされていた」とわざわざ書かれています。もっとも、C社長の決裁により可能とされていたという点の詳細は明らかにされていません。

なお、乙事件については、H社長が「業務執行を決定する機関」である点は、特に問題は指摘されていないようです。しかし、判決によれば、H社長が取締役に諮ったのは、全社的に計画を進めて行くためには取締役会の承認が必要であったから、と供述しているようでありまして、これを文字どおりに読めば、実質的な決定権を有していたのは本当にH社長であったのか、それは取締役会ではないのかという疑問もあります。もっとも、いずれにせよ、Hが「業務執行を決定する機関」であるとしても、F社の取締役会の開催日である3月26日に重要事実が発生しているとされていますので、重要事実の発生日という点で、どちらをとっても差異はないということになるかと思えます。

#### ・重要事実の発生時期

次に、重要事実の発生時期について、甲事件では、C社長とD次期社長の会談で、本件事業統合に向けた交渉を進めることについて合意がなされたわけですが、この時点をもって重要事実が決定されたとしています。

控訴審判決では、決定権者が単独体の場合には、「決定」があったというためには、意思決定が外部に認識できるような形で表明されたことが必要と述べている点が注目されます。この点、日本織物加工事件最高裁判決では、「今回はぜひ実現し

たいので、よろしくお願ひします」という発言があったことで「決定」を認定しています。この点について、日本織物加工事件の調査官解説では、社長が内心において既になしていた第三者割当増資についての決断を外部にわかる形で表明したものと解説されています。さきの本判決の立場は、これらの立場を踏襲するものと言えようかと思ひます。

また、乙事件では、さきに述べたように、「業務執行を決定する機関」であるH社長が、取締役会に第三者割当増資の実施の準備を検討する旨の報告をした時点で、重要事実の決定があったとされています。その際、控訴審判決では、決定事実がある程度具体的な実体を備えた事柄でなければ「決めた」ということにならないということを強調している点が注目されます。

ところで、日本織物加工事件最高裁判決は、「右決定をしたというためには、右機関において株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しない」、さらに、村上ファンド事件最高裁決定も、「『決定』をしたとは、上記のような機関において、公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行ふ旨を決定したことをいうものであり、公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しない」としています。この点で、これらの最高裁の立場とさきの本件原審判決との関係が問題となります。両者は矛盾するものなのでしょうか。

両者が矛盾するとして、控訴審判決の立場を問題視する見解もあるようです。もっとも、以下のように考えられるのではないかとも思ひます。すなわち、まず日本織物加工事件・村上ファンド事件における最高裁判決・決定の立場は、決定した事実が将来に具体的に実現するかどうかを問題にするものです。すなわち、第三者割当増資の実施を決定したものの、その実現の可能性が全くない場合は別として、そうでない場合は、実現可能性の程度は問題としないというものです。

これに対して、本件控訴審判決の立場は、事実を決定する場面を問題としまして、具体的な内容、すなわち第三者割当増資の前提となる産活法の改正内容が明らかでない場合は、第三者割当増資の内容を決めることができないのであって、その決定はできないというものです。言い換えますと、最高裁の立場は、本件に当てはめてみますと、産活法に基づく第三者割当増資を決定したけれども、それが首尾よくいかない可能性がある場合でも重要事実になるとしているもので、本件控訴審判決は、そもそも第三者割当増資の詳細を決めることができないので、決定自体がないと判断しているものと言えるのではないかと思ひます。

## (2) 「公表」の意義（論点2）

### ・「公表」の定義

次に、本件では公表の意義が争われていまして、この点での先例を提示しています。ここで、法律が定める「公表」の定義について確認をしておきたいと思ひます。

金商法 166 条 4 項は、「公表がされたとは、次の各号に掲げる事項について、それが当該各号に定める者により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたことをいう」と定めています。これを受けまして、政令である金商令 30 条 1 項 1 号は、「上場会社等を代表すべき取締役、執行役若しくは執行役員若しくは当該取締役、執行役若しくは執行役員から重要事実等を公開することを委任された者が当該重要事実等を次に掲げる報道機関の 2 以上を含む報道機関に対して公開し、かつ、当該公開された重要事実等……の周知のために必要な期間が経過したこと」と定めています。周知のために必要な期間は、金商令 30 条 2 項で「少なくとも 2 の報道機関に対して公開した時から 12 時間」ということになります。

この場合、報道機関へ重要事実が公開され、そして 12 時間が経過したことが必要になります。換言しますと、報道機関が公開された重要事実を報道しなくても、12 時間経過すれば公表されたことになりそうです。重要事実が報道されなければ、

一般投資家は重要事実を知りようがありません。本件最高裁決定は、インサイダー取引規制の趣旨が、情報が公平かつ平等に投資家に開示されることにあるとして、さらに「公表」の意義に関して、投資家が情報を確定的に知ることができる態様で行われることが前提となると述べていますが、現行法の公表概念では、報道されなくても公表に該当する可能性を残している点で、その趣旨が徹底されていないようにも思います。ただし、報道機関により報道されたことまで必要となると、ニュースの報道時間も異なるでしょうし、公表時期の認定が難しくなるため、現行法の規定は、その点ではやむを得ないと言わざるを得ないところです。

さらに、公表の定義として、金商令 30 条 1 項 2 号は、「上場会社等の発行する有価証券を上場する各金融商品取引所の規則の定めるところにより、当該上場会社等が、重要事実等を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該通知された重要事実等が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において日本語で公衆縦覧に供されたこと」と定めています。詳細は省略しますが、取引所の適時開示、例えば東証の TDnet などの開示があった場合に、公表がなされたものとなります。

報道機関への情報の公開については、公表概念として妥当であるのか、以前から議論がありました。その後、前述のように、取引所の適時開示があった場合でも公表があったとされる改正がなされました。そこでは、重要事実が取引所に通知されただけではだめで、情報が開示されなければならず、さきの報道機関による報道よりも、公表の時期が明確になったわけです。

#### ・スクープ記事と「公表」

さて、甲事件では、報道機関によるリーク報道（情報源を明らかにしない報道）で「公表」があったと言えるかが争われています。金商法では、別の場所で「公表」の定義が規定されています。例えば、継続開示書類に虚偽記載があった場合の発行者の民事責任の推定規定では、「当該書類の提出者又は当該提出者の業務若しくは財産に関し

法令に基づく権限を有する者により、当該書類の虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項または誤解を生じさせないために必要な重要な事実について、第 25 条第 1 項の規定による公衆の縦覧その他の手段により、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」と規定されています。この「公表」については、ライブドア事件の地裁判決では、「法令に基づく権限を有する者」の中に検察官が含まれるかが問題となりましたが、さらに、公表の主体となり得る者による情報発信であったとしても、情報源が明らかでないリーク報道は単なるうわさとの区別が困難であり、当然「公表」に当たらないとされている点が注目されます。

スクープ記事の掲載が公表に当たるかという問題については、インサイダー取引規制の立法当初から認識されていました。すなわち、証券取引法を含めた金商法の法解釈が問題となった場合に、必ず引用される横畠裕介氏の著書「逐条解説インサイダー取引規制と罰則」（1989 年）では、「いわゆるスクープは、その取材源が明らかでないものも多く、発行会社の判断と責任において発表した事実の報道とは限らないことから、いわゆるスクープをもってインサイダーによる取引の禁止を解除することは適当でないといわざるをえない」

(134 頁)とされています。また、別のものでも、情報源が明確でないものは、記事に正確性、情報の全体性（一部）においてさまざまであり、公表とするには適当でないとするものもあります（三國谷勝範編著「インサイダー取引規制詳解」（1990 年）110 頁）。このように、立案担当者は、立法の当初から、スクープ記事の掲載をもって「公表」があったとする見解に否定的です。その根拠は、情報源が明確でなく、提供された情報が不正確である可能性があるというものです。

学説も、おおむねこれに賛成の立場が多いように思います。さきの立案担当者の見解とは言い回しが異なるのですが、次のような見解もあります。すなわち、インサイダー取引規制を適用するかどうかは、リークによる報道によって決定内容がどれほど株価に反映されるかが重要であるとした上



で、リークにより決定事実の全てが株価に反映されるのであれば、内部者が利得することはないため、規制を行うことは不要となるものの、通常は、報道内容が真実ではないリスクがあるため、完全には決定事実を織り込んだ株価形成がなされず、その結果、やはり規制が必要になるというものです（久保田安彦「インサイダー取引と重要事実の公表の意義」（ジュリスト 1479 号（2015 年）116 頁））。

本件で、リーク記事の掲載などで株価が大きく変動したのであれば、それをもって公表に準ずる扱いをすべきという考え方もあり得るのかもしれませんが。そこで、本件の甲事件のA社の株価の推移を調べてみました（レジュメ 9 頁）。実は、A社の株価はなぜか4月に入り徐々に上がり始めていまして、平成 21 年 4 月 16 日の日本経済新聞の報道があった日、終値は 100 円程度上げています。しかし、その日、A社によってその事実を否定する適時開示がなされていることから、この値上げが報道記事を信じた分であるかどうかはよくわかりません。

なお、公表によって重要事実が株価に反映されるとして、本件で公表があったとされる 4 月 27 日以降、むしろ株価は下がっています。本件の合併は株価を引き上げる情報であるはずなのですが、市場はそれまでに既に情報を織り込み済みであったということでしょうか。しかし、それは 4 月 16 日のスクープ記事を契機とするものではなさそうです。

次に、乙事件のF社の株価も調べてみました（レジュメ 10 頁）。平成 21 年 2 月 4 日の日本経済新聞の報道があっても、株価に顕著な動きはありませんでした。この数日、株価は上昇傾向にあったため、値上がりは報道を契機としたかどうかは不明です。2 月 6 日の決算説明があった後も、少しだけ値を上げています。むしろF社の株価が急激に上昇するのは、4 月に入ってからです。重要事実の決定自体は 3 月 26 日ですが、株価が上がるのはそれより少し後でして、このころから市場が情報を反映し始めたと考えられます。5 月 12 日の決

算説明で株価が急激に上昇したということはなかったようです。その後、株価は高値で推移し、最終的に公表があったとされる 6 月 30 日にはほとんど株価は動いていません。

このような検討をする意味がどこまであるのか不明ではあり、また、サンプル例が少なく一般化することもできないと思いますが、これらのデータからは、理論的には、公表があったならば株価が上昇すると考えられるものの、実際にはそれほど顕著な動きはなかったこと、さらに、リーク報道などがあっても、本件に限っては、株価に大きな影響はなく、公表があったとすべき根拠にはなりにくいということだけは言えるのではないかと思います。

#### ・本件最高裁決定の立場

さて、インサイダー取引規制上の「公表」は、報道機関への公開があることが前提とされています。そこで、本件最高裁決定は、リーク記事は報道機関に対する「公開」ではなく、したがって、インサイダー取引規制を解除する「公表」もなかったとしています。そのため、ここにいう「公開」の意義が問題になります。

この点、再び立案担当者の見解によりますと、「公開」は単なる情報の伝達とは異なり、その情報を一般にオープンにするという要素が加わったものと説明しています。したがって、いわゆるオフレコは「公開」には含まれないことになります。その意味で、「公開」は共同記者発表が典型であるものの、資料配布、ファックスによる送信などでもよい、さらに記者の取材に応じて公開するということもあり得るとしています。

もっとも、さきに見ましたように、法令上、公開の主体は会社の代表取締役等と書かれています。したがって、新聞記者の取材で公開がなされたとされる場合であっても、取材の相手方は会社の代表取締役等である必要があります。甲事件では、新聞報道を見る限り、情報源には全く触れていません。しかし、統合が最終交渉に入ったというようなことを他人がわかるはずもなく、真実は



わかりませんが、情報源が会社の関係者である可能性は高かったと思われます。それは決定文で繰り返し、たとえその主体が法定の者、すなわち会社の取締役等に該当する者であったとしても、と述べていることから推察できます。

