

株主権と取締役会の業務執行権

同志社大学教授 森田 章

1. わが国における株主の地位
2. 最近における株主利益最大化原則の台頭
3. わが国判例の株主総会権限の偏重
4. 米国における株主主権の限界
 - ①株主利益の最大化
 - ②アメリカの経営者の業務執行権
 - ③アメリカの取締役の役割が競売人に変化する事例
5. 支配権の取引としての第三者割当て増資 (ALIの整理)
6. 第三者割当てに関する問題点
 - (1) 神戸大学企業立法研究会の提言
 - (2) 金融審議会金融分科会報告の提言
 - (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
 - ②基本的なスタンス
 - ③何らかの手続きを求めることが適当な第三者割当
 - ④NYSEの規制との比較

資料

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一上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて一（平成21年6月17日）

（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf）

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」（2009年4月23日）（<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/seibi.pdf>）

株主権と取締役会の業務執行権

同志社大学教授 森田 章

1. わが国における株主の地位

わが国では、法人実在説が有力であることもあり、会社の団体性を重視する通説の立場は、企業は、社員個人の営利目的を超えた社会的使命をもっている（鈴木竹雄・新版会社法全訂第5版3頁）などといわれ、次のように指摘されてきた。すなわち、「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」（大隅健一郎・会社法論上5頁）というのである。実務上も、経営者は、会社従業員の利益を株主の利益に優先させてきたし、私益よりも国益を優先させてきたからである。

法律上は会社の営利追求および社員の利益分配目的は存在しているといえるが（河本一郎・現代会社法新訂第7版33頁1995年）、会社経営者が実際に株主の利潤極大化を目的としているかは甚だ疑問だといえよう。経営者は、会社従業員の利益を株主の利益に優先させてきたといえるし、私益よりも国益を優先させてきた（杉浦英男「日本のコーポレートガバナンスと監査役」月刊監査役374号〔1996年〕72頁）。ドッドの主張した社会的責任経営である。

このような立場にたっても、会社は株主の利益を図ることを目的とするから、会社の利益と株主の利益が一致しないということにはならないのではないかとの疑問もあり得よう。しかし、会社が定款記載の会社の目的の範囲外の新規投資に会社の資金を用いることは、株主の危険において従業員の利益を図るものともいえ、株主の資金の効率的運用という点においては株主の利益と対立しうる。しかしながら、会社の団体性を重視する通説の立場は、企業の社会的責任に肯定的なようである（大隅＝今井・上6頁、鈴木＝竹内32～33頁）。ただし、社会的責任規定についてはこれを要しないというのが一般であった。

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、自由民主党法務部商法に関する小委員会は、「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（商事法務1468号27頁以下に収録されている）、その中の株式会社の統治原則において「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、および「株式会社は、株主の利益を最大にするように統治されなければならない」（原則1'）として株主利益の最大化を強調している。この議論は、バーリの考え方によるアメリカの伝統的な考え方を彷彿とさせるものであるが、これがグローバル化というものかもしれない。株主の利益の最大化は、資本市場が企業を評価する基準でもあり、マーケット・メカニズムが機能する

ための前提条件ともなるからである。マーケット・メカニズムが機能すると、会社経営者は、いま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る。

ところが、2005年に成立した会社法の施行にともなう法務省の「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条は、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つとめるものとする。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、と提案した。

学説においても、「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がある。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）を彷彿とせるものであって、これまでのわが国における会社法の一般的な理解とは大きく異なるものとなっている。

3. わ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、東京高裁は、ニッポン放送事件において経営者による企業防衛に関して、次のように判断した（東京高判平成17年3月23日商事法務1728号41頁）。すなわち、「一般論としても、取締役自身の地位の変動がかかわる支配権争奪の局面において、果たして取締役がどこまで公平な判断をすることができるのか疑問であるし、会社の利益に沿うか否かの判断自体は、短期的判断のみならず、経済、社会、文化、技術の変化や発展を踏まえた中長期的展望の下に判断しなければならない場合も多く、結局、株主や株式市場の事業経営上の判断や評価にゆだねるべき筋合いのものである。」とした。いわゆる権限分配論をもちだして、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が、株主総会万能主義の法的根拠は不明である。むしろ、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かろうか。

上記の判例は、株主総会権限を重視しており、実務としてはこれを尊重せざるを得ないようである。ブルドッグソース事件においては、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た。まず株主総会の決議事項を追加して、新株予約権の無償割当てに関する事項を株主総会の特別決議により決定することができる旨の定款変更を行い、これにしたがって、新株予約権の無償交付を全株主に対して行うが、特定の大株主にはその行使は認めずに金銭によりそれを会社が買取るという決議を行った。最高裁判所は、同決議は、株主総会において、該当株主を除くほとんどの株主により可決されたものであり、これらの株主は、当該株主による経営支配権の取得が企業価値を棄損し、株主の共同の利益を害することになると判断したものであり、その判断にその正当性を失わせ

