

大証金融商品取引法研究会

株主権と取締役会の業務執行権

平成21年9月25日（金）15:00～17:00 大阪証券取引所5階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

石田 真得 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
川口 恭弘 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士
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 悅郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授
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・弁護士
船津 浩司 同志社大学法学部助教
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
松尾 健一 同志社大学法学部准教授
森田 章 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授
森本 滋 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

○森本 それでは大証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、森田先生から「株主権と取締役会の業務執行権」というテーマで報告していただきます。とりわけ最近議論されている第三者割当問題がテーマになるようです。よろしくお願ひいたします。

~~~~~

### 【報告】

## 株主権と取締役会の業務執行権

同志社大学大学院司法研究科・法学部

教 授 森 田 章

それでは、報告させていただきます。

かねてより日本の株主権の尊重というのが、アメリカ法を研究しておりました者との比較では、何か非常に行き過ぎているのではないかとたびたび思ってきましたが、そういうことをこれまで何遍も言ってきましたので、またかと思われても困りますが、具体的には、最近の第三者割当増資の規制問題をとりあげます。東京証券取引所なども何か施策を講じられたようです。しかし、それを批判するためでも何でもなくて、たまたまそういうことに言及するだけです。最終的に決められた規則についてはあえて言及いたしませんので、そういう方針でいくということでご了解いただきたいと思います。

### 1. 我が国における株主の地位

それでは、まず、株主権と取締役会の業務執行権との関係ですけれども、対立場面が非常に問題になる、つまり、会社をずっと経営していくということと、現在の株主の利益を最大化するということが対立するようなことが最近起こるようになってきたわけです。我が国では法人実在説が有力であることもありまして、会社の団体性を重視するという通説の立場がありました。企業は、社員個人の営利目的を超えた社会的使命を持っているということが鈴木竹雄先生の本（新版会社法全訂第5版3頁）にも書かれていましたし、大隅健一郎先生の本では、「会社法は社員の経済的利益の保護助成を任務の一つとするが、

……ことに株式会社においては、これに参加する社員およびこれと取引関係に立つ第三者がすこぶる多数であるのみならず、いわば国民経済の主たる担い手であって、会社の社会上・経済上占める地位はきわめて重要であり、その運営の適否は社会公共の利益に関するところが少なくない。それゆえ、会社法の主要な任務の一半はかかる社会公共の利益の保護に存する」（会社法論上5頁）というようなことを言っておられたわけですし、我々も学生時代はこれを習ったわけです。

## 2. 最近における株主利益最大化原則の台頭

ところが、1997年9月に自民党の法務部商法に関する小委員会が「コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正案骨子」を公表しました。それは『商事法務』（1648号27ページ以下）に載りましたが、その中の株式会社の統治原則というところで、「株式会社は株主のものであって、株式会社の主権者は株主とする」（原則1）として株主主権を明らかにして、そして、「株式会社は、株主の利益を最大にするように統治されねばならない」として、株主利益の最大化を強調したわけです。

このことは、私も昔、バーリとドッドの論争というアメリカの社会的責任の議論をフォローしたことがあります、1930年ごろ、バーリは、株主利益の最大化が会社法上の経営者の任務であると言ったわけです。それが1997年になって、日本で急にそういう考え方を彷彿させるようなものがあらわれてきたので、非常に驚きました。

結局、株主の利益の最大化というのは、資本市場が企業を評価する基準でもありますので、マーケット・メカニズムが機能するための前提条件とも言えると思います。そして、マーケット・メカニズムが機能しますと、会社経営者は、今やグローバル化した資本市場から常に監視されることになります。

自民党がそういうことを言っていたわけですが、2005年の会社法も、そういう趣旨なのか、法務省の「株式会社の業務の適性を確保する体制に関する法務省令案」の第3条で、「取締役は、この省令に規定する事項を決定するに際しては、次に掲げる事項に留意するよう努めるものとする」として、1号「株主の利益の最大化の実現に寄与することであること」という提案をしていました。結局これは採用されませんでしたが、自民党というか、立法サイドというか法務省サイドでも、株主利益の最大化ということを何とか会社法に取り込もうというような姿勢が見られたということです。

学説はどうかというと、先ほどの鈴木、太隅というような大先生の時代からずっと若返

りまして、ここで取り上げているのは、例えば江頭先生の教科書を読みますと、「株主の利益の最大化が会社を取り巻く関係者の利害調整の原則になる。その原則の具体的な法的効果として、①株主の利益最大化に反する定款・総会決議は無効であり、②取締役・執行役の善管注意義務・忠実義務とは、株主の利益最大化を図る義務を意味する」（江頭憲治郎・株式会社・有限会社法第4版15～16頁）として、株主の利益の最大化を会社法において強調する立場もあらわれてきました。

これらの主張は、アメリカのバーリとドッドの論争におけるバーリの主張（「信託上の権限としての会社権限」1931年）を彷彿とさせるものであって、これまでの我が国の考え方は、どちらかというとドッドの考え方といいますか、社会的責任経営というような考え方であったのが、急にがらっと変わったという感じがしておったわけです。これはどこまで行っても好みといいますか、ポリシーといいますか、勝手に言えばよろしいというようなことですが、今度は会社法的に、株主総会権限というようなところで、株主利益の最大化だから、株主の言うとおりに何でもやるんだとも言えんような、言えるような風潮が出てきたということです。

### 3. 我が国判例の株主総会権限の偏重

このような株主利益の最大化という流れの中で、ニッポン放送事件において（東京高判平成17年3月23日商事法務1728号41頁），これは皆さん方もご存じの事件ですが、「一般論としても、取締役自身の地位の変動がかかわる支配権争奪の局面において、果たして取締役がどこまで公平な判断をすることができるのか疑問であるし、会社の利益に沿うか否かの判断自体は、短期的判断のみならず、経済、社会、文化、技術の変化や発展を踏まえた中長期的展望の下に判断しなければならない場合も多く、結局、株主や株式市場の事業経営上の判断や評価にゆだねるべき筋合いのものである」として機関権限分配論を持ち出しまして、株主総会こそが支配権争奪の局面において判断主体となることを明らかにしたわけです。

この株主総会万能主義の法的根拠は、私にとっては不明です。むしろ私にすれば、ゴーイング・コンサーンとしての会社においては、経営者こそが企業継続の責任を有しているのではないかと思っていますので、私にとっては非常に理解に苦しむ判断が出ていたということです。

この判例は、株主総会権限を非常に重視しているというか、株主こそが支配権の帰属を

決めるのだという言い方ですから、実務としてはこれを尊重せざるを得ないのかとも思いますけれども、ブルドッグソース事件が起こりました。そこでは、経営者は、新株予約権を発行して敵対的大株主の持株比率の低下を計画しました。まず、株主総会の決議事項を追加して、本来なら新株予約権の無償割当てというようなことは取締役会権限だと思いますが、それをわざわざ株主総会の決議事項とするために、株主総会の特別決議により決定することができる旨の定款変更を行い、これに従って新株予約権の無償交付を全株主に対して行うけれども、特定の大株主にはその行使は認めず、金銭によりそれを会社が買い取るという決議を行いました。これについて争われたのですが、最高裁判所は、同決議は、株主総会において、当該株主を除くほとんどの株主により可決されたものであり、これらの株主は、当該株主による経営支配権の取得が企業価値を棄損し、株主の共同の利益を害することになると判断したものであり、その判断にその正当性を失わせるような重大な瑕疵はない、と判示しました（最決平19／8／7第61巻5号2215頁）。

しかし、この防衛策を実行すれば、会社が敵対大株主からその持株の一部を、結果的にですけれども、高値で買い戻すことになったわけです。これは、最近の判例などを見ていますと、株主権行使に係る利益供与罪にも実質的に該当する可能性を否定できないと思いますが、そういうものも総会決議があれば神聖不可侵の権限になっているというようなことになるので、ちょっとおかしいと思うわけです。

しかしながら、我が国においても、公開買付の対象会社、ブルドッグソース事件ではまさに公開買付をかけられておったのですけれども、その対象会社の取締役会は、公開買付による支配権の取得が会社の企業価値にどのようなマイナスになるのかというようなことも主張できるようになっています。つまり、公開買付についての意見表明義務が課されていることということです（金商27条の10）。

経産省の企業価値研究会の「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（平成20年6月30日）を見ますと、買収提案が株主共同の利益に適うか否かについての第1次的判断を自らは回避し、形式的に株主総会に買収の是非に関する判断を丸ごと委ねるということは、自己を正当化することの責任逃れであるというようなことも言っています。また、学説においても、神戸大学企業立法研究会の「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討」では、経営者主導モデルを提言されているのではないかと思います（商事法務1866号4頁）。

ですから、株主利益の最大化は別にしても、こういう場面で取締役のほうが株主よりも

判断する立場としてふさわしいのではないかという考え方があるように思います。

#### 4. 米国における株主主権の限界

##### ① 株主利益の最大化

それでは、株主よりも取締役の方が判断するのになぜふさわしい立場にあるのかという根拠が必要になります。その根拠として、米国のバリー教授は、1930年に、会社の経営は株主の利益最大化のためにやれとおっしゃったわけですが、それに対してドッド教授は、社会的にも責任にも目覚めた経営をして、そして株主の利益を求めていってはどうかということを主張しました。その論争は、ご承知のように、株主利益の最大化こそが会社経営であるというような結論になったので、それでアメリカはずっとそうだというふうに言われてきました。

それを今さらどうのこうのと言う必要性もないとは思いますが、ただ、1970年代の終わりから80年代になると、アメリカではM&Aの嵐が全国で生じまして、結局、ピケンズ事件など、買収する株主が紛争で利益を得てほかの者はだれも得をしないということが明らかになるというようなこともあって、アメリカの30州の会社法は、バリー、ドッドの論争があったにもかかわらず、企業の社会的責任規定を置くようになりました。典型的なものとして、ミネソタ州会社法は、「取締役が、取締役の地位に基づく義務を遂行する場合、会社の最善の利益を検討するときに、会社の従業員、顧客、供給者、および債権者の利益、州の経済および地域的かつ社会的配慮、ならびに会社および株主の長期的および短期的利益——利益は会社の継続的な独立性によって最善にもたらされるという可能性もこれに含まれる——を検討することができる」というような規定を制定したわけです。