そこで、仮に情報源が会社の取締役等であったとして、情報源を明らかにしない場合に、公開、さらに公表があったと言えるかが問題になります。この点、最高裁決定は、公表の定義が、報道機関が行う報道の内容が取締役等によって公開された情報に基づくものであることを投資家において確定的に知ることができる態様で行われることを前提としているから、情報源を公にしないことを前提とする報道機関に対する重要事実の伝達は公開に当たらないとしています。なぜ投資家において情報を確定的に知ることが必要かという点は、情報が法令に従って公平かつ平等に投資家に開示され、これによって投資家の証券市場に対する信頼を確保するというインサイダー取引規制の趣旨から導かれるわけです。すなわち、情報源を明らかにしない情報では、内部者と内部者以外の情報の非対称性が解消されていないということかと思えます。

#### ・情報源の明示（特定可能）は不可欠か？

ここでの論点は、情報源の明示あるいは情報源を特定することが可能ということが公表概念に不可欠であるかというものです。学説では、情報源を明らかにしない買収報道がなされた後に買い手側によって当該報道が確認されるなど、情報の非対称性が実質的に解消される場合があるのではないかという見解も述べられています。確かに、投資家の側で報道が事実であるという確認ができた場合には、内部者とその投資家との間に情報の非対称性はなくなります。この点では、インサイダー取引規制を解除してもよいように思います。他方で、その事実を確認できない投資家がいる場合は、やはり規制は継続する必要があるようにも思います。この場合でも、皆が情報を知ることのできる状態であれば話は別ということになりますが、

これは論点3で検討の対象とします。

本件最高裁決定は、公表概念が厳格に解釈されなければならないとする理由として、処罰対象となるか否かの基準は明確である必要があるとも述べています。このような立場は、日本のインサイダー取引規制が刑事罰を伴うものであり、罪刑法定主義から構成要件が詳細に規定されたことと整合的なものかと思えます。もっとも、現行法では、重要事実の中で包括条項が規定されており、必ずしも処罰対象が明確であるとも言えません。この点で、基準の明確化の原則は一部崩れていますが、包括条項は、これがないと規制の漏れが生じてしまうために規定されているもので、このような特別の配慮が公表概念を柔軟に解する場合に必要であるかは問題です。

なお、代表取締役が報道機関1社の取材に応じて重要事実を公開し、情報源を明らかにした上で報道がなされた場合に、公表はあったと言えるのでしょうか。規定上は、2社以上の報道機関に情報を公開する必要があります。立案担当者は、複数の報道機関に対する公開を必要としたのは、報道機関相互の競争により、会社により公開された重要事実等が実際に報道されることの担保として考えられたことによる、と説明しています。すなわち、1社に対する公開であっても、それが正確に報道されたとすれば、規定の趣旨は満たされたとも言えそうです。このような解釈についてご教示をいただければと思います。あるいは、1社の報道がなされても、他の新聞で報道されているかを知ることができないことも多く、取引を行っても、後で述べます故意がないという立場もあり得るところです。

また、新聞報道などでよく「会社関係者への取材で明らかになった」と書かれることがあります。規定上は、会社の代表取締役、当該取締役から情報の公開を委任された者に限定されているわけですが、情報源が明示されている場合とされていない場合の間にあるようなものについてはどのように考えればよいのか、この点もご教示いただければ幸いです。

・決算説明は公表か？

乙事件では、適時開示・決算説明がなされ、これについては会社の取締役等が情報源であることは明白です。適時開示が公表に含まれることは当然ですが、決算説明は公表に含まれるでしょうか。この点について、公表に当たらないという見解と当たるという見解があります。公表に当たらないという見解は、法律で定めたものではないことを理由とします。公表の概念が厳格なものであるということを前提とすれば、公表に当たると解することができないというものです。これに対して公表に当たるという見解では、2以上の報道機関に対する情報公開として、これは公表に該当する可能性があるとしています。政令では、公開の対象となる報道機関について、①国内において時事に関する事項を総合して報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社及び当該新聞社に時事に関する事項を総合して伝達することを業とする通信社、②国内において産業及び経済に関する事項を全般的に報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社、③日本放送協会及び基幹放送事業者が、限定列举されています。

本件では、株式関係の新聞記者等の報道関係者に向けてなされた東証の兜倶楽部での説明であったと認定されており、株式関係の新聞記者等の報道関係者が前述の定義に含まれるかが問題となります。兜倶楽部のメンバーがどういう方々かは事前に確認できていないのですが、この決算説明の後、朝日新聞や産経新聞などで決算内容が報道されているようでありまして、この点からも、法定の報道機関に対するものであったと言ってよいように思います。

・「重要事実の公表」のためには、どの程度に事実が開示される必要があるのか？

次に、乙事件では、適時開示や決算説明によって公表があったとすることができるという前提のもと、その開示や説明内容では重要事実の公表があったと見ることはできないとしています。そこ

で、重要事実の公表があったとするには、どの程度の事実が明らかにされる必要があるのかが問題となります。

立案担当者の見解では、「投資者の投資判断に影響を及ぼすべき当該事実の内容が全て具体的に明らかにされていなければならない」「〇〇社と合併することを決定した、という発表をしたとしても、その合併の相手方となる会社の内容や合併の条件等が具体的に明らかにされなければ、その発表を受けた一般投資家において会社関係者等といわば対等の立場で投資判断を行うことができるとはいえない」とされています。

本件控訴審判決は、適時開示や決算説明では、G銀行への第三者割当増資について、資金調達の一つとして公的支援の申請が考えられるということとどまるとして、それ以上に具体化された内容を含んでいないとしています。この部分の評価として、本判決は、「期待」「検討」の開示では足りずに、決定した事柄であると一義的に理解できる表現をもって、その事柄を会社の方針として前向きに推進する姿勢を示すことが求められるとするものがあります。これは実務上の指針になるというのですが、理論的にはどのように評価すればよいのでしょうか。

日本織物加工事件以降、重要事実となる時期は前倒しになっています。そこでは、増資に向けた準備を行うという決定も重要事実の決定となります。そこで、学説の中には、本件のような「検討中」「選択肢の一つ」という発言は、「増資の準備を会社として行う」というのと同じではないかと指摘するものがあります。また、「検討中」というのは、会社としての当該事項の検討を開始したことを含んでおり、産活法に基づいて出資を受けることについて投資者に投資判断上の重要情報を与えるものではないか、と述べるものもあります。

本件では、既に述べましたように、平成21年3月26日に重要事実の決定があったとされていますが、もし5月12日の決算説明がその公表であったならば、その後のYの取引は合法ということに

なりそうです。

本件控訴審判決によると、5月12日の決算内容に関するH社長の発言内容は、「公的資金を申請するかどうかというのは、我々、今。……経済産業省からガイドラインが出てきて、それはまだ、今の時点ではまだ検討中です」というものです。また、地裁判決によれば、H社長は重要事実を公表したとの認識はないと供述しているようです。

「まだ検討中」という表現を「まだわからない」という意味で述べたと言えるのであれば、決定事実を公表したと言うのは難しいかもしれません。他方で、「検討中」を「積極的に検討している」と捉え、さらに、決定事実についてはその実現可能性を問わないという判例法理のもとでは、それを重要事実の公表に当たるという立場も非常に説得的です。結局は、そのニュアンスによるようにも思いますけれども、この点もご教示いただければと思います。

### (3) 公知による取引の解禁（論点3）

最後の論点としまして、たとえ公表がなかったとしても、既に情報が公知のものとなっていた場合に、インサイダー取引が解禁されるかということがあります。先ほど述べましたように、下級審判決は、公知によって取引が解禁されるのかどうかは明らかにせず、事実が公知となっていなかったとして、問題の解決を図りました。この判決をめぐっては、情報が公知となれば、取引が解禁されると読むという見解とそうではないという見解が述べられていました。本件最高裁決定は、公知になったとしても、取引は解禁されないという態度を初めて明らかにしました。その理由は、このような解釈は、公知に「公表」と実質的に同一の効果を認めるに等しく、このことは、公表の方法について限定的かつ詳細な規定を設けた法の趣旨に反するというものです。

この論点に関しましては、学説では、下級審判決の評釈の中で、事実が公知となり市場価格に反映されて、もはや投資家の判断に著しい影響を及ぼさない場合には、重要事実性を喪失すると述べ

る見解がありました。確かに、情報の非対称性がなくなれば、取引を禁止する意味はなくなります。これに対して、具体的にいかなる場合であれば、これすなわち公知に至るに該当するかを明確にすることは困難ではないかという意見も述べられています。本件最高裁決定の立場では、情報の非対称性が解消されたとしても、それがいつなされたのか、すなわち処罰対象となるか否かの基準の明確化も重要であるとしているところです。

そうであれば、実際に摘発する場面で犯罪にするかどうかを考えればよいという考え方もあり得ます。すなわち、既に情報が公知となり、それが株価に反映される状況であれば、内部者は利得をすることができません。そのため、このような状況で取引をしても違法性が阻却される、すなわち可罰的違法性がないという考え方です。これに対して、インサイダー取引規制を形式犯または抽象的危険犯であるとする場合には、違法性を問う可能性が残されていると言う立場の学説もあるようです。なお、本件の下級審では、Y側による違法性阻却の主張を退けています。

さらに、神崎先生はかつて、「スクープ記事その他によって法令に定める重要な事実が相当多くの人に知られている場合は、会社関係者等においても、その事実が会社によって公開されていないものであるとは認識していないので、故意に内部者取引をしたものとして処罰されることはない」という見解を述べられていました（神崎克郎「インサイダー取引の禁止（1）」（金融法務事情1194号（1988年）16頁））。本件でもYに故意がないという主張がなされていましたが、下級審の事実認定で、情報が公表されていないということをYは知っていたはずで、故意がないというようなことはあり得ない、と一蹴されています。ただし、判決は、神崎説自体を否定したのもでもありません。もっとも、被告人に故意がないという主張は、重要事実が既に公表されたと認識していたから、インサイダー取引に故意がないというものですが、本決定で、スクープ報道では公表はないということが明らかになったわけですので、今後は、これ



に関して故意がないという主張はしにくくなるのではないかと考えられます。

なお、平成25年金商法改正で、公開買付け等事実が伝達され、相当の期間が経過した場合（6か月が経過した場合）、公表がなくても、情報受領者による取引を解禁するという規定が定められました（金商法167条1項9号）。改正の理由は、伝達を受けた情報の価値は劣化しており、情報受領者が過去に伝達を受けた公開買付け等事実に基づいて投資判断をすることは想定されにくいからというものです。

公開買付けは、それを決定した後、期間を置かずに実施されるのが通常です。これに対して、会社関係者によるインサイダー取引における重要事実は、それが決定された後も実現までに時間を要するものがあります。したがって、情報の劣化に違いがあるとは言えます。また、このような改正がなされた背景には、公開買付けを行うという情報をライバルの会社に伝えて、そのライバルを情報受領者としておいて、後の取引を行わせないようにするといったことに対処する必要があるという事情があったわけです。

このような企業買収特有の事情は別としまして、時間の経過による情報の劣化と情報の公知とでインサイダー取引規制の適用に違いがあるべきでしょうか。前者は情報が使い物にならなくなったというのですが、後者は、情報自体は劣化していないものの、投資者間での情報の非対称性がなくなったというものです。いずれにせよ、その情報には利得をする価値はないという点で変わりはないように思います。

なお、情報の劣化でインサイダー取引が解禁されるという理屈が正しければ、重要事実の場合でも同様の対応をしてもよさそうなものです。しかし、重要事実は、公開買付けの情報のように限定されたものではなく、実に多様な類型がありまして、情報が劣化したと考えられる合理的な期間を類型ごとに決定することはなかなか難しいところだと思います。

