

日本取引所金融商品取引法 研究

第 28 号

2023 年 6 月 23 日 開催

金融商品取引法の最近の判例－日産自動車有価証券報告書虚偽記載事件－

神戸大学大学院法学研究科教授 志谷匡史 1

2023 年 7 月 28 日 開催

SPAC 制度の在り方について

東京大学大学院法学政治学研究科教授 飯田秀総 29

2023 年 9 月 22 日 開催

新たな会社形態の検討－米国におけるパブリック・ベネフィット・コーポレーション等について－

早稲田大学大学院法務研究科教授 若林泰伸 83

2023 年 10 月 27 日 開催

株主総会資料電子提供制度の運用上の諸問題

京都大学大学院法学研究科教授 前田雅弘 117

2025 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）

2024 年 4 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	甲南大学共通教育センター教授
片 木 晴 彦	広島大学大学院人間社会科学研究科名誉教授
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	関西大学大学院法務研究科教授
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	早 稲 田 大 学 法 学 部 教 授
齊 藤 真 紀	京都大学大学院法学研究科教授
白 井 正 和	京都大学大学院法学研究科教授
洲 崎 博 史	同志社大学大学院司法研究科教授
高 橋 陽 一	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	追手門学院大学法学部教授
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教授
山 下 徹 哉	京都大学大学院法学研究科教授
行 岡 睦 彦	神戸大学大学院法学研究科教授
行 澤 一 人	神戸大学大学院法学研究科教授
若 林 泰 伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

金融商品取引法の最近の判例
―日産自動車有価証券報告書虚偽記載事件―

2023年6月23日(金) 15:00～16:58
大阪取引所5階取締役会議室及びオンライン開催

出席者(五十音順)

石田	眞得	関西学院大学法学部教授
飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学人間社会科学研究科実務法学専攻特任教授
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
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
齊藤	真紀	京都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
高橋	陽一	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
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

【報 告】

金融商品取引法の最近の判例

―日産自動車有価証券報告書虚偽記載事件―

神戸大学大学院法学研究科教授

志 谷 匡 史

目 次

- | | |
|-------------|----------------|
| 1. 事案の概要 | 3) 取締役報酬の開示 |
| 2. 判決要旨 | 4) 報酬情報の重要性 |
| 3. 検討 | 5) 虚偽記載と不記載の区別 |
| 1) 本件の特徴 | 6) 結語 |
| 2) 取締役報酬の決定 | 討論 |

○川口 定刻になりましたので、今月の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、神戸大学の志谷先生より、「日産自動車有価証券報告書虚偽記載事件」と題してご報告をいただきます。

よろしくお願いいたします。

○志谷 神戸大学の志谷でございます。今ご紹介がありましたように、私が報告いたしますテーマは「日産自動車有価証券報告書虚偽記載事件」です。判決の言渡日が東京地判令和4年3月3日でございます。判決文は資料版商事法務 458 号 123 頁以下に掲載されています。

1. 事案の概要

Y₁社は、自動車等の製造等を目的とする会社であり、その株券を東京証券取引所市場第1部（当時）に上場していました。Aは、平成11年6月から平成30年11月まで同社の代表取締役

の職にあり、同社の業務全般を統括していました。Y₂は、平成21年4月に同社のCEOオフィス（法務室及び秘書室等）等を担当する常務執行役員に就任し、平成24年6月から平成30年11月までは代表取締役の職にありました。Bは、平成19年9月に同社の秘書室長に就任し、取締役や執行役員の報酬の決定・管理等の業務の取りまとめ等に当たっていました。

Y₁社の取締役の報酬は、確定額金銭報酬と株価連動型インセンティブ受領権（一定の業績評価期間の経過後に行使可能数が確定する株価連動型金銭報酬）から構成されていました。このうち確定額金銭報酬については、本件当時（平成22年から平成30年までの間）、株主総会で定めた取締役全体の報酬総額の上限額（29億9,000万円）の範囲内で、他の代表取締役との協議を前提に、各取締役に対する配分をAに一任することとされていました。

本件当時、Aは、年度末に新年度の自己の報酬

に関する方針を秘書室長Bに指示し、これを受けて秘書室長らが、①所定の計算を行って機械的に算定された報酬総額、②有価証券報告書において開示することとした報酬額、③報酬総額から開示することとした報酬額を差し引いた残額である未払いの報酬額について、いずれも1円単位まで明記した報酬計算書を作成し、Aに提示していました。

そして、Aは、報酬計算書を確認し、必要があれば修正を指示するなどしたうえ、その報酬計算書を再度確認して新年度の報酬額の案を決定していました。秘書室は、同決定を踏まえ、A名義の報酬通知書を作成・交付し、月次の報酬をAに支払うとともに、上記③の報酬額をその後の年度において累積していくものとして継続的に管理していました。

本件当時、Y₁社では、Aの報酬額等を記載した「役員の報酬等」の項目の原稿が秘書室から経理部連結会計グループに伝達され、同グループにおいて有価証券報告書の案が作成されていました。そして、AやY₂らの決裁を経たうえで、関東財務局長に提出されていました。

レジュメ1～2ページの表は、「役員の報酬等」として開示されていたAの報酬額と、右側の「金銭報酬」欄で開示すべきであったと裁判所が認定したAの報酬額を比較した一覧表です。平成22年度から平成29年度まで挙げていますが、ご覧いただきますと、右側の「開示すべきであったと認定されているAの報酬額」は年々増加していることが分かります。一方で、左側の「実際に開示されていたAの報酬額」の方は、若干増減はありますが、ほぼ10億円前後で一定しています。

この両者の差額が、未払いの報酬額とされているものでありまして、平成22年度や23年度当時は、実際に支払っていた額と未払い額がほぼ同じぐらいかと思うのですが、その後はこの差が開いていきまして、実際に開示されていた報酬額を上回る未払い額が年々累積していたということです。

Y₁社は、A、Y₂及びBが共謀のうえ、Y₁社の業務に関し、平成23年度から平成29年度までの

各連結会計年度につき、Aの報酬等について「虚偽の記載」のある有価証券報告書を提出したとして起訴されました（金融商品取引法（以下「金商法」という）207条1項1号・197条1項1号）。また、Y₂は、A及びBと共謀のうえ、Y₁社の業務に関し、平成22年度から平成29年度までの各連結会計年度につき、上記の有価証券報告書を提出したとして起訴されています（金商法207条1項1号・197条1項1号）。

2. 判決要旨

本判決は、以下に述べるように、Y₁社について虚偽記載有価証券報告書提出罪の成立を肯定しています。またY₂については、平成29年度に關してのみ故意及び共謀が認められるとして、同年度に關して同罪の成立を肯定しました。以下では、Y₁社の虚偽記載有価証券報告書提出罪の成否を中心に、判旨を紹介していきます。

<1> Aの報酬額として開示すべきであった金額

「金商法や開示府令には『取締役の報酬について、いかなる決定がなされれば、会社は有価証券報告書に記載して開示しなければならないのか』という点について具体的な規定があるわけではない。

そこで検討すると、……権限がある者が決定したとしても、取締役の報酬の決定手続が全く履践されておらず、その権限者のみが取締役の報酬に関する情報を管理していて、取締役の報酬の管理を担当する部署が全く把握していないような場合には、会社としては開示義務を果たしようがないといわざるを得ない……。特に、未払の報酬は、現実に金銭等の動きがなく、その存在を把握することが困難であることから、当該年度に所定の手続に従ってその額が決定され、将来支払われるものとして継続的に管理されているものであれば、これを開示することが必要であるというべきである。

これらの事情を踏まえると、会社における権限規定等に基づいて取締役の報酬について決定する

正当な権限を有する者が、会社の所定の手続に従って取締役の報酬額を決定し、会社の所定の部署において取締役の報酬が継続的に管理されている場合であれば、会社としては当然にその取締役の報酬額を開示すべきであると考えられる。」

「本件において、取締役の報酬について最終的に決定する正当な権限を有するAがY₁社の所定の手続に従ってAの報酬を決定し、その後もAの報酬は秘書室において継続的に管理されていたといえる。」

「以上によれば、本件において、Y₁社は、各連結会計年度において、Aが報酬計算書に基づいて決定した報酬額、すなわち報酬計算書に記載された実際に支払われた報酬額……と未払の報酬額……を合わせた報酬総額……を、当事業年度に係るAの報酬として開示すべきであったと認められる。」

「株主総会で定めた上限額を超える取締役の報酬等の決定がなされたとしても、その決定した内容をそのまま有価証券報告書において開示することが義務づけられているものと解される。」

< 2 > 報酬情報の重要性

「虚偽記載有価証券報告書提出罪の趣旨によれば、『重要な事項』とは、投資者の投資判断に影響を与えるような基本的な事項、すなわち、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項をいうものと解される。」

「開示府令による『コーポレート・ガバナンスの状況』に関する情報開示の一環として、役員区分ごとの報酬等の総額開示に加え、一定額以上の報酬の支払を受けている役員の種類別の報酬等の額の個別開示を義務付けるに至った経緯及び背景事情によれば、役員の報酬等に関する情報は、投資者が会社のガバナンスの状況を評価する重要な手がかりとなるものであり、その評価を基に投資判断を行うことが想定される事項であるから、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項といえる。

よって、取締役の報酬等の額は、『重要な事項』

に当たるといふべきである。」

< 3 > 虚偽記載の意義

「金商法が両者を区別しているのは、不記載の場合は、投資判断における重要な事項について情報を投資者に提供しなかったにとどまる一方で、虚偽記載の場合は、投資判断における重要な事項について真実に合致しない情報を投資者に提供する点において投資判断を誤らせる危険性がより高いことから、悪質性が高く、刑事罰をもって抑制すべきと考えられるからである。

このような両者の差異に鑑みれば、真実に合致しない情報を提供したと評価される場合には『虚偽の記載』があるといえるものと解される。」

< 4 > 本件への当てはめ

Y₁社の有価証券報告書の役員の報酬等「の記載全体を読んだ投資者は、……Y₁社が支払う取締役の報酬には、確定額金銭報酬と株価連動型インセンティブ受領権があるものと理解すると考えられる。そして、後者の株価連動型インセンティブ受領権については、……注記により、未払の報酬であることが明らかであるから、投資者は、Y₁社が支払う取締役の報酬として、未払の報酬についても……（役員区分ごとの報酬等の総額等との標題の）一覧表に記載されているものと理解すると考えられる。そうすると、……（一覧表）の前提となる……『支払われた報酬』とは、既に支払われた報酬に限定する意味ではなく、未払の報酬をも含むものと理解すると考えられる。この場合、『支払われた』の意味は、『支払われることとなった』という意味に解釈することになる……。

また、……（一覧表の）記載を読んだ投資者は、Aには株価連動型インセンティブ受領権が割り当てられておらず、Aの『総報酬』とは『金銭報酬』のみから構成されるものと理解すると考えられる。

したがって、本件有価証券報告書の『役員の報酬等』の項目を読んだ投資者は、Y₁社がAに支払う『総報酬』欄及び『金銭報酬』欄には、既に支払われた金銭報酬と未払の金銭報酬のいずれも

が記載されているとの認識を持つと考えられる。ところが、実際には、Aの『総報酬』欄及び『金銭報酬』欄には実際に支払われた金銭報酬のみが記載され、未払の金銭報酬については、それがあってもかかわらず記載されていなかった。そうすると、……Aの『総報酬』欄及び『金銭報酬』欄の記載は未払の金銭報酬を含むものであるとの誤った情報が投資者に提供されたと評価できる。」

「よって、本件有価証券報告書におけるAの『総報酬』欄及び『金銭報酬』欄の記載は、『虚偽の記載』に当たる。」

以上が本判決の判旨です。

したがって、Y₁社については虚偽記載有価証券報告書提出罪が成立するという結論です。また、Y₂については、前述のように、平成29年度に関してのみ同罪の成立を肯定するというのが地裁の結論ということでもあります。

3. 検討

それでは、以下、雑駁ではありますが、本判決について検討をしていきたいと思います。

1) 本件の特徴

まず、本件の特徴を簡単に述べておきたいと思います。

金商法197条1項1号は、重要事項につき虚偽の記載のある有価証券報告書を提出した者に対して所定の刑事罰を定めています。また、同法207条1項は、法人の業務に関連して虚偽記載のある有価証券報告書を提出した法人代表者等の刑事罰に加えて、当該法人に対して所定の罰金刑を定めています。本件では、法人であるY₁社、Y₁社の代表者であったY₂の刑事責任が問われました。

なお、Aは国外逃亡により起訴されていませんし、Bはいわゆる司法取引により刑事訴追を免れています。

本件は、取締役報酬という非財務情報の虚偽記載が争点となった事件です。これまで虚偽記載が争点となった事例はほとんどが財務情報に関するものであり、いわゆる粉飾決算が問題となった事

例でした。非財務情報の虚偽記載が争点となった事件はごく限られていまして、大株主情報の虚偽記載が争点となった西武鉄道事件以来の公表裁判例です。それだけに、本件は未解明な論点を少なからず提起することとなりました。

以下、有価証券報告書の提出主体であるY₁社刑事責任を中心に検討をしていきます。

2) 取締役報酬の決定

後述するように、金商法は取締役等の役員の報酬情報を有価証券報告書の記載事項としています。ただ、判旨も指摘するように、金商法・開示府令はあくまで開示規制であって、会社から取締役に支給される報酬額を開示せよといっても、報酬額の決定手続等の実体的規律を金商法が定めているわけではなく、それは会社法に委ねていると考えられます。

Y₁社では、会社法の定めに従い株主総会が取締役報酬総額の上限を定めておき、その範囲内において、代表取締役のAに各取締役（Aも含めて）の配分額の決定を一任していました。このような報酬決定のプロセスは、ご案内のようにつとに批判されてはいるものの、現在に至るまで適法と解されてきました。

しかし、実際には、本件当時のAの報酬は、各年度に現に支給された報酬額とは別に、次年度以降に繰り越された未払い分があったため、会社法に抵触しないとしても、その開示の要否が問題化しました。また、現支給分と未払い分の合計金額は各年度の報酬総額の枠内に収まらなないと、会社法の定めに戻すという問題も生じます。

3) 取締役報酬の開示

周知のように会社法は、企業実務に配慮して、各取締役の各人別報酬額を明らかにすることまで強制はしていません。事業報告は取締役報酬の開示を定めますが、取締役の報酬を総額方式で開示するか、又は各人別方式で開示するかは会社の判断に委ねられています（会施規121条4号参照）。もっとも、現に支給された報酬額のみならず、

「当該事業年度において受け、又は受ける見込みの額が明らかとなった」報酬について金額の開示は求められます（同条5号）。

いずれにせよ、不実記載は、不記載・虚偽記載の別なく、取締役等に対して 100 万円以下の過料の制裁を科すにすぎません（会社法 976 条7号）。

これに対して、本件で問題となっています金商法の定めは、会社法とは異なるところがあります。本件当時の開示府令は、「報酬、賞与その他その職務執行の対価としてその会社から受ける財産上の利益であって、当事業年度に係るもの及び当事業年度において受け、又は受ける見込みの額が明らかとなったもの（当事業年度前のいずれかの事業年度に係る有価証券報告書に記載したものを除く。）」を「報酬等」と定義したうえで、主要な連結子会社の役員としての報酬等を含むものを「連結報酬等」と定義し、有価証券報告書において、①取締役の報酬等の総額、②取締役の報酬等の種類別の総額、③各取締役の連結報酬等の総額、④各取締役の連結報酬等の種類別の額、などを記載すること（③と④は連結報酬等の総額が1億円以上の者のみ）を求めています（平成31年改正前開示府令15条1項、第3号様式・記載上の注意（38）、第2号様式・記載上の注意（56）a(d)）。一部とはいえ、各人別報酬額の開示（連結ベース）を強制しています。

これは平成22年の開示府令改正によるものでありまして、当時の金融庁の担当の方が商事法務誌に寄稿された解説によりますと（谷口義幸「上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する開示の充実等のための内閣府令等の改正」商事法務1898号22頁（2010年））、その趣旨として、「上場会社の株主その他の投資者がその会社のガバナンスを具体的に評価するに当たっては、人事と報酬が重要な要素になる。このうち、役員報酬についてのより具体的な情報は、会社または個々の役員の業績に見合ったものとなっているのか、個々の役員に対するインセンティブとして適切か、会社のガバナンスがゆがんでいないかなどの観点

から、会社のガバナンスを評価し、投資判断を行う上で重要な情報であると考えられるため、有価証券報告書等において開示を求めることとした」と説明されています。

報酬情報がガバナンス評価の重要要素であることを基礎に、投資判断を行ううえで重要情報に当たるという理解です。この論理に従えば、各人別報酬額の開示を強制するに当たって、報酬金額の多寡は必ずしも問題ではないはずですが、取締役の貢献度と報酬のバランスを問題にしているのですから、報酬額が比較的小さい場合には、ガバナンス情報として各人別報酬額を開示する必要はないとは言いきれないからです。もっとも、現実には、各取締役の報酬額の開示は、総額が1億円以上の者に限定されています。