##### ② アメリカの経営者の業務執行権

アメリカでは、株主利益の最大化を重視すると言われてきましたが、州会社法上は会社の社会的責任に配慮した政策がとれるというようなことを決めました。ただ、支配権変動時に限ってこういう権限があるのあって、通常の日常経営はやはり株主利益最大化でやるんだと言われていますので、どれぐらい、どういうふうな効果になるのかは確証を得てあるわけではありませんが、つまり社会的責任として企業の継続性の判断を会社経営者ができるんだというようなことを言い出して、その会社法上の根拠を用意できた。だから、株主利益の最大化を株主に任せっきりにするというのではなくて、経営者こそが判断でき

るんだというような考え方だんだん移っていったのではないかと思います。

もともとアメリカの取締役会の権限というものはどうだったのかというと、やはり日本よりもかなり所有と経営の分離というものが徹底されていました、私も昔、若気の至りだったと思うのですが、アメリカでフォードVSダッジ事件というのがありました。フォードさんが配当しないでその金を再投資に回した。そうすると、ダッジさんは配当に回せと言って、結果、配当に回すべきだという判決が出ました。そのときに、そのように株主の利益は保護されているんだという例証として私も引用してしまったのですけれども、何十年も研究しておりますと、後からちょっとそれはまずかったのかなと反省するようなことがありました。

というのは、上場会社で株主の配当について、株主から問題提起されてもこれを認めていたというような判例は一件もないと言われています。フォードVSダッジの事件は、確かに上場会社とは違ったわけです。ですから、そういう意味では、株主利益の最大化といつても、上場会社において株主が配当権限を請求できたような判例は一件もなかったという調査がありまして、正直に告白しますと、そういう文献に何年か前に突き当たってしまいました。

ということは、アメリカでは、株主総会の権限で配当決定権限は全く認められない、少なくとも上場会社については。それで、株主提案権制度——また後日、前田先生がご報告になると思いますが、配当増要求などは当然できるのだと日本では考えてきたわけですが、アメリカでは絶対できないというふうに考えられているわけです。つまり、企業継続ということを考えると、次にどれだけ配当するというようなことは取締役会権限でこそあって、株主が関与するべきものではないという判断があったということです。我々は、アメリカの株主民主主義だというようなステレオタイプ的なイメージがあったのですが、そういうものではないと。

ただ、配当しなかったら首を切られるということは、株主構成とか委任状機構の仕組みからもそれは正しいと思いますが、かといって総会でそんな配当増額の請求ができるかというと、それはできないというような、ちょっと微妙なことなんですね。だから、ステレオタイプイメージは大きくは間違っていないけれども、厳密に法的に考えればそんなことはできないということようなことありました。

それで、デラウェア州のユノカル判決、これは皆さんよくご存じのことですが、取締役会はもともと業務執行権のほとんどを握っているというときに、そして社会的責任のこと

までできるということになると、莫大な権限を与えられることになりますので、それは経営者の利益相反じゃないかといったことが当然議論されたわけです。ユノカル判決というのは、敵対的企業買収に対して業務執行権の行使として経営判断ができるということを判示しました。この場合の経営判断というのは、経営判断原則の適用はちょっと留保します、ただそういう判断はできますというようなことを判示して、その場合、株主の承認なしに防衛策をとることができますと認められたわけです。

ただ、そのときに、いわゆる経営判断原則というのは、会社の経営者としてこれがいいと思ったら、「それ行け」という感じでいいという判断ができる、それで後からとやかく責任を問われないという原則であると思いますが、ユノカル判決は、そういう経営判断原則の適用はありません。経営判断の原則という法理の適用がないので、あなたがやろうとしている防衛策が公開買付によって生じる脅威に対して合理的に對応であるということを自分で挙証しなさい、挙証できたら防衛して結構ですよというような判断をしました。したがって、利益相反的な判断ですし、勝手気ままなことは許さない、しかし脅威が存在しており、それに合理的に對応する防衛策ということが証明できれば、そういう判断をしてよろしいという意味の判決をしたというふうに一般に解釈されていますし、僕もそういう解釈かなと思います。

そういう意味では、取締役会が支配権の所在を決定できるのかなというように思いますから、先ほどの東京高裁のニッポン放送事件の立場とは、判断の主体が全く違うということになっています。

それで、ユノカル判決だけが、デラウェアは会社法の規制緩和競争（race for the bottom）の一番下の基準の低い州だから特別なのかと思えば、そうではなくて、アメリカ法律協会の有名な「コーポレートガバナンスの原則－分析と勧告」6.02条も、ユノカル基準に沿った法理を明らかにしています。すなわち、取締役は、会社の政策及び効率性に対する危険性が存在することの合理的根拠を挙証し、企業防衛策がその脅威に対して合理的な関係を有することを挙証しなくてはならないが、不招請公開買付に対して、これに對抗することとなることが予見される行為をとることができます。

ここもちょっと変ですよね。「予見される行為をとることができる」と、ちょっと微妙な表現になっています。つまり、これまで、例えば企業防衛のために第三者割当増資を行うような場合に、経営者の支配権維持が動機であるかどうかがアメリカでも議論されてきましたが、そのような取締役の動機を問題としていたのでは、取締役が適切な株主の利益

を見据えている場合であるかどうかの判断には役立たないし、社外取締役が判断する際の基準にならない、との立場がとられました（ALI・1408頁）。

それで、6.02条によると、裁判所は、防衛するに値する脅威であるか、その取締役の行為が公開買付に対抗することが予見される効果を有するかどうか、および株主が公開買付に応じる機会を排除するかどうかを審査することになり、裁判所は、経営者がそういう合理的対応、措置をとることができるというようなスタンスに立っているということです。

我が国においても、ブルドッグソース事件は、経営者がまさに公開買付に対抗することの効果を予見される行為を行ったわけでありまして、その行為が公開買付に対する合理的対応であったという事例であったと思いますが、これが株主総会の特別決議で行われたことが米国との大きな違いではないかと思います。

直感的に、どうもブルドックソース事件は何かが変だと思っていまして、それは何が変なのかということです。

### ③ アメリカの取締役の役割が競売人に変化する事例

これは後日、船津先生が研究発表していただくことに関連するわけですけれども、つまり、会社経営者として継続性のことを考えるから企業防衛なども考えることができるというのであります。もはや会社は破綻するので助けてほしいといったシチュエーションになれば、だれかの軍門に下るわけです。そういう場合には、株主の最大の利益となるような買い手に売るように、そういう競売人になるのがおまえの仕事だ、どういう経営をやつてくれべきかというようなことはごちゃごちゃ言うなというような判決が出てきました。それが、レブロンとかパラマウントの判決です。

こういう場合は、経営者は、まさに株主に一番高く買う人を紹介して売るようになさる、という役割だというわけで、株主の判断が優先するというのです。株主の判断が優先するといつても、よくよく見ると、その株主の判断というのは、企業買収の買付価格の競争の中で自分がいいと思うところに売るというだけの判断であって、株主総会でどうこうするんだというようなことをしようとしているわけではないように思うわけです。

そうすると、日本の株主総会権限というのは、ブルドッグソース事件で明らかになったように、あんな人が来るからみんなでこうしましよう、そうだそうだというふうに総会で決めたという形なんですね。だから、それはアメリカとは非常に違うし、日本がおかしいのか、向こうがおかしいのかわかりませんが、非常に奇異な感じがします。

## 5. 支配権の取引としての第三者割当増資（A L I の整理）

そうだとしまして、じゃあ、アメリカで第三者割当増資がとことん徹底的に好きなだけできるかというと、実はそうではありません。これは、以前に洲崎先生が論文を書かれたときにも指摘しておられたのですが、A L I の第三者割当増資に関するところがどうなっているのかというようなことをちょっと調べてみました。そうすると、支配権の取引としての第三者割当増資という概念があるのです。

支配権の取引とは、A L I の1.38条の定義によりますと、(1)企業結合で、①吸収合併、②新設合併、③他会社の支配権の取引に該当する主要事業の譲渡を構成する事業の譲り受けを行うための議決権持分証券の発行、または④他会社の議決権持分証券の少なくとも過半数との交換のための議決権持分証券の発行による企業結合、及び(2)単独で又は他の取引との一体として会社の支配権（1.08条）の変動を生じさせる（(1)以外の）証券の発行またはその他の取引等と定義しています。

「支配権」という定義は、契約等により支配的影響力を行使する権限をいうとされ、原則として、25%以上の持分利益あるいは議決権行使権限を有する者が事業組織を支配していると推定されるというふうになっています。

それで、A L I の6.01条（a）項は、会社に提案される「支配権の取引」について、取締役と議決権持分権者、つまり株主の役割を明らかにしています。つまり、株主は全くほっておかれるのではなくて、支配権の取引のときには、承認、拒絶等ができる。つまり、取締役会が第一義的にそういう支配権取引の提案を承認、拒絶、また検討しないこともできるのですが、会社が当事者となる支配権の取引は、株主の承認を求めなければならないということを6.01条の（b）項で定めているわけです。

ところで、企業買収に係る取締役の役割については、A L I 6.02条も、ユノカル基準に沿った法理を明らかにして、経営者が対抗策をとり得ることにしていたのですが、その行為が公開買付けに対抗することが予見される効果を有するかどうかというレベルの議論がありました。しかし、ここで言うところの「支配権の取引」という概念による規制となりますと、その場合には（b）項で株主の承認を要することとなりまして、かねて洲崎先生がご指摘になったようなことがここでも明らかにされているということです。

その根拠としては、A L I の立場でいくと、25%発行したら、持分比率は20%になりますから、それが我々の会社法でも、20%基準で株主総会権限が必要かどうかという

ことを決めていますので、そこら辺とのつり合いという形で、会社が当事者となる取引で直接25%以上発行するということは株主総会の承認が要るという、デラウェアは低い低い基準だと言われていますけれども、そのデラウェアのアプローチと一致してくるというふうに言われています。

## 6. 第三者割当に関する問題点

### （1）神戸大学企業立法研究会の提言

そういうのがアメリカの考え方だとすれば、じゃあ我が国ではどうなるのかということにいよいよなっていくわけですが、神戸大学企業立法研究会は、『商事法務』の今年6月5日号で、第三者割当に関する裁判例を概観して、「第三者割当ての事案においては、小規模会社における主流派と反主流派との間の支配権争いの事案も含まれており、裁判所は、資金調達目的をきわめて詳細に審査しているように思われる。他派を追い出すための新株発行は、保身目的に他ならず、不公正発行と断じられよう。資金調達目的が不明確な事案では、取締役の保身目的と解し、取締役会の判断で決めるなどを認めないという立場が維持されてきているといえる。従来は、資金調達目的の否定に裁判所は消極的であったが、近時の事例では、これを否定することも珍しくないといえる。逆に資金調達目的がはつきりと確認できれば、裁判所は取締役会の裁量を広く認めている」と言っているわけです。

このような判例の傾向に対しまして、「企業買収の局面では、……資金調達目的があるかどうかよりも、正当な意図を重視すべきともいえる。企業価値の維持目的は正当な意図であり、取締役会が判断することが適切であるという立論も可能である。……たしかに、経営陣の保身的行動を抑止しなければならないが、この利益相反的要素を排除できるのであれば、取締役会の判断の下での企業防衛を認めることは合理的であろう」と提言されています（神戸大学企業立法研究会「信頼モデルによる株主主権パラダイムの再検討Ⅱ」商事法務1867号31、37頁）。

この提言によれば、企業買収の局面において、経営者は、資金調達目的よりも、正当な意図として企業価値の維持目的のために第三者割当をなし得るということをおっしゃっているのかと解釈されます。しかしながら、最近公表された資料等によりますと、金融庁や東京証券取引所は、第三者割当に対して非常に厳しい態度をとっておられるようです。