本件では、情報の「公表」はなく、しかしそれ

が「公知」となっている場合に、インサイダー取引規制が継続するかが問題となりました。本件最高裁決定の立場では、どのような状況が考えられるでしょうか。これまで述べてきましたように、まず、情報源が明らかである必要があります。そこで、会社の代表者などがその情報を明示して報道機関に公開した、しかしそれが報道されていないにもかかわらず、その情報について一般投資家がしっかりと知ることができる場面ということになりそうです。しかし、このような場面は、あまり考えにくいのではないかと指摘されているところだと思います。

以上で報告を終わらせていただきます。いろいろとご教示をいただければ幸いです。

~~~~~

【討 論】

○伊藤 ありがとうございます。ご報告の内容は特に大きく区切られるわけでもなさそうなので、まとめて議論をさせていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

○志谷 事実関係だけ一点確認させていただきたいのですが、甲事件のほうでは、経済産業省の方のところにA社のE専務が行かれて情報を伝達したということになっているのですけれども、それに対してもう一つの事件のほうでは、どうしてこの方が情報をお知りになったのかということについての認定は特になかったのでしょうか。

○川口 この点、報告では省略してしまいました。Yは、F社のH社長と職務として会談をしたり、部下（参事官）らから報告を受けたりするなかで、H社長が第三者割当増資の準備を会社の方針として具体的に進めていることを知ったとされています。そして、これは、適時開示による公表前のこととされています。

○志谷 わかりました。ありがとうございます。

【基準の明確化について】

○前田 甲事件のほうの最高裁決定の公表につ

いての考え方ですけれども、この公表の規定の趣旨は、レジュメの11ページの中ほどでご説明くださいましたように、「公平かつ平等な情報の提供」とともに「処罰対象となるか否かの基準の明確化」であり、この点について全く異論はないのですが、しかし、「基準の明確化」と言っておきながら、最高裁は、報道機関による報道内容が、情報源がわかる態様でなされていないなければならないという、明文にもない要件を課しているのですね。確かに情報源がわかる態様でなければ情報の非対称性が残るといえる問題はよくわかるのですけれども、情報の非対称性というのは、100%解消するのは無理だと思っております。実現可能性などの点で、いくら公表を充実させても、取締役らと一般投資家の間には情報の非対称性がある程度は残らざるを得ない。そして、できるだけ非対称性をなくそうとして、金商法は既に、情報の信頼性を高めるために、2つ以上の報道機関に公開しなければならないとか、あるいは報道機関自体にも限定を加えるなどの手当てをしているのですね。ですから、既に現行法が手当てしているところを超えて、さらに明文にもない要件を公表概念に加えることは、

「基準の明確化」に反しないのかという疑問があるのですけれども、川口先生、いかがでしょうか。

○川口 法令上、情報の発信源は会社関係者でなければならないと書いてあるわけですね。代表取締役ですとか、代表取締役等から委任された者が公開したものでなければならないとされています。そこから考えても、最高裁は情報源がきちんとわかっていないとだめだと言っているのではないのでしょうか。

○前田 なるほど。会社から報道機関への公開は会社の代表取締役等がしなければならないということは、明文化されていて間違いないと思うのですけれども、問題は、その後に報道機関が行う報道の態様ですよね。これは会社の取締役等も必ずしもコントロールできない事柄ではないかと思われ、それを要件にすることはいかがなものかと思ったのです。

○黒沼 公開の概念についての最高裁決定では、

情報源を投資家が確定的に知ることができる態様で行われることが前提となっていると述べて、したがって情報源を公にしないことを前提にした報道機関に対する事実の伝達は公開には当たらない、と述べています。しかし、報道機関に対する公開の時点では、情報源を公にする趣旨で事実を伝達しても、今前田先生が言われたように、報道の時点で情報源が公開されないか確知できないという場合もあり得るわけです。そうすると、このときに公平かつ平等な情報の提供を重視すると、その報道では一般投資家において情報源を確定的に知ることができないから、まだ公表は行われていないということになってしまって、それはインサイダー取引規制の適用対象となる者にとって明確性を欠く危険性が大きいように思います。逆に、伝達した時点で公にすることを前提にする伝達があれば、公開に当たるから、12時間の経過とともに公表に当たるのだということ、この最高裁決定が述べているものだとすると、今度は、それが報道されるとは限りませんし、また報道されるときに情報源が公にされるとも限らないので、それで処罰を免れるということになると、今度は、一般の投資家にとって公平かつ平等な情報の提供という目的は達成できないのではないかと思います。

結局、前田先生がおっしゃることと同じ意見なのですけれども、現行制度のもとで公開のための要件を厳格化してこのように解したとしても、結局この2つの目的を同時に達成することはできないように思えるのです。

○松尾 今の点なのですが、最高裁決定の読み方として、情報源が明示されていないと公表には当たらないとすると、そこは取締役はコントロールできないから過剰規制になるのではないかと思います。ことだったのですが、処罰範囲の明確性という意味では、報道されて12時間たないと公表されたことにならないので、報道内容を確認して公表にあたるかどうかわかるわけですね。公表に当たる記事ではないということは、わかるわけです。ですから、過剰規制という観点から、そのようにときにまで取引を制限しないといけないのかとい

う問題はあると思いますけれども、処罰範囲は明確になるのではないですか。

○黒沼　私の言っている処罰範囲の明確というのは、インサイダーというのは、情報を伝達する側に近い者ですから、情報を伝達したときの対応を知っていて、それが情報源を公にすることを前提にしたものであるということを知っていれば、その時点で公開があったことになりまますから、12時間たてば取引できるということになるわけですね。恐らくそれが現行法の正しい解釈だと思うのですが、この最高裁決定だと、公表のときに情報源が明らかになっていないとだめだというふうに言われそうですよね。その点を言っているわけです。

○松尾　過剰規制にはなりますけれども、情報源が明らかになっているかどうかは記事を見ればわかるので、公表されたと言えるか否かは、明確にわかるのではないかと思います。

○黒沼　そうすると、12時間経過しても公表されるまで待たなければいけないということになりますよね。

○松尾　そうだと思います。だから、結局、過剰な制約にはなると思うのですが、処罰範囲が不明確ということではないのではないかと思います。

○黒沼　それもまた条文の文言とは離れますよね。

○松尾　情報源がどこかということが開示されていないといけないと読む余地はあるのではないですかね。

○黒沼　そうすると、報道の時点で情報源が明らかにされていないと、会社の公表主体が報道機関に伝達した行為は、さかのぼって公開にならないということになるのでしょうか。

○松尾　前田先生は最初そのようにお読みになったと思うのです。そのような余地もまだあるのではないかと。おっしゃるように、規定の文言からどこまで導き出せるかというのはわからないのですが、

○行澤　決定文を読む限りでは、レジユメの4

ページのとおり、情報源を公にしないことを前提とした報道機関に対する重要事実の伝達は、公開に当たらないと明確に言っているのではないかと、思うのです。確かに、その趣旨と情報の非対称性を解消するということから言えば、本来、報道内容そのものの中に、これは取締役会決定による等の表示が含まれていないといけないと思うのですが、レジユメの4ページで下線を引かれている決定部分は、結局、伝達する側の行為としては、オフレコでないということをしちんとしていれば、もう公開に当たるという内容ではないのですか。

だから、黒沼先生が正しい解釈だとおっしゃったのは、まさにそういう正しい解釈で、オフレコではないよということをしちんと伝えて伝達していれば、報道機関の側でその情報源を勝手に曖昧にして公表したところで、それは公開したことにはなるし、しかも、勝手に報道機関が12時間たっても報道しない場合には、やはりその時点以降取引しても違法性はないと、こういうことになるのではないですかね。

○松尾　その直後に、「本件報道には情報源が明示されておらず……」とあるので……。

○行澤　そうそう、そのこの部分の読み方ですね。ですが、公開に当たるか当たらないかという点について言えば、かなり明快なのではないでしょうか。

○松尾　公にしないことを前提にしていたら、たとえ報道内容から情報源を特定することもできて公開にあたらぬということは言っていると思うのですが、情報源が明示されていないと公表にあたらぬと判示したと読む余地もあるのではないですか。

○行澤　そのとおりだと思います。

○片木　確かに「本件報道には情報源が明示されておらず」となっていますが、それは最後の「その者の報道機関に対する情報の伝達は情報源を公にしないことを前提にしたものであった」という結論を基礎づけるためのものです。あくまでも実際に裁判所が言ったような、この情報の伝達は情報源を公にしないことを前提としたものだ

ったのだらうということ、いわば推測する情報の一つとして出している、裁判所として、実際に記事を報道する時点で情報源を公にしているか、していないかによって区別をする意図は一応ないと見たほうがよいのかもしれませんが。そう考えないと、全く報道しなかったときには12時間たったら合法的に取引できて、報道されたときには、その内容に情報源が入っているか、入っていないかを見ないといけないというのは、いくら何でも、あまり論理的ではないと思います。

○伊藤 今の点ですが、刑集で下線を引いているところを重視するのか、その前のところをどれだけ重く見るのかという話だと思います。少なくともこの決定文全体を読む限りでは、やはり報道されなくても、伝達のあり方がこうであれば公開に当たると感じるのだと思います。そうすると、下線部のところは言い過ぎているというか、これを前提にしていると解されると言うにすぎないので、あまり重視しなくてもよいのではないかと思います。

報道されなければそもそも公開に当たらないという読み方をすると、これはあまりにも金商法施行令の文言から外れます。一方で、報道されなくても公開されたことになるのは困るのではないかという話も出ましたけれども、それはそもそも金商法施行令自体が報道されていることを要件にしていなかったから仕方がないのではないかと思います。

○加藤 最高裁決定の読み方については、私も伊藤先生と同じような解釈をしています。ただ、このような解釈だと、インサイダー取引規制を解除するかどうかということについて、会社に非常に広い裁量というか、情報のコントロールを認めていることになると思います。例えば、会社側がインサイダー取引規制を解除したかったら、適時開示を利用すればよいわけです。しかし、この事例では、会社側はインサイダー取引規制を解除する意思はなかったように思います。今回の事例は、経済産業省の方ということで特殊な事例であることは否定できませんが、インサイダー取引規制の

対象となる会社関係者の中には、金商法の定めに従って情報を公表しインサイダー取引規制を解除することができる立場にある人からの距離が遠い人もいます。このような人にとって、会社が情報を公表したか否かが客観的に分からないことはかわいそうだなというのが、多分松尾先生の感覚なのかなと、感想めいたものです。すみませんが、そういう感想を持ちました。

【適時開示と虚偽公表】

○森田 今の感想は私も抱いておりまして、皆さんは、インサイダー取引規制で正しいディスクロージャーがされるということまで法の目的のように考えられていますけれども、これは不公正な取引をやめさせたいだけの話で、きちんとした開示がされるかどうかとはまた別の話ですね。

乙のほうはややこしいから甲事件で言いますと、平成21年3月9日に経済産業省の被告人は重要事実を知らされたのです。ところが、4月16日に適時開示がされた。そのときに、当社としては決定した事実はありませんと発表するのは、これは虚偽発表に当たるのではないのですか。ですから、経済産業省の被告人は、虚偽発表を信じて買ったということになりますが、これはいけないのですか。

アメリカでは、このようなときに適時開示でこういう公表をすると、虚偽記載で、SEC規則10b-5違反になりますよ。