るような重大な瑕疵はない、と判示した（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高値で買戻すことになり、これが株主権行使にかか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が、株主総会決議はそれほどの神聖不可侵の権限を有することとなる。

しかしながら、わが国においても、公開買付の対象会社となった取締役会は、公開買付による支配権の取得が会社の企業価値にどのような影響を与えるかについて、経営者として株主よりも適確に判断することができるはずであり、公開買付についての意見表明義務が課されていることに留意すべきである（金商27条の10）。経産省の企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（平20年6月30日）も、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て、自己を正当化することは責任逃れであるとしている。

また、神戸大学企業立法研究会「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討」は、経営者主導モデルを提言している（商事法務1866号4頁）。

4. 米国における株主主権の限界

①株主利益の最大化

ところで、米国は、かつてバーリー教授が主張したように株主利益の最大化を重視してきたが、最近では取締役会の企業継続の権限を認める州会社法が多いようである。会社経営者は、会社が継続企業である以上は、支配権の所在のありように能動的に行行為しうることが法律上で認められている。つまり、企業買収は、短期的な株主利益の極大化を図ることを目的にすることが多く、ステーク・ホルダーの利益と対立することになりがちである。そこで、30州の会社法は、次のような社会的責任規定をおいている。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一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一を検討することができる。」と定めている。

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いわれているが、州会社法上は会社の業務執行権は取締役会の専決事項とされている。したがって、配当決定権限も取締役会にあり、株主提案として配当増額を提案することはできない。この取締役会権限事項を定款変更によって株主総会権限事項に戻すこともできない（拙稿、公開企業の取締役会権限一敵対的企業買収の防衛策を中心として商事法務1785号20頁2006）。それでは、支配権争奪面での取締役会の経営判断はどうなるのかが問題となる。この場合、経営者は自己保身のために行為する可能性があるから、株主が判断すべきかどうかが問題となる。

デラウエー州のユノカル判決は、敵対的企業買収に対して取締役会が業務執行権を行使する経営判断ができるることを判示した。つまり、不招請の公開買付に対して、取締役は、株主の承認なしに、防衛策をとることを認められる。ただし、その条件として、取締役は、その公開買付により会社の政策および効率性に対する危険性が生じることの合理的根拠、およびその防衛策が公開買付により生じる脅威に対して合理的なものであることを挙証しなければならない、とした。これは差し止め事件であったが (493A. 2d 946 (1985))、取締役会が、防衛策を採用する権限を有すること、ただしその判断内容は脅威に対して合理的な対応であることが必要だと判断したのである。裁判所は、防衛策の内容を審査する点で、いわゆる経営判断の原則による責任免除の保護を与えないことを示している。しかし、このデラウエー裁判所は、取締役会が支配権の所在を決定できることを認める点で、上記の東京高裁の立場とは大きく異なる。

企業買収に係る取締役の役割については、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一分析と勧告」6. 02条も、ユノカル基準に沿った法理を明らかにしている。すなわち、取締役は、会社の政策および効率性に対する危険性が存在することの合理的根拠を挙証し、企業防衛策がその脅威に対して合理的な関係を有することを挙証しなくてはならないが、不招請公開買付に対して、これに対抗することとなることが予見される行為をとることができる、としている。つまり、これまで、例えば企業防衛のために第三者割当て増資を行うような場合に、経営者の支配権維持が動機であるかどうかが、アメリカでも議論されてきたのであるが、そのような取締役の動機を問題としていたのでは、取締役が適切の株主の利益を見据えている場合であるかどうかの区別に役立たないし、社外取締役が判断する際の基準にならない、との立場がとられた。ALI408頁

そして、6. 02条によると、裁判所は、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る、という。裁判所は、その取締役の行為がそのような効果を有すると判断したときは、そのような取締役の行為が公開買付に対しての合理的対応であるかどうかを審査することになる。

わが国においても、ブルドッグソース事件は、経営者が正に公開買付に対抗することの効果を予見される行為を行ったわけであり、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が生じたが、これが株主総会の特別決議で行われたことが米国との大きな違いであるといえよう。