### （2）金融審議会金融分科会報告の提言

金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告

～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」（平成21年6月17日）は、市場における資金調達等をめぐる問題として、次のような認識を示しています。すなわち、「我が国上場会社等のコーポレート・ガバナンスについて内外の投資者等から強い懸念が表明されている要因には」と、意識の底には懸念が非常に強いようありますと、「……要因には、さまざまなものがあると認められるが、その重要な一つとして、上場会社等が市場において行う資金調達等をめぐって、少数株主等の利益を著しく損なうような事例などが後を絶たないことが挙げられる。上場会社等の資本政策をめぐるガバナンスの強化は喫緊の課題となっている」と言っています（2頁）。

第三者割当増資については、次のような問題点を指摘しています。すなわち、「近年、資本市場においては、既存株主の株式の大幅な支配比率の希釈化や支配権の移動を伴うような大規模な第三者割当増資が行われる例や、割当先が不透明な第三者割当増資が行われる例が頻繁に見られる。我が国の会社法では、……支配比率の希釈化等の程度に関わらず、株主の直接の関与なく取締役会の決議のみによって行うことが可能となっている。しかしながら、上場会社等について、企業の判断で株主の権利が大きく希釈化されることや、支配権の所在が経営陣自身によって恣意的に選択されることについては、コーポレート・ガバナンスの観点から看過できない重大な問題を孕んでいる。この点に関連しては、我が国資本市場の担い手として、個人又は個人を最終受益者とする機関投資家の比重を増大させていくとの観点から、増資について、公募増資の原則を確立すべきであるとの指摘もある」と言っています（3頁）。

そして、第三者割当増資については、「例えば、資金使途の詳細、割当予定先との資本関係、事業上の契約や取り決め、割当予定先による増資予定会社株式の保有状況や保有方針の詳細など、当該増資をめぐる当該上場会社等、割当予定先や両者の関係に係る具体的な情報の開示を求めることが適当である」などとしています（4頁）。

さらに、「大幅な支配比率の希釈化や支配権の移動を伴うような第三者割当増資等については、取引所において、十分な透明性を確保するとともに、資金調達を第三者割当て行う必要性について、経営陣から独立した者からの意見聴取や株主総会決議などによる株主意思の確認など、希釈化の程度等に応じて適正手続を確保するための措置が講じるべきであり、また、法定開示においても、これらの情報の開示を求めることが適当である。

また、「株主の権利を不当に制限するおそれがある、特に問題のある事案については、取引所において厳正な審査を行うべきである」としています（4頁）。

私の変わった見方かもしれません、この報告書は、第三者割当増資のいかなる点が問題であるかを明示しないで、「コーポレート・ガバナンスの観点から看過できない重大な問題を孕んでいる」としか論じていない。また、「大きな支配比率の希釈化や支配権の移動」という概念の説明もしていない。つまり、問題点が何かを突き止めることなく、またその対応として「経営陣から独立した者からの意見聴取」というけれども、それが株主意思の確認に取ってかわるのか、機関権限の位置づけが明らかにされているとは言えません。しかし、結論としては、公募増資こそが原則であり、第三者割当増資をするのなら相手先のことまで詳しく説明せよと言うのです。また、支配比率の希釈化や支配権の移動については、取引所がその厳正な審査を行うべきであるというが、ここでも、何が「株主の権利を不当に制限するおそれがある」と行為であるのかが説明されていません。

いずれにせよこの報告書は、第三者割当増資に対して、これを否定的にとらえて規制を及ぼそうとしているようですが、そのようなスタンスはどこから來るのか不明です。ヨーロッパのように株主に引受権を与えよというのならまだしも、公募増資を原則にせよというのは、株主保護の観点からはむしろ問題ではないかと思われます。また、支配比率や支配権の移動とはどのような場合をいうのかを突き詰めずに規制することは、経営者が正当な意図で第三者割当を行うことすらできなくさせるおそれがあるのではないかと思います。

### （3）東京証券取引所の第三者割当に関する提言

#### ① 第三者割当の問題点

東京証券取引所の規制を議論の対象としているわけではありませんので、東京証券取引所も何か対応されているという動きのところでとどめたいと思いますが、東京証券取引所上場制度整備懇談会「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」が2009年4月23日に公表されています。

「海外に目を転じると、イギリスでは、会社法において、優先的新株引受権（pre-emption right）が株主に保証されている。この優先的新株引受権は、定款または株主総会特別決議により排除することが可能であるが、上場会社、投資者、証券会社等により策定された優先的新株引受権の除外に関するルールにより、上場会社は、会社法で許容されている優先的新株引受権の排除をするにあたり、制限的な運用を行っている。アメリカでは、取引所規則において、一定割合以上の第三者割当には、株主総会の承認を必要とすることが定められている。このような海外事情もあり、日本の現状については、特に海外投資家を中心に強い批判が寄せられている。……このほか、投資者からは、割当先に関する

情報が十分に開示されていない第三者割当への批判も強い」（4～5頁）ことから、次のような提言を行いました。

第三者割当に関する提言として、(1) 既存株主の利益への配慮、(2) 株主の権利の不当な制限の排除、(3) 株主権の希釈化・大株主の選択への対応、(4) 不適切な割当先の排除、(5) 割当先との取引の健全性の確保、(6) 有利発行規制遵守の担保、(7) 資金手当の確認、を提言しました（1～2頁）。

## ② 基本的なスタンス

制度整備の方向性として、(a) 希釈化・経営陣による株主選択への対応と (b) 割当先に関する問題への対応とに分けて考察されていますが、ここでは、前者の希釈化・経営陣による株主選択への対応についてだけ取り上げさせていただきたいと思います。

まず、基本的な考え方として、「第三者割当の方法による場合には、多かれ少なかれ必ず株主権の希釈化が生じることなどから、株主・投資者の利益保護及び市場の信頼性維持という観点からは、上場会社の資金調達方法として必ずしも望ましいものとはいえない側面がある。…………そこで、東証は、……上場会社が第三者割当を行う際には、その必要性と相当性について十分な説明が投資者に対して行われるよう、制度的対応を行うことが適当である」としています（6頁）。

そして、抑止の必要性が高い第三者割当として、上場廃止措置（上場規程601条1項17号）をとることで事実上禁止する類型も検討されています。具体的には、会社法37条3項、113条3項による発行株式に関する4倍規制がありますが、株式併合を行うことなどにより、発行可能株式総数が発行済株式総数の4倍を超えていたり、300%を超える希釈化を伴う第三者割当を行うことがこれに該当するという（7頁）。この考え方に対しては、私もさすがに異議を差し挟むつもりはありませんが、問題は、「何らかの手続きを求めることが適当な第三者割当」という概念です。

## ③ 何らかの手続きを求めることが適当な第三者割当

上場廃止までしてしまうというような激しいものではないけれども、基本的方向性として、「取引所として抑止するほどではない第三者割当であっても、会社経営の権限の根源である株主権の安易な希釈化や株主の選択は、株主・投資者の保護及び市場の信頼性の維持という流通市場の観点からは望ましいものではなく、一定割合以上の希釈化を伴う場合や、大株主の移動により支配権に影響を及ぼす場合には、株主の納得を得るためにより高度な説明責任を求める、すなわち株主の納得性を増すための手続きを経ることが必要

である」（8頁）といいます。

具体的には、希釈化の観点からは、総議決権総数の25%以上に当たる第三者割当（割当後における議決権割合が20%以上となる）を規制の対象とし、また支配権の移動という観点からは、第三者割当の結果、割当先が総議決権数の2分の1を超える場合を規制の対象とするといわれます。

そして、規制の方法として「株主の納得性を増すための手続」を提言されています。原則的には、会社法が取締役会に第三者割当の決定権限を与えており、これを尊重しつつ、「客観的な立場から見て、第三者割当による資金調達が会社にとって必要かつ相当であると株主が納得できるような手続きを踏む」こととし、「例えば、会社の説明の正当性を担保できる程度に経営陣から一定程度独立した特別委員会や社外取締役等に第三者割当の必要性と相当性についての意見を求めるといった手続きが考えられる。その他には、買収防衛策の発動の場合と同様、直接的に株主の意思を問う方法」も考えられるといいます。

これらの手続きをとらなかつた会社に対する上場規則の実効性確保手段としては、処罰的措置としての公表措置（上場規程508条2項、4項）や上場契約違約金（上場規程509条）に加えて、「上場会社のクオリティの改善を促すための措置としての改善報告書や特設注意市場銘柄等を利用するが、株主・投資者保護及び市場の信頼性維持の観点から望ましい」と結論づけています。

その後、何か具体的に定められたようですが、そのことについてはコメントしないという方針でいきたいと思いますので、省略させていただきます。

#### ④ NYSEの規制との比較

前述の取引所の政策とニューヨーク証券取引所の規則との比較をちょっとしてみたいと思います。

ニューヨーク証券取引所は、株式報酬や関連当事者等への発行の場合の他に、つまり、ストックオプションを与えるためにという感じだと思うのですが、発行済普通株に係る議決権の20%超に当たる場合、又は発行済普通株の総数の20%超に当たる普通株を発行する場合（但し、i）金銭対価の公募又はii）簿価及び市場価格以上の金銭を対価とする真正な私募は除く）、および支配株主が変わる場合に株主総会の承認が必要だとしています（Listed Company Manual 312.03）（東証・前掲報告書18頁）。

ただし、株主総会の承認を得ることで資金調達に遅れが出ると財務状態が著しく悪化する場合は、例外とされています（同頁）。

N Y S E の規則は、 A L I の支配権ないし支配権の取引という定義と一致したものと言えると思いますが、支配権の取引については、株主総会の承認が必要であるとするのが海外投資家の常識であろうと思います。しかるに、報告書は、「株主の納得性を増すための手続」を提言しています。そもそも「納得性」という日本人のエモーショナルな概念で説明しても、規制内容について海外の投資家から理解されることは難しいのではないかと思われます。さらに言えば、支配権の取引に該当しない一般的な第三者割当増資にまで取締役会の業務執行権に干渉することがあってはならないのではないかと思います。

要するに、アメリカで株主権、株主権と言っているけれども、やはり取締役会の企業を継続する権限というものがすごくある。ただ、すごくあるけれども、一定の支配権取引については、日本の会社もそうですけれども、株主総会の承認が必要であることは確かです。しかし、株主が経営者になり変わって原案を考えるといったことは考えていない。それから、最終的に、若干批判的なことになって申しわけないのですが、ニューヨーク証券取引所だって、金銭対価の公募とか、ちゃんとした発行対価の私募は除くとなっています。だから、それを全部納得性の論理でみんな規制をかけていくというのは、いかにも行き過ぎではないかと思ったりするということです。

ですから、株主権と取締役会の業務執行権、結局はゴーンイング・コンサーンとしての経営者の権限というものをもっと尊重すべきではないかということが言いたかったわけですが、余りにも大ざっぱな議論になるのでどうしようかと思っていたところ、たまたま神戸大学の提言もあり、取引所や金融庁の動きもあったので、そのところにだんだん焦点を絞っていかせていただいて、本来それを目的にしたわけではないのですが、結果的には、第三者割当増資のありようについて比較法的考察ということをさせていただいて、グローバルにわかつていただけるというのであるならば、もっと抜本的な会社法改正か何かで、支配権の変動取引という形では 25% ルールといったものを導入するのが筋ではないかというようなことを感じたので、小さな結論ではありますが、本当はもっと大きなことを言いたかったのですが、以上、一応報告とさせていただきます。雑駁な報告で申しわけありませんが、皆様のご意見を賜りたいと思います。