○川口 虚偽発表とまで言えるかは微妙ですね。当社として「正式に」決定した事実はないということは虚偽ではないのですから……。

○森田 ですが、実際は検討し始めていたので、それはミスリーディングな表現になりますよね。

○川口 適時開示で悩ましいのは、開示をせよと言われながら、真実が言えない場面もあるということなのですね。合併の交渉過程をそのまま開示すると、合併がご破算になってしまう危険性があります。そこが難しいところなのですね。

○森田 そうです。開示義務はないのですよ。昔は、法定開示事項は四半期報告書で決まって、

合意があれば法定開示事項とされました。ですから、これは明らかに虚偽記載だと思いますよ。インサイダー取引規制の基本は、ディスクローズ・オア・アブステインですよ。

でも、被告人には、開示するという方策はないのですね。ですから、その受け取った人間にしてみたら、会社の公表を信じるしかない。我が社は一切しておりませんというふうに提示開示されたら、ああ、あれは違ったのだなと思いますよ。事実関係としては、4月16日に適時開示がされて、21日と27日に株を買っているのでしょうか。これで有罪とするのはいかがなものかと思います。

今、私もある会社の監査役をしています。そうすると、ああ、このようなおもしろいことをしているのか、というような事実がたくさんあるわけです。ところが、現実にはこの裁判例のようになるから、みんな買わない。買えないのですよ、こういう危険性があるから。でも、それは日本の証券市場にとってよくないことですよ。いわゆる重要事実について明らかなインサイダー取引が行われるということはいけませんよ。ですが、この会社は合併しようとしているかもしれない、株を買っておいたらいいのではないかな、というぐらいの判断で皆が買ったら、実際に川口先生がお示しになりましたとお買いがだんだんと膨らんでいくのですよ。これで正しいわけです。しかし、現実では、インサイダーの人は買えないわけですよ。それは、私も役員になって、買えないなと思いました。

○川口 近年、東証は、報道等により投資家の投資判断に重要な影響を与えるおそれのある不明確な情報が発生した場合、投資家に対して、不明確な情報の存在を周知して注意喚起する制度を創設しました。スクープ報道があり、適時開示でもその真偽がはっきりとしない場合、この制度によって投資家は注意することはできるのですね。

○森田 それはいいのですけれども、ただ、インサイダー取引規制では、あたかも発行会社に開示義務があり、その義務がきちんと履行されない限りは何もできませんというかのような言い方が

とても浸透している。でも、情報を受け取った人は、そのディスクロージャーを信用して売り買いしたら、今度は自分が罰されてしまうと。そうすると、真意はどこにあったのか、どうやってわかるのですかね。

【公表概念を適時開示のみにすることについて】

○船津 今のところと関係するかしないかわかりませんが、先ほど加藤先生がおっしゃったように、事実上は、適時開示であれば、少なくとも公表しているかしていないかということに関してはわかるわけですね。要するにここでの問題は、報道機関によるものまで含めて、さらにそれが12時間たたないと公表にならないというような規律を残しておくことにどれだけ意味があるのか、という議論なのかなという気がしています。

森田先生のお悩みに関しても、TDnet等を見れば、100%とまでは言わなくても、99.9%は開示しているということなのであれば、報道機関による公表というのは本当に残しておく意味があるのだろうか。かつてはネットの媒体というものがなかったので報道機関に頼っていた、だからそれが残っているという話であって、実はこれは一本化してもいい話なのではないかというのが私の感想です。

○川口 適時開示ですべてが開示されればよいのですが、「当社が決定したことではございません」というような非常に曖昧な開示もあるわけですね。

○船津 結局、最高裁が言っている、誰が公開した事実かというのは、報道機関を通すからややこしくなっているという話であって、適時開示であれば、会社が決定したかしていないかということは、はっきりとわかるわけですね。その内容が「当社で決めたことでない」ということであれば、少なくともそのリリースは「公表」ではないことはわかるわけです。「公表」かどうかという観点からすると、名義人が会社であるか否かというのが一番わかりやすいのではないかという気がします。

○黒沼 今の点ですけれども、報道がなされた後に会社がプレスリリースを発して、適時開示で当社はそのようなことを決定していませんというふうに発表するのは、まだ最終的な決定はしていませんという意味ですよ。しかし、インサイダー取引の重要事実というのは、決定事項については、ある行為をすることについての決定と言われていて、それはすることについて準備を始めるといふことの会社としての意思決定があれば足りるとされているわけですから、その開始決定については、適時開示で公表されたのか、否定されたのか、そこは解釈が分かれてしまうわけです。だから、今のような適時開示で公表されたとか、されないとかというのは、ちょっと難しいのではないのでしょうか。

○船津 先ほどの私の議論は、処罰範囲の明確化ということで、少なくとも取引を差し控えなくてもよい時期が明確になるという意味で、適時開示をもって「公表」されたという形に一本化したらいいのではないかという議論です。

○黒沼 最終的な適時開示のことを言っているわけですね。

○船津 そうです。事実上、それよりさかのぼって決定事実があったかどうかは、投資家などの各主体が判断すべき話であって、少なくとも解除されたか否かは適時開示を見ればわかるとしておけば、一本化はできるのではないかという趣旨です。

○黒沼 わかりました。

【適時開示と虚偽公表（その2）】

○志谷 今の点について、先ほど森田先生がおっしゃったことと関連するのですが、例えば甲事件のA社の適時開示と言われているものが、報道された事業再編について、当社として決定した事実はないという言い方をしたとすると、普通に読めば、やはり事実の否定ですよ。何か検討に着手したことをここから読めというのはむしろ無理なのであって、これはある意味、先生のおっしゃるようにミスリーディングかなという気が…

…。

○森田 アメリカならば SEC 規則 10b-5 違反ですよ。

○志谷 それはちょっと留保しますけれども、疑問は残ります。

○川口 確かに、明確に不適切な開示があることも事実ですね、例えば、川崎重工業と三井造船が合併するという報道があったときに、当初、「その事実はありません」と言っておいて、2か月後に、「いや、実は……」というようなことになりました。結果から見ると、最初の開示は虚偽のものと言われても仕方がありません。しかし、繰り返しになりますが、交渉中であるのに、それを開示せよというのは、交渉が失敗に終わるリスクが高まるので、企業とすると、正直に開示できないのは事実でしょうね。このようなときに、どういふふうにか開示をすれば良いかというのは大きな問題です。「ノーコメント」と言えば、「何かあるのと違うか？」と推測されるでしょうし。（笑）

○志谷 むしろこういう報道が出たら、証券取引所のほうから、どうなのですかと聞かれているはずなのですね。だから、答えなければいけないわけですね。

○森田 このインサイダーの嫌疑をかけられた人にしてみたら、3月9日に合併に関する話を聞いたきりでしょう。ディスクロージャーでそういうふうになっているのだから、信用するしかないのではないですか。

○川口 いやあ……。本件に限っては、むしろ、「これ幸い」ではないですか。（笑）被告は担当官ですよ。開示内容の真偽は当然わかっていると思いますが……。

○森田 それは、これ幸いはしませんよ。会社がそのように言ったのだから信用するとしか言いようがない。被告が社長であればいけませんよ。社長であれば、深層心理ではこうしたいと思っていれば、問題かもしれません。

インサイダー取引の問題ですけれども、川口先生が示された図表を見ていると、悪く言ったら情報漏れがあり、公表前に重要情報が反映されてし

まったマーケットになっていますよね。インサイダー取引規制の目的は、本当は主観面の違法性を厳しくとがめることだと思うのですよ。だから、そういうことであれば、この人の主観面としては、一応公表されていて、しかもそれがそのとおりに適時開示されていれば、そこからまた買ったのでしょ。ですが、そうだったら多分株のおもしろみはなかったのでしょうね、きっと。(笑)だから、誰かがおっしゃったように、これ幸いに買ったのかもしれないけど。

○伊藤 森田先生が先ほどからおっしゃっている話ですけども、被告人としては、新聞記事の後の適時開示で、あれは新聞社が勝手に言っていることですよと言われたことについて、そのような適時開示から、これで事業再編をやめたのだと信じて買ったのかもしれないということですね。

○森田 そうです。

○伊藤 本当はそうなのかどうか私はわからないですけども、少なくとも被告人が裁判で主張していたことは、そうではないのですよ。被告人は、公表されたものと信じていたという主張をしていたのです。したがって、森田先生がおっしゃるようなことは論点になっていません。

○森田 論点になっていないのですけれどもね、インサイダー取引規制の基本構造から、そういう問題が起こるということと言いたかったわけです。

○伊藤 その問題意識は理解できるのですけれど。

【公開の意義】

○飯田 会社関係者への取材などによった報道は公表に当たるかという問題を指摘されたと思うのですけれども、川口先生の最高裁決定のご理解としては、報道内容の中で情報源が特定されているということが事実上の要件になっているということご理解でしょうか。私は、これはむしろ報道機関への公開があったか、あるいはなかったかという判断に際しての問題で、情報源を明らかにしないという趣旨のやりとりがあったから、会社関係者への取材でというような表現になるのかなという

ように思ったのですけれども、いかがでしょうか。そのお答えによって、レジュメの14ページのところの議論をさせていただければと思っています。

○川口 これは、よく報道で見かけられるものです。必ずしも取材源が特定されているとも言えない曖昧なもので、このような場合に公表があったと言えるかをご議論いただこうと思ったものです。今のご意見は、このような場面でも公開があったと考えても良いのではということでしょうか。

○飯田 むしろ逆で、代表取締役が言ったのだけれども、これはまだ秘密だからということで情報源を明らかにしてくれるなという趣旨だった。それで、報道機関はそれを付度して「会社関係者」と濁して報道したような場合です。これはむしろ公開に当たらないのではないかとということです。それはなぜかという、情報源を公にしないという趣旨での伝達にすぎないからだと思ったのです。

○川口 なるほど。

○森田 だから、そのときにですね、皆さんは、正しいディスクロージャーが実現できる可能性が少ないから、投資家は正確な判断ができないとおっしゃっているけれども、合併するかしないかという話が大事なのでしょう。完璧なる真実をディスクローズする必要性があるのですかということも言いたいですね。

ニュースソースが明らかにされた報道に限られるのであれば、適時開示や法的な開示しかできないようになりますね。しかし、それはおかしくて、前から言っているように、アナリストに答えている中でディスクローズされていくわけで、報道されたらマーケットにはそれが伝わるわけだから、マーケットに伝わるということの重要性も考えながらインサイダー取引を考えてほしいと言っているのです。

○伊藤 飯田先生、続きがあったような気がするのですけれども。

○飯田 要するに、公表概念のところを最高裁はかなり固く解釈しているわけですけども、情報が公知となったことによる違法性の否定という可能性はあり得るのではないかなと思っています。

それで、レジュメの14ページの2行目に、4つの項の足し算が出ています。これに関して、こういう場合はどうですかという質問なのですが、情報源を明示する形で、例えば報道機関1社だけに伝達したとします。そうすると、条文上の要件としては2社への伝達を求められていますから、その要件は満たしていないわけです。けれども、1社だけには伝達したとします。その後にレジュメでは「報道なし」の場合が考えられていますが、これが仮に報道ありだったとしまして、その情報が報道されたということになれば、問題はないのではないかと思います。そういう場合についてまで最高裁は違法だと言っているのかということが質問です。

決定文の資料では、4ページの3行目のところですか。文言をやや読み込み過ぎなのかもしれませんが、「情報源が公にされない限り」、効力が失われることはないと言っています。情報源を公にしている、しかし1社にしか言っていない場合、条文上の公表とか公開には当たらないけれども、実質的には規制の効力は失われるという解釈の余地はあるようにも思ったのです。先生のご意見を伺えればと思います。