その理由ですが、「この10年の間に国内外において数々の企業不祥事や不正会計が発生し、国内外の多くの投資者が多大な損害を受けたことなどを背景として、国内外の投資者のコーポレート・ガバナンスについての関心は非常に高く、その情報は投資者が投資判断を行う際の重要な情報であると考えられる」（前掲21頁）という金融庁の担当者の認識から推測すると、企業不祥事の裏で一部の会社役員が過大な報酬を受け取っていたのではないかという疑惑が、基準額1億円の背景にあったとも考えられるところです。

いずれにせよ、開示府令には、どのような手続あるいは決定を経れば開示すべき報酬額となるかについて何ら具体的な定めはありません。したがって、それは解釈に委ねられていると解するほかなく、さきに少し触れたように、実体規律たる会社法を基礎に判断せざるを得ません。

この点、本判決は、「権限がある者が決定したとしても、取締役の報酬の決定手続が全く履践されておらず、その権限者のみが取締役の報酬に関する情報を管理していて、取締役の報酬の管理を担当する部署が全く把握していないような場合には、会社としては開示義務を果たしようがないといわざるを得ない……。特に、未払の報酬は、現実に金銭等の動きがなく、その存在を把握するこ

とが困難であることから、当該年度に所定の手続に従ってその額が決定され、将来支払われるものとして継続的に管理されているものであれば、これを開示することが必要であるというべきである。これらの事情を踏まえると、会社における権限規定等に基づいて取締役の報酬について決定する正当な権限を有する者が、会社の所定の手続に従って取締役の報酬額を決定し、会社の所定の部署において取締役の報酬が継続的に管理されている場合であれば、会社としては当然にその取締役の報酬額を開示すべきであると考えられる」との判断基準を明らかにしました。

この判断基準を当てはめて、本判決は、「本件において、取締役の報酬について最終的に決定する正当な権限を有するAがY₁社の所定の手続に従ってAの報酬を決定し、その後もAの報酬は秘書室において継続的に管理されていたといえる」のであるから、「本件において、Y₁社は、各連結会計年度において、Aが報酬計算書に基づいて決定した報酬額、すなわち報酬計算書に記載された実際に支払われた報酬額……と未払の報酬額……を合わせた報酬総額……を、当事業年度に係るAの報酬として開示すべきであったと認められる」としました。

もっとも、会社法の観点からは、定款の定め、あるいは株主総会の決議を前提として、①会社における権限規定等に基づいて取締役の報酬について決定する正当な権限を有する者（すなわち各取締役の報酬額の配分を決定する権限を有する機関ないし当該機関から配分権限を一任された者）が、②会社の所定の手続に従って各取締役の報酬額を決定しさえすれば、代表取締役が自己の配分額を決定する場合を含めて、適法な手続に従った処理と考えられます。代表取締役が担当部署に決定内容（各取締役ごとの配分額）を通知することまで会社法が要求しているわけではありません。代表取締役が総会及び取締役会から委任された配分権限を行使する限り、当該年度中に現に支給されるか、それとも決定されたが支給そのものは将来に繰り越されるかにかかわらず、取締役は会社に対

して報酬請求権を取得することとなります（会規 121 条 5 号参照）。これが金商法上開示すべき報酬額とされるということになるかと思います。したがって、③会社の所定の部署において取締役の報酬が継続的に管理されているとの要件は、いわば蛇足とも考えられるところです（伊藤靖史「判批」資料版商事法務 459 号 127 頁(2022 年)）。

本件のAの報酬額においては、各年度の決定額のうち、支払われることなく長年にわたり累積した未払い分があり、しかも多額（現に支払われた報酬金額をはるかに上回る金額）に達していました。前述の一覧表に挙げた数字をざっと計算してみますと、未払い分について平成 22 年度から平成 29 年度までの累積額は総額 91 億 3,300 万円に上ります。ちなみに、実際にこの間Aに支払われた報酬総額は 78 億 9,100 万円ですから、12 億 4,200 万円上回っていたことになります。その事実、一部の人間だけが知るいわば「トップシークレット」であったようです。本判決は、この点に配慮し、Y₁社の開示義務履行可能性を要件とすることが現行法の妥当な解釈を導くと考えられたのではないかと思います（得津晶「判例セレクト」法学教室 505 号 139 頁(2022 年)）。

すなわち、本判決の論理を推測するに、金商法 197 条 1 項 1 号の刑事責任を負うべき取締役は有価証券報告書の作成・提出の責任者と解されますから、本件の場合は、AやY₂の刑事責任については前述の①、②、すなわち会社における権限規定等に基づいて取締役の報酬について決定する正当な権限を有する者が、所定の手続に従って各取締役の報酬額を決定したという要件と虚偽記載についての要件を満たせば、A、Y₂個人の刑事責任は成立するが、法人であるY₁社の刑事責任（金商法 207 条 1 項 1 号）を問う場合には、①、②に加えて③の要件を付加することが、法人両罰規定の過度に厳格な結果を回避するために必要とされたと考える余地があるかと思います。これが本判決の論理ではないかと推測しました。

ただし、代表者個人が法人の業務に関して刑事責任を負うとき、当該法人もまた当然に責任を負

うべきというのが両罰規定の趣旨に合致すると解するのであれば、本判決は例外的な処理をしたと解しておく方が適切かもしれません。

なお、本件では、平成 28 年度及び 29 年度には、A の報酬決定額を算入すると、Y₁ 社の株主総会が決議した取締役報酬総額の上限を超えていたようです。そうすると、両年度の A の報酬支給は、未払い分も含め、会社法上無効と解されることとなります。A だけではなく、その他の取締役報酬分も無効と解されます。これに対して本判決は、最判平成 17 年 2 月 15 日集民 216 号 303 頁を引用して、事後的に是正処理によって有効となり得ることを指摘し、金商法上開示すべき報酬額に影響しないとしました。

結論には賛成しますが、事後是正の可能性を持ち出すと、事後是正がなされない間はやはり無効と考えられ、開示すべき報酬額はなかった（報酬額はゼロ）ということになりかねません。会社法に依拠して開示すべき報酬額を決定すべしという解釈を徹底するのであれば、それも致し方なしと言えそうです。しかし、金商法の解釈としてガバナンス情報の重要性を強調するのであれば、会社法の解釈とは若干矛盾する結果とはなりますが、たとえ会社法上は無効であったとしても、会社内で支給を決定した限り、その金額を報酬として開示すべきであると考えます。無効な支給を決定するような会社の体質（ガバナンスの欠陥）を開示することが、むしろ開示の趣旨にかなうと考えられるからです。

4) 報酬情報の重要性

虚偽記載有価証券報告書提出罪を肯定するためには、虚偽記載された情報が重要でなければなりません。本判決は、取締役の報酬情報の重要性を肯定しています。すなわち、「虚偽記載有価証券報告書提出罪の趣旨によれば、『重要な事項』とは、投資者の投資判断に影響を与えるような基本的な事項、すなわち、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項をいうものと解される」「開示府令による『コーポレート・ガバナ

ンスの状況』に関する情報開示の一環として、役員区分ごとの報酬等の総額開示に加え、一定額以上の報酬の支払を受けている役員の種類別の報酬等の額の個別開示を義務付けるに至った経緯及び背景事情によれば、役員の報酬等に関する情報は、投資者が会社のガバナンスの状況を評価する重要な手がかりとなるものであり、その評価を基に投資判断を行うことが想定される事項であるから、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項といえる。よって、取締役の報酬等の額は、『重要な事項』に当たるといふべきである」と説示しています。

まず、本判決は、重要な事項を「投資者の投資判断に影響を与えるような基本的な事項、すなわち、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項をいう」と定義しています。この定義を素直に読めば、もしも真実が明らかになれば投資者の投資判断を変える可能性がほんのわずかであっても、当該事実は開示すべき重要事項となるということになりそうです。法定開示事項は全て重要事項であるということになりそうです。

刑事責任に対する本判決の解釈を民事責任の領域に敷衍すると、金商法・開示府令において具体的に開示を求められている項目以外にも、投資判断へのわずかな影響を理由に、誤解を生じさせないために必要な事実とされ、開示すべき重要事項に該当するという解釈につながりそうです（金商法 17 条本文参照）。開示義務をこのように幅広に解釈・運用することの妥当性が問われねばならないと考えます。

懸念されることとして、開示責任を問われる会社や取締役らは、安全第一とばかりに、開示情報の量をむやみに増やす可能性が指摘できます。そのような事態は、投資者にとって歓迎すべきこととは思われません。情報が多ければ多いほど投資者保護に資するという発想は、採るべきではないと考えます。むしろ、本判決の立場とは異なり、投資者の投資判断に必要な情報が提供されるよう保障するため、虚偽記載有価証券報告書提出罪との関連で、開示すべき重要事項は「その記載内容

によって投資者の投資判断が変わる蓋然性が高い事項」をいうものと狭く考えるべきであろうと考えます（藤林大地「判批」金融・商事判例 1660号 12 頁(2023 年)参照）。

第二に、本判決は開示すべき情報を広く捉える立場に立つので、その結果として、取締役報酬の開示を、その虚偽記載は刑事責任の対象となる重要事項に該当すると解釈しました。その理由付けを見ると、「役員の報酬等に関する情報は、投資者が会社のガバナンスの状況を評価する重要な手がかりとなるものであり、その評価を基に投資判断を行うことが想定される事項」であることを指摘しています。これは前述した金融庁担当者の解説をそのまま取り込んだ見解であるように思います。もっとも、果たしてこのように言い切れるのか、疑問の余地があると思います。

確かに、前述したように平成 22 年改正は、リーマンショックの反省を踏まえ、コーポレート・ガバナンスに係る情報が開示すべき事項に当たるという認識の下、取締役の各人別の報酬額の開示を一定限度で実現しました。開示項目に規定された以上、会社は開示すべき義務を負います。高額報酬批判が妥当かどうかはともかく、各人別の報酬金額を太陽の光の下にさらせば、それなりに牽制効果があるのかもしれませんが。

もっとも、開示義務違反に対して刑事罰をもって臨む趣旨を、虚偽情報によって投資者の投資判断をゆがめ、適切な価格形成、資源配分を妨げる危険性に求めるのであれば、刑事罰が科される開示項目はおのずと限定されると解する余地があると思います。例えば粉飾決算に係る情報は、企業の経営成績に係る数値情報ですから、投資者の投資判断が変わる蓋然性が高い事項であり、したがって、その虚偽記載は刑事罰の対象となることにはほぼ異論はないかと思います。一方、開示項目に掲げられているとはいえ、コーポレート・ガバナンスに係る情報、あるいは今後開示が求められると予想される気候変動関連情報などは、一部の「意識の高い」投資者（一部の機関投資家等）はともかく、平均的な投資者にとって投資判断を変

える重要な情報と言えるかどうか、慎重に検討しなければならないのではないかと思います。

端的に言って、Aが支給されていた報酬金額とY₁社株式の投資判断の関連性が、報告者には明確とはいえないところです。平均的な投資者の関心は、企業価値に直結するY₁社の収益力や成長性、同社の経営戦略の成否ではないでしょうか。本判決は、報酬情報が重要情報であることを一応説明はしているものの、結局のところ、開示項目であることを根拠にストレートに重要事実という結論を引き出しているようには読めるわけですが、企業価値との関連性については言及はなく、疑問が残るところです。

この点、大株主情報の虚偽記載が論点となった西武鉄道事件において、かつて東京地判平成 17 年 10 月 27 日 LEXDB 文献番号 28135404 は、「特定の企業の大株主の持株数及び持株比率は、投資者がその企業の経営への参加可能性や株式の流動性、80 パーセントルールへの抵触可能性等を判断する上で重要な要素となるものである」としたうえで、「西武鉄道はコクドの子会社となっているほか、少数特定者持株数の割合も約 88 パーセントと極めて大きく、一般投資者の経営参加の可能性及び株式の流動性はいずれも著しく低い上、上場廃止の可能性さえ認められる。したがって、これらを考慮すると、コクドの株式保有数が投資者の投資判断を大きく変え得る重要な事実となることは明らかである」と説示しています。

上場廃止という深刻な事態を考慮すれば、真実が明らかにされることにより、虚偽記載の影響下にあった場合と比較して、投資者の投資判断が大きく変わることは当然予想されるところです。投資者の投資判断に及ぼす影響を基礎に情報の重要性を判断したこの東京地裁の平成 17 年判決の判旨は、私には説得力があると思われます（梅本剛正「ゴーン氏の役員報酬は「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」か？」証券レポート 1725号 44—45 頁(2021 年)参照）。

5) 虚偽記載と不記載の区別

金商法 197 条 1 項 1 号は、刑事罰の対象を重要情報の「虚偽記載」に限定しています。不記載や、一応真実ではあるが全体として見ればミスリーディングな開示は、少なくとも刑事罰の対象とはしていません。この点、本判決は、「金商法が両者を区別しているのは、不記載の場合は、投資判断における重要な事項について情報を投資者に提供しなかったにとどまる一方で、虚偽記載の場合は、投資判断における重要な事項について真実に合致しない情報を投資者に提供する点において投資判断を誤らせる危険性がより高いことから、悪質性が高く、刑事罰をもって抑制すべきと考えられるからである。このような両者の差異に鑑みれば、真実に合致しない情報を提供したと評価される場合には『虚偽の記載』があるといえるものと解される」と説示しています。

もっとも、不記載の場合も、投資者は記載されている事項のみが存在すると信じてと考えられますから、その意味で「真実に合致しない情報を投資者に提供する」効果が認められ、虚偽記載と実質的に異なるところはないという反論は一理あります（藤林・前掲 10 頁）。そうすると、不記載は「投資判断における重要な事項について情報を投資者に提供しなかったにとどまる」とは言えません。この点で、本判決の解釈には疑問の余地があります。

ただ、虚偽記載と不記載を区別している現行法の解釈としては、本判決が示唆するように、虚偽記載に該当するためには、単に真実に合致しない情報を提供したにとどまらず、虚偽の情報を積極的に市場に流布する行為の悪質性に着目し、当該悪質性が刑事罰に値すると考えるのが妥当ではないかと思います。

そして、記載事項の性質や虚偽の程度において投資者の投資判断に著しい影響を与えると評価できる場合に、そのような虚偽の記載が刑事罰の対象たる「重要な事項についての虚偽の記載」に当たると解すべきでありましょう（黒沼悦郎・金融商品取引法【第 2 版】（2020 年）212 頁）。不記載という不作為によって投資者の判断をゆがめるこ

とも刑事罰に値すると評価し得るわけですが、虚偽記載と不記載を区別することは立法政策に関わる問題でありまして、本判決の批評から外れるので、これ以上立ち入ることはいたしません。

ところで、仮に本判決が説示するように、A の報酬額の記載が投資者の投資判断に影響を与える重要事項であると解する立場に賛成するとして、そして投資者は、現に記載されている報酬額以外に A に対して支給される（ことが決定済みの）報酬額は存在しないと誤解させられたとすれば、これはもはや記載の欠落（不記載）にとどまることはなく、虚偽記載と解すべきことになるのでありましょうか。

判旨のように、A の報酬欄を見たときに投資者が受け取る印象を問題とする場合、A は確定額金銭報酬のみ支給されていたことは開示されていたわけですから、そこに未払い分も合わせて開示されているはずだという認識を投資者が持ったという判旨の解釈は、不自然だと思われます。投資者の認識としては、A に現に支給された報酬金額が開示されているということであったのではないのでしょうか。すると、投資者の認識と開示内容は一致していたということになりそうです。それでも、投資者がなお誤解させられたのであれば、その原因は未払い分の不記載にあるということにならないのでしょうか。

もっとも、先ほど「事案の概要」で紹介した「所定の計算を行って機械的に算定された報酬総額」の「計算式」は、投資者には全く明らかにされていなかったうえ、A の未払い報酬額は、前述のように長年にわたって多額に上っていました。しかも、今日ここではご紹介はしていませんが、蓄積された未払い報酬額は、いずれ何らかの方法をもって A に支払われることが関係者の間で画策されていたようです。これらの事実から見ると、事案の悪質性は重大であったと評価できそうです。

不記載ではなくて虚偽記載と判断された実質的な根拠は、このようにして不記載という評価にとどまらない本件の情報秘匿の悪質性にあったのではないか、これをもって虚偽記載罪が成立すると

されたのではないかと考えます。本判決の立場に立って、報酬情報は重要情報であるということを前提とすれば、この虚偽記載罪成立は、本件の事案を見ればそれなりに説得力があるように思います。

6) 結語

本判決は、未解明な論点を含む重要事件に対して、裁判所として一定の解釈を示しました。ただし、判旨には肯定できる部分だけではなく、報告者には疑問の余地が残る部分も少なくありません。

雑駁な報告で大変恐縮ですが、以上で報告を終わらせていただきます。ご教示のほどどうぞよろしくお願いいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○川口 志谷先生、ありがとうございました。それでは、残りの時間、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見があればお願いしたいと思います。