~~~~~

【討論】

○森本 森田先生。ご報告どうもありがとうございました。森田先生が最後におっしゃいましたように、最初は大きな話をしていただき、最後の方で、金融審議会や東京証券取引所の第三者割当に関する具体的な提言など各論的な議論もしていただきました。どちらかというと後者の具体的問題について議論をしていただいた方が建設的かとも思いますが、学者の研究会ですから、自由にご発言いただきたいと思います。

証券取引所のルール

○森本 最初に司会から指名することはいかがかとは思いますが、黒沼さんは、東証の報告書作成にかかわっておられたのですね。

○黒沼 そうです。

○森本 口火を切るというか、何か一言おっしゃっていただけますか。

○黒沼 2点ほど申し上げておきます。

森田先生が言わされた、株主の納得が得られる手続をとってくださいという点は、考え方としては、本来は株主総会の承認が望ましいが、株主総会を開いていると時間も費用もかかりますから、そこまでいかなくても、株主が納得できるような手続をとってくださいという意味で、株主総会の承認でなくてもいい、もっと広い手続を許容するという意味で広げるためにつけられた言葉でして、「納得性」に特別の意味があるわけではないということです。

もう一点、森田先生は支配権の取引に該当しないものについては干渉するこあつてはならないというふうにおっしゃったのですが、東証のルールでも、希釈化25%以上または支配権の移動がある場合についてこういった手続をとることを求めているわけとして、その基準はニューヨーク証券取引所のものと変わりがないと思います。

○森田 東証の場合は、金融庁の場合は大分理論的に詰めていますよね、確かに。

○黒沼 金融庁のスタディグループのほうは、私は出ていなかつたので詳細な議論は承知していないのですが、東証の議論と時期が重なつていて、スタディグループのほうでは比較的抽象的にこれを論じていて、東証の懇談会では具体的な制度設計について議論していたということだと思います。

○森田 そう思います。

○黒沼 もう一つだけ背景を申し上げますと、今回のスタディグループの議論や東証の

懇談会の議論は、いわゆる支配権の争奪の局面における防衛策としての第三者割当増資に焦点を当てて検討を加えたものではありませんで、むしろ最近よく言われているいかがわしい第三者割当増資といいますか、割当先がよくわからない、あるいは第三者割当増資を発表したけれども、結局払い込みがなくて増資が行われなかつたというような不透明な第三者割当増資に焦点を当てて検討したものです。

ですから、経済環境の変化などによって背景が異なっているのです。議論自体はそれによって左右されることはいけないものですので、区別するべきではないとは思いますけれども、そういう背景が違っていることに注意が必要です。

○森田 僕も、金融庁のほうの話でもちょっと行き過ぎるのではないかと思っていました。東証の議論としては、第三者割当の結果、相手先が2分の1を超える場合の規制も入っているのですか。

○黒沼 そうですね。支配権の移動がある場合ですね。

○森田 入るのですね。

○黒沼 はい。つまり、30%を持っている人に20%を割り当てて、それで50%になる場合も入っていたと思います。

○森田 ということは、10%とか5%というのは全く自由でいいわけですね、今までどおり。そういうことですね、東証のこの考え方。

○黒沼 はい。

不透明な第三者割当増資

○森田 それから、第三者割当増資は、何か不透明な企業がやっているんじゃないか、そういう怪しいのがあるとおっしゃったけれども、そういうのは規制できるのですか。

○黒沼 それは皆さんにご意見を伺いたいのですけれども、現行の会社法や金融商品取引法上は、それを排除できないのですね。だからこそ東証は、一般株主の保護のためにそれをできるだけ排除したい。しかし、他方で資金調達が成功せずに会社が倒産してしまっては、これも投資者の保護にならないので、これは非常に難しい問題だというふうには思います。

○岸田 今、黒沼さんがおっしゃったのは、いわゆるいかがわしい企業で、昨年来新聞等でずっと問題になっていたことですが、そうではなくて、日本航空が、2006年の株主総会の翌々日に増資を発表したことがありましたね。株主総会で株主の皆さんのが聞

いたときには、何も言わなくて、翌々日に急に取締役会を開いてやった。これこそモラルに反しているのではないかと思われます。法律には違反していないかもしれないけれども、株主総会の翌々日に突然決まるわけはないので、こういうのはやはり一つ問題だと思うんですけどね。

○森田 それは、どちらかというとディスクロージャーの問題ですね。

○岸田 株主総会が忙しくて決められない場合があるとおっしゃいましたけれども、今のような問題は、株主総会の翌々日に増資を決めたわけですから、前から決まっていたはずですね。株主には言いたくなかったからということは明らかなので、やはりこれはモラルの問題ではないかと思います。これからもそういうことが行われると、やはり困るのではないかと思われます。

○森田 岸田先生のおっしゃるのは、株主総会で決めろとまでは言っていなくて、ディスクロージャーしておくべきだということですね。

○岸田 そうですね。ただ、株主から質問が出てどうするんだといったときに、何も言わないで翌々日に突然やったわけだから、これはやっぱりおかしいんじゃないですか。

○河本 取締役会決議が要るわけでしょう。それに、その社外取締役は出ていなかったのですか。

○森田 だから、取締役会には出たわけですね。しかし、出席するまで知らなかつたようです。

○河本 そんな問題は、手続上で何とかなりますよ。

○岸田 調べてもらえばわかると思いますが、多分そういうことがあったと思うので、やっぱり言いたくなかったんだろうと思いますけどね。

第三者割当増資の問題点

○森本 今までの議論で明らかになったように、東証の提言が具体的で法律家の議論になじみやすいもののように思われます。そこで、東証の提言を基礎にこれから議論を進めていくことがよいのでしょう。