○川口 法律では2社に向けての公開でないと公表になったとは言えないとしていますので、一般には、1社から取材を受けて情報を伝えても、公開はなく、したがって公表もないと考えているのではないのでしょうか。もっとも、報告で触れたように、2社に公開する趣旨が、情報が実際に報道されることを担保するものであると考えれば、別の解釈もあり得ると思います。

○黒沼 今の点ですけれども、川口先生の言うように考えるならば、決定要旨には「情報源が公表されない限り」という文言を入れてはいけなかったわけですね。ところが、情報源が公にされない限りという言葉が入っているのです。そうすると、これだと、法定の公表措置によらないようなものであっても、例えば1社への公開であっても、情報源が公にされる形で報道がなされれば公知になる余地を認めているように決定文は読めるので

す。ただ、そういうふうを読むことは結論としては妥当かもしれないけれども、最高裁決定が理由として挙げている、法が厳格に公表措置を法定しているところからは外れるわけです。だから、「情報源を公表されない限り」という語が入っていることによって、決定要旨のこの部分は矛盾したものになっているのではないかと私は思います。

【12時間経過の意義】

○片木 確認ですが、先ほどからの議論とおおりだとして、あくまでも12時間たったら、報道されていなくても取引していいのですよね。情報源が公開されていないような報道が結果となされていても、12時間たったら取引していいという議論になりますから、この事件では一応、報道機関に伝えた側が情報源を公にしない場合を前提にしているわけですが、何度か疑問に出ているような形で、仮に情報を提供した側が情報源が公開されることを前提にしているとしても、実際の報道では情報源が公にされない限り公表がないわけなので、12時間たったら、いずれにせよ取引できるわけ……。

○松尾 できないです、公表がないので。

○片木 公表されてなくても、12時間たったら取引できるのでしょうか。

○松尾 いや、報道はされてない場合は公表に当たらないので、だめですね。

○片木 仮にですけれども、こちらのほうからきちんと情報源を伝えるつもりで、新聞社2社に伝達して……。

○松尾 伝えてということですか。

○森田 記者会見したのに、誰も報道しないということもあります。

○片木 それでも別にいいわけでしょう。

○松尾 それはそうですね。

○片木 だから、この最高裁決定の読み方を、そういう場合であっても情報源が公にされない報道だったらだめだという議論をしても、それはたまたま報道がないだけなので、12時間

たったら、いずれにせよ取引したらいいではないかという話になりそうな気がするのですが。

○松尾　ここで問題にしているのは「重要事実を内容とする報道がされた」場合ですから、報道はされているのですよね。

○森田　された場合とまた話がちょっと違いますけれどね。

【公開の意義（2）】

○松尾　私もレジュメの14ページのところで、先ほどの黒沼先生のお考えをちょっと確認したいのですけれども、情報源を公にしないことを前提としたというのは、例えば会社関係者の側が「これはオフレコです」というふうに言っていれば、前提としていないと言えるのでしょうかね。情報源というのは、結局情報の確度に関するものだと思うので、そういう意味ではほぼ真実だろうと一般投資家が認識できるような事実が報道されても、それは公開には当たらないのか、あるいは……。

○黒沼　最高裁決定の読み方としては、いろいろな読み方ができるので、一番ひどいときには、会社は何の伝達もしていないけれども、報道機関が情報源を公にする報道をして、それがたまたま真実に合致していたというような場合だってあり得るわけです。それまで最高裁のこのところに読み込めてしまうかもしれないのですが、一番無難なところは、飯田先生が言われたように、1社に公開して情報源を公にする報道がなされたというような場合です。その場合、公知になる可能性を最高裁決定は否定していないように読める。

○行澤　その点、先ほどから思っていたのですけれども、最高裁決定の資料の3ページの(3)のところ、「法令上規定された公表の方法に基づかずに」と書かれていますから、いわゆる法令上の公表はないのだけれども、公知の事実となったとしてインサイダー取引規制の効力が失われるかどうかということについては、その「情報源が公にされない限り」それはないということです。したがって、黒沼先生がおっしゃったように、報道機関の側で、決定事実を前提として会社側の報告と

して正確な報道をした場合には、インサイダー取引規制の適用が解除される可能性はあると、この下線部からは読めてしまうのだらうと思いますね。ただし、その前段で、公知によりインサイダー取引規制の効力が失われると解すると、公表と実質的に同一の効果を認めるから相容れないと言っている。つまり、この2つの文章がやはり矛盾しているようにしか見えないわけで、これも先ほど黒沼先生のご指摘のとおりだと思います。

その上で、仮に下線部を、公知であっても、正規の公表がないから、インサイダー取引規制の効力が失われることはないというふうに前段に引きつけて読んだとしても、なお違法性が阻却されるということの可能性までは最高裁は否定していないのではないかと思います。確かに、本件事件では、違法性阻却の主張は一蹴されているということですが、それは本件が情報源を公にされない報道だからであって、情報源を公にされている報道であれば、インサイダー取引規制の効力は失われなくても、実質的に違法性が阻却されるということの可能性まで最高裁決定は否定していないのではないかと思います。重複するような質問で申しわけないのですが、決定文が相互に矛盾しているのではないかという感覚と、「情報源が公に」された報道により形成された公知が違法性を阻却するという点については、どういうふうにお考えでしょうか。

○川口　違法性阻却については、最高裁決定では言及もないわけですよね。

○行澤　ないということは、別に否定もしていないわけですね。

○川口　そうですが、裁判所がどう考えているかと言われても、肯定も否定もしていないとしか言いようがないですね。

○伊藤　もし行澤先生のように読むのであれば、「インサイダー取引規制の効力が失われる」という日本語は、「構成要件に該当しない」と読むということなのですね。

○行澤　そういうことですね。つまり、当然にインサイダー取引規制が解除されることはない、

という程度の意味と解するわけです。

○伊藤 それで自然かどうかという話でしょうね。

○行澤 ああ、「効力」という文言ですからね。そこは苦しいかもしれませんね。矛盾という点についてはどうですかね。

○伊藤 私も、黒沼先生や行澤先生がおっしゃったように、やはり矛盾しているといえますか、「情報源が公にされない限り」という文言を入れてしまっているのが間違っていると思うのですね。でも、刑集ではここに下線を引かれてしまっているのが難しいところでしょうね。

○森田 普通に考えたら、この下線部は、いわゆるスクープを想定していますね。スクープというのは、情報をつかんで、こうではないかということで会社に聞くわけです。会社に聞いたら、そういうことはございませんとかと言って答えてくれない。そこで、記者の知っている株式部長とかIR部長とかに電話取材などをして、これは本当ですかと聞いて必ず裏取りするらしいです。その上で載せるわけです。そうでないと、全くのうそを一流新聞が報道するわけにはいかないから、一応そうするのが普通らしいですよ。そうすると、株式部長などの聞かれた人には権限がないわけですから、会社が言わないままに報道されると。しかし、実際はリアリティーに満ちたものが報道されるということがあり得ると思うのです。あり得たら、いわゆる重要情報が新聞などで取り上げられたら、一応皆知ってしまうことになる。それでも、最高裁は否定しているということですか。

○川口 情報源が明らかになっていない以上、その情報は正確ではないかもしれないということではないでしょうか。

○森田 正確ではないということで、先ほどから言っているようにアバウトでいいと思うのですけれども、正確でないからということで、だめということですね。

○行澤 公知ではないということですね。

○前田 事実が公知になってしまえば、取引に刑罰は課さなくていいということが、実質的に妥

当な結論であると私も思うのですけれども、それをどういう論理構成で導くかが難しいと思いました。

考え方としては、つまり立法論としては、川口先生のご報告にありましたように、もう事実が公知になっていけば、重要事実性を失うという構成が明快だとは思いますが、現行法は、重要事実とはこれだという具合に形式的、画一的に規定してしまっており、重要かどうかの実質判断の余地を残さないような書きぶりになっていますね。その中で、解釈論として重要事実性がないと言うことは難しいのではないかと。そうすると、ご報告にあった神崎先生のお考えのように、例えば故意がないというような形で、現行法のもとでは処理せざるを得ないのかなと思ったのですけれども、いかがでしょうか。

○川口 わが国のインサイダー取引の規制の要件は本当に詳細に規定されています。そうであるのに、ここだけ緩めるというのはいかがなものか、という判断が裁判所としてはあるのではないのでしょうかね。また、前田先生が言われたように、過失なしという神崎説は説得力があるように思いますが、裁判所は採用しなかったのですね。

○伊藤 公知になった場合に、最終的に処罰をしなくてもよいだろうという感覚は、私も理解できるのですが、公知になったかどうかは、その場合どのように確定するのでしょうか。川口先生のご報告にもあったように、これは微妙なケースだとかなり難しいのではないかと。そうすると、それはもう、ケース・バイ・ケースで判断するしかないという話になるのでしょうか。(笑)

○川口 そうすると、再び、処罰要件を明確にするという趣旨に反するという問題が出てくるのですね。(笑)

【情報化社会における規制のあり方】

○行澤 こだわるようで申しわけないですが、処罰要件を明確にするということと実質的違法性を阻却するかどうかということは別の話ですね。構成要件は明確でなければならないという

のはそのとおりだと思うのですけれども、先ほど指摘があったように、報道機関の2社以上に情報源を明らかにして伝達しないと公表にならないというような画一的な規制の不十分な点をカバーするためにも、やはり公知という要素で実質的な違法評価ができるようにすべきだと思います。例えば最近、インターネットやSNSなどの媒体で流通する情報にも、相当程度信用されるものが出てきていると言われています。したがって、客観的に重要事実があって、決定事実があって、それが相当程度投資家から信頼をされ、評判が確立したような電子メディアによって効果的に伝達されるのであれば、当該情報の流通ルートが必ずしもこういう古くさい公表方法でなくてもインサイダー取引規制を解除するのに十分な社会的実体というものを認めて良いのではないのでしょうか。

公知になるか、ならないかという実質判断が、そういう電子的なメディアの信頼性とか評判に基づいて判断できる場合もあるのではないかなと思うのですけれども。これは先ほどの伊藤先生のご議論についての感想ですけれども、いかがでしょうか。

○川口 確かに、インサイダー取引規制を含む改正証券取引法が成立した昭和63年から、ITの発達などで、情報の伝わり方が激変したことは事実です。他方で、インターネットで簡単に情報が伝わりますので、かえって怪しい情報も増えてきていますね。(笑)

○行澤 まあ一般的にはそうですね。ただ、投資家がどの程度それを正確だと信頼するかということですよ。新聞紙であっても、インターネットよりもどれくらい信頼されているかという、今の時代においては正直わからないですよ。

○川口 でも、法令では、報道機関はどこでも良いとはされておらず、限定されています。

○行澤 もちろん、そうです。

○川口 そういう面では、きちんとした報道機関でないとダメなので、信頼性は一応確保できているのではないのでしょうか。しかも、2社以上への公開が必要です。

○行澤 それはむしろ構成要件の明確性という点に関するのでしょう。実質的に違法判断をするときには、もう少し踏み込んでやるべきだし、ある程度やれるのではないかなと思うのですけれども、水掛け論になりますから、この程度でやめさせていただきます。