#### 【報酬情報の重要性】

○前田 貴重なご報告をいただき、どうもありがとうございました。

レジュメ8ページ以下の「報酬情報の重要性」について、私も、どれだけの額の虚偽記載かということに関わらず、とにかく報酬に関する情報は一律に重要事項であって虚偽記載に当たるというのは、行き過ぎではないかと感じました。投資者の投資判断への影響が問題になるわけですから、実質的にどれだけの額の虚偽記載かということを問題にせざるを得ないのではないかと思います。

ただ、志谷先生は、恐らく基本的にはそのようなお考えに立たれているとは思いますが、この判決は結局企業価値との関連性について論じていないということで、虚偽記載という判断をしたことについて批判的なお考えを示されました。

しかし、本件の場合は、未払い分の額は非常に

大きくて、既払い分よりもむしろ多い。そしてこの開示制度の趣旨は、立案担当者が言っていますように、報酬に関する情報が、企業価値といえますか、直接に株価に影響を与える情報だから開示させるというよりは、むしろ投資者にとって会社のガバナンス状況を知ることが投資判断を行ううえで重要だからということだと思えるのです。特に直接の企業価値だとか株価への影響は問題にしないでいいのではないのでしょうか。

そうすると、結局結論としては、本件のように巨額の未払い分があれば、重要事項と見ていいのではないかと思ったのですが、いかがでしょうか。○志谷 ガバナンスに関する情報が投資者の投資判断にとって重要であるということを、私も一律に否定しているわけではありません。もっとも、意識の高い投資者の方であればそうなのかもしれないけれども、何が平均的なのかと言われると難しいかもしれませんが、一般の投資者を想定すると、本件のAに支払われた報酬額が投資判断に影響したのだと言われると、肯定しづらいところがあるというのが私の基本的なスタンスです。

確かに先生のおっしゃるように、市場に積極的に多額の未払い報酬額を秘匿しておいて、それで関係者の間ではそのうち何とかAに支払いをしようと画策していたようですから、そういうことを考えれば、投資者を、市場をだましたと、そういう価値判断の基にこの判決は書かれたのであれば、そうかなとは思いますが、少し元に戻れば、当該情報の重要性が構成要件とされているわけですから、報酬額情報は重要情報にあたることをもう少し丁寧に論述していただいた方が理解しやすかったかなというのが私の感想です。

○前田 どうもありがとうございました。

#### 【報酬とガバナンスとの関係】

○川口 最近は「攻めのガバナンス」とか言われ、報酬はその中核になっています。この点の認識が昔よりも強くなっていると思うのです。例えばインセンティブ報酬を開示させるようになってきていますが、これは将来的に企業価値に影響し



てこないのでしょうか。インセンティブ報酬を与えることによって企業価値を上げるという方向性もあり、報酬が企業価値と関連性がないとは言いきれないという気もします。

○志谷　ただインセンティブ報酬を与えることが目的ではなくて、恐らくそれによって企業業績を上げるということが目的なのでしょうから、インセンティブ報酬を与えたけれども、肝心の業績は上がっていませんねということであれば、それによって投資者が、この株は買いたいというふうに考えるかどうかというのは、ちょっと私は慎重に考えたいなという立場なのではけれども。

○川口　インセンティブ報酬の付与によって、企業価値が上がり得るというふうに判断する投資家もいるのではないかと、その意味で、投資判断に影響するのではないかとということなのですが。

○志谷　なるほど。インセンティブ報酬が付与された事実を見て、あるいは積極的に評価をされる投資家もいるのかもしれませんが。ただ、インセンティブ報酬の付与がどの程度会社の中長期的な業績に影響を与えるものなのか、疑問があります。いずれにせよ、報告の中で、報酬とガバナンスの関係についての本判決の論理を分析すべきだったですね。

○川口　別の視点ですが、これまでも、ストックオプションなどを大量に与えると過度に短期的なものに企業の経営が向かわないかということも懸念されてきました。このような観点からも、投資判断において重要で、報酬内容を開示させる必要があるという説明もなされていたと思います。この点からも、投資判断への影響は無視できないのではないかと考えた次第です。

○梅本　ご報告ありがとうございます。

私は報酬情報の重要性について、志谷先生のご報告内容に賛成です。ガバナンス状況の開示が重要かどうかというお話ですが、投資家の投資判断ということであれば、真実の有価証券報告書と虚偽の有価証券報告書の両方を見比べて投資判断が変わるかどうかということではないかと思うのです。そうであれば、例えばインセンティブ

報酬の開示がまったく重要でないとは思いませんが、その内容によって投資判断が変更されることはそうそうないと思うのです。

ガバナンス情報の虚偽記載一般について基本的に重要な事項だと説かれる方がよくおっしゃるのが、虚偽記載をするというのはその会社のガバナンスがゆがんでいる証拠だ、だからこれは重要な事項なのだという理屈です。しかし、そういった判断の仕方というのは、私はおかしいのではないかと思うのです。そんなことをいえば、虚偽の程度が非常に軽微であっても「重要な事項」になってしまうのではないですか。

同じことになるかもしれませんが、志谷先生がおっしゃったことで全くそのとおりでございましたのは、判旨が役員報酬が開示項目であることを根拠にストレートに重要事実という結論を引き出している点に疑問を提起された点です。197条1項1号は、有価証券報告書の記載事項の中で「重要な事項」について虚偽の記載があることを構成要件にしており、ここは重要性にさらに絞りがかかっているはずだと思うのです。判旨のように言うのであれば、法定開示事項というのは全て重要な事項になってしまいおかしな解釈をしていると私は考えます。

#### 【非財務情報の開示への影響】

○梅本　あと、コメントなのですが、レジュメ8ページの下の方で志谷先生が指摘しておられますように、重要事項というもののハードルを過度に下げてしまうと、上場会社は重要かどうかは分からないから、とにかく開示しちゃえとなって、情報の洪水に投資家がのみ込まれてしまうことが懸念されます。これはベーシック事件判決で指摘されていた比喻だと記憶します。確かにそういう側面もあると思うのですが、現実には日本で問題になるとすると、非財務情報を充実させて分かりやすく開示せよと言われているけれども、上場会社としては重要な事項について虚偽記載をしたと見られるのは嫌だから、なるべく少なく開示しようという、情報開示の萎縮効果の方が問題になるので

はないかという気がします。

【総会決議を超える報酬額の効力とその開示】

○梅本 最後に、藤林先生が説明しておられるところで一点、私はどう考えるべきか迷っているのですが、レジュメ7ページに書いておられるように、平成28、29年度の報酬は総会決議の枠を超えています。藤林先生は、もし真正の開示がなされていたならば、28年度、29年度については、投資家としては、Y<sub>1</sub>社は総会決議を超えた報酬を取締役に対して支給しているとのメッセージを受け取ることになるのではないかと指摘されます。西武鉄道事件と同じに考えるのがいいのか、そうでないのかはよく分からないのですが、確かにそういう側面はあるなと考えているのですが、これが重要な事項に該当すると言えるのかどうか。ガバナンスのゆがみというか、総会決議を超える報酬をもらっている、ということがどう評価されるのか分からないのですが、このところの先生のお考えをお聞かせいただければと思います。

○志谷 会社法の解釈を徹底してやったら、それこそ報酬額ゼロになってしまって、ゼロと開示するのが正しかったということかもしれませんが、むしろその超えた分を開示させるというのが、ガバナンス情報としての重要性ということを強調するのであれば、むしろこういう欠陥があるということが具体的に分かるようなところを開示させた方が、投資家にとっては、これは売りだというふうな投資判断につながるかなと思います。

○梅本 どうもありがとうございました。

○川口 確認なのですが、株主総会で決議した報酬額の上限を超えて報酬が支払われた場合、それは全部無効になるのですか。超過分が無効になるというのではなくて、全部無効になるわけですか。

○志谷 私は全額無効かなと思っていたのですが。

○川口 超過額が無効になるという考え方もあり得ると思いますが、皆さんいかがでしょうか。ゼロになるのですかね。

○前田 数量制限とか金額制限を設ける規制には、そういう問題がついて回りますよね。超えた分だけ効力を否定するのか、それとも一個の行為としてされたものは全部が無効になるのか、考え方は両方あるのでしょうか。

○志谷 取締役全員の報酬も全てゼロになるというのは行き過ぎた解釈でしょうか。

○川口 超えた分の割合で減額されていくと考える方が、私は素直なような気がします。

○志谷 それは、全員にその分カットするという解釈ですか。

○川口 はい。

ほかに、今の点でも結構ですし、別のところでもご意見をいただければと思います。

【虚偽記載と不記載の区別】

○久保 一点、レジュメの11ページになるかと思いますが、報酬額の表示のところが確定額金銭報酬のみ支給されていたことは開示されていたのに、それに対して未払い額も含めて開示されているはずだという認識を投資者が持ったという判旨の解釈は不自然だという志谷先生のご見解は、私も賛成でして、ここでやられていることは、虚偽記載ではなくて、実は不記載なのではないかという気がするのです。

ただ、そうすると問題なのは、197条で処罰の対象になっているのは虚偽記載だけでして、不記載と評価されるのだとすると、罪刑法定主義の問題が出てくる可能性があるのではないかという気がします。ところが、志谷先生は、最終的には判旨の結論やむなしみたいな判断をされているように見えるのですが、そうすると、実は不記載ではないかという問題をどういうふうに乗り越えて解釈すればいいのかという問題が出てくると思うのです。この点、志谷先生はどのようにお考えなのか、お聞かせ願えたらと思います。よろしくお願いします。

○志谷 虚偽記載と不記載の違いというのは、結局虚偽記載というのは、虚偽の情報を積極的に市場に流すこと、その悪質性が、可罰性といいま

すか処罰の根拠になっているのではないかと思います。そうすると、この事案を見れば、まさに長年にわたって多額の未払い報酬額を秘匿していたということの悪質性、つまり、これだけしかAさんはもらっていないのだと言っていた額よりもずっと多い額が未払いで残っていて、しかもそれを何とか配分しようと関係者が動いていたというような悪質性を総合判断して、それは不記載ではとどまらなくて、虚偽情報を流布したのだというようにこの判決は判断したのではないかと思います。これは私の推測ですが。そして、そのように推測される判決の論理は、それなりに私は理解できるという立場です。

以上です。

○久保 分かりました。ありがとうございます。

#### 【総会決議を超える報酬額の効力】

○飯田 ご報告、ありがとうございました。

まず、川口先生がおっしゃっていた超過額のとときの処理の話ですが、私も超過額の部分だけが無効なのかなと思っていました。超過した部分を各取締役の報酬額の例えば割合とかで計算して割り振って、その分だけ減らせばいいと理解していました。

#### 【報酬に関する会社内部の意思決定】

○飯田 ご報告への質問は、レジュメ8ページの上の方のところで、限度額を超えていることについて会社法上無効だという話についての志谷先生の積極的なご意見として、金商法の解釈としてガバナンス情報の重要性があるというところを強調されているというふうに理解しました。それとの関係で、判決要旨の<1>のところでは、そもそも決定をする権限があるかどうか議論されていて、会社における権限規定等に基づいて決定する権限があるといった議論があると思うのですが、これは基本的には、株主総会決議を前提に取締役会決議を経て一任されているという会社法的に正当な権限があるというのを前提にしてい、まさにこの人たちに決定権限があったのだと

いう、そういう流れになっているわけです。しかし、株主総会決議で定めた報酬総額の枠を超えているというときに、このAさんは正当な権限を持っていたと言っているのでしょうか。ここも、会社法の観点から言ったときに、その枠を超えるようなことを決定する権限を持っていたとはいにくいような気がしまして、そうすると、金商法的な観点から、ここも修正しているというようなご理解をされるのかというのが質問です。

あわせて、他方で検察官の主張だと、より実質的にみていて、実質的権限があれば、その人が権限者なのだというようなことを検察官は主張したようなのですが、この裁判所は、そこまで行くと行き過ぎだというようなことで、金商法的に修正するという発想は必ずしも採っていないように思えて、そのあたり、志谷先生はどのようにご理解されているか伺えればと思います。

○志谷 私の理解はどうかということですが、裁判所は、基本的に会社法の解釈を基礎にしていると思います。ただ、先ほど申し上げたように、何か会社内部で継続的に管理されているというのは、会社法の視点から見たら要らぬことかなとは思ったのですが、そこを除けば、権限のある者がその権限を行使して配分を決めたのだから、会社法上は有効であると。ただ、その正当な権限というのは、総会の枠取りの範囲内でありますから、それを超えると、先ほど議論がありましたけれども、やはり無効という評価を会社法上はせざるを得ないと思います。

ただ、報告の中で申し上げましたように、会社法の解釈を貫くとなると、取締役に与えられた権限を超えて支給された報酬はそもそも開示すべきことになるのかどうかということもよく分からなくなってしまうのですが、そこは、金商法の趣旨で修正するのはありじゃないかというように私は考えました。

それから、検察官の主張ですが、会社法の解釈を基礎にするという裁判所の態度は私も共感するところでありまして、そうすると、検察官の主張はそれをも超えてしまうことになってしまい、賛

成しかねると。これは金商法での問題だといっても、全く会社法の解釈を度外視して、金商法はかくあるべしということになってしまうというのは、行き過ぎではないかというのが私の立場です。

○飯田 よく分かりました。

### 【両罰規定の解釈】

○黒沼 3つほど質問ないし意見があるのですが、まず第1点は、今も話題になっていた報酬の決定についてです。ここでは、会社の所定の部署において取締役の報酬が継続的に管理されているという要件を裁判所は書かせていて、それについて疑問もあるけれども、志谷先生は、法人の責任を問うときにこれが必要になるから、これを付加したのではないかと分析されています。

私は、それ以前の①、②だけで足りると思っていますのです。法人の両罰規定については、明文の規定はないのですが、法人を処罰するには少なくとも過失が必要であるというのが刑法での議論のようです。そうすると、権限のある者が決定したが、決定した者以外の取締役が知り得ないことであったような場合は、③も要件にしてしまうと、当該決定した人も処罰の対象や開示義務の主体にはなくなってしまうのです。それに対して、法人については、今のような場合には、過失がなかったということで免責させることができるように思うのです。そうすると、3つ目の要件は要らないのではないかと。これは意見かもしれませんが、もし先生のコメントがあればお願いしたいと思います。

### 【総会決議を超える報酬額の効力】

○黒沼 第2点は、取締役の報酬額が限度額を超えていた場合、志谷先生は、判旨は、事後的に是正処理によって有効となり得るということを指摘して、それを梃に金商法違反を導いているとされました。そして、ご自身のご意見としては、会社法上無効であっても、会社内で支給を決定した限り、その金額を法人として開示すべきであると言われました。しかし、この点は、裁判所もその

ように述べているのではないのですか。

確かに、事後的に承認できるということも言っているのですが、その後の方で、取締役の報酬等の決定過程とその内容がガバナンスの状況を反映したものと言うべきであるから、その決定内容をそのまま開示することが金商法及び開示府令の立法趣旨・目的にかなうものと解されると言っているのです。これは、報酬が無効であっても、開示義務の対象になるということを述べているのではないかと思います。だから、志谷先生と同じことを判旨は言っているのではないかと思ったのですが、その点はいかがでしょうか。

### 【虚偽記載と不記載の区別】

○黒沼 第3点は、虚偽記載か不記載かという点です。この点は、まずこの事件では、「支払われた報酬額は次のとおりである」と記載されていたということから、被告人の側で不記載だという主張が出てきたのですが、その支払われた報酬の中に「報酬総額」と「金銭報酬」以外に「株価連動型インセンティブ受領権」の欄が設けられていて、この欄が設けられていたということは、誰か取締役で受け取った人がいるのでしょうか。Y<sub>2</sub>については、それがゼロとか、横棒が引かれていたということなのですね。そして、その注に、このインセンティブ受領権の金額は支払いが確定されたものではないというふうに書いてあると。裁判所はこれを全体的に見て、これは、ほかの人はインセンティブ受領権のところが書かれているのだから、支払われる予定の額も含めてここに記載したものであって、そうすると、これは不記載ではなく、虚偽記載だというふうに判断したのだと思います。

ですから、この注の読み方が実はすごく問題になっていて、被告人側は、それは支払われた報酬ということの例外をなしている記載なのだと主張しているのですけれども、注の記載と本文とが矛盾していて、それを全体としてどのように評価するかということかなというふうに思います。

ただ、今の点は、不記載か、虚偽記載かという



のは、ご報告の中で私のテキストも引用していただいているのですが、その引用していただいた箇所は、虚偽記載の重要性について書いたものであって、重要な不記載は虚偽記載になるという趣旨で書いたものではございません。やはりこの両者は分けなければいけないと思うのですけれども、それはやはり有価証券報告書の報酬欄の記載を全体として観察したときにどう解されるかということから解釈していくのが王道かなというふうに感じています。