③アメリカの取締役の役割が競売人に変化する事例

デラウエー州の判例においても、取締役会が企業買収に関して業務執行権の行使として経営判断をすることができないとする場合がある。それは、支配権が変動し、もはや現経営者が継続企業としての経営判断することができないような場合である。Revlon判決では、破綻に瀕して救済合併先をもとめるような場合は、経営者は、もはや取締役としてではなく、株主の最大利益のための会社を売却する競売人となると判示した (506A. 2d173

(1985))。会社が破綻に瀕した場合だけでなく、支配権の変動を伴う売却については、取締役会の経営権限がないとされるようである (Pramount Communications Inc. v. QVC Network 637A2d34 (1994))。継続企業の経営を行うことの職責を果たせない場合には、株主の利益のための会社の競売人としての任務を行うべきこととなる。ただし、この場合は、株主の判断は、総会決議による対応策というのではなく、企業買収の買付価格の競争問題となるのであって、株主総会決議で公開買付を妨害するというようなことは考えられない。

5. 支配権の取引としての第三者割当て増資 (ALI の整理)

「支配権の取引」とは、ALI 1. 38条によると、(1)企業結合、(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(5)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、等をいう。

「支配権」とは、ALI 1. 08条(a)項によると、単独でまたは一人以上の他者との契約等にしたがって、直接的又は間接的に、一人又はそれ以上の中間者との契約等によって所有権又は持分利益の議決権によって、事業組織の経営又は政策に対して支配的影響力を行使する権限をいう、とされ、(b)項によると、原則として、一人又は一人以上の他者との契約等により、事業組織の 25 %以上の持分利益を所有または議決権行使権限を有する者は、事業組織を支配していると推定される、という。

ALI 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の役割を明らかにしている。まず、取締役会は、経営判断の行使において、会社が締結する支配権の取引の提案を承認、拒絶、または検討しないことができる、としている。そして、同条 (b) 項は、会社が当事者となる支配権の取引は、株主の承認を求めるべきではないとしている。

ところで、企業買収に係る取締役の役割については、上述したように ALI 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うることとしていた。つまり、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、というレベルの議論であった。しかし、この「支配権の取引」という概念による規制と取締役がとりうる対抗策との関係について、ALI は、対抗策がそれ自体で「支配権の取引」の変更を来す場合は、6. 01条(b)項の株主の承認を要するとしている (45 頁)。

この ALI の立場によると、支配権の取引に当たるような新株の発行は、株主の承認が必要 (6. 01条(b) 項) ということになる。例えば、議決権持分証券の 25 %以上の特定の者に対する発行は、株主総会の承認を要することとなる。この立場は、株主総会の承認を要しない合併等の基準が 20 %であるデラウエアー会社法のアプローチと一致していると

いう（390頁）。

6. 第三者割当てに関する問題点

（1）神戸大学企業立法研究会の提言

神戸大学企業立法研究会は、第三者割当て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っ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。」という。

そして、このような判例の傾向に対して、次のように述べる。すなわち、「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。」と提言している（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、第三者割当てをなしうることになる。

しかしながら、最近公表された資料等によると、金融庁や、東京証券取引所は、第三者割当てに対して、厳しい態度をとっている。

（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一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る。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、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。」、という（2頁）。

第三者割当て増資については、次のような問題点を指摘している。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。」、という（3頁）。

そして、第三者割当増資について、「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。・・・」などとしている。

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で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られるべきであり、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強い、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。・・」、としている（4頁）。

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らかにせず、「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」をいうが、それが株主意思の確認に取って代わるのか、機関権限の位置づけが明らかにされているとはいえない。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いうのである。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強い」行為であるのかの説明をしていない。

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あるが、そのようなスタンスはどこから来るのか不明である。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る。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。

（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」(2009年4月23日)は、「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。」ことから(4-5頁)、次のような提言を行った。

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るが、ここでは、前者について概観したい。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。」としている(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を検討している。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倍規制があるが、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倍を超えている状況を利用して、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異議を差し挟むつもりはない。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」(8-10頁)である。

③何らかの手続きを求めることが適当な第三者割当

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ことが、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。」、という。

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二分の一を超える場合を規制の対象とするという。

規制の方法として「株主の納得性を増すための手続」を提言している。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」とこととし、「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、という。

このような手続きをとらなかっ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、と結論づけている。

④NYSEの規制との比較

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、発行済普通株に係る議決権の20%超にあたる場合、又は発行済普通株の総数の20%超にあ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る（Listed Company Manual312.03）という（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でると、財務状態が著しく悪化する場合は、例外とされる（同頁）。

NYSEの規則は、ALI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いえるとするならば、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こととなる。しかるに、報告書は、「株主の納得性を増すための手続」を提言している。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る。さらにいえば、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と言えよう。