○船津 全く関係のない話をして恐縮ですが、情報化社会という観点でちょっと気になっていることがあります。最近、例えばツイッターで社長本人であるという認証をつけて呟かれることも多いのですが、例えば、その方が、極めて重要なことをツイッターで呟いた場合というのは、公知になるのか、ならないのかという問題があるように思います。ネットメディアは怪しいという川口先生のお話であれば、公知にはならないだろうと思いますけれども、かなりの確度で情報は波及するだろうという気がしております。その場合に、そのツイッターを見た人というのは、情報の伝達を受けた人になるのかどうかというあたりについては、どのように考えたらいいのでしょうか。

○川口 一般的には、伝達を受けたとはならないように思いますが……。

○船津 その場合、何をもって伝達のメルクマールにすればいいのでしょうか。

○川口 確かに、その情報を知らせる意図をもって伝えたという意味では、口頭によるものや書面によるものと変わりませんね。むしろ、広く知らせるという点では、はるかに優れているとも言えますね。あとは、情報の信頼性ということでしょうか……。

○森田 ですから、それはフェア・ディスクロージャーの話ですよ。フェア・ディスクロージャーの問題としてきちんと発表してくださいとか、そういう規制で、インサイダー取引規制ではなかなか難しいのではないですかね。

○梅本 この方は、結局、両取引で売り抜けることができたのですか。利得はあったのですか。

○川口 追徴されていますね。ということなので、利得はあったのではないのでしょうか。

○梅本 かなり高値でつかんでいますね。

○川口　　そうですね。

○梅本　　それで、公表後、株価は上がってなくて、むしろ下がっているということなので、先ほどからの公知かどうかという話だと、問題になったときにはもう株価の値動きはわかっているわけですから、そのときに情報が株価に織り込まれているかどうかということはある程度わかるのかなという気がしないではありません。単なる印象ですけれども。

【公開の意義（3）】

○伊藤　　情報機関へのリークが公表になり得るかという最初に話題になったことですが、黒沼先生の評釈等では、これは公表にはなり得るとされています。確かに、金商法施行令30条1項1号は、公開とは言っているけれど、公開の態様は定めていませんし、それが後で報道されたことも要件とはしていません。しかし、これは公表概念を定める規定ですから、「公表」があったと言える程度の態様で「公開」がなされなければならないのではないかというふうに素朴には考えられます。だからこそ、「伝達」という言葉ではなくて、「公開」という言葉を使っているのだろうとも思える。ただ、最高裁は、これについて、後で報道された内容を問題にしているのだから、何か言っていることがおかしいなという議論になったわけです。

最高裁はそのように報道内容を問題にしているからおかしいのだろうけれども、それでは、例えば黒沼先生のご見解ですと、そうではなく、「公開」の態様については一切縛りがないということですよというお考えなのでしょうか。

○黒沼　　リークということの意味ですが、オフレコという約束で流す場合は、これはだめだと思うのです。現在の公表概念は、私は立法論としては反対なので、それを前提に現行法について、ということですが、現行法は、2社以上に伝達すれば報道が行われるだろうということを前提にできていると思います。だから、1社のスクープで後追いがあってもそれはだめだけれども、2

社以上に伝達すれば、報道が行われることがかなりの確度で見込まれるからということなのですね。ですから、報道を前提とするような情報伝達である必要があると思います。

○川口　　その意味で、伝達と公開というのは使い分けているということですかね。

○黒沼　　そうですね。現行法の解釈としてはそう思います。

○伊藤　　ありがとうございます。それでは、時間になりましたので、本日の研究会を終わらせていただきます。

- 2月 6日 F会社の決算説明（報道機関向け、投資家・アナリスト向け）（選択肢の一つ。検討中）
 → ②公表があった？
- 3月 26日 H社長がF会社の取締役会決議を得る（産活法に基づく増資を行うための準備を進める）
 （全社向けに進めるには取締役会の承認が必要と判断）
- 5月 12日 F会社の決算説明（2月6日のものと同様）
 → ③公表があった？
- 5月 15日・18日 YによるF会社株式3000株の買付け（代金合計305万9000円）（妻名義）
- 6月 15日 F会社の取締役会（産活法に基づく事業再編計画の認定申請の決議）（22日申請）
- 6月 30日 申請を認定（産活法）
 F会社の適示開示（種類株式発行にかかる覚書の締結）
 [→④公表があった？]

2 論点

(1) 重要事実の発生時期

(甲事件)

重要事実＝A会社がB会社と合併することについての決定（金商法166条2項1号）
 「業務執行を決定する機関」＝A会社のC社長？

(乙事件)

重要事実＝F会社がG銀行を割当先とする第三者割当増資を行うことについて決定
 （金商法166条2項1号イ）

「業務執行を決定する機関」＝F会社のH社長？

発生時期＝⑦か⑧か？

(2) 公表の時期

(甲事件)

- (a) 公表が⑩⑪の場合＝A株式の買付けは重要事実の公表後の取引→合法
- (b) 公表が⑫の場合＝A株式の買付けは重要事実の公表前の取引→違法

(乙事件)

重要事実の発生時期

- ・⑦の時点で発生
- (c) 公表が⑩⑪⑫の場合＝B株式の買付けは重要事実の公表後の取引→合法
- (d) 公表が⑬⑭の場合 ＝B株式の買付けは重要事実の公表前の取引→違法
- ・⑧の時点で発生
- (e) 公表が⑯の場合＝B株式の買付けは重要事実の公表後の取引→合法
- (f) 公表が⑰の場合＝B株式の買付けは重要事実の公表前の取引→違法

2017年4月28日

JPX金融商品取引法研究会

「近年の金融商品取引法に関する判例

—インサイダー取引規制における『公表』概念に関する事例を中心に—

同志社大学 川口恭弘

I 「公表」概念

東京地判平成25年6月28日判時2203号135頁・資料版商事法務393号138頁

東京高判平成26年12月15日資料版商事393号130頁（控訴棄却）

最決平成28年11月28日最高裁判所民事判例集70巻7号609頁・資料版商事法務393号129頁

（上告棄却）

1 事実の概要

被告Y（経済産業省大臣官房審議官）

→金商法166条1項3号「当該上場会社等に対する法令に基づく権限を有する者」

〔公訴事実第一〕（以下、甲事件）

NECエレクトロニクス株式会社（A会社）と株式会社ルネサステクノロジ（B会社）の合併

平成21年

3月 6日 A会社のC社長が次期社長Dと会談して、事業統合に向けた交渉開始の意思決定表明

→〔重要事実の発生？〕

3月 9日 A会社のE専務の訪問（経産省）で、Yは上記事実（合併についての決定）を知る

4月 16日 日本経済新聞による報道（後追い記事あり）【資料1】

→〔①公表があった？〕

A社の適示開示（報道されたような事業再編について当社として決定した事実はない）

→〔②公表があった？〕

4月 21日—27日 YによるA会社株式5000株の買付け（代金合計489万7900円）（妻名義）

4月 27日（午後3時）A会社による適時開示（事業統合をする方向で協議を開始することを合意）

→〔③公表があった？〕

〔公訴事実第二〕（以下、乙事件）

エルピーダメモリ株式会社（F会社）が日本政策投資銀行（G銀行）に対して第三者割当

（産活法にもとづく出資の受入れ）

平成21年

1月 末 F会社のH社長が第三者割当の準備を進めることを決定（原告の主張）

→〔⑦重要事実の発生？〕

2月 4日 日本経済新聞などによる報道（改正産活法を使って資本増強する方向）【資料2】

F会社の適示開示（当社から発表したものではありません。改正産活法が成立した場合

には、資本増強の選択肢の一つとして、検討したい）

→〔⑩公表があった？〕

(3) 重要事実の公知の評価
 (b) (d) (f) の場合も、取引段階で、重要事実が公知となっていれば、インサイダー取引は解禁されるか？

3 原審の判断

(甲事件)

論点 (1) について

「業務執行を決定する機関」=C社長

(事業統合の決定機関は取締役会であるものの、統合に向けての準備・調査はJの決裁で可能)

→その意思決定が外部に認識できるような形で表明されたことをもって「決定」があった

→3月6日のDとの会議において「決定」がなされた

論点 (2) について

「公表」=売買を解禁する要件であり、客観的に明確である必要がある

法の趣旨

「公表」が、会社の意思に基づき、会社の責任においてなされたものでなければ、その情報の信頼性が担保されず、これを受け取った一般投資家においてその情報を信じてよいかどうかを判断できないため、公表の主体を限定することによりその責任を明らかにさせてよとするもの

* 口経の新聞報道は「公表」に当たらない (Dは公表に当たらない)

→情報源を明示しないいわゆるリーク情報の提供は、事実上取締役や担当者によってなされたものであるとしても「公表」にはならない

* Fの適時開示は「公表」に当たらない (Eは公表に当たらない)

→合併の決定を否定する内容であり、合併の決定を「公表」するものとは言えない

「公表=③ (したがって、(b) の立場)」

論点 (3) について

報道があったことは公知と言えるが、報道内容である事実は、決して公知とは言えない

(適時開示は、事実を否定するものであり、また、新聞記事は信頼性に疑問が生じるもので、一般投資家にとって確実な情報とはなり得ない)

→内部者との間における投資判断に影響を及ぼす情報の格差は明らか

「報道内容は公知となっていない」

(乙事件)

論点 (1) について

「業務執行を決定する機関」H社長 (3月26日開催の取締役会) (Dの時点で重要事実の発生)

(Eの段階では、具体的な監活法の内容が把握できず、制度の具体的適用を検討することは不可能)

論点 (2) について

適時開示や決算報告での発言は「公表」に当たらない

・内容=法律が成立した場合には申請するかどうかを検討したい (選択肢の一つ)

→第三者割当の実施を決定したことについての決定をしたことを公表したことになる

具体化された内容を含んでいない

(一般投資家は、第三者割当に向けて準備を開始したといった認識は持てない)

→内部者との間に圧倒的な情報格差があることは明らか

「公表=④ (したがって、(f) の立場)

論点 (3) について

社長の発言は公知であるとしても、その発言内容では (送活法に基づく公的支援を受ける可能性があるとしようもの)、増資の準備や検討の開始という事実が公知になったものではない。

「発言内容では、重要事実が公知になつたとは言えない」

4 最高裁決定

(甲事件) に関し、職権で判断

論点 (2) について

・「公表」の規定の趣旨 (限定列举の上詳細な規定を設けている)

「投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報が、法令に従って公平かつ平等に投資家に開示されることにより、インサイダー取引規制の目的である市場取引の公平・公正および市場に対する投資家の信頼の確保に資するとともに、インサイダー取引規制の対象者に対し、個々の取引が処罰等の対象となるか否かを区別する基準を明確に示すことにある」

(趣旨)

- ・公平かつ平等な情報の提供
- ・処罰対象となるか否かの基準の明確化

・公表の方法

「報道機関が行う報道の内容が、同号所定の主体によって公開された情報に基づくものであることを、投資家において確定的に知ることができる態様で行われることを前提としている」

↓

「情報源を公にしないことを前提とした報道機関に対する重要事実の伝達は、たとえその主体が同号に該当する者であったとしても同号にいう重要事実の報道機関に対する「公開」には当たらない」

(本件事実への当てはめ)

「本件報道には情報源が明示されておらず、報道内容等から情報源を特定することもできないものであって、仮に本件報道の情報源が施行令 30 条 1 項 1 号に該当する者であったとしても、その者の報道機関に対する情報の伝達は情報源を公にしないことを前提としたものであった」

↓

「報道機関に対する「公開」はなされていないものと認められ、法 166 条 4 項による重要事実の「公

表』があったと認める余地もない」

報道機関への「公開」がなされていない→「公表」もなかった

論点 (3) について

「重要事実の存在を推知させる報道がなされた場合に、その報道内容が公知になったことにより、インサイダー取引の効力が失われることは、当該報道に法 166 条所定の『公表』と実質的に同一の効果を認めるに等しく、かかる解釈は、公表の方法について限定的かつ詳細な規定を設けた……法令の趣旨と基本的に相容れない」