「提言の概要」（1～2頁）の中に「第三者割当に関する提言」があります。この提言については、3つに分けて議論するのがいいと思います。

一つは、3倍を超える、それこそ違法と言ってもいいようなもの、あるいは反社会的勢力に対して割り当てる、それも資金的手段でないという本来あってはならないこと

との関連における対応策です。これは主として新興市場に関する問題のように思われますが、新興企業のお行儀の悪さに対して、どういうふうに法的に、さらには取引所が対応するかという、これはあるべきでないものは正策についての提言です。

第二は、支配権取引に関する現在の法制度、あるいは取引所の自主ルールが合理的かどうかという問題です。それから最後に、黒沼さんはそれほど考えていないとおっしゃいましたが、上場会社においては、基本的には公募増資が行われるべきなのか、あるいは公募増資と第三者割当増資はイーブンのものとしてとらえることでよいのかということです。

こういう3つの問題があるように思います。これまでの議論を聞いていると、3つに区別して少し整理したほうがいいかなと思ったのです。あるいは、支配権取引等との関連で買収防衛策の問題が出てくるのかもわかりませんが、当面、買収防衛策は取り上げないとすると、この三点について、それぞれご意見を伺えればありがたいと思います。

森田さんは、第三者割当も公募もイーブンだと、ディスクロージャーの問題はともかく、イーブンだというご意見ですね。

○森田 そうですね。

○龍田 だれでも応募できるかどうかという点で根本的に違うでしょう。第三者割当と公募とはとてもイーブンなものとして議論するわけにはいかないでしょう。

○森田 でも、緊急性とか私募とかいう制度もありますから、それは仕方がないのと違いますか。

○龍田 私募などは、おのずから決まってくるであろう節度を守って行われるものだという前提で制度ができているのに、そういうものは無視してやる例が随分たくさん出てきたため、これは何とかしなければというので出された提言でしょう。私はこういう提言に大いに賛成です。

第三者委員会の判断

○森田 私はよくわかりませんけれども、例の買収防衛策のときも、第三者委員会みたいな委員会で判断してもらったら、何か正当性がつくような感じ……

○河本 その第三者委員会というのを私も二、三やったことがあるのですが、まあ、いろんなものがありますね。（笑）もう一遍やらせたら全然答えが違うとかね。

それと、こういう資金調達のような場合に、一体それが本当に資金調達の目的だけな

のか、それとも何らかの支配権の移動を含んでいるものか。本当に金が要るかどうか、これぐらいは第三者委員会でも判断できます。会社の現在の資金調達力を調べてみれば、それはわかるけれども、金を出す以上は口も出すという人がほとんどですよ。その場合に、その口を出すというのが本当に会社のためになるのかどうか。これは第三者委員会でも本当はわからん。それが一番わかっているのは経営者ですよ。だから、第三者委員会にあんまり重きを置くのは、私は賛成できませんね。

ついでに、株主はどうかというと、これはますますもって判断できない。

○前田 ある程度大規模な第三者割当、あるいは敵対的買収に対する防衛のような場面では、どうしても経営者の利益相反問題が、少なくとも潜在的には存在します。そのような場面で、だれに意思決定をさせるのが最も適切かという問題だと思うのです。今河本先生がおっしゃいましたように、第三者委員会といったって、その第三者は、会社に対して契約上の善管注意義務は負うにしても、判断を誤って会社に損害を与えたときに代表訴訟で責任を追及されるわけではなく、どこまで責任を持った判断ができるのかという問題がある。そうすると、やむを得ず株主に決定させるのが、まだましなのではないでしょうか。

私も、森田先生がおっしゃったように、株主総会が万能で株主に決定させることで万事うまくいくとは決して思いませんけれども、会社が何か決定しないといけないときに、適切な決定主体がなければ、やっぱり一番ましな者に決定させざるを得ない。そしてこの場面ではそれは株主総会だと思うのです。

○龍田 何でも株主に判断させる方がよいとは、私も考えていません。しかし、情報量や能力の点から、株主よりも現経営者に判断させる方がよいといえる問題と、それはいえない問題とがあると思います。何でもそうだというところへ行きそうな議論はきわめて危険です。

支配権の変動

○森田 いや、支配権の取引は総会でやつたらいいと私も言っているのですよ。

○龍田 取締役を選ぶのは株主である、この前提が崩れるようなところまで行くと取り戻しがつかない。後戻りのできないようなことは、取締役限りでやらないでくれ。これが制度の根本だろうと思いますね。

○森田 ちょっと誤解されているみたいですが、僕は経営者万能主義ではありません。

しかし、経営者は経営を担っているから、企業の継続を考える義務もあるし責任もあると考えています。ただ、今言っているように、だからといって50%増資をするとか、支配権をひっくり返すとか、それはやっぱりおかしいので、それは従来の規制で、商法規制はありませんけれども、ALIなんかで言っているように、やはり25%を超えるというのは、日本でも20%で基準をつくっていますように、そういう支配権変動の場合には、総会の承認が要るというふうに私もすべきだとは思っています。ただ、だからといって、第三者割当増資全般をさわるような規制はよろしくないと私は考えているのですけど。

○龍田 現在の提言は第三者割当増資全般をさわれと言っていますか。

○森田 金融庁のはよくわかりませんが、黒沼先生からご指摘があったように、東京証券取引所のほうは、25%でとめてますというふうにおっしゃってますね。

それと、細かく言えば、ニューヨーク証券取引所のほうは、私募の公正な対価でやるやつを除くとかと書いてあるから、その25%の計算の仕方のところでも若干差があるのかどうか、具体的にはどうなのかよくわかりませんけれども、そういう微妙な差はあると思います。

○森本 ほかにいかがですか。

○洲崎 東証の提言については、私も昔からこのようなルールが望ましいのではないかということを言ってきましたから、大賛成です。

ただ、アメリカと我が国とで違っているように思われるるのは、アメリカの場合、いわゆる平時に関しては、ニューヨーク証券取引所のルールのような、従来の日本よりもずっと厳しいルールがあったわけですけれども、支配権争奪時には、むしろ取締役は一定の対抗措置をできるという考え方方が有力だと思います。支配権争奪時は、取締役の利益相反が前面に出るようなケースですから、むしろそういうときこそ中立でなければならぬのではないかとも思われます。実際そのようなルールもヨーロッパなどではあるわけですけれども、アメリカではそうではなくて、支配権争奪時には、むしろ対抗措置ができる場合があると考えられている。

ただ、この点についてはやはり日本とアメリカの敵対的買収のえげつなさの度合いがかなり違うということを考える必要があるように思います。俗に二段階合併と言われますが、今ならこの値段で買ってやるが、今売らなければ、合併するときにずっと安い値段でしか買わないぞ、といった形で恫喝するような敵対的買収がアメリカでは普通に行

われる。それに対抗するためにというか、株主の利益を保護するためには、そのような敵対的買収にストップをかけるような対抗措置を取締役に認めるべきであるというのは、それなりに合理的なのだろうと思います。攻撃側がものすごい武器を持っているだけに、防御側にもそれなりの武器を与えるべきだということなのだろうと思います。

それともう一つ、先ほど出てきた第三者委員会ないし独立委員会に対して裁判所や学者がどの程度信頼をおいているかということですが、我が国の場合、やはりそこの信頼がかなり低いという点が大きく違うのかなという気がします。

○森田 ということは、洲崎さんは、敵対的買収のときはどんどんやってもいいということになるのですか。

○洲崎 いや、そんなことはないです。日本ではそのような状況にはないので、そこまでの武器を取締役に与える必要はないと考えています。

○森田 上場会社といえば、今まで上品なところばかりだったのが、やはり規制緩和によって、今議論されているようなとんでもないことをするような上場会社が出てきたり、洲崎さんが日本にはないとおっしゃったようなものが日本でも起こりつつあると考えれば、どうしますか。

○洲崎 それは、おかしな第三者割当をするような会社が出てきているということですね。それに対しては、まさにこの東証が提言しているようなルールで対応しようということなので……

○森田 第三者委員会でもいいと。

○洲崎 いや、それはちょっとわかりません。（笑）それはまた問題としては別だと思います。

株主による是正措置の可能性

○行澤 ちょっと原理的な話で申しわけないんですが、先ほど前田先生は、利益相反がどうしても絡むので、やはり適切な決定者がいないときは、セカンドベストとして株主の承認にからしめたほうがいいというご議論でしたが、基本的に、現在の会社法の立場でも、例えば第三者割当に非常に怪しい点がある、問題があると考えた場合には、差し止め請求権の行使を前提として、株主として少数株主権行使するなり、幾つかの機動的なカウンター手段がとれると思うんですね。

もちろん、上場会社に対する規制として東証のように情報を出させるということ自体、

私も反対ではないのです。ただ、根本的に利益相反がかかるから株主総会、株主がましだということになると、一般論としてそれを拡張すると、なぜ会社法が差し止め請求という制度的なガードをとりつつ、機動的な資金調達を片方で調和させようとしているのか。

河本先生がおっしゃったように、非常に巧妙に仕組まれた利益相反が株主総会で判断できるかどうか。結局、株主総会を開かせても、いろんな情報収集なり調査をしたり、株主側が積極的な手段をとらないと、開いたからといって、じゃあ、そういう利益相反をやろうとしている取締役がみずからに不利な情報を出すわけはないわけで、そう考えると、株主総会でチェックにからしめることで利益相反を事前に抑止するという発想には、一般論ですけれども、個別具体的に上場会社の規制ということではないのですが、ちょっと疑問点もあるので、その点いかがでしょうか。