いずれも質問というよりもコメントのようなものになってしまって申し訳ないのですが、よろしくお願いします。

#### 【両罰規定の解釈】

○志谷 まず最初のお話ですけれども、法人両罰規定で法人の過失が問題になるのだというお話でした。法人の過失をどのように捉えるかについて、例えば法人の使用人が虚偽記載の主体である場合は、当該使用人に対する法人の監督が十分になされていたかどうかが問題となるでしょう。もっとも、この事件では、代表者のAやY<sub>2</sub>が虚偽記載の主体でしたので、法人の過失を考える実益がないようにも思えます。

そうすると、結局は、AやY<sub>2</sub>が提出の責任者ですから、その人たちにまず罪が成立してしまえば、それに引きずられて法人も一緒に両罰規定で罰金という結論になりはしないでしょうか。

○黒沼 そこは、またさらに議論が分かれるところで、報酬について管理がされていなかったとか、あるいはその部分については管理されていなくて一部の経営者が暴走したというようなときに、法人の過失が否定される場合もあるのではないかと私は思います。

○志谷 それは、代表取締役が暴走していても、過失なしという解釈につながるということでしょうか。

○黒沼 そうですね。事案次第だろうと思うのですけれども。

#### 【総会決議を超える報酬額の効力】

○志谷 それから、2点目のご質問については、事後的に有効とし得るという最高裁の判例が引用されていたので、私は、事後救済の可能性があるのだから、たとえ総枠を超えていても、開示すべき金額に含まれていたのだというのが裁判所の判旨かなというように理解しておりまして、先ほど黒沼先生から、その後に別のことを言っているよとご指摘があったので、ちょっと今、それは見落としていたのかどうか、もし見落としていたら申し訳なかったのですけれども、結局、裁判所は事後救済の可能性をやはり主として考えていたというように私は理解しておりましたが。

○黒沼 事後救済の可能性は、会社法と金商法では異なって解釈することがあり得るという根拠として挙げられていて、そして裁判所は、金商法の解釈に照らして判断すべきものと考えたと言ったうえで、今のように会社法上無効であっても、金商法上は開示義務の対象になるというふうに言っていると、私は理解しました。

○志谷 なるほど。結局それは、金商法の趣旨から判断するという立場だということですね。

○黒沼 そうですね、はい。

#### 【虚偽記載と不記載の区別】

○志谷 3点目のご質問についてですが、私は、先ほど報告でも述べましたように、Aに対して支払われていた報酬は確定金銭報酬だけだと開示されていたということと、そのほかの取締役についてはインセンティブ報酬も付与されていたということから、Aについてもそのような未払いの額が本来はあるはずだけれども、書いていないのは、その種の未払いの額はないのだと投資家は受け取るだろうという本判決の解釈は、不自然じゃないかと指摘をしました。そして、先ほども言いましたけれども、所定の計算式の計算式とは何かというのは不明ですけれども、むしろ投資家はAにはインセンティブ報酬は与えられていないのだと認識していたのではないかと。その認識どおりの開示がされていた、しかしそれは多額の未払い報酬を



秘匿した悪質なうそだったということで、不記載ではなく、虚偽記載が成立するという理屈になるのではないかと思います。

○黒沼 分かりました。ありがとうございました。

○川口 ところで、志谷先生が最後におっしゃった、不記載なのだけれども、情報秘匿の悪質性があると、虚偽記載になるというのは、一般的な考え方なのでしょうか。

○志谷 いや、それが一般的な考え方かどうか自信はないですけども、この判決を読んだ私の印象としては、やっぱり事案の悪質性が最後まで裁判所の判断に影響をしたと思います。だから刑事責任を負うべきだという結論になっているんじゃないかと思ったわけです。だから、悪質性があれば、本来は不記載でも虚偽記載になるのかと言われても、はっきりしたことは申し上げられません。ただ、この裁判所の解釈は、単なる不記載に止まらない、積極的に秘匿しているというか、要するに本来開示すべきであったものが開示されず意識的に秘匿されていたのだという線で虚偽記載という評価がなされたということです。

○川口 不記載と虚偽記載は異なると解されていますので、不記載で何があれば虚偽記載になるのかという点が知りたかったところです。背景には悪質性がみられる場合に、判決は、少し、ねじ曲げた解釈をしているのではないかと思います。

○志谷 ねじ曲げられたとまでは言わないけれども、無理な解釈ではないかとは思いました。

○川口 分かりました。

#### 【事業リスクの開示】

○石田 不記載と虚偽記載に関して、本件の事案とは離れてしまって申し訳ないのですが、気になっていたのが、事業等のリスクといった開示項目がありますけれども、例えば会社としてはゴーイング・コンサーンに関わるような重大な事実だけれども、これを発表すると、投資家の判断は大きな影響を受けるだろうということであって出

せないなど。そこで、「なし」とか、「事業等のリスクはございません」というような記載をした場合、こういうのはやはり虚偽記載と評価してよろしいのでしょうか。それとも、こういうのも不記載と評価されてしまうのでしょうか。

○志谷 そのリスクというのは、まさにケース・バイ・ケースなのでしょうけれども、コクドと西武鉄道の関係は、これ、事業リスクと言えばリスクですよ。88%も特定の者に握られていて、これが明らかになったら廃止ですよ。そのような場合は、これはもう重要情報の虚偽記載だという話になるのではないのでしょうか。

でも、リスクっていろいろとあるわけだから、開示しなかったから直ちに虚偽の情報開示になるのか、あるいはそこまでいなくて不記載と評価されるのか。それは民事では責任になるかもしれないわけですが、刑事責任を負わされてしまうのかどうか、私、現時点で自信を持ってお答えできないですね。

○石田 分かりました。また考えてみます。

#### 【会社法上の効力と記載義務との関係】

○齊藤 本日は貴重なご報告をいただきまして、ありがとうございました。大変勉強になりました。

私の方からは、2点ないし3点ご質問いたしたく存じます。

1つ目は、議論になっている会社法上の効力と記載義務との関係でございますが、会社法上の行為の有効性が有価証券報告書の開示義務をかならずしも左右すると考える必要はない、と考える余地はないのでしょうか、というご質問です。今回のケースであれば、当事者がこれは有効な報酬だと認識して支給したら、報酬として記載しなければならぬのであり、それが事後的に、あるいは客観的に実体法上有効でないことが明らかになれば、それに応じた事後処理をすることになるわけで、またその時点でその事後処理について開示をするべきことになる、と考えるわけにはいかないのでしょうか。そのようにしていきませんと、有価証券報告書の非財務情報にかかる記載事項には、様々に

実体法上の効力が問題となるものはあり得るわけですが、最終的にそれが有効かどうかは司法で判断してもらわなければ誰も確定的に言えないという点とうまく折り合いをつけられないのではないかと、思われるのです。

当事者が有効な行為であると思って行っているのであれば、その旨を市場に報告することで必要十分なのではないか。有価証券報告書は、行為の効力について登記官によるチェックがあり、一定の法的効力と結びつけられる登記とはまた違う制度で、当事者が市場が必要とする情報を報告し、その内容について事前に公的なチェックは受けないのですから、先ほどのような考え方も、あり得るように思われるのですが、いかがでしょうか。

#### 【虚偽記載と不記載の区別】

○齊藤 2つ目ですが、不記載と虚偽記載に関する点ですが、私自身も非常に難しい問題だとは思いながらお聞きしておりました。今回のケースは、確かに一部記載されていないに留まるのは事実だけでも、虚偽記載として捕捉しなかったという裁判官の考えも分からないわけではなく、その根拠として、悪質さなどの要素を加えて一般的な不記載と区別する必要があるのかもしれないという点について、なるほどなと思いました。

その点について2点質問がありまして、1つ目は、その悪質さというのは、客観的に、例えば全体として見れば誤解を生じさせるような記載になっているというものなのか、あるいは誤解をさせる意図まで要するのかという点です。例えば今回の場合に、Aが巨額の報酬を自分が手にする地位にあるということを市場に知らせたくなかったという主観的な事情ゆえに、記載事項を操作したというようなことが認められて初めて虚偽だと言えるということなのか、先生はどのように捉えていらっしゃるかお聞きしたいというのが後半のご質問の1点目です。

2点目は、不記載という場合に、例えばある項目の記載が全く落ちていたら、投資家としてはその情報が欠けている、その点について何も情報が

提供されていないということを認識できるわけで、そういう意味で不記載というものに対する可罰性は低いといえるかもしれません。しかしながら、一部だけ開示をする、しかしその全体像を理解するために決定的に重要な一部は非開示にするという操作が行われますと、投資家はある情報が多少でも開示されている以上、不記載を知り得ず、開示されるべきものは全てそこに開示されているというように、期待ないし誤解するわけで、このような場合には、一部の不記載ではなく、虚偽記載として捉えるという考え方はあり得るように思われるのですが、この点についていかがでしょうか。

#### 【会社法上の効力と記載義務との関係】

○志谷 まず最初のご質問ですけれども、例えば今回で言えば会社法上の手続は一応横に置いて、当事者がこれはAの報酬だと決めたら、それは開示したらよろしいというお立場だと理解したのですが、私としては、どうしても会社法の手続にこだわりたい方なので、それは一切なしで、Aが自分の報酬はこれだ、10億だとか言って決めて、支給したのであるから、だからそれを開示するとかいうところまでは、私自身はそこまで割り切れないという立場です。通常ではない異常なケースを念頭に、会社法の手続に拘われないで金商法の開示をすべきだと考えるのではなく、むしろ通常のケースを念頭に、会社法の手続に従って支給額が決まり、支給額を開示すれば金商法上も適法になる。会社法上の効力と記載義務との関係を、以上のように考えております。

#### 【虚偽記載と不記載の区別】

○志谷 2つ目の質問の最初の分ですけれども、悪質さというちょっとつかみどころのないようなことを申し上げたのですが、基本は客観的なものじゃないでしょうか。

例えばこの事案で言えば、やっぱり9年ですか、長きにわたって、私の計算が正しいかどうか分からないけれども、90億も隠していたというそのことの悪質さというのがやはり客観的にまずあって、

そのうえでAが、自分がそれをもらっているのがばれると都合が悪いなという主観的な面ももちろんあったのでしょうかけれども、基本はやはり客観的なところでまず押さえたらよろしいのではないかというのが、私の立場です。

それから、もう一つの不記載と虚偽記載の違いで、一部開示だと、ところが決定的に重要な事項が隠されていたと。これは虚偽記載ではないのかというご質問かと思いました。

確かに、そのようなことをする会社が出てきそうなのだけれども、一部しか開示されていなくて、全体として見ると投資家をミスリーディングしてしまうというのは、本件で問題としている虚偽記載とは違うのではないか。例えば金商法 17 条の文言のような民事の責任だと、それも責任の根拠にはなるだろうけれども、197 条の文言から言うと、それは採れないなというのが私の今の立場です。また考えてみたいと思います。ありがとうございました。

○齊藤      ありがとうございました。

○行澤      先生方のご質問でさらに考えさせられたわけですが、そもそも裁判所が虚偽記載なのか不実記載なのかということについて述べているところで、レジュメ 3 ページの< 3 >で、不記載と虚偽記載の違いというのは、不記載は、投資判断における重要な事項について情報を当事者に提供しなかったにとどまるもので、虚偽記載は、重要な事項について真実に合致しない情報を当事者に提供することだと言っているのですが、重要事項について情報を当事者に提供しなかったという不記載というのは、基本的には、情報全体として真実に合致していない、真実ではない情報を総体として述べていることになるのではないかなと思って、そういう意味では、この裁判所の判断基準で不記載と虚偽記載が明確になったということができるのかなということがちょっと疑問でした。すみません、志谷先生、その点についてお答えいただければと思います。

○志谷      これは決して明確になったとは言えないのではないかと思います。投資家に対する効果

としては、不記載も、やはりミスリードしたという点では違法性がある行為だろうと思います。ただ、現行法は虚偽記載と不記載とを区別しております。その立法政策の是非は、ここで私が申し上げる立場ではございませんので、何も申し上げませんけれども、この点判旨は、虚偽記載と不記載を区別しようと判断基準を一応立てたとは言えても、理論的に見て両者を明確に区別できたとは言えないと思います。

#### 【開示すべき報酬等の意義】

○行澤      ありがとうございます。

もう一つ、5 ページ、金商法上、特に当時の開示府令で言えば、「財産上の利益であって、当事業年度に係るもの及び当事業年度において受け、又は受ける見込みの額が明らかになったもの」が「報酬等」ということになっていて、そういう意味では、報酬等ということに関するAさんの報酬欄についてはやっぱり不正確というか、見込みの部分というのが書かれていないわけですね。そうすると、開示書類に既に支払われた金額がこれこれであると書いているところが確かにミスリーディングだと思うのです。それを不記載と言うのではなくて、虚偽記載だというふうに持つていくための論理として、志谷先生は悪質性とかいろいろ要るんじゃないかということですが、そこはどうなのでしょう。ここは虚偽記載として、本当に虚偽記載にふさわしいものになっているのでしょうか。

○志谷      行澤先生が今読み上げていただいたところで言えば、いつ支給されるかはともかくとして、支給される見込みが決まっていて、それが累積していたと。それを開示していなかったということになると、不記載になってしまいそうですね。

○行澤      そうですね。それが虚偽記載になるかどうかですけれども。

○志谷      裁判所は、積極的に投資家をだましたと、そして虚偽記載になると判断したわけですが、私はその理屈が不自然じゃないのかなと思ったの

です。その上で、裁判所が言うように、なお不記載ではなくて、可罰性のある虚偽記載だと言おうとしたら、プラスアルファで何か事件全体の持つ性質というか、虚偽記載の事情といったものを加味しないと、そうしなければハードルを飛び越えられないのだろうと思ったというのが、先ほどの報告の趣旨でございます。

○行澤　そこは私も共感できるところで、そもそも、「既に支払われたもの」という書き方がおかしいんじゃないですか。

○志谷　なるほど。

○行澤　そういう書き方がこの開示府令の精神という趣旨と合っていないということですよね。だけど、それをもって可罰的である、刑事責任を問う、と。それが私にはもう一つ腑に落ちないのですけれども、よくわかりました。

以上です。

#### 【虚偽記載と不記載の区別】

○前田　不記載か虚偽記載かについて、簡単に感想だけ述べさせていただきます。

裁判所が不記載ではなく虚偽記載だと言った背景としては、Aの悪質性のようなものが影響したのであろうというご説明はよく分かったのですが、やはり理論的には、すでに議論にありましたように、一覧表でインセンティブ受領権の方は未払いのものであるにもかかわらず記載されていた、という事実が重要だったのではないかと思います。

未払いなのに、インセンティブ受領権の方は記載されていたわけですから、投資者にとっては、確定額金銭報酬についての未払い分、これは形のうえでは記載はなかったのですけれども、実質的にはゼロと記載されていたのに等しく映る。裁判所がこのような記載の全体を見て、確定額金銭報酬の未払い分については、投資者はゼロと記載されているのと同じように受け取った、すなわち虚偽記載があったと判断したことは、私は説得力を感じました。

○川口　それでは、今月の研究会は閉じさせていただきます。

活発な議論をありがとうございました。志谷先生、ご報告ありがとうございました。



|          |              |                    |
|----------|--------------|--------------------|
| 平成 25 年度 | 9 億 9500 万円  | 19 億 4593 万 8900 円 |
| 平成 26 年度 | 10 億 3500 万円 | 22 億 1267 万 0322 円 |
| 平成 27 年度 | 10 億 7100 万円 | 22 億 8194 万 3949 円 |
| 平成 28 年度 | 10 億 9800 万円 | 24 億 0213 万 9971 円 |
| 平成 29 年度 | 7 億 3500 万円  | 24 億 9105 万 9943 円 |

Y<sub>1</sub>社は、A、Y<sub>2</sub>およびBが共謀の上、Y<sub>1</sub>社の業務に関し、平成 23 年度から平成 29 年度までの各連結会計年度につき、A の報酬等について「虚偽の記載」のある有価証券報告書を提出したとして起訴された（金融商品取引法（以下「金商法」という）207 条 1 項 1 号・197 条 1 項 1 号）。また、Y<sub>2</sub>は、A および B と共謀の上、Y<sub>1</sub>社の業務に関し、平成 22 年度から平成 29 年度までの各連結会計年度につき、上記の有価証券報告書を提出したとして起訴された（金商法 207 条 1 項 1 号・197 条 1 項 1 号）。

2 判決要旨

本判決は、以下に述べるように、Y<sub>1</sub>社について虚偽記載有価証券報告書提出罪の成立を肯定した。また Y<sub>2</sub>については、平成 29 年度に関与のみ故意および共謀が認められるとして、同年度に関し同罪の成立を肯定した。

＜1＞A の報酬額として開示すべきであった金額

「金商法や開示府令には『取締役の報酬について、いかなる決定がなされれば、会社は有価証券報告書に記載して開示しなければならないのか』という点について具体的な規定があるわけではない。