公知によって規制が解除されるという考えを否定

5 検討

- (1) 重要事実の決定 (論点 1)
→ 下級審判決での論点

「業務執行を決定する機関」の意義

- (甲事件) C 社長
- (乙事件) H 社長

→ 下記の最高裁判決の立場を踏襲

「商法所定の決定権限のある機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関であれば足りる」

(日本織物加工事件最高裁判決 (最判平成 11 年 6 月 10 日刑集 53 巻 5 号 415 頁))

(甲事件)

「業務執行を決定する機関」の認定が甘いとの批判 (地裁判決の評釈)
(丹羽繁夫・NBL1010 号 76 頁、唐津恵一・ジュリ 1473 号 93 頁)

日本織物加工事件最高裁判決

『業務執行を決定する機関』は、……実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことができる機関であれば足りる」と解されるところ、甲社長は、乙社の代表取締役として、第三者割当を実施するための新株発行についての商法所定の決定権限のある取締役会を構成する各取締役から実施的な決定を行う権限を付与されていたものと認められるから、『業務執行を決定する機関』に該当するものということができる。

上記の批判

本件では、このような取締役会からの権限付与が認定されていない

批判の背景

社長の内心にある決定案の外部への発露が自動的に「業務執行を決定する機関」による決定とされるとすれば、処罰の範囲が広がりすぎる

松井秀征・商事 2018 年 9 頁「丁寧に論ずるのであれば、A 会社代表取締役 P (本報告では C) が A 会社内部で実質的な決定を行う権限が与えられており、トップ会議で本件事業統合に向けた交渉に関する合意を行えば、A 会社では当該合意に従って業務が遂行されることになっただけといった説明があってもよかつたかもしれない。」

(批判への対応?)

控訴審判決

「事業統合の決定権限は取締役会にあるが、統合に向けた準備、調査は C 社長の決裁により可能とされていた」

(乙事件)

「業務執行を決定する機関」= H 社長 → 異論はない?

しかし、「取締役会に諮ったのは、全社的に計画を進めていくためには、取締役会の承認が必要であった」(との H の供述)

→ 「業務執行を決定する機関」= F 社の取締役会では?

H 社長であれ F 社取締役会であれ、重要事実の決定日は 3 月 26 日 (後述)

→ 結論に影響はない

・重要事実の発生時期

(甲事件) C 社長と D 次期社長の会談で、本件事業統合に向けた交渉を進めることについて合意
控訴審判決

「決定」があったというためには、意思決定が外部に認識できるような形で表明されたことが必要 (決定権者が単独体の場合)

* 日本織物加工事件最高裁判決

「今回は是非実現したいので、よろしくお願ひします」との発言 → 「決定」を認定
→ 社長が内心において既にしていた第三者割当増資についての決断を外部にわかる形で表明したもの (三好幹夫・最高裁判例解説 (刑事編) 平成 11 年度 90 頁)

(乙事件) 第三者割当の実施には株主総会の定款変更が必要であり (種類株式の発行)、事前に取締役会の承認が必要と考え、その準備、検討を報告 (反対意見なし、事実上承認)

控訴審判決

決定事実がある程度具体的な実体を備えた事柄でなければこれを「決めた」ということになる

* 日本織物加工事件最高裁判決

「右決定をしたというためには、右機関において株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しない」

* 村上ファンド事件最高裁判決 (最決平成 23 年 6 月 6 日 刑集 65 卷 4 号 385 頁)
 『決定』をしたとは、上記のような機関において、公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいうものであり、公開買付け等の実現可能性が認められることが具体的に認められることは要しない」

→ 本件控訴審判決と上記最高裁判決・決定との関係？
 (芳賀良他・ビジネス法務 2015 年 9 月 91 頁参照)

- ・ 最高裁判決・決定の立場＝決定したことが、具体的に現実に実現するかどうかを問題にする (第三者割当の実施は決定→ただし、その実現可能性は問わない (ゼロの場合は例外))
- ・ 本件控訴審判決の立場＝決定する事実が具体的な (確実な) ものであるかを問題にする (改正産活法に基づく 第三者割当の実施の決定
 → 改正法の内容が明らかでない状況で、このような決定はできない)

『決定された事例の実現可能性』と『決定』という判断自体の可能性は区別されるべき (三好・前掲 108 頁 (日本織物加工事件に関して))
 (久保田安彦・ジュリ 1479 号 116 頁) (本件控訴審判決に関して)

最高裁判決・決定の立場を本件に当てはめてみると
 「改正産活法に基づく 第三者割当を決定したが、それが首尾よく行かない可能性がある場合でも重要事実となる」

(2) 「公表」の意義 (論点 2)

金商法 166 条 4 項
 「・・・公表がされたとは、次の各号に掲げる事項について、それが当該各号に定める者により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと・・・をいう」

金商令 30 条 1 項 1 号
 「・・・上場会社等・・・を代表すべき取締役、執行役員若しくは執行役員(・・・)若しくは当該取締役、執行役員若しくは執行役員から重要事実等(・・・)を公開することを委任された者・・・が当該重要事実等・・・を次に掲げる報道機関の 2 以上を含む報道機関に対して公開し、かつ、当該公開された重要事実等・・・の周知のために必要な期間が経過したこと」

金商令 30 条 2 項
 「少なくとも 2 の報道機関に対して公開した時から 12 時間とする。」

金商令 30 条 1 項 2 号
 「・・・上場会社等の発行する有価証券を上場する各金融商品取引所(・・・)の規則の定めるところにより、当該上場会社等・・・が、重要事実等・・・を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該通知された重要事実等・・・が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において日本語で公表縦覧に供されたこと」

有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 56 条 1 項
 「重要事実等(・・・)の通知を受けた金融商品取引所(・・・)は、電磁的方法により、当該通知を受けた重要事実等・・・を公表の縦覧に供するものとする。」

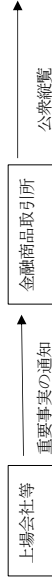
同 2 項
 「前項に規定する電磁的方法は、金融商品取引所に係る電子計算機と情報の提供を受ける者の使用に係る電子計算機とを電気通信回線で接続した電子情報処理組織を使用する方法であって・・・」

(法が定める「公表」概念)



* 重要事実が報道されなくても、(12 時間経過で) 公表されことになる
 → 報道されない場合、情報の非対称性は残る？
 「投資家が情報を確定的に知ることができることができる態様で行われることが前提」(現行法の「公表」の意義についての本件最高裁判決の立場) との整合性？

しかし、現実に報道されたことを要件とすることは困難



* 重要事実が公表縦覧されれば公表されたことにはならない
 (ただし、取引所に通知を受けて、公表縦覧に供しないことは通常考えにくい)
 → 取引所の通時開示システムで情報が開示される

(甲事件)
 報道機関によるリーク報道 (情報源を明らかにしない報道) で「公表」があったと言えるか
 ◇ 21 条の 2 第 3 項の「公表」について
 公表の主体となり得る者による情報発信であっても、情報源が明らかでないリーク報道は単なる噂との区別が困難であり、当然「公表」に当たらない(ライブドア事件・東京地判平成 20 年 6 月 13 日 民集 66 卷 5 号 2064 頁)

* 21 条の 2 の「公表」の定義
 「当該書類の提出者又は当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基き権限を有する者により、当該書類の虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項または誤解を生じさせないために必要な重要な事実について、第 25 条第 1 項の規定による公表の縦覧その他の手段により、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」

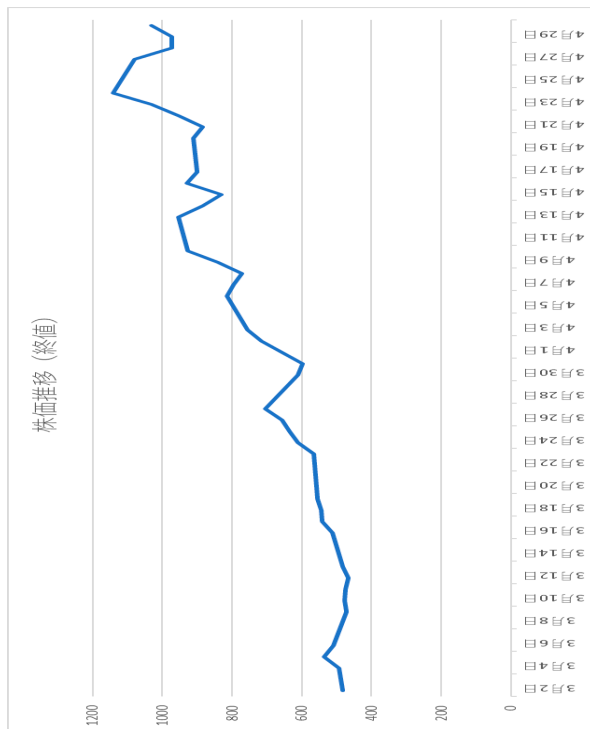
◇立案担当者の見解（インサイダー取引規制における「公表」について）
 ・「いわゆるスクープは、その取材源が明らかでないものも多く、発行会社の判断と責任において発表した事実の報道とは限らないことから、いわゆるスクープをもってインサイダーによる取引の禁止を解除することは適当でないといわざるをえない。」（横倉裕介・インサイダー取引規制と罰則 134 頁）
 ・「情報源が明確でないものは、記事に正確性、情報の全体性（一部）において様々であり、公表とするには適当でない。（三國谷遊範編著・インサイダー取引規制詳解 110 頁）」

◇学説（久保田・前掲 116 頁）
 リークによる報道によって決定内容がどれほど株価に反映されるかが重要

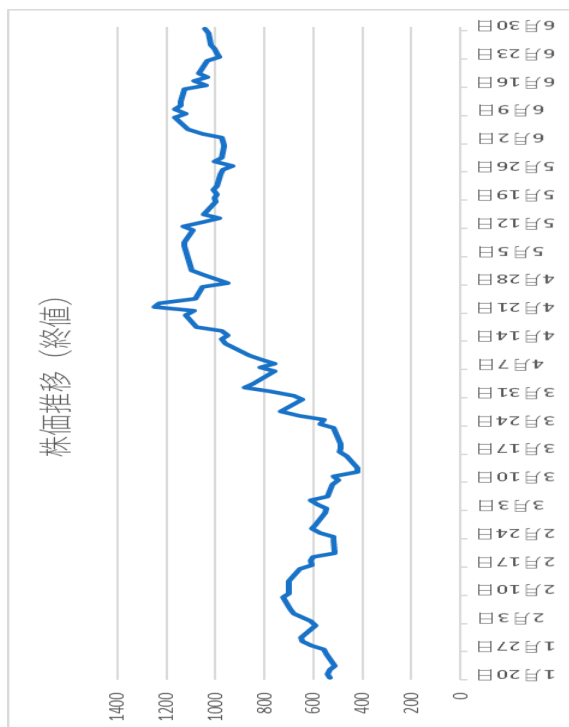
↓
 すべて株価に反映されるのであれば、内部者が利得することはない→規制は不要
 しかし、報道内容が真実ではないリスクがある
 →完全に決定事実を織り込んだ株価形成がなされない→規制が必要

☆リーク報道や決算説明、適時開示で株価は変動したか？

(A社の株価の推移)



(F社の株価の推移)



* 本件最高裁決定
 報道機関に対する「公開」はなかった→「公表」もなかった

「公開」の意義（法律上の定義なし）

- ◇立案担当者の見解（横倉・前掲 141 頁）
- ・「公開」は単なる情報の伝達とは異なる。情報を伝達するだけでなく、その情報を一般にオープンにするという要素が加わったもの（オフレコは、含まない）
- ・共同記者発着が典型であるが、資料配布、アクセスによる送付などでもよい。
- ・記者の取材に応じて公開するということもあり得る

本件＝情報源は会社（役員等）である可能性

最高裁決定

- ・「たとえその主体が同号（施行令 30 条 1 項 1 号）に該当する者であったとしても・・・」
- ・「情報源が会社であっても、情報源を公にしない情報の伝達は、重要事実の公開に当たらない（情報源を明らかにしない情報の伝達は、情報の非対称性は解消されていない）」

- ・日本放送協会および基幹放送事業者
 - 「株式関係の新聞記者等の報道関係者」(東証の兜クラブ)が上記に該当するか?
 - 翌日の朝日新聞・産経新聞で決算発表の内容が報道されている
 - 一般紙への公開があったと考えて良い?
- ・「重要事実の公表」のためには、どの程度に事実が開示される必要があるのか?
 - ◇立案担当者の見解 (横島・前掲130頁)
 - 「投資者の投資判断に影響を及ぼすべき当該事実の内容がすべて具体的に明らかにされていなければならぬ」
 - 「〇〇社と合併することを決定した、という発表をしたとしても、その合併の相手方となる会社の内容や合併の条件等が具体的に明らかにされなければ、その発表を受けた一般投資家において会社関係者等といわねば対等の立場で投資判断を行うことができるとはいえない」

本件控訴審判決
 資金調達の一つとして公的支援の申請が考えられるということとどまる
 →それ以上に具体化された内容を言っていない
 *本判決は、「期待」「検討」「検討」の開示では足らず、決定した事実であると一義的に理解できる表
 理をもってその事柄を会社の方針として前向きに推進する姿勢を示すことを求めるものとの
 評価 (白井・前掲21頁) (実務上の示唆となる)

- ◇学説
 - ・検討中 (決算説明など) (選択肢の一つ) という発言は「増資の準備を会社として行う」と同じ (唐津・前掲94頁)
 - ・検討中は、会社としての当該事項の検討を開始したことを含んでおり、産活法に基づいて出資を受けけることについて投資者に投資判断上の重要情報を与えるもの (黒沼・前掲70頁)