○前田 今問題になっているのは、先ほどからご指摘がありますように、通常の資金調達目的の第三者割当でなく、大量に第三者割当をする、あるいはいかがわしい第三者割当をするという特殊なケースですよね。ほかに差し止め等の手段があるではないかというご指摘はごもっともですが、一旦決定されたことを別の手段で覆すのは、規制のコストもかかりますし、救済として十分かという問題もあります。ごく特別な場合ですので、意思決定段階で、かなり重い手続にはなりますが、株主総会決議によって決定させることには合理性があると、私は考えているのですけれども。

○行澤 それは例えばどの程度の情報を出させる、強制的に開示させるということになるのでしょうか。例えばだれに第三者割当をするということ以上に、どういうことまでを開示しないといけないというふうに考えるべきでしょうか。一般的に怪しいことが予想されるような場合ですが。

○前田 東証のルールでは、機械的に数量で切ってしまっているのではなかったですか。

○行澤 だから、この情報を開示させて、果たして怪しいかどうか、本当にどうなのかというものが判断できるんでしょうか。

○川口 資金の出どころとか、そういうものですね。

○行澤 でも、それも、きちんと本当に追跡調査しないと、これはどこから出たかわからないとか、だれが出てくるかわからないというところまでは調べられないんじゃないですか、法定のそういう開示ルールでは。しかも、そういう非常に特殊なルールを前提として、例えば50%の大量の支配権取引であっても、それがやはり正当な企業判断で

ある場合もあるのではないかでしょうか。50%を発行する支配権の移動があるから、基本的に極めて疑わしいというふうに考えるべきなのかという点も含めて、そうすると、かなり重過ぎる規制をかけるというのが本当に適切なのでしょうか。

○河本 実例としては、例えば反社会的勢力であったというようなこともあるのですか。

○森田 何かそういうのがあったらしいですね。

○河本 しかし、それを開示さそうと思ったら、相手の会社の経営者が今まで何をしていたのかというようなことを全部開示させなければならなくなって、また別の問題が起こってきますね。

○森本 いわゆるグレーの話と一般的な支配権取引についてどのような法的スキームないしは開示スキームがいいかという問題は区別して議論しないと、議論がこんがらがるようになります。そう考えて、強引すぎるのかもしれません、最初に3つに分けさせていただいたわけです。行澤さんのおっしゃるのは、一般的なものですね、グレーな話ではなくて。

○行澤 はい、そうです。

株主総会決議

○森本 そういうものは基本的に取締役が株主総会に提案するわけですね、そして、株主総会がそれをオーネライズすることとなります。株主総会においては、株主の説明請求権というか質問権が認められています。事前開示だけでは不十分であると思う株主は、質問し、意見を述べることができます。株主は、いかがわしいと思えば幾らでも質問することができます。これは単なる情報開示ではありません。このように、株主総会の決議事項とすることの意味は、受動的な情報開示から積極的に問い合わせを可能にすることにあるということもできます。これは理念的なものにすぎないのかもしれません、そのような審議を経て、多くの株主が取締役提出原案を支持すれば、その提案について合理性が推認されるということになるのではないかでしょうか。

この関連で、黒沼さんに質問させていただいてよろしいですか。株主の意思の確認ということで株主総会にかけるという場合に、黒沼さん個人の意見で結構なのですが、先ほどの簡易合併とか何かの20%基準との関連では、特別決議事項を念頭に置いておられる理解してよろしいですか。

○黒沼 いえ、違います。25%の発行、希釈化25%以上というのは、その結果2

0%の株主が出現するという基準なのですね。これは、上場会社がとっている事前警告型の買収防衛策の発動基準が議決権の20%というのが多いですから、議決権の20%を取得する者は会社経営に対する影響力が大きいと考えていることをいわば逆手にとって、買収防衛策は株主総会の承認を得て発動されることが多いものですから、それだったら、取締役が賛成しているようなものであっても、それを基準に株主の意思を確認したらどうかと、そういう考え方です。

○森本 意思の確認手段としては、普通決議事項にするのか、特別決議事項にするのか。それは特に書いていなかったですね。

○黒沼 そういうことですか。制度要綱では、そこまでは書いていないのですが……

○森本 これは会社法の基本的枠組みに係る私の疑問なのですが、勧告提案とか、いろいろなことが買収防衛策との関連において言われています。勧告提案により株主の多数の意見を集約することにはそれなりの意味があるとは思いますが、それを決定的なものとして評価することには疑問があります。とりわけ、会社法は、取締役の選任や報酬、剰余金配当といった、通例的で必ず決定しなければいけない事項については普通決議事項にしています。そして、経営事項は取締役サイドに委ねているのですが、特に株主の利益保護のため、株主の承認を要するものとすべきであるとして株主総会の決議事項とするものについては基本的に特別決議事項としています。それらは定款変更や組織再編行為等の会社の基礎の変更となるべきものですが、これらは特別決議事項とされています。経営は取締役に委ねることを基本としつつ、株主の利益を保護すべき事項について、例外的に株主総会の特別決議事項とするという基本的な規制システムが採用されていると理解するときは、違法か適法かという議論ではなく、妥当性の問題としてですが、普通決議でいいのか、特別決議でいいのかということについても、議論する必要があるのではないかと常々考えていました。そして、特別決議事項にすれば、また295条2項の問題もクリアできます。そういう意味で、整理が必要なのかなと思ったのです。

○黒沼 ルール上も、その決議要件については書いてありませんので、想定しているのは普通決議だと思います。それから、「株主総会の決議などの意思確認」とぼかしてありますけれども、これは定款に記載していないと株主総会の決議事項になりませんので、決議しても、恐らく勧告決議ということでしょうし、それ以外に、株主総会にあわせて何らかの方法で、株主の意思を確認するということも含んでいます。

○森本 ありがとうございました。

○船津 これを出していいかどうかわからないのですが、制度改正時の東証から上場会社向けの通達を入手しております、その中では、株主の意思確認というのは、正式な株主総会の決議のほか、いわゆる勧告的決議を行うことなどを想定しているというふうに書かれております。

○行澤 すみません、しつこいようですが、今の森本先生のご説明でよくわかったのですが、逆に普通決議でそういうふうに普通にオーソライズさせる手間をとらせる意味というはあるんでしょうか、取締役会決議以上に。

○森本 私は否定的な意味で申し上げたつもりですが。

○行澤 なるほど。

取引所のルール

○岸田 東証でこういう上場基準をつくってやること自体ちょっと問題じゃないかと思うのは、つまり、会社法、法律は国会でつくるものを、事実上東証が全部制限することになるのではないでしょうか。例えば、東証が非常に厳しくやって、大証が非常に緩い基準をつくって、東証の基準に従いたくない者は大証に行くというような証券取引所間の競争がある場合は、各取引所が勝手につくってもいいと思いますが、国会でつくっていろいろ議論したものを、全くその趣旨に反するようなことを取引所がつくれば、事実上会社法で決めたのと同じことになるんですけども、そういうことをやっていいのかという手続の問題です。

つまり、会社法で決めてやるなら、それはそれでいいと思いますが、東証でごく一部の人が勝手に決める、それでユーザーである上場会社の人が反対しても、勝手に決めるわけですね。それでやるならば、やっぱり国会で決めてほしい。

○森本 会社法の趣旨に反するといわれましたが、それは具体的にどういうことを念頭におかれているのでしょうか……。会社法が定めていないというのではなく、もう一步踏み込んだような表現をされたような感じですが。

○岸田 第三者割当何%とか、そういう基準を仮に設けたとしますね。例えば東証が25%，大証は10%と仮に決めたとしても、ほとんどの大企業は東証に上場しているわけですから、東証に上場している会社がおかしいと思っても、法律には書いていないけれども、事実上それは法律を変更したことになる可能性がありますよね。会社法に書いてある規定を事実上変更するのならば、やはり国会でやるべきであって、東証で勝手に

決めるというのはおかしくないかと、そういうことです。

○河本 今あなたのおっしゃるのは非常に大事な話なので、例えば25%以上の第三者割当をやるときに、株主総会を経ずにやつたら、それは上場廃止にすると、そんな規定はとってもつくれませんでしょう。

○岸田 つくれません。一つの例ですけれども。

○河本 そんなことまで考えているわけではないでしょう。

○森田 と思いますけどね。

○龍田 上場企業と会社一般とでルールが違つて当然だと思いますよ。会社法は会社すべてについて当てはまる。会社法でも公開会社には特別の規制を加える。取引所は、上場企業としてふさわしいものの基準を定める。取引所を利用して大勢の人から資金を集めようとする企業に対し、通常の一般の会社より高いところに基準を設けるのは極めて健全な態度だと思います。

○岸田 例えば東証と大証が同じように競争していく、東証に上場している会社が、いや、これはおかしい、東証には上場したくない、じゃあ大証に行こうと、こういう取引所間の競争が行われている場合にはいいと思いますが、今の場合だと、東京に上場している会社にそういう選択肢はほとんどないわけですね。そして、99%の国民、国会で賛成でやったものを、取引所の何人かの委員が勝手に変えるということは、やはり民主主義の原則に反しています。

○龍田 東証が勝手に何人かの人で変えられるルールじゃないでしょう。ちゃんとした手続を経た上で、しかも認可が必要でしょう。今はどこの認可だったかな。

○森田 内閣総理大臣です。

○龍田 勝手に決められることではありませんよ。

○岸田 国会ならば、委員会でちゃんと審議をして、賛成、反対と議論する余地があるわけですね。ところが、東証ならば、東証に関係のない人はほとんど議論ができないわけです。