そこで検討すると、……権限がある者が決定したとしても、取締役の報酬の決定手続が全く履践されておらず、その権限者のみが取締役の報酬に関する情報を管理していて、取締役の報酬の管理を担当する部署が全く把握していないような場合には、会社としては開示義務を果たしようがないといわざるを得ない……。特に、未払の報酬は、現実には金銭等の動きがなく、その存在を把握することが困難であることから、当該年度に所定の手続に従ってその額が決定され、将来支払われるものとして継続的に管理されているものであれば、これを開示することが必要であるというべきである。

これらの事情を踏まえると、会社における権限規定等に基づいて取締役の報酬について決定する正当な権限を有する者が、会社の所定の手続に従って取締役の報酬額を決定し、会社の所定の部署において取締役の報酬が継続的に管理されている場合であれば、会社としては当然にその取締役の報酬額を開示すべきであると考えられる。」

「本件において、取締役の報酬について最終的に決定する正当な権限を有する A が Y<sub>1</sub>社の所定の手続に従って A の報酬を決定し、その後も A の報酬は秘書室において継続的に管

金融商品取引法研究会 2023 年 6 月 23 日報告  
日産自動車有価証券報告書虚偽記載事件  
東京地判令和 4 年 3 月 3 日資料版商事法務 458 号 123 頁  
報告者 志谷匡史（神戸大学）

1 事案の概要

Y<sub>1</sub>社は、自動車等の製造等を目的とする会社であり、その株券を東京証券取引所市場第 1 部に上場していた。A は、平成 11 年 6 月から平成 30 年 11 月まで同社の代表取締役の職にあり、同社の業務全般を統括していた。Y<sub>2</sub>は、平成 21 年 4 月に同社の CEO オフィス（法務室および秘書室等）等を担当する常務執行役員に就任し、平成 24 年 6 月から平成 30 年 11 月までは代表取締役の職にあった。B は、平成 19 年 9 月に同社の秘書室長に就任し、取締役や執行役員の報酬の決定・管理等の業務の取りまとめ等に当たっていた。

Y<sub>1</sub>社の取締役の報酬は、確定額金銭報酬と株価連動型インセンティブ受領権（一定の業績評価期間の経過後に行使可能数が確定する株価連動型金銭報酬）から構成されていた。このうち確定額金銭報酬については、本件当時（平成 22 年から平成 30 年までの間）、株主総会で定めた取締役全体の報酬総額の上限額（29 億 9000 万円）の範囲内で、他の代表取締役との協議を前提に、各取締役に対する配分を A に一任することとされていた。

本件当時、A は、①所定の計算を行って機械的に算定された報酬総額、②有価証券報告書において開示することとした報酬額、③報酬総額から開示することとした報酬額を差し引いた残額である未払いの報酬額について、いずれも 1 円単位まで明記した報酬計算書を作成し、A に提示していた。そして、A は、報酬計算書を確認し、必要があれば修正を指示するなどした上、その報酬計算書を再度確認して新年度の報酬額の案を決定していた。秘書室は、同決定を踏まえ、A 名義の報酬通知書を作成・交付し、月次の報酬を A に支払うとともに、上記③の報酬額をその後の年度において累積していくものとして継続的に管理していた。

本件当時、Y<sub>1</sub>社では、A の報酬額等を記載した「役員の報酬等」の項目の原稿が秘書室から経理部連結会計グループに伝達され、同グループにおいて有価証券報告書の案が作成されていた。そして、A や Y<sub>2</sub>らの決裁を経た上で、関東財務局長に提出されていた（下記の一覧表を参照）。

| 連結会計年度   | 「金銭報酬」欄で実際に開示された A の報酬額 | 「金銭報酬」欄で開示すべきであった（と裁判所が認定した）A の報酬額 |
|----------|-------------------------|------------------------------------|
| 平成 22 年度 | 9 億 8200 万円             | 17 億 7696 万 2492 円                 |
| 平成 23 年度 | 9 億 8700 万円             | 18 億 9391 万 0678 円                 |
| 平成 24 年度 | 9 億 8800 万円             | 20 億 2492 万 7314 円                 |



理されていたといえる。」

「以上によれば、本件において、Y<sub>1</sub>社は、各連結会計年度において、Aが報酬計算書に基づいて決定した報酬額、すなわち報酬計算書に記載された実際に支払われた報酬額……と未払の報酬額……を合わせた報酬総額……を、当事業年度に係るAの報酬として開示すべきであったと認められる。」

「株主総会で定めた上限額を超える取締役の報酬等の決定がなされたとしても、その決定した内容をそのまま有価証券報告書において開示することが義務づけられているものと解される。」

< 2 > 報酬情報の重要性

「虚偽記載有価証券報告書提出罪の趣旨によれば、『重要な事項』とは、投資者の投資判断に影響を与えるような基本的な事項、すなわち、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項をいうものと解される。」

「開示府令による『コーポレート・ガバナンスの状況』に関する情報開示の一環として、役員区分ごとの報酬等の総額開示に加え、一定額以上の報酬の支払を受けている役員の種別別の報酬等の額の個別開示を義務付けるに至った経緯及び背景事情によれば、役員報酬等に関する情報は、投資者が会社のガバナンスの状況を評価する重要な手がかりとなるものであり、その評価を基に投資判断を行うことが想定される事項であるから、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項といえる。」

よって、取締役の報酬等の額は、『重要な事項』に当たるといえるべきである。」

< 3 > 虚偽記載の意義

「金商法が両者を区別しているのは、不記載の場合は、投資判断における重要な事項について情報を投資者に提供しなかったにとどまる一方で、虚偽記載の場合は、投資判断における重要な事項について真実に合致しない情報を投資者に提供する点において投資判断を誤らせる危険性がより高いことから、悪質性が高く、刑事罰をもって抑制すべきと考えられるからである。」

このような両者の差異に鑑みれば、真実に合致しない情報を提供したと評価される場合には『虚偽の記載』があるといえるものと解される。」

< 4 > 本件へのあてはめ

Y<sub>1</sub>社の有価証券報告書の役員の報酬等「の記載全体を読んだ投資者は、……Y<sub>1</sub>社が支払う取締役の報酬には、確定額金銭報酬と株価連動型インセンティブ受領権があるものと理解すると考えられる。そして、後者の株価連動型インセンティブ受領権については、……注記により、未払の報酬であることが明らかであるから、投資者は、Y<sub>1</sub>社が支払う取締役の報酬として、未払の報酬についても……（役員区分ごとの報酬等の総額等との標題の）一覧表に記載されているものと理解すると考えられる。そうすると、……（一覧表）の前提となる……『支払われた報酬』とは、既に支払われた報酬に限定する意味ではなく、未払の報酬をも含むものと理解すると考えられる。この場合、『支払われた』の意味は、『支払われるこ

ととなった」という意味に解釈することになる……。

また、……（一覧表の）記載を読んだ投資者は、Aには株価連動型インセンティブ受領権が割り当てられておらず、Aの『総報酬』とは『金銭報酬』のみから構成されるものと理解すると考えられる。

したがって、本件有価証券報告書の『役員の報酬等』の項目を読んだ投資者は、Y<sub>1</sub>社がAに支払う『総報酬』欄及び『金銭報酬』欄には、既に支払われた金銭報酬と未払の金銭報酬のいずれもが記載されているとの認識を持つと考えられる。ところが、実際には、Aの『総報酬』欄及び『金銭報酬』欄には実際に支払われた金銭報酬のみが記載され、未払の金銭報酬については、それがあるにもかかわらず記載されていないかった。そうすると、……Aの『総報酬』欄及び『金銭報酬』欄の記載は未払の金銭報酬を含むものであるとの誤った情報が投資者に提供されたとして評価できる。」

「よって、本件有価証券報告書におけるAの『総報酬』欄及び『金銭報酬』欄の記載は、『虚偽の記載』に当たる。」

### 3 検討

#### 1) 本件の特徴

金商法 197 条 1 号は、重要事項につき虚偽の記載のある有価証券報告書を提出した者に対して所定の刑事罰を定める。また、同法 207 条 1 項は、法人の業務に関連して虚偽記載のある有価証券報告書を提出した法人代表者等の刑事罰に加えて、当該法人に対して所定の罰金刑を定める。本件では法人である Y<sub>1</sub> 社、Y<sub>1</sub> 社の代表者であった Y<sub>2</sub> の刑事責任が問われた。なお、A は国外逃亡により起訴されておらず、B はいわゆる司法取引により刑事訴追を免れた。

本件は取締役報酬という非財務情報の虚偽記載が争点となった事件である。これまで虚偽記載が争点となった事例はほとんどが財務情報に関するものであり、いわゆる粉飾決算が問題となった事例であった。非財務情報の虚偽記載が争点となった事件はごく限られており、大株主情報の虚偽記載が争点となった西武鉄道事件以来の公表裁判例となった。それだけに本件は、未解明な論点を少なからず提起することとなった。

#### 2) 取締役報酬の決定

後に述べるように、金商法は取締役等の役員の報酬情報を有価証券報告書の記載事項とする。ただ判旨も指摘するように金商法・開示府令はあくまで開示規制であって、会社から取締役を支給される報酬額を開示せよといっても、報酬額の決定手続等の実体的規律を金商法が定めているわけではなく、それは会社法に委ねられていると考えられる。

Y<sub>1</sub> 社では、会社法の定めに従い株主総会が取締役報酬総額の上限を定めており、その範囲内において、代表取締役の A に各取締役の配分額の決定を一任していた。このような報酬決定のプロセスはつとに批判されてはいるものの、現在に至るまで適法と解されてきた。近

資判断を行う上で重要な情報であると考えられるため、有価証券報告書等において開示を求めるとした」と説明されている。報酬情報がガバナンス評価の重要要素であること  
を基礎に、投資判断を行う上で重要情報にあたるという理解である。この論理に従えば各人  
別報酬額の開示を強制するにあたって、報酬金額の多寡は必ずしも問題ではないはずであ  
る。取締役の貢献度と報酬のバランスを問題にしているのだから、報酬額が比較的小さ  
い場合はガバナンス情報として各人別報酬額を開示する必要はないと言いつつ切れないか  
らである。もっとも、各取締役の報酬額の開示は総額が1億円以上の者に限定されている。  
「この10年の間に国内外において数々の企業不祥事や不正会計が発生し、国内外の多くの  
投資者が多大な損害を受けたことなどを背景として、国内外の投資者のコーポレート・ガバ  
ナンスについての関心は非常に高く、その情報は投資者が投資判断を行う際の重要な情報  
であると考えられる。」<sup>2</sup>という金融庁の担当者の認識から推測すると、企業不祥事の裏で一  
部の会社役員が過大な報酬を受け取っていたのではないかとという疑惑が、基準額1億円の  
背景にあったとも考えられる。

いずれにせよ、開示府令にはどのような手続あるいは決定を経れば開示すべき報酬額と  
なるかについて何ら具体的な定めはない。したがって、それは解釈に委ねられていると解す  
るほかなく、先に少し触れたように実体規律たる会社法を基礎に判断せざるを得ない。

この点、本判決は、「権限がある者が決定したとしても、取締役の報酬の決定手続が全く  
履践されておらず、その権限者のみが取締役の報酬に関する情報を管理していて、取締役の  
報酬の管理を担当する部署が全く把握していないような場合には、会社としては開示義務  
を果たしようがないといわざるを得ない……。特に、未払の報酬は、現実に金銭等の動きが  
なく、その存在を把握することが困難であることから、当該年度に所定の手続に従ってその  
額が決定され、将来支払われるものとして継続的に管理されているものであれば、これを開  
示することが必要であるというべきである。

これらの事情を踏まえ、会社における権限規定等に基づいて取締役の報酬について  
決定する正当な権限を有する者が、会社の所定の手続に従って取締役の報酬額を決定し、会  
社の所定の部署において取締役の報酬が継続的に管理されている場合であれば、会社とし  
ては当然にその取締役の報酬額を開示すべきであると考えられる。」との判断基準を明らか  
にした。

この判断基準をあてはめて、本判決は「本件において、取締役の報酬について最終的に決  
定する正当な権限を有するAがY<sub>1</sub>社の所定の手続に従ってAの報酬を決定し、その後もA  
の報酬は秘書室において継続的に管理されていたといえる。」のであるから、「本件において、  
Y<sub>1</sub>社は、各連結会計年度において、Aが報酬計算書に基づいて決定した報酬額、すなわち

<sup>1</sup> 谷口義幸「上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する開示の充実等のための内閣府  
令等の改正」商事法務1898号22頁(2010年)。

<sup>2</sup> 同前21頁。

年、取締役に対して適切なインセンティブを与え、取締役の貢献度と報酬をバランスさせる  
べきとする立場が次第に有力になるにつれ、報酬規制のあり方を見直す動きが顕在  
化している。令和元年会社法改正もそのような動きの中で理解されるべきであるが、現在も  
なお伝統的な実務が否定されたわけではない。したがって、仮にAの報酬に未払のものはない  
く、現に支給された金額がAの報酬額のすべてであったとすると、報酬総額に抵触しない限り  
り会社法の定めと違反しないことはもちろん、Y<sub>1</sub>社の有価証券報告書の記載も金商法の要  
求に従った適正なものと評価されることとなったであろう。

しかし、実際には、本件当時のAの報酬は、各年度に現に支給された報酬額とは別に、次  
年度以降に繰り越された未払分があったため、会社法に抵触しないとしても、その開示の要  
否が問題化した。また、現支給分と未払分の合計金額は各年度の報酬総額の枠内に収まらな  
いと、会社法の定めと反する問題も生じた。

3) 取締役報酬の開示

周知のように会社法は企業実務に配慮して、各取締役の各人別報酬額を明らかにするこ  
とまで強制しない。事業報告は取締役報酬の開示を定めるが、取締役の報酬を総額方式で開  
示するかまたは各人別方式で開示するかは会社の判断に委ねられている(会社規121条4号参  
照)。もっとも、現に支給された報酬額のみならず、「当該事業年度において受け、又は受け  
る見込みの額が明らかとなった」報酬について金額の開示は求められる(同条5号)。いず  
れにせよ、不記載は、不記載・虚偽記載の別なく、取締役等に対して100万円以下の過料  
の制裁を科すにすぎない(会社法976条7号)。

これに対して金商法の定めは、会社法とは異なるところがある。本件当時の開示府令は、  
「報酬、賞与其他の職務執行の対価としてその会社から受ける財産上の利益であって、  
当事業年度に係るものと及び当事業年度において受け、又は受ける見込みの額が明らかとな  
ったもの(当事業年度前のいずれかの事業年度に係る有価証券報告書に記載したものを除  
く。)」を「報酬等」と定義した上で、主要な連結子会社の役員としての報酬等を含むものを  
「連結報酬等」と定義し、有価証券報告書において、①取締役の報酬等の総額、②取締役の  
報酬等の種類別の総額、③各取締役の連結報酬等の総額、④各取締役の連結報酬等の種類別  
の額などを記載すること(③と④は連結報酬等の総額が1億円以上の者のみ)を求めている  
(平成31年改正開示府令15条1項、第3号様式・記載上の注意(38)、第2号様式・記  
載上の注意(56)a(d))。一部とはいえ、各人別報酬額の開示(連結ベース)を強制してい  
る。

これは平成22年の開示府令改正によるものであり、その趣旨として「上場会社の株主そ  
の他の投資者がその会社のガバナンスを具体的に評価するに当たっては、人事と報酬が重  
要な要素になる。このうち、役員報酬についてのより具体的な情報は、会社または個々の役  
員の業績に見合ったものとなっているのか、個々の役員に対するインセンティブとして適  
切か、会社のガバナンスがゆがんでいないかなどの観点から、会社のガバナンスを評価し、投

報酬はゼロ)ということになりかねない。会社法に依拠して開示すべき報酬額を決定すべきという解釈を徹底するのであれば、それも致し方ないといえそうである。しかし、金商法の解釈としてガバナンス情報の重要性を強調するのであれば、会社法の解釈とは若干矛盾する結果とはなるが、たとえば会社法上は無効であったとしても、会社内で支給を決定した限り、その金額を報酬として開示すべきである。無効な支給を決定するような会社の体質(ガバナンスの欠陥)を開示することが、むしろ開示の趣旨にかなうと考えられるからである。

#### 4) 報酬情報の重要性

虚偽記載有価証券報告書提出罪を肯定するためには、虚偽記載された情報が重要でなければならぬ。本判決は取締役の報酬情報の重要性を肯定する。すなわち、「虚偽記載有価証券報告書提出罪の趣旨によれば、『重要な事項』とは、投資者の投資判断に影響を与えるような基本的な事項、すなわち、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項をいうものと解される。」「開示府令による『コーポレート・ガバナンスの状況』に関する情報開示の一環として、役員区分ごとの報酬等の総額開示に加え、一定額以上の報酬の支払を受けている役員の種別別の報酬等の額の個別開示を義務付けるに至った経緯及び背景事情によれば、役員の報酬等に関する情報は、投資者が会社のガバナンスの状況を評価する重要な手がかりとなるものであり、その評価を基に投資判断を行うことが想定される事項であるから、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項といえる。よって、取締役の報酬等の額は、『重要な事項』に当たるといふべきである。」と説示した。