本件控訴審判決 (5月12日の決算内容について)
 日社長の発言内容
 「公的資金を申請するかどうかというの、我々、今・・・経済産業省からガイドラインが出てきて、それはまだ、今の時点ではまだ検討中です。」
 本件地裁判決
 日社長は重要事実を公表したという認識はないと供述

- 「まだ検討中」をどのように評価するか?
 - ・未定?
 - ・検討している?

(3) 公知による取引の解禁 (論点3)
 本件控訴審判決＝公知により取引が解禁されるかは明らかにはせず
 事実が公知となっていたかという判断

- *情報源の明示 (特定可能) は不可欠か?
 - ・情報源を明らかにしない買収報道がなされた後、買手側によって当該報道が確認されるなど、情報の非対称性が実質的に解消される場合が考えられる (湯原心一・商事2131号7頁)

投資者の側で報道が真実であるという確認ができた場合＝情報の非対称性は解消
 →規制の排除も可能?
 しかし、事実を確認できない投資家がいる場合は、規制は必要?

- 「公表」の規定の趣旨 (本件最高裁決定)
 - ・公平かつ平等な情報の提供
 - ・処罰対象となるか否かの基準の明確化
 - インサイダー取引規制の構成要件が詳細に規定されていることと整合的
- ☆「重要事実」の包括条項が規定されていることとの関係?
 (基準の明確化の原則は一部崩れている?)

☆代表取締役が報道機関1社の取材に応じて、重要事実を公開し、情報源を明らかにした上で、報道がなされた場合 (得た)、公表はあったのか?

- ◇立案担当者の見解 (横島・前掲139頁)
 - 「複数の報道機関に対する公開を要求したのは、報道機関相互の競争により、会社により公開された重要事実等が実際に報道されることの担保として考えられたことによる」
 - 1社に重要事実を公開し、それが報道されれば規制の趣旨は果たされた?

☆「会社関係者への取材で明らかになった」という報道は「公表」に当たるか?

(乙事件)
 通示開示・決算説明 (会社が情報源であることは明白) で「重要事実」の「公表」があったと言えるか

- ・決算説明は公表か?
 松井・前掲11頁 公表に当たらない (法律が定めたものではない)
 白井真・金法1988号19頁、黒沼悦郎・金法2001号70頁 公表に当たる
 →2以上の報道機関に対する情報公開

公開の対象となる報道機関 (金商令30条1項1号)
 ・国内において時事に関する事項を総合して報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社および当該新聞社に時事に関する事項を総合して伝達することを業とする通信社
 ・国内において産業および経済に関する事項を全般的に報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社

☆本件最高裁決定＝公知になっただとしても、取引は解禁されず
 「公表」と実質的に同一の効果を認めるに等しい
 →公表の方法について限定的かつ詳細な規定を設けた法の趣旨に反する

◇学説

・事実が公知となり市場価格に反映されて、もはや投資家の判断に著しい影響を及ぼさない場合には、重要事実性を喪失する（黒沼悦郎・金法 1866号 53頁）（同旨・大庭沙織・法時 87巻 7号 114頁）

・具体的にいかになる場合であればこれに該当するかという点を明確にすることは困難

（白井・前掲 21頁）

*本件最高裁決定の立場

情報の非対称性の解消に加えて、処罰対象となるか否かの基準の明確化が必要

・重要事実該当したとしても、取引について違法性が阻却される（可罰的違法性がない）

（川崎友巳・判例評論 671号 169頁など）

情報が株価に反映されれば、内部者に利得はない

・インサイダー取規制を形式犯または抽象的危险犯であると考える場合、違法性を問う可能性は残されている（湯原・前掲 9頁）

・「スクープ記事その他によって法令に定める重要な事実が相当多くの人に知られている場合は、会社関係者等においても、その事実が会社によって公開されていないものであるとは認識していないので、故意に内部者取引をしたものとして処罰されることはない」（神崎克郎・金法 1194号 16頁）

*本件では、Yの故意がないという主張を一概
 ただし、神崎説を否定したものではない

（関連）

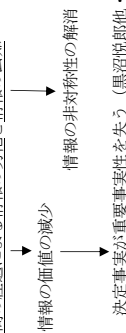
平成 25 年の改正（公表がない場合でも、情報が劣化すれば取引を解禁する）

公開買付け等事実が伝達され、相当の期間が経過した場合（6 月が経過した場合）、情報受領者による取引を解禁（金商法 167 条 1 項 9 号）→適用除外を規定

（理由）伝達を受けた情報の価値は劣化しており、情報受領者が過去に伝達を受けた公開買付け等事実に基づいて投資判断をすることは想定されにくい。（古澤知之他監修・逐条解説 2013 年金融商品取引法改正 143 頁）

・公開買付け等の場合に特有の事情（情報の劣化が早い）？

・時間の経過による情報の劣化と情報の公知



資料

(新聞記事1)

◇2009年04月16日日本経済新聞朝刊11面

「ルネサス

NECエレクトロ

半導体世界再編が加速 合従連衡で生き残り」

ルネサステクノロジとNECエレクトロニクスが経営統合に向け最終交渉に入った。世界3位の半導体メーカーが誕生することで、業界再編が加速するのは必至。世界同時不況に伴う半導体の需要減は長期化が見込まれる。最先端半導体に必要な設備投資額は数千億円規模に膨らんでおり、合従連衡で生き残りを目指す動きが広がりそうだ。

(新聞記事2)

◇2009年02月04日日本経済新聞朝刊1面

「公的資金

エルピータ、申請検討

数百億円の資本増強」

半導体大手のエルピータメモリは公的資金を使って一般企業に資本注入する新制度を活用する検討に入った。日本政策投資銀行などに優先株を発行する形で、今春にも資本を数百億円増強する方向。エルピータは新しい技術力を持つが、世界同時不況の影響で業績が悪化している。企業による新制度への申請検討が明らかになったのは初めて。公的資金で一般企業の財務基盤を強化する仕組みが日本でも動き出す。

...

(新聞記事3)

◇2009年04月24日日本経済新聞朝刊1面

「ルネサス

NECエ

来春統合で合意

合併軸に出資比率詰め」

半導体国内2位のルネサステクノロジと同3位のNECエレクトロニクスは23日、来年4月をメドに経営統合することで基本合意した。統合形態は合併が有力で、27日にも発表する。両社合計の売上高は1兆2千億円を超え、東芝を抜いて国内最大の半導体メーカーとなり、世界でも第3位に浮上する。

平成27年(あ)第168号 金融商品取引法違反被告事件
平成28年11月28日 第一小法廷決定

主 文

本件上告を棄却する。

理 由

弁護人山本憲光ほかの上告趣意のうち、判例違反という点は、事案を異にする判例を引用するものであって、本件に適切でなく、その余は、憲法違反という点を含め、実質は単なる法令違反、事実誤認、量刑不当の主張であり、被告人本人の上告趣意のうち、判例違反という点は、判例の具体的摘示を欠き、その余は、憲法違反という点を含め、実質は単なる法令違反、事実誤認の主張であって、いずれも刑罰法405条の上告理由に当たらない。

所論に鑑み、第1審判決判示第1の犯罪事実(以下「本件犯罪事実」という。)に関し、職権により判断する。

1 本件犯罪事実の要旨は、次とおりである。
被告人は、経済産業省大臣官房審議官として、経済産業大臣の命を受けて、同省商情情報政策局情報通信機器課が所掌する半導体素子、集積回路その他情報通信機器等の部品等に関する事業の発達、改善及び調整等の事務の企画及び立案に参画し、関係事務を総括整理するなどの職務に従事していたものであるが、同職務上の権限の行使に関し、半導体素子等の電子部品の開発及び製造等を業とし、東京証券取引所が開設する有価証券市場に株券を上場していたN E Cエレクトロニクス株式会社の業務執行を決定する機関が、株式会社ルネサステクノロジと合併することに ついての決定をした旨の事実(以下「本件重要事実」という。)を、平成21年3

月9日頃知り、法定の除外事由がないのに、同事実の公表前である同年4月21日から同月27日までの間、証券会社を介し、東京証券取引所において、妻名義でN E Cエレクトロニクス株式会社の株券合計5000株を代金合計489万7900円で買付けた。

2 原判決は、前記1記載の株券購入時点では本件重要事実は公表されていなかったなどとして、本件犯罪事実を認定した第1審判決を是認した。

これに対し、所論は、①本件重要事実は、金融商品取引法(平成23年法律第49号による改正前のもの。以下「法」という。)166条4項、同法施行令(同年政令第181号による改正前のもの。以下「施行令」という。)30条1項1号に基つき、同号に規定されたN E Cエレクトロニクス社の代表取締役等が二以上の報道機関に公開したことにより公表され、法166条1項による規制(以下「インサイダー取引規制」という。)の対象外となった可能性が高く、少なくともかかる方法により公表されていないことにつき検察官が立証責任を果たしていない、②本件重要事実は、平成21年4月16日付け日本経済新聞朝刊及びそれに引き続く一連の報道(以下「本件報道」という。)により既に公知の状態となっており、法166条所定の「重要事実」性を喪失し、インサイダー取引規制の効力が失われた、などと主張する。

3 (1) 法166条4項及びその委任を受けた施行令30条は、インサイダー取引規制の解除要件である重要事実の公表の方法を限定列挙した上、詳細な規定を設けているところ、その趣旨は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報が、法令に従って公平かつ平等に投資家に開示されることにより、インサイダー取引規制の目的である市場取引の公平・公正及び市場に対する投資家の信頼の確保に資すると

ともに、インサイダー取引規制の対象者に対し、個々の取引が処罰等の対象となるか否かを区別する基準を明確に示すことにあると解される。

(2) 施行令30条1項1号は、重要事実の公表の方法の1つとして、上場会社等の代表取締役、執行役又はそれらの委任を受けた者等が、当該重要事実を所定の報道機関の「二以上を含む報道機関に対して公開」し、かつ、当該公開された重要事実の周知のために必要な期間（同条2項により12時間）が経過したことを規定するところ、前記(1)の法令の趣旨に照らせば、この方法は、当該報道機関が行う報道の内容が、同所定の主体によって公開された情報に基づくものであることを、投資家において確定的に知ることができると解されることを前提としていると解される。したがって、情報源を公にしないことを前提とした報道機関に対する重要事実の伝達は、たとえその主体が同号に該当する者であったとしても、同号にいう重要事実の報道機関に対する「公開」には当たらないと解すべきである。

本件報道には情報源が明示されておらず、報道内容等から情報源を特定することもできないものであって、仮に本件報道の情報源が施行令30条1項1号に該当する者であったとしても、その者の報道機関に対する情報の伝達は情報源を公にしないことを前提としたものであったと考えられる。したがって、本件において同号に基づく報道機関に対する「公開」はされていないものと認められ、法166条4項による重要事実の「公表」があったと認める余地もない。

(3) また、所論がいうように、法令上規定された公表の方法に基づかずには重要事実の存在を推知させる報道がされた場合に、その報道内容が公知となったことにより、インサイダー取引規制の効力が失われると解することは、当該報道に法166条所定の「公表」と実質的に同一の効果を認めるに等しく、かかる解釈は、公表

の方法について限定的かつ詳細な規定を設けた前記(1)の法令の趣旨と基本的に相容れないものである。本件のように、会社の意思決定に関する重要事実を内容とする報道がされたとしても、情報源が公にされない限り、法166条1項によるインサイダー取引規制の効力が失われることはないと解すべきである。

4 以上と同旨の理由により、本件犯罪事実を認定した第1審判決を是認した原判断は正当である。

よって、刑訴法414条、386条1項3号により、裁判官全員一致の意見で、本文のとおり決定する。

(裁判長裁判官 櫻井龍子 裁判官 大谷直人 裁判官 小池 裕 裁判官 木澤克之)

日本取引所金融商品取引法研究 第9号 2018年3月

ISSN 2188-2150



株式会社日本取引所グループ

<https://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。