○森田 ただ、そういう権限を行使すると、責任も起りますよね。ですから、怪しいところをあなたはオーケーと言つたではないかと言って損害賠償請求をされるとか、やはり権限は責任を伴いますから、本当にそれだけ調査できるのかというようなこともありますし、お墨付きをいただいたということになって、それを信頼したんだということで責任追及されるかもしれません。いろんな意味で、真正面から責任を引き受けるとい

うことは、取引所としても難しい問題だと思いますね。ですから、そういう意味では、黒白をはっきりつけてしまうというような規制はしにくいというようには言えると思うんですけどね。

○森本 確認をさせていただきますが、東証のルールでは、300%を超える第三者割当を行ったら、原則、上場廃止ということのはずですね。これは実質死刑判決です。それに対して、今議論されていることは、先ほど河本先生もおっしゃったように、死刑判決の例ではないのですね。もちろん死刑判決にすべきだという立場もあるのでしょうか、少なくとも東証はいろいろ考えて、融通無碍というか、弾力的柔軟というか、それこそ第三者委員会も含める、幅広のルールを提言されているのです。それはそれなりにお考えのうえのこと、岸田さんのようなご意見にも配慮した結果ということなのではないでしょうか。東証の報告から直ちに先ほどのような議論になるのかなという気がするのですが。

○岸田 だから、東証は30%，大証は20%，札幌は10%，そういうふうに決めてもいいはずです。それぞれの取引所は独立しているわけですから。

○森本 一般論としてはそうなのでしょうね。そして、岸田さんのお考えの背景には、監督官庁との関連の問題があるのかもわかりませんが、それはまた別の問題となるのではないかでしょうか。

○岸田 事実上一つで決まってしまうという、それが問題です。

○前田 むしろ投資者保護のために適切に自主規制業務を行うことは、金融商品取引法上、取引所に課せられた義務ですよね。何が適切かについては、それぞれの取引所に広い裁量が認められているので、比率などはもちろん取引所ごとに異なっても構わないということですね。

○龍田 会社法にせよ、金商法にせよ、開示さえすれば、欠損の大きい企業でも存続できるというのがプリンシプルでしょう。しかし、取引所に上場する企業である以上は、一定の収益性を保つ必要があり、それが保てない場合には上場を廃止する。そういうルールを現にしていますし、これは当然のことではないでしょうか。株主名簿管理人の設置も、一般の会社は任意ですが、上場企業には設置が強制されますよね。

取締役会権限の尊重

○森田 第三者割当増資ばかりに話がいきましたけれども、日本の会社法制では、取締

役会の権限が僕の思っているようにアメリカ的になるのは無理ですかね、つまり企業経営をしていくんだという。

例えば、この前アデランスの株主総会の選任決議で、相対多数ではだめで、過半数ないと選任効力は出ないということで取締役が選ばれなかつた。そうすると、前の取締役が引き続き権利義務を負うという感じで経営を続けたわけです。ということは、結局、現経営者は経営選任をずっと負わされると思うんですよ、ある意味では。そういうふうな意味で、企業の継続性とかいうようなことについては現行の取締役に権限があると。それは所有と経営の分離ではないのかと。株主さんというのは、気が向いたら来られるけれども、気が向かなかつたら来ない。そんなところに企業経営のありようのご意見を伺うというのはどうかという気もするんです。

ですから、もう一回「所有と経営の分離」という本を読まなければいかんのかなと思っているのですけれども、日本ではなぜそれほどまでに株主総会が権限を行使できると考えるのか、根拠がもう一つよくわからないのですけどね。

○森本 それについてですけれども、会社法のもとでは、基本的に取締役の選任、解任、それから会社の基礎の変更等の特別決議事項、これは株主総会の専権事項とされています。そして、取締役の報酬については、委員会設置会社は括弧に入れますが、利益相反性があるから株主総会で決めましょう。剰余金配当については、原則は株主総会決議事項とするけれども、株主総会の権限をすべて奪うような形の権限委譲を定款で定めることも認めましょうということになっています。そして、これ以外の事項はすべて取締役が決定することができます。このように、相当広範に経営権が認められているのではないかでしょうか。株主提案権と書面投票制度により、株主総会の決議事項はすべて、経営者と株主が基本的に対等に多数派工作をすることができるということ、さらには、定款変更のいう迂回路を介すると何でも株主提案ができるということは一つの問題ですが、特別決議が要求されます。ともかく、典型的な株主総会決議事項の範囲・内容という点では、それほど株主総会の権限が広すぎるようには思われません。

あと、買収防衛策についてですけれども、ニッポン放送事件の高裁決定をどのように理解するのかとも関連しますが、濫用的な企業買収、要するに企業価値ないしは株主の共同の利益を甚だしく害するようなものについては、相当性の縛りはかかりますが、経営権の行使として対応策を講ずる可能性は認めたわけです。その意味で、それほど狭いものかなという気がしますが。

○近藤 最初からちょっと気になっていたのですが、森田先生は、はじめに株主利益最大化基準というものを掲げられています。一方で、取締役会の決定権限を広範に認めようという立場を主張されていると思いますけれども、それと株主利益最大化基準というのをどう整理されているのかというのがよくわからなかつたのです。両者は矛盾しないということですね。

○森田 いや、対立場面では矛盾することがあると思うんです。ですから、そういうときにいわゆる社会的責任経営の判断もなし得ると。その時点での少なくとも短期的な株主利益最大化原則に反する場合もあり得る、そういう判断もできると。

○近藤 取締役会の権限は、そういう株主利益最大化に反することもできるという広い権限なのですね。

○森田 そうですね。

○近藤 そうなりますと、買収防衛の場面でも、必ずしも株主利益最大化に合致しないけれども、防衛はできるということになりますか。

○森田 そうですね、企業の継続性とかね。

例えばイギリスでも、2005年の会社法が何かで社会的責任規定を入れたでしょう。それで、社会的責任規定を入れたけれども、結局それはどんなところで役に立っているのかというと、結局、マークオーバー・パネルも会社法のそういう社会的責任の規定を遵守して経営しているかというところを斟酌するような形でやっているから、やはり企業買収という場面では、株主利益最大化ばかりではないということがあり得るのではないか。

○近藤 しかし、ばっかりでないとか斟酌できるという程度に留まるのであればよいのですが、株主利益と矛盾することは、できないのではないでしょか、やはり。

○森田 だから、さっきからちょっと議論になっているけれども、株主総会決議、株主総会決議とおっしゃるけれども、じゃあ、当該株主はその決議に参加できるんですかといつたら、龍田先生の論文だったら、みんな参加できるんでしょう。利益相反株主は出ていけ、ということにはならないでしょう、株主総会決議は。

そうすると、乗っ取る者が出てきて「行け行け」と言ったら、それが通るということがあるわけでしょう。それがよほど濫用事例であるなら、何か後でチェックできるというようなお考えだと思いますけれども。

社会的責任経営

○龍田　　社会的責任と株主の私的な利益、これはレベルの違う問題だと思います。株主の利益といつても、個人の利益ですから、公共の福祉に従わなければなりません。そういう憲法上の制約は受けます。その意味では絶対ではない。それは認めますけれども、会社法のレベルで考えるとき、そこはまた別の考え方をとることが必要だと思います。

○河本　　株主の利益を上げようと思ったら、まさにここに書いてあるように、従業員、顧客、供給者、債権者、それから地域の利、こういうものに十分配慮して初めて会社の成績は上がっていくので、経営者の責任が果たされるわけです。ですから、これを切り離すようなものではないのと違いますか。

だから、あなたのおっしゃっているのも、昔のナチスの会社法には「株主の利益」というのが一言もなくて、ただとにかく社会や公のために会社を運営せよ、そういう条文だったのですね。だから、社会的責任の規定を昭和56年の改正のときに会社法に入れろと言って野党は随分主張したのです。私は、法務省から国会に説明に行ってくれと言われて行って、そのときに、なぜ企業の社会的責任を定めた条文を置かないのかと野党の議員が質問するので、いや、昔ナチス時代のドイツの会社法にそのような規定があったけれども、全然役に立たなかつたんだ、むしろ危険であると言つたら、「おまえは日本共産党とナチスを一緒にするのか」と言って共産党の議員がえらい怒り出したんですよ。（笑）それで、法務省の応援に行っているのに議員を怒らせたらえらいことだと思って、「つい口が滑って申しきけない」と平身低頭謝ったことがあるのですね。（笑）

大体そんな条文を入れたって、むしろ逆に使われることがある。従業員をちゃんと育て、地域に奉仕しなかつたら、株主の利益は上がらないじゃないですか。

○森田　　しかし、要するに日本の企業が一生懸命働いてお金をためてきたら、後から株主になった者が利益を全部吐き出せと、こういうふうに言ってきました。こんなことは許せませんよ。

○河本　　そんなものには、それは株主さんの本当の利益にはなりませんと言つたらいいじゃないですか。

○森田　　けれども、それで株主利益最大化だと。

○河本　　いやいや、その最大化の意味ですよ。

○行澤　　多分、株主利益最大化というのも、従来からも、従業員の利益とか、地域とか文化も、株主の利益になる限りにおいては含まれるというのが通説だったと思うんです。

ただ、そういう広い意味での漠然とした株主利益最大化では規範としての意味がないと
いうところに、近年の問題があつたと思います。

特にここ十数年の間で、結局マーケット・プリンシプルによる、マーケットによって
経営者を規律するということが重視され、結局、株主利益の最大化の株主利益というの
が、例えば株式投資、ファイナンスとかの理論の中で、本当に株主の投資利益というこ
とに——言葉では、「株主利益最大化」というのはとても広い、従業員とか地域も含む
ものだと言いながら、実際の機能としては、かなり狭いもので使われてきて、例えば、
短期的に株主利益、投資収益と公開買付でより高く売れたほうがいいというような利益
と企業のゴーイング・コンサーンとが対立すると考えられる局面がやはりあつたと思
うんです。