まず、本判決は、重要な事項を「投資者の投資判断に影響を与えるような基本的な事項、すなわち、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項をいう」と定義する。この定義を素直に読めば、もしも真実が明らかになれば投資者の投資判断を変える可能性がほんのわずかであっても、当該事実が開示すべき重要な事項となるということになりそうである。法定開示事項はすべて重要な事項であるということになりそうである。刑事責任に対する本判決の解釈を敷衍すると、さらに金商法・開示府令において具体的に開示を求められている項目以外にも、投資判断へのわずかな影響を理由に、誤解を生じさせないために必要な事実とされ、開示すべき重要な事項に該当するという解釈につながりそうである(金商法17条本文参照)。開示義務をこのように幅広く解釈・運用することの妥当性が問われねばならない。懸念されることとして、開示責任を問われる会社や取締役らは安全第1とばかりに開示情報の量をむやみに増やす可能性が指摘できる。そのような事態は投資者にとって歓迎すべきこととは思われない。情報が多ければ多いほど投資者保護に資するという発想は採るべきではない。むしろ、本判決の立場とは異なり、投資者の投資判断に必要な情報が提供されるよう保障するため、虚偽記載有価証券報告書提出罪との関連で、開示すべき重要な事項は「その記載内容によって投資者の投資判断が変る蓋然性が高い事項」をいうものと狭く考

報酬計算書に記載された実際に支払われた報酬額……と未払の報酬額……を含む報酬総額……を、当事業年度に係るAの報酬として開示すべきであったと認められる。」とする。もっとも、会社法の視点からは、定款の定めあるいは株主総会の決議を前提として、①会社における権限規定等に基づいて取締役の報酬について決定する正当な権限を有する者(すなわち各取締役の報酬額の配分を決定する権限を有する機関ないし当該機関から配分権限を一任された者)が、②会社の所定の手続に従って各取締役の報酬額を決定しさえすれば、代表取締役が自己の配分額を決定する場合を含めて、適法な手続に従った処理と考えられる。代表取締役が担当部署に決定内容(各取締役ごとの配分額)を通知することまで会社法が要求するわけではない。代表取締役が総会および取締役会から委任された配分権限を行使する限り、当該年度中に現に支給されるか、それとも決定されたが支給そのものは将来に繰り越されるかにかかわらず、取締役は会社に対して報酬請求権を取得することとなる(会施規121条5号参照)。これが金商法上開示すべき報酬額とされる。したがって、③会社の所定の部署において取締役の報酬が継続的に管理されているとの要件はいわば蛇足とも考えられる<sup>3)</sup>。

本件のAの報酬額においては、各年度の決定額のうち支払われることなく長年にわたり累積した未払分があり、しかも多額(現に支払われた報酬金額をはるかに上回る金額)に達していた。その事実の一部の人間だけが知る「トップシークレット」であったようである。本判決はこの点に配慮し、Y<sub>1</sub>社の開示義務履行可能性を要件とすることが、現行法の受当な解釈を導くと考えられたのではない<sup>4)</sup>。すなわち、本判決の論理を推測するに、金商法197条1項1号の刑事責任を負うべき取締役は有価証券報告書の作成・提出の責任者と解されるから、本件の場合はAやY<sub>2</sub>の刑事責任については前記①②の要件と虚偽記載について故意の要件を満たせば成立するが、Y<sub>1</sub>社の刑事責任(金商法207条1項1号)を問う場合には①②に加えて前記③の要件を付加することは、法人内部規定の過度に厳格な結果を回避するために必要とされたと考える余地がある。ただし、代表者個人が法人の業務に関し刑事責任を負うとき当該法人もまた当然に責任を負うべきというのが同前規定の趣旨であるとすれば、本判決は例外的処理をしたと解しておく方が適切かもしれない。

なお、本件では、平成28年度および29年度にはAの報酬決定額を算入すると、Y<sub>1</sub>社の株主総会が決議した取締役報酬総額の上限を超えていたようである。そうすると、同年度のAの報酬支給は未払分も含め会社法上無効と解されることとなる(Aだけではなく、その他の取締役報酬分も無効と解される)。これに対して本判決は、最判平成17年2月15日集民216号303頁を引用して、事後的に是正処理によって有効となりうることを指摘し、金商法上開示すべき報酬額に影響しないとした。結論には賛成するが、事後は正の可能性を持ち出すと、事後は正がなされない間はやはり無効と考えられ、開示すべき報酬額はなかった(報

<sup>3)</sup> 伊藤靖史「判批」資料版商事法務459号127頁(2022年)。

<sup>4)</sup> 待津品「判例セレクト」法学教室505号139頁(2022年)は判旨に賛成。



えるべきであろう<sup>5</sup>。

第二に、本判決は開示すべき情報を広く捉える立場に立つので、その結果として取締役報酬の開示を、その虚偽記載は刑事責任の対象となる重要事項に該当すると解釈した。その理由付けをみると、「役員の報酬等に関する情報は、投資者が会社のガバナンスの状況を評価する重要な手 becoming となるものであり、その評価を基に投資判断を行うことが想定される事項」であることと指摘する。これは前述した金融担当者の解説をそのまま取り込んだ見解といえよう。もっとも、果たしてこのように言い切れるのか疑問の余地がある。確かに、前述したように平成22年改正は、リーマンショックの反省を踏まえ、コーポレート・ガバナンスに係る情報が開示すべき事項にあたるという認識の下、取締役の各人別の報酬額の開示を一定限度で実現した。開示項目に規定された以上、会社は開示すべき義務を負う。高額報酬批判が妥当かどうかとはともかく、各人別の報酬金額を太陽の光の下に曝せば牽制効果があるかもしれない。

もっとも、開示義務違反に対して刑事罰をもって臨む趣旨を、虚偽情報によって投資者の投資判断を歪め、適切な価格形成、資源配分を妨げる危険性に求めるのであれば、刑事罰が科される開示項目はおのずと限定されると解する余地がある。粉飾決算に係る情報は投資者の投資判断が変る蓋然性が高い事項に当たり、したがってその虚偽記載は刑事罰の対象となることにほぼ異論はあるまい。一方、開示項目に掲げられているとはいえ、コーポレート・ガバナンスに係る情報、今後開示が求められると予想される気候変動関連情報などは、一部の「意識の高い」投資者（一部の機関投資家等）はともかく、平均的な投資者にとって投資判断を変える重要な情報といえるかどうか慎重に検討しなければならないのではないか。端的に言って、Aが支給されていた報酬金額とY<sub>1</sub>社株式の投資判断の関連性が、報告者には明確とは言えない。平均的な投資者の関心は、企業価値に直結するY<sub>1</sub>社の収益力や成長性、同社の経営戦略の成否ではなかろうか。本判決は報酬情報が重要情報であることを一応説明はしているものの、結局のところ、開示項目であることを根拠にストレートに重要事実という結論を引き出しているように読めるが、企業価値との関連性について言及はなく、疑問が残る。

この点、大株主情報の虚偽記載が論点となった西武鉄道事件において、東京地判平成17年10月27日LEXDB文獻番号28135404は、「特定の大株主の特株数及び特株比率は、投資者がその企業の経営への参加可能性や株式の流動性、80パーセントルールへの抵触可能性等を判断する上で重要な要素となるものである」とした上で、「西武鉄道はコクドの子会社となっているほか、少数特定者持株数の割合も約88パーセントと極めて大きく、一般投資者の経営参加の可能性及び株式の流動性はいずれも著しく低い上、上場廃止の可能性さえ認められる。したがって、これらを考慮すると、コクドの株式保有者が投資者の投資判断を大きく変え得る重要な事実となることは明らかである」と説示した。上場廃止とい

<sup>5</sup> 藤林大地「判批」金融・商事判例1660号12頁(2023年)参照。

う深刻な事態を考慮すれば、真実が明らかにされることにより、虚偽記載の影響下にあった場合と比較して投資者の投資判断が大きく変わることは当然予想される。投資者の投資判断に及ぼす影響を基礎に情報の重要性を判断した判旨は、説得力がある<sup>6</sup>。

5) 虚偽記載と不記載の区別

金商法197条1項1号は刑事罰の対象を重要情報の「虚偽記載」に限定する。不記載や一応真実ではあるが全体としてみればミスリーディングな開示は、少なくとも刑事罰の対象とはしていない。この点、本判決は、「金商法が両者を区別しているのは、不記載の場合には、投資判断における重要な事項について情報を投資者に提供しなかったにとどまる一方、虚偽記載の場合は、投資判断における重要な事項について真実に合致しない情報を投資者に提供する点において投資判断を誤らせる危険性がより高いことから、悪質性が高く、刑事罰をもって抑制すべきと考えられるからである。このような両者の差異に鑑みれば、真実に合致しない情報を提供したと評価される場合には『虚偽の記載』があるといえるものと解される。」と説示する。

もっとも、不記載の場合も投資者は記載されている事項のみが存在すると信じるから、その意味で「真実に合致しない情報を投資者に提供する」効果が認められ、虚偽記載と実質的に異なるところはないという反論は一理ある。そうすると不記載は「投資判断における重要な事項について情報を投資者に提供しなかったにとどまる」とはいえない。この点で本判決は妥当とは言えない。ただ、虚偽記載と不記載を区別する現行法の解釈としては、虚偽記載に該当するためには、単に真実に合致しない情報を提供したにとどまらず、虚偽の情報を積極的に市場に流布する行為の悪質性に着目し、当該悪質性が刑事罰に値すると考えられる。そして、記載事項の性質や虚偽の程度において投資者の投資判断に著しい影響を与えることができる場合に、そのような虚偽の記載が刑事罰の対象たる「重要な事項」についての虚偽の記載」に当たると解すべきであろう<sup>7</sup>。不記載という不作為によって投資者の判断を歪めることも刑事罰に値すると評価しうるが、虚偽記載と不記載を区別することは立法政策に関わる問題であって、本判決の批評から外れるので、これ以上立ち入らない。

ところで、仮に本判決が説示するように、Aの報酬額の記載自体が投資者の投資判断に影響を与える重要事項であると解する立場に賛成するとして、そして投資者は現に記載されている報酬額以外にAに対して支給される(ことが決定済みの)報酬額は存在しないと誤解させられたとすれば、これはもはや記載の欠落(不記載)にとどまることはなく、虚偽記載

<sup>6</sup> 梅本剛正「ゴーン氏の役員報酬は「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」か?」証券レポート1725号44-45頁(2021年)参照。

<sup>7</sup> 藤林・前掲10頁。

<sup>8</sup> 黒沼悦郎・金融商品取引法【第2版】(2020年)212頁。

と解すべきことになるのであるか<sup>9</sup>。(判旨のように) A の報酬額を見た時に投資者が受ける印象を問題とする場合、A は確定額金銭報酬のみ支給されていたことは開示されていたのであるから、そこに未払い分も含めて開示されているはずだという認識を投資者が持った、という(判旨の)解釈は不自然である。投資者の認識としては、A に現に支給された報酬金額が開示されているということであつたであらう。すると、投資者の認識と開示内容が一致していたということになりそうである。それでも、投資者が誤解させられたというのであれば、その原因は不記載にあるということにならないか。

もつとも、事案の概要で紹介した「所定の計算を行って機械的に算定された報酬総額」の「計算式」は投資者にまったく明らかにされていなかった上、A の未払い報酬額は長年にわたって多額に上った。しかも、蓄積された未払い報酬額は、いづれ何らかの方法をもって支払われることが画策されていたようである。そうすると、事案の悪質性は重大であつたと評価できる。(不記載ではなく)虚偽記載と判断された根拠は、不記載という評価にとどまらない情報秘匿の悪質性にあつたのではないか。

#### 6) 結語

本判決は未解明な論点を含む重要事件に対して、裁判所として一定の解釈を示した。ただし、判旨には肯定できる部分だけでなく、疑問の余地がある部分も少なくない。

---

<sup>9</sup> 藤林・前掲 12 頁は判旨に反対。



2010. 5. 5

二、平成二年度の注意の適用については、平成二年度三月三十一日以後終了する事業年度の財務諸表を最近事業年度の財務諸表として記載すべき事項、これらの記載上の注意に準じて記載する有価証券届出書に適用され、改正府令附則二条三項、これらの記載上の注意に準じて記載する有価証券報告書については、同日以後終了する事業年度に係る有価証券報告書から適用される。



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

SPAC 制度の在り方について

2023 年 7 月 28 日（金） 15:00～17:00

オンライン開催

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 | 甲南大学共通教育センター教授          |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学人間社会科学研究科実務法学専攻特任教授 |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授              |
| 北村 | 雅史 | 関西大学大学院法務研究科教授          |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授         |
| 齊藤 | 真紀 | 京都大学大学院法学研究科教授          |
| 高橋 | 陽一 | 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          |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授        |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授          |
| 若林 | 泰伸 | 早稲田大学大学院法務研究科教授         |

【報 告】

SPAC 制度の在り方について

東京大学大学院法学政治学研究科教授

飯 田 秀 総

目 次

1. はじめに
    - ・アメリカの SPAC ブーム
    - ・政府等における SPAC への関心の高まり
    - ・日本の会社の SPAC への関心
    - ・SPAC の一般的なスキーム（概略）
    - ・17 CFR § 230.419 - Offerings by blank check companies.
    - ・SPAC の魅力
    - ・SPAC の実証研究：Gahng et al (2023)
    - ・SPAC 制度の在り方等に関する研究会「SPAC 上場制度の投資者保護上の論点整理」
    - ・検討
  2. De-SPAC 時の株主承認と償還権の在り方
    - ・問題の所在
    - ・アメリカの上場規則の変遷
    - ・改善は必要か？
  3. スポンサーのインセンティブ・利益相反の規律の在り方
    - ・償還請求権の行使割合が半数以下であることを De-SPAC の前提条件とすべきか
    - ・検討
    - ・スポンサーの利益と一般投資家の利益
    - ・In re Multiplan Corp. Stockholders Litig., 2022 Del. Ch. LEXIS 1 (Del. Ch. Jan. 3, 2022)
    - ・利益相反に係る開示規制の SEC の提案
    - ・日本での検討の前提
    - ・SPAC の取締役の会社法上の責任
    - ・取引所規則の設計の検討
  4. De-SPAC 時の情報開示規制
    - ・問題の所在
    - ・フェアネスオピニオンの限界
- 討論

○黒沼 定刻になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、東京大学の飯田先生に、「SPAC 制度の在り方について」というテーマでご報告をお願いします。

それでは、飯田先生、よろしくお願いします。

○飯田 飯田です。よろしくお願いします。

それでは、「SPAC 制度の在り方について」というテーマで、スライドに沿ってお話したいと思います。資料として、「上場手法の多様化と課題」というタイトルの「ジュリスト」のものと、

「SPAC と利益相反」というタイトルの資本市場研究会の書籍掲載の論文をお配りしています。また、報告自体は、むしろお配りしていない脱稿済みのある論文集に提出済みの論文に基づくものが中心です。また、資料 3 としては、東京証券取引所の「SPAC 制度の在り方等に関する研究会」の論点整理をお配りしています。私自身は研究会メンバーですけれども、本日の報告内容は研究会としての見解ではなく、私の個人的な見解を述べたいと思います。

なお、東証のその研究会は 2022 年 2 月以来開催されていません。また、現時点で SPAC は日本



に必要ないという意見がもしかしたら有力なのかもしれないという気もしていますが、本日の研究会をある意味盛り上げるために、日本に導入することをあえて所与の前提として見たときに、どのような点に注意すべきかとか、あるいはどのように制度設計すべきかということに焦点を当てたいと思います。

SPAC制度を入れるかどうかということは、金融商品取引所の経営判断によるところが大きいのではないかという気がしますが、日本では、取引所間の競争で SPAC に前のめりになる取引所が出てくるということもあまりなさそうです。しかし、あえて必要だ、投入するという前提で報告したいと思います。

## 1. はじめに

SPAC(Special Purpose Acquisition Company)は、日本語にあえて訳せば、「特別買収目的会社」というものです。

### ・アメリカの SPAC ブーム

アメリカで世界的に見ても非常に SPAC がはやったので、基本的に、本報告ではアメリカの SPAC を概観しつつ、日本に入れるにはどうしたらいいかということを議論したいと思います。

アメリカでは、2020 年と 2021 年で SPAC の IPO が IPO 全体の半分以上を占めたとされています。

「SPAC の IPO 件数」をご覧くださいますと、2020 年は 248 件、2021 年は 613 件で、全 IPO に占める SPAC の IPO の件数割合でいくと、53%、61%ということになります。ちなみに、データの出典は、SPAC Research という Web サイト上のデータベースです。また、2022 年は、SPAC の IPO 件数は 86 件で、2023 年はつい最近までの数字で 17 件です。

2020 年に SPAC のブームが始まったきっかけとしては、新型コロナウイルスのパンデミックが 2020 年に生じて、IPO 市場が数カ月わたって動かないのではないかという懸念があって、不安定な市場の動向に左右されずに資金調達する方法として SPAC が注目されたのではないかという新聞

記事もあつたりします。これについては諸説あるところかと思いますが、おおむねこのような意見が私には説得的に思えたということで紹介しています。

それから、2022 年には SPAC のバブルがはじけたと言われています。それでも、年に 20~30 件あるというだけでも世界的に見ると十分に多いわけです。多くの国で SPAC の制度自体は認められていますが、アメリカほど動いている国はないということで、年に 80 件とか、2023 年であれば既に 17 件も IPO が起きているということ自体、十分に多い数字であるように思います。

個人的には、仮に日本で導入したとしても、年に 10 件の SPAC の IPO があれば、十分に多い数字なのではないかを感じているところです。

### ・政府等における SPAC への関心の高まり

アメリカで普及した SPAC の仕組みを日本にも導入する場合に必要な制度整備について検討することが、政府の「成長戦略実行計画」に盛り込まれました(2021 年 6 月 18 日)。これを受けて、前述の「SPAC 制度の在り方等に関する研究会」で議論されました。

さらにその後も、政府における「新しい資本主義のグランドデザインおよび実行計画」(2022 年 6 月 7 日)では、SPAC を導入した場合に必要な制度整備について、グローバルスタンダードを踏まえて、投資家保護に十分に配慮しつつ検討を進めるというようなことが書かれています。

また、金融審議会の市場制度ワーキング・グループの中間整理(2022 年 6 月 22 日)においても、SPAC 制度について、海外の動向について継続して情報収集を行うとともに、我が国の市場の特性や投資家保護上の論点を踏まえながら、我が国における導入意義とか必要性を引き続き検証することは適当だというようなことが言われています。また、グローバルスタンダードを踏まえて参加可能な投資家を限定するなど、投資家保護に十分に配慮しつつ検討を行う必要があるというふうにされていました。

このように最近の議論、つまり 2022 年 6 月頃の 2 つの政府側のペーパーによれば、基本的には、アメリカの SPAC 制度を直輸入することには慎重であろうとする方向が有力ですが、それらの議論でも、基本的にはアメリカの実務で行われている SPAC を念頭に、日本への導入の是非と導入する場合の諸論点が検討されているということになるかと思えます。

- ・日本の会社の SPAC への関心

それとは別に、市場の動きということですが、日本の会社に関係する SPAC の例ということで 2 つ紹介しています。

1 つ目がソフトバンクグループの SVFC (SVF Investment Corp. 3) の SPAC による Symbotic 社の買収というもので、これはかなり成功した事例だと思います。

SPAC は 1 株 10 ドルから出発しますので、現在 43 ドルというと、約 4 倍になったということです。また、つい数日前の 2023 年 7 月 24 日のソフトバンクグループのプレスリリースによると、この Symbotic 社と何かさらなる動きをするということも発表されていました。そこでこの会社自体の説明もありまして、この会社はエンドツーエンド (E2E) の AI 搭載ロボット及びソフトウェアプラットフォームによりサプライチェーンを再構築する自動化技術のリーディングカンパニーということとして、そのエンドツーエンドの自動化システムというのは、高度な視認・検知機能を備えた完全自律型ロボット群で構成されていて、業界屈指のスループット率、かつ 99.9999% の精度で商品の梱包から保管、回収、パレタイズまで行いますということで、倉庫の自動化と言ったらいいいでしょうか、ロボット化というか、そういうような会社ということのようです。

また、償還率 85.8% というのは、85.8% の投資家が償還権を行使したということです。裏を返すと、SPAC が会社との合併とか買収をすることを De-SPAC と言いますが、上場したいと考えている Symbotic 社というそれまでは非公開会社だった会

社との De-SPAC 後も、14% の株主は残ったという事例です。

また、償還権が行使されると、SPAC から現金で支払う、流出するということになりますので、Symbotic 社、以下では「対象会社」と言いますが、対象会社にとっては De-SPAC による資金調達の意味がなくなってしまうかねないという問題があります。そこで、PIPEs という私募とか、あるいは FPA (Forward Purchase Agreement)、そういった合意に基づいて新株発行するというのもよく行われています。ちなみに、この事例では 1 株当たり 10 ドルで発行されたということのようです。

また、その De-SPAC について株主総会も開くのですが、このケースでは賛成が 2,378 万株、反対が 174 万株で、賛成が 93% ということですが、この償還率は 85.8% ということとして、2,745 万株が償還権を行使したということです。

2 つ目は、SPAC を通じてニューヨーク証券取引所 (NYSE) 上場を目指す例ですが、2023 年 6 月 16 日に公表された AP Acquisition Corp による JEPLAN (ジェプラン) という会社の買収というものです。

これはまだ動いている案件ですから、今後どうなるか分かりませんが、このスライド 5 ページで言いたかったことは、SPAC で優秀な目利き力、つまりその事業の将来の伸びを評価できる力を発揮する日本の会社、グループ会社もあるわけですし、また SPAC で上場したいという日本の会社もあるということです。

ですから、アメリカでは SPAC はバブル崩壊で終わった話だから日本で今さら検討する必要はないと片付けるのは、やや乱暴なのではないかということで本報告をしているというふうにしたいと思います。

- ・SPAC の一般的なスキーム (概略)

SPAC とはどのようなものかということの説明です。(6 頁の) 左側の図が、東証の SPAC 研究会の資料の引用でして、右側は私のメモです。

アメリカの SPAC の概要ということになります

が、SPAC それ自体は事業を営まない株式会社として、その株式を公募して資金を調達し、さらに上場して、その後、合併ないし買収の相手方となる会社、要するにベンチャー企業などを探し出して合併・買収を実行する、このことを De-SPAC と言っていますが、その De-SPAC をすることが唯一の目的という会社です。

SPAC が De-SPAC の対象となる会社を選定しまして、対象会社が選定されますと、SPAC の方の株主総会決議の承認を経て De-SPAC が行われるという流れになります。

少し細かく見ていきますと、SPAC の組成ないしスポンサーということですが、SPAC を組成・運営する者をスポンサーと通常言っています。スポンサーは数人のチームであることもあれば、投資顧問のような企業であることもあれば、ファミリーオフィスなどの場合もあるということです。

それから、SPAC の上場に際して、SPAC は株式とワラントをまとめたユニットというものを発行しまして、投資家はまずユニットを取得します。そのユニットは、株式が1株及び1株未満、例えば4分の1株を目的とするワラントによって構成されまして、1ユニット当たり 10 ドルで上場するのが通常です。

また、ワラントは、De-SPAC 後の一定の期間経過後に、行使価格 11.5 ドルというような数字で De-SPAC 後の会社の株式を取得することのできるコールオプションとして設計されるのが一般的かと思います。

こうして投資家から調達した資金を第三者に信託などして保管されまして、スポンサーはその資金を De-SPAC のため、ないしは償還とか解散のためにしか使うことができないように基本的にされています。

De-SPAC は、さらに種類株式を使いまして、一般投資家が取得するのは、SPAC の A 種普通株式と通常呼ばれますが、A 種株式でありまして、これが上場されるユニットを構成する株式となります。また、スポンサーは SPAC の B 種株式を取得するということです。

種類株式の権利内容として、議決権制限が使われることがこれまた一般的かと思います。つまり、De-SPAC までは SPAC の取締役の選任に関する議決権は B 種株式だけ、つまりスポンサーだけが握るということとして、一般の株主が取得する A 種株式には、取締役の選任に関する議決権は認めないのが通常かと思います。

また、この種類株式は、スポンサーの報酬として機能するように設計されていることが多くて、この仕組みのことを通常「プロモート」と呼んでいます。つまり、B 種株式は De-SPAC 時に A 種株式に転換されることになりまして、転換時に既存の A 種株主が 80%、B 種株主が 20% というふうになる割合で転換されます。

スポンサーは、B 種株式を取得する際にわずかな金額、これまた通常、総額で 2 万 5,000 ドルということが多いと思うのですが、そういったわずかな金額しか出資していませんので、20% 分の A 種株式に転換できることはスポンサーに非常に大きな経済的メリットをもたらすことになります。

また、このスポンサーの B 種から A 種への転換請求については、一部を条件付きとすることがあります。例えば、De-SPAC 後の会社の株価が 15 ドルを上回る日が一定以上の日数がある場合に限り転換できるというように条件付けすることもあります。また、ワラントについても同様の条件が付されることがあります。さらに、IPO のときのロックアップと同じような内容のロックアップの合意をして、De-SPAC 後一定期間はスポンサーは持株を処分できないというような合意をすることもあります。

また、IPO 時の引受人の報酬とかもありますが、ここは省略します。

それから、De-SPAC のスキームについてですが、対象会社の株式の取得とか、事業譲渡、合併など何でもいいということになりますけれども、De-SPAC によって対象会社が実質的に上場会社となることのできるようになります。また、その際の買収対価として SPAC の公募時に調達した現金を当てることもありますし、あるいは株対価で SPAC

の普通株式を対価とするようなこともあります。また、このときにいわゆるアーンアウト条項を入れていくとか、M&A のときによく行われる様々な工夫を取り入れられることも多いかと思います。

それから償還権ですが、償還権はA種の株式に認められることになります。で、A種株主は償還請求すると、1株 10 ドルプラス利息で株式を会社を取得してもらえことになります。具体的には、A種株主は De-SPAC の際に償還請求の意思表示をすることができます。償還請求できる株主は De-SPAC で賛成したか、それとも反対したかを問わないというのが最近では一般的です。その結果として多数の償還請求が行われて、De-SPAC 時に大量の現金が流出することが多いということになります。

ですので、一般株主のインセンティブとしては、償還請求をすれば1株 10 ドルで買い取ってもらえますから、ダウンスайдリスクは限定されていますし、また、ワラントを SPAC の IPO のときに取得した株主であれば、ワラントについてはアップサイドがとれるわけですが、ワラントは、SPAC による De-SPAC が実際に行われる、つまり SPAC が解散しないということに意味がありますので、償還請求をしつつ、De-SPAC にはとにかく賛成票を投じるということになりがちです。このあたりに問題があるのではないかなというようにこれをこれから議論することになります。

・ 17 CFR § 230.419 - Offerings by blank check companies.

この SPAC の仕組み自体について、アメリカにおける証券規制での SPAC 向けの規制というのは存在しません。ただ、SPAC の仕組み自体は、いわゆる「Penny Stock Reform Act of 1990」に基づく SEC 規則の 419 条の規則がありますけれども、それを自発的に守っているものというふうに言われるのが一般的かと思います。これは歴史的な由来というか、たまたまそういう実務が発展したということなのだと思いますが、なるべく規制を受けないように、SEC など規制当局から問題視され

ないような仕組みを実務が工夫して作り出したということのようです。

1990 年代に登場した SPAC は、もともと規則 419 の適用を受けないように設計されて、そもそも発行者の規模が十分に大きければペニースtockにはそもそも当たらないわけですが、その他の株主の保護に当たるような仕組みを入れたということで、例えば調達した資金を信託とかエスクローで管理する、また償還権を設定するというようなことはまさにそのとおりですし、また期間制限もありまして、SPAC は原則 2 年間以内に De-SPAC できなければ解散するというのが基本になっているのも、ルール 419 を参照しながら作られた実務とされています。

・ SPAC の魅力

SPAC の魅力、これが本当に魅力なのかが問題なのですが、投資家にとってみると、今後急成長を遂げるかもしれない会社に早い段階から投資できるという意味で、投資の機会が広がるという点に SPAC 制度の魅力があるとされています。

また、SPAC のスポンサーもプロモートという形で巨額な利益を得られるように設計されているわけです。

ベンチャー企業側からしますと、通常の IPO と比べるとより簡単に上場できる魅力があるということもよく言われていますが、ここは若干議論のあるところですね。

IPO と比べると、SPAC を利用する場合にはプライシング、値付けの問題についての確実性が高い。つまり、合併とか買収の通常の M&A の合意ベースでの値付けをしますので、IPO におけるブックビルディングとは違う値付けの仕方をするということで、ここが特徴になるかと思います。

それから、将来の業績予測に基づく企業価値評価が行われるということです。通常の IPO の場合は過去の業績の実績に基づく企業価値評価を受け入れるわけですが、SPAC のときには、過去のデータはほぼない会社が多くて、むしろ将来の業績予測という予測ベースの話をしていくことが多いと



今まではされてきています。それは将来情報に関するセーフハーバーの規定の適用があるか、ないかみたいなことで議論されているところで、ややアメリカの特殊な問題ではあります。

そういった特徴があって、それぞれの関係者にとって魅力的だから、これほどはやっているということになるのではないかと思います。

・SPACの実証研究：Gahng et al (2023)

では、実際どういう状況なのかということでは、いろいろ実証研究が行われていますが、ここでは、Gahng ほかによる「The Review of Financial Studies」にそろそろ掲載されるはずの論文を紹介しています。ざっくり言いますと、まず、SPACのIPOからDe-SPACまでの期間は、プラスのリターンが得られる。しかし、De-SPAC後のパフォーマンスはマイナスであるということです。また、ワラントは基本的にプラスのようです。

また、De-SPACのときに新株発行をしていくわけですが、そのときに引き受けた投資家のことをPIPE投資家と書きましたが、その人たちは単純平均で9.3%のリターンを得ているようです。この論文では、De-SPAC時の市場価格の20%のディスカウントで取得しているのが平均なのだというようなことが書かれていました。

それから、スポンサーは年換算で、De-SPAC後1年後までで年率でリターン113%ということです。これは計算の仕方にもよるといえることにはなるかと思いますが、スポンサーはかなり大きな利益を平均的に得られるということです。

このスライドはお配りしていないものでして、PIPEについて発行価格をディスカウントするというふうに先ほど紹介しましたが、最近はむしろ少数派のようです。

これもSPAC researchというサイトのデータに基づく直近11件のDe-SPACがクロージングした事例ですが、そもそもPIPEsを使っていないのが3件ありまして、PIPEsを使ったのが8件、そのうちの6件は1株当たり10ドルで行っています。1株当たり10ドルで発行するということになり

ますと、SPACの既存株主にとっては特段問題ないというか、希釈化による経済的な不利益は被らないということになります。逆に、例えば1株当たり7ドルで発行するということになりますと、日本法的に言うと有利発行になります。

あと、SPACとIPOを比べたときにコストが安いかどうかというようなことが議論されているわけですが、一般的にはIPOよりSPACの方がコストが安いというふうに言われているけれども、計算の仕方によってはそうとは言えないというのが、この論文の特徴というか、主な主張ということになります。ちょっとここは省略したいと思います。

以上のデータなんかをもとに時期を3段階に分けたのが12ページの図です。①の1段階目が、SPACのIPOからDe-SPACまでですけれども、その間に、要するにSPACのIPO後に株を取得してDe-SPACの前に株を売らないしは償還権を行使した人たちは、特段不利益は被らないということですね。償還権があるので、保護されているということになります。

②は、De-SPAC後に株を取得した人たちですけれども、基本的にDe-SPAC後の会社は業績が悪いことが多いです。ただ、「より長期で見るべきか」と書きましたが、SPACのブームが直近ですので、もう少し5年、10年という単位で見ないといけないのではないかと思います。他方で、業績が悪いというのはせいぜいここ3、4年ぐらいの出来事だとして見ても、そのこと自体は新興企業に共通の現象でありまして、伝統的なIPOを行った会社であっても業績が悪いことも多いわけですから、このこと自体も、SPAC特有の問題とは言いきれないということです。

③が一番問題がありそうにして、De-SPAC前に株を取得したけれども、De-SPAC後も株を持ち続けているというタイプの人たちです。この場合、De-SPAC後に株価が10ドルを下回るというのが平均値で見ると非常に多いわけですね。また、SPACのIPOのときに株を取得する人の中心はヘッジファンドだと言われているんですが、要するにプロ投資家、

機関投資家の多くは償還権を行使して残らないというのが一般的です。残っているのは恐らくアマチュア投資家であろうと言われています。そうすると、アマチュア投資家の負担の下にこういう仕組みが行われているのではないかというようなことが言われたり、問題視されたりするところです。

そのときにどういう制度の在り方があるかということを考えるということで、本日の報告では、主に③のところにフォーカスを置くことにしたいと思います。

- ・ SPAC 制度の在り方等に関する研究会「SPAC 上場制度の投資者保護上の論点整理」

このスライドは東証の研究会の論点整理です。多岐にわたる論点がありますし、また、一つの論点についての回答によっては、別の論点の選択肢が変わってくる可能性もあるので、パッケージで考える必要があるのではないかと思います。

- ・ 検討

そこで、私が重要と考える3つの問題に焦点を当てたいと思います。1つ目が、De-SPAC時の株主承認と償還権の在り方。2つ目が、スポンサーのインセンティブないしは利益相反の規律の在り方。3つ目が、De-SPAC時の情報開示規制の在り方です。