だからこそ、株主利益最大化というのは、包括的な概念でいいけれども、株主の短期
的な投資収益あるいは売買収益だけではなくて、企業のゴーイング・コンサーンで幅広
いステークホルダーの利益もはかることができると言明することに、私は意味があると
思います。社会的責任ということも、そう言明することによって、結局そういう近年狭
められてきた株主利益というものに対抗する規範的意味があるのだろうと。何かそこが
整理されていく必要がやはりあると思います。

結局、ニッポン放送でも、企業価値にかなうんだと、労働組合も全部反対だと言つ
てはいる、パーソナリティーも全部反対だと言つてはいるという議論が、裁判所の中では取り
入れられていないでしょう。そこに問題がある。裁判所は取り入れてもいいはずなんです。河本先生の
おっしゃるように、株主利益にかなうことなんだから。従業員を無視して株主の利益なんかないのだから
と言つて取り入れていいはずなんだけれども、近年の裁判所は、それはやはり考慮の外に置こうという傾向が強かつたと思うんですよ。だからこそ、そこはやはりきちんと明言する必要がある。ミネソタ州のように明言する意味
は、私はあると思うんですね。

○龍田 それを上位に置くわけですか、株主利益の上に。上位において、そっちを優先
させるべきだということになりますと、それをだれが判断するかということが次の問題
.....

○行澤 ですから、経営者が判断する。

○龍田 それが困るのですよ。これはね、責任逃れ、責任の所在をあいまいにすると以
前から批判されている考え方なのですね。

○行澤 ただ、経営者のほとんどの会社経営においてはうまく機能していて、例外的といふと、何か性善説か性悪説みたいな話になるんですが、一旦そこで縛ってしまいますと、結局企業経営の現実とに齟齬が生じてくる部分があつて、それをもうちょっと調和させていく。利益相反はもちろんきちんと規制していかないといけないのですけれども、とにかく経営者が全体的な利益を判断するというのでは困るという立論からスタートすると、現実の企業経営はかなりの部分でうまくいっていて、多くの場面で努力している部分とやはり齟齬が生じてくるのではないでしょか。

○龍田 問題にする局面が随分違うと思いますね。従業員などの利益を犠牲にしても株主への配当を増やすべきだと、そういう形で短期的な株主の利益を最大にすべきだという議論は恐らく誰もしないと思います。そして、長期的な株主の利益というときに、河本先生がおっしゃったようなことをみんな含めて考えるのだろうと思います。それを取締役に判断させるということになると、これは責任免脱の口実を与えることになるの非常に危険だということは、以前から言われていることではないでしょか。

○行澤 ただ、株主の長期的利益があるから、短期的利益のそんなことはだれも言わないとおっしゃいましたが、近年のマーケット・セオリーというのは、そこにかなり收れんしてきていたのではないでしょか、投資収益を最大に上げていくというところに。

○龍田 そういうマーケット・セオリーを鵜呑みにするのがよいかどうかが問題でしょう。

○森田 しかし、現実問題としては、今まで従業員を大事にしてきた経営が、従業員をすぐ切るような経営に今はなってしまっている。それは、会社法だけが悪かったのではなくて、労働法制とか、解雇権濫用法理が従来のように大事にされないとかの諸要素がありましたから、会社法だけで何とかできる問題ではないとは思いますけれども、結果として従業員の利益が害される場合が増えてきているということは、現実として否めないと思うんですよ。ですから、そういうときに、会社法としても、社会的責任規定があるからといって、どれだけそれを防止できたかというと、よくわからないところもありますけれども、そういう問題意識があると。

他方、これは議論だから許していただきたいのですが、経営者がのさばるとかおっしゃいますけれども、某電鉄会社がのつとられかけて結局逃れたというときに、社長はやめていますよね。日本でそんなに自分の利益を追及している経営者像というのは考えにくいですよね。特にアメリカなんかは高額報酬を取っていますが、日本は違いますし、利

益相反といったって、そんなに高い給料を取っているわけでもないし、そんなに目くじらを立てて言わなければならないのかなと、感情としてはそう思います。ですから、理屈としてはそのようなことをおっしゃいますけれども、日本の長期的な観点に立つ経営がてきたようなことを大事にするような会社法がいいのではないかと思っているわけです。

じゃあ、どれだけの効果があるんですかと言われたらよくわかりませんけれども、最後の砦というようなところでは、社会的責任を考えて行動できるというようなことで何か機能しないかなと思うだけね。だからといって、僕も経営者が野放団にされているというのはよくないと思いますけれども、それはディスクロージャーとかの制度がどんどん広がってきていますから、そこで十分チェックされるというように一応考えられるのではないかでしょうか。

役員の報酬

○河本 例えは今あなたが触れられた報酬の問題でも、アメリカであれだけ社外取締役がおって、報酬委員会も全部取締役で構成されてそこで決めているわけでしょう。それが全然歯止めがきかない。ああなると、一体ガバナンスというものは全然働いていないのではないかと思いますね。

ところが、日本はなぜかと昔からよく不思議に思っていたのですが、会社法の改正前は、多くの会社では、役員の報酬というのは月額幾らと総会で決めておったのですね。なぜ年額にしないのかと聞くと、12掛けたら金額が大きなりますと。（笑）だから、1ヵ月ごとにしておくのですと言うんだね。掛けたら同じやないかと言っても、やっぱり見たところは違いますと。

それで、会社法になって賞与支給との関係から1年のところが増えてきましたが、そのぐらい、わが国では、何かしらセーブが効いてるのですね。これは何も報酬委員会というようなものがなくても、自然と働いているわけです。ガバナンスによってそういう報酬が上がったり下がったりするものでもないのですね。

○森田 でもね、日産の最高経営者はトヨタよりたくさん取つとるんですよ。（笑）トヨタ自動車よりも業績は悪いと思うんですけども、トヨタよりもたくさん報酬を取つているといわれています。ですから、日本にだんだんそういう考え方方が押し寄せようとしているんですよ。

○河本 しかし、そのアメリカでCEOの報酬規制の動きがあるじゃないですか。

○岸田 報酬は、日本は原則株主総会の決議が必要ですよね。だから抑制されて、日本でも委員会設置会社の場合は株主総会の決議は要らないから、ある委員会設置会社である会社が事件を起こしたときに、ぱっと退職金をもらってやめましたよね。アメリカも原則株主総会の決議は要らないから、幾ら高くやってもガバナンスは働かないという制度の違いじゃないですか。

○河本 そうすると、株主総会は効果を發揮しているということになるじゃないですか。

(笑)

○岸田 そうですね。(笑)

○川口 アメリカについては、ストックオプションが大きいんじゃないですか。ストックオプションということで、現金が会社から出て行かない。現金が出て行くのであれば謙抑性が働くけれども、市場で株式を売って儲けているので会社は痛くも痒くもない。そこでガバナンスはきかないというのがあるんじゃないですか。

○森本 今までご発言のない方で、落ちている論点を含めてご発言いただければ幸いで

すが。

○志谷 きょうは、私どもの研究会の提言をいろいろとご紹介いただきましてありがとうございました。

ただ、森田先生がいろいろとおっしゃっていただいたのですが、我々のところで勉強しておりましたときも、取締役の利益相反の問題はやはり最後まで検討課題として残り、公表論文の文章になったというふうに記憶しておりますので、何でもかんでも取締役に任せたらいいという立論ではなかったということだけ、つけ加えさせていただければと思います。

○森本 最近は、「株主利益の最大化」という言葉は余り使わずに、「株式価値」とか「企業価値」というふうになっていますね。

○森田 そういう言葉に変わってきましたね。

○森本 「株式価値」や「企業価値」という言葉を使われる方は、社会的な貢献というのか、そういうことも含む長期的な視野からの企業価値というのを考えられているよう

に思われます。最近の議論については、そのことも含めて整理する必要があるのかなと

いう気がしますね。

○森田 そうですね。

○行澤 でも、企業価値というのが、多数か少数かわからんけれども、やはりファイナンス理論なんかで規定されて、それが引用されたりすることが多いと思うのですけれども。

○森本 最近の企業価値論では、従業員の雇用確保とか、環境に対する配慮とか、そういうことも含めてトータルに検討されるのではないですか。もっとも、それは明確には数量化できません。したがって、先ほどの議論と矛盾するかもわからんけれども、株主の利益というものをベースにしながら、副次的にそういうものを考慮するというスタンスでなければ、合理的に機能しないように思われます。その他のものを上位概念に置くと、無限定になるという伝統的な会社法学者の危惧を私も感じます。

従業員の雇用確保とか、環境に対する配慮等のいわゆる社会的問題に対する配慮が以前よりもより重要になってきているというか、ますます重要になっているのであって、そのことを強調する必要はあるのでしょうか、それを上位に置く、ないしは全く並立だということについては、慎重に議論する必要があるのではないかと思います。

○森田 今日は第三者割当を取り上げたんですが、今日本で認められている唯一の防衛手段だということなんですけれども、そのところも聖域でなくなりつつあるというような危機感もあって、本来的に経営者に防衛権限があるのではないかというようなことを言いたかったわけです。いろいろご議論いただきまして、なかなかこれは一遍に解決する問題ではありませんが、十分研究もせずに大きなことを言って、どうも申しわけありませんでした。

○森本 それでは、時間がまいったようです。本日の研究会はこれで終わりたいと思います。活発なご議論をしていただきありがとうございました。また、森田先生、ありがとうございました。