検討の前提としては、アメリカのSPACをモデルにしつつ、修正を加えるということです。また、SPACのIPO時にSPAC自体の上場審査が行われるということも前提にします。さらに、De-SPAC時に対象会社を買収した後の企業、合併後の企業自体ももう一度上場適格性の審査があるということも前提にしておきたいと思います。これが本当に可能なのかとか、タイムフレームワークの中で実務上回るのかとか、そういう論点もあるでしょうけれども、それはできるという前提で前述の3つの問題にフォーカスを置きたいと思います。

## 2. De-SPAC時の株主承認と償還権の在り方

- ・ 問題の所在

実際には、De-SPACは賛成多数で可決されるのが一般的ですが、大半の株主が償還するというケースが多いということでありまして、実証研究によれば、IPOで調達した資金の73%が償還請求されているというデータもありますし、直近のデータを見る限りは、もっと多くの償還請求の割合が行使されているように思います。そうすると、一言で言いますと、De-SPACについての株主総会による承認決議がエンプティ・ボーティングになっているということです。

エンプティ・ボーティングになる理由ですが、SPACの株式にはそもそも償還請求権が与えられており、またワラントを持っている株主も一定数いる。そして、株主は償還請求権を行使してSPACからの退出をしつつ、De-SPACについては賛成する投票をすることが多いということになります。

なぜかという、先ほども言いましたが、SPACのIPOの際に株式と同時に取得したワラントの価値を保持するためには、De-SPACに賛成票を投ずることが合理的だからです。その結果として、De-SPAC自体、例えば合併という選択肢だったとしても、その合併がSPACの株主にとって有利かどうかとか、その企業価値が上がるか下がるかとか、そういったことと関係なしに、とにかく賛成して、償還権を行使して、株価が上がればワラントを行使することになりますから、De-SPACについての株主総会というのは行われるけれども、完全なエンプティ・ボーティング状態になっている。そうであるがゆえに、1株当たりの価値が1ドルとか2ドル、ないしは0.何ドル、それぐらいになってしまうようなDe-SPACというのも結構たくさん承認されているという状況にあるのではないかと思います。

また、スポンサーもとにかくDe-SPACを成立させるインセンティブがあるという状況にあります。なぜかといいますと、プロモートすると、スポンサーは収入を得ることができるということは冒頭で説明したとおりです。他方で、De-SPACが実行されずにSPACが解散になりますと、報酬はありません。もっと言うと、最近のSPAC実務の一般

というのは、といっても私が実務を知っているわけではありませんが、書かれているものを見る限りでは、スポンサーがさらにたくさんの出資をして、要するにA種株式も取得して、それを使って運転資金を担っているというようなことも行われていたり、あるいは SPAC の IPO のときの証券会社等の引受人に対する報酬を払ったりというようなこともしますから、持ち出しもかなりあるということで、SPAC が解散になると、無報酬どころか、赤字に終わることになりますから、とにかく De-SPAC をさせようというインセンティブがあるということになります。

SPAC の投資家は、ヘッジファンドの多くは償還請求をするか、De-SPAC の前に市場で売却するということをします。そうしますと、アマチュア投資家の不利益の下にその他の SPAC 関係者が利益を得ているのではないかということで、アメリカでは、特に学界及び SEC でも議論がされていて、アマチュア投資家保護をどう設計するかというようなことが議論の対象になっているかと思います。

他方で、もう少し突き放した見方をすると、そもそも De-SPAC に株主の承認が必要なのかということが問題になりそうです。株式の取得というだけであれば、アメリカの会社法上も、株主総会の承認は不要なことが多いかと思いますので、わざわざ株主の承認という仕組みを作っておきながら、結果的にエンプティ・ボーディングになっていて機能していないということ、そもそもなぜ株主の承認を求めているのかという疑問が出てくるように思います。

また、賛成株主にも償還請求を認めることになっているのですが、これも、アメリカであれば買取請求制度があって、会社法上の買取請求制度であれば、反対株主にしか基本的に認められないわけですから、なぜ賛成株主にも償還請求が認められるのかが疑問になってくるように思います。

#### ・アメリカの上場規則の変遷

これはたまたまというか、アメリカの上場規則の変遷というか、そこに由来するということにな

るのではないかと思います。SPAC の仕組みは、1990 年代前半にスタートしたようでして、当時は SPAC は OTC ブリティンボードのみで取引されていまして、NYSE などでは上場は認められていませんでした。

SPAC は、これに適用される特別の規制はなかったのですが、次のような投資家保護の仕組みを採用するのが一般的でありました。1つ目が、De-SPAC について株主総会で過半数の賛成を得ることが必要だということ。2つ目が、De-SPAC について反対する株主に償還権を認めること。3つ目として、所定の割合（例えば 20% から 40% 程度）以上の株主が償還請求をしないこと。これらが De-SPAC の要件になっていたようです。

その後 2005 年には、アメリカン証券取引所が SPAC の上場を認めたということがあります。

2008 年には、ニューヨーク証券取引所と NASDAQ でそれぞれ SPAC の上場を認める上場規則が採択されます。

2008 年のニューヨーク証券取引所の上場規則では、① De-SPAC について一般株主の議決権の過半数の承認が必要であること。② De-SPAC に反対票を投じた一般株主には、De-SPAC が多数決で承認されたときには償還請求権が認められること。ということで、反対株主に償還請求を認めなければいけないということは書かれていましたが、賛成票を投じた者の償還権を認めないとかといったことは何も書かれていませんでした。

③ 一般株主がそのグループの持ち分と合算して償還請求権を行使できる株式の上限（10% 以上）を定めることが認められること。④ 一般株主の所定の数（40% 以下）を超える株主について償還請求権が行使されたときは De-SPAC を行うことができないこと、が定められていました。

これらの上場規則について SEC は、一般株主が De-SPAC に関する経営陣が決定を承認すること、及び反対する場合には救済が得られることを確実にするものだというふうに評価しまして、一般株主の保護にとって有益なものだから、これを認めるという規則改正を認めたということが付されま

した。

同じ年の NASDAQ の方の上場規則は、前述の NYSE と少し違ひまして、①と②については同じですけれども、③については規定がありません。④についても規定がないわけですが、De-SPAC について社外取締役の過半数の承認を必要とするという別の要件を課すことにしました。SEC は、この NASDAQ の上場規則についても、投資家の保護をするものと評価して認めたということです。De-SPAC を巡る上場規則は取引所によって差がありましたので、ある意味、取引所間の競争の側面があるということです。

その後、ヘッジファンドとかアクティビストが SPAC 株式の買い集めをしまして、De-SPAC のときに反対するぞと脅して、代わりに利益供与を要求するというグリーンメールが行われたということを NASDAQ が報告しまして、2020 年に NASDAQ が上場規則を改正します。

具体的には、第 1 に、De-SPAC についての株主総会を開催せずに、しかし従来の反対株主の償還請求権を保障するために、自社株買いの公開買付けをすることを認めることにしました。つまり、De-SPAC について反対意見を持つ株主は、自社株買いの公開買付けに応募すれば、償還請求したのと同じ状況になるということだからです。

さらに、償還請求をすることができる一般株主から 10%を超える株式を保有する者を除外するというので、これがグリーンメール対策のルールということになります。

その後、証券取引所に上場した SPAC の償還請求権の行使率は大体 6 割から 7 割ぐらいということでした。そうしますと、NYSE の方の基準をこれでは満たさない、De-SPAC が認められないということになります。そこで NYSE の方では、規則改正をしまして、要するに、NASDAQ の規則だと償還請求権の行使率の上限の制限はありませんでしたので、NYSE の方でも利用の条件を廃止するということが行われ、また NASDAQ と同じように、株主総会を開催せずに、自社株買いの公開買付けをすることを認めるということが行われました。

以上のように、De-SPAC についての株主総会による承認と償還請求については、当初のニューヨーク証券取引所の上場規則では、償還請求が多ければ De-SPAC はできないということにされていたので、私の言葉で言うところのスクリーニング、非効率なものが止まるというのが株主総会レベルで行われていたわけです。しかし、償還請求の行使率の上限の規制がその後廃止されましたので、今日においては、このスクリーニングはほぼ機能していないと言えます。

また、償還請求権は、De-SPAC に反対する株主の保護のために導入された制度と言えるわけですが、賛成株主も償還請求できるようになっているのが通常でありまして、規則上も、株主の反対と償還請求の結び付きを求めるようなことは一度もありません。

なお、制度としては、自社株買いの公開買付けの方法が認められていますが、実際には、償還請求の行使による方法が行われるのが通常であり、株主総会も開かれるのが通常ということになります。

#### ・改善は必要か？

De-SPAC について、今の点に関する株主総会の在り方等に関して改善は必要かということですが、De-SPAC について株主総会の承認を要求する理由は、SPAC 投資家の保護のためということです。ただ、この株主総会がエンプティ・ボートिंगのせいで機能しないのであれば、SPAC 投資家の保護の目的は達成できないことになりそうです。SPAC 投資家の保護の目的で株主の多数決によって De-SPAC を実行するかどうかを決定する制度を前提にするのであれば、何らかの改善はすべきということになりそうです。

ところが、De-SPAC について株主による是非の判断を要求する必要があるのかどうか、それ自体は自明のことではないように思います。De-SPAC の実務の変遷において概観しましたとおり、当初は De-SPAC について株主総会の承認を必要とすることから出発しましたが、自社株買いという



形を裏返して株主総会の承認は必須ではなくなったという経緯があります。また、償還権の行使割合が一定水準以下であることを要件とする上場規則もありましたが、その後廃止されたという経緯があるわけです。つまり、株主レベルでのスクリーニングを制度として要求するのはやめていく方向に実務が発展し、それでも、2020 年、2021 年のような SPAC の大流行があったということになります。

そうしますと、結局、投資家保護としては償還権があることこそが重要であって、De-SPAC の是非について株主全体の承認を要求する必然性があるとは言えないように思います。

また、SPAC は、企業への投資という意味ではベンチャーキャピタル (VC) ファンドと比べますと、少し共通点があるわけですが、VC の場合はファンドマネージャーのジェネラルパートナーがどの企業に投資するかを判断するのでありまして、ファンドに投資する LP には発言権がないのが通常です。そうだとしますと、SPAC 投資家保護の方策としては、SPAC の株主総会によるスクリーニングとは別の方法で代替することもあり得るようには思います。

つまり、SPAC 株主に償還請求権を認めるわけですから、SPAC 投資家の保護はそれでいいのだという政策判断もあり得るだろうと思います。SPAC の株式を取得した株主は、償還権を行使すれば投下資本の回収をできて、しかも元本保証ですから不利益は全く被らないわけですので、De-SPAC の具体的な内容を見てから償還権の行使をする機会が確保されていればそれでよいというのも一つの割り切りとしてあり得るかと思います。

ただ、そういう割り切りをする場合であっても、SPAC の投資家が償還権の行使を適切に判断するために必要な情報と時間は確保されている必要があるわけです。

また、SPAC のスポンサーや取締役のインセンティブを SPAC 投資家の利益と一致させるように設計する、改善するという必要になりますし、またそれで足りるのかということもありますけれ

ども、こういう方向で考えていくというのもあり得そうです。

そうだとすると、例えば今、SEC などでのどういう議論をされているかということを紹介したいと思います。

- ・ 償還請求権の行使割合が半数以下であることを De-SPAC の前提条件とすべきか

De-SPAC のエンプティ・ボーディング問題の改善策は、学説も含め様々な議論がありますが、時間も大分迫ってきましたので、これだけ紹介したいと思いますが、償還請求権の行使割合の上限規制を導入して、少なくとも半数の株主が会社に残りたいと考えている場合にのみ De-SPAC の実行を認めるように取引所の上場規則を改正するということが提案されています。

この提案は、先ほど紹介した 2017 年改正前のニューヨーク証券取引所の上場規則に近い、ないしはそれを少し厳しくするものです。De-SPAC を承認するかどうかの株主総会もあるのですが、償還権の行使割合の方で決めましょうということをするわけです。実証研究を見る限りは、償還請求権の行使割合が高い De-SPAC は、その後のパフォーマンスも悪い。逆に償還請求権の行使割合が低いときはその逆だということです。そうだとすると、どうも償還請求権の行使割合の高い、低いが一つの重要な分かれ目というか、いい De-SPAC かどうかの判断要素になるということだと思いますが、そういうこともあって、償還請求権の行使割合を基準にするというような提案がされているということです。

ただ、この考え方も、完全に好ましいものなのかは自明ではないということのように思います。償還請求権を行使するかどうかについての経済合理的な株主の判断というのは、De-SPAC 後も株主として残ることによって得られる利益ないし不利益と、償還請求権を行使することによって得られる利益の比較によって行われるはずで、償還請求権を行使することで得られる利益というのは、実は利息にすぎないのですけれども、リスクはな

い。また、ワラントを持っていれば、ワラントからの利益はあるということになります。

他方で、株主として残る場合にはリスクがあるわけですし、仮に株主として残った場合の期待値が償還請求権を行使した場合に得られる金額を上回る場合であっても、例えばリスク回避的な投資者であれば、償還請求権を行使した方が効用が高いということになりますから、償還請求権を行使するという場合が含まれるはずですが。

つまり、償還請求権を行使するかどうかという株主の判断は、必ずしも De-SPAC の効率性、つまり De-SPAC 後の会社の 1 株当たりの価値が 10 ドルを上回るかどうかという判断と一致する保証はどこにもありません。つまり、SPAC の IPO に応じた投資者の中には、当初から償還請求によって得られる利息だけで満足するような投資者もいるわけですし、そういう人たちが多ければ、それだけ償還請求権の行使割合は高くなってしまいますから、De-SPAC の効率性とは無関係に償還請求権が行使されることになります。

要するに、SPAC 投資者保護のための重要な仕組みである償還請求権があることによって、SPAC の株主は、ある意味、エクイティ投資をしているのではなくて、デットの投資をしているという側面が強いという特徴がありまして、そのような特殊な属性の株主による判断に期待するのにはそもそも限界があるのではないかなと思うようになったということです。

その他、学説上の議論もありますが、この辺は全て省略させていただきます。

#### ・検討

SPAC 制度を日本に導入する場合、アメリカの例に倣って償還請求権を株主に与えるかどうかが一つ大きな分かれ目になります。反対株主にのみ償還権を認めればいいのかということで、シンガポールでまさにそういう提案が一回されたのですが、パブコメの段階で反対が強くて、導入されませんでした。

SPAC の IPO に応じる投資家は、償還権があるか

ら投資しているのであって、それが反対株主だけに限定されることになってしまうと、SPAC がそもそも成り立ちませんよ、SPAC の株を取得しませんよということなどが主な反対意見だったようです。どうもこの償還権に手をつけるというのは、SPAC 制度の何か存在意義に関わるようなことのようにですので、ここでは、償還権はあるという前提で考えてみたいと思います。

そうしますと、De-SPAC についてわざわざ株主総会の承認を要求する必要があるのかということについては、あまり意味がないのではないかなと思えるところです。意味があるとする、例えば De-SPAC に関する情報伝達のルートとして株主総会の手続を使うことが効率的だとかいうのはあるかもしれませんが、あえて株主総会とか、あるいは株主意思確認総会というフォーマットを使う必然性はないということになるのではないかなと思います。

要するに、株主総会に関するエンプティ・ボートینگ問題はあるけれども、ここは機能していないということを確認すればいいのであって、ほかのところでスポンサーのインセンティブを改善したり、あるいは償還権の意思決定がきちんとできるような自己責任の前提が整えられているかということにフォーカスを置けばいいのではないかなというのを、一つ目の論点として提示させていただきたいと思います。

会社法上の合併とか会社法上の株式交換を行うことになる、これは通常の株主総会がもちろん必要になりますし、通常の買取請求が発生することになりますが、わざわざこういうことをする人が出てくるのかやや疑問に思いますので、ここは省略させていただきます。

### 3. スポンサーのインセンティブ・利益相反の規律の在り方

#### ・スポンサーの利益と一般投資家の利益

スポンサーの利益と一般投資家の利益が対立するということですし、スポンサーは 2 万 5,000 ドル出資をしまして、De-SPAC が実施できると、

「時価総額×20%」としていますが、これは実はほかの PIPEs の投資家だったり、あるいは De-SPAC 自体が株対価でやったりしますと、もうちょっと希釈化もあり、スポンサー自身の割合が減るのですが、単純化のために「時価総額×20%」と書きました。ポイントは、1株当たり 10 ドルを超えるかどうかに関わらず利益が発生するのが通常であるということで、例えば 1株当たり 3 ドルとか 5 ドル、そのぐらいの価値にしかならない De-SPAC であっても、とにかくスポンサーとしてはやった方がいいというインセンティブを持っているということです。

一般投資家は、1株当たり 10 ドルを超えないと意味がないということになります。ですから、ここで対立することになります。

ただ、De-SPAC における利害対立、利益相反という問題と MBO とかにおける利益相反とは構造が異なります。MBO などの場合は買い主と売り主の利害が正面から衝突するというものですが、ここで言う SPAC のスポンサーの利益相反というのは、一部の場面に限定されます。

つまり、1株 10 ドルを超えるような De-SPAC になるのを価値上昇型と呼びますが、価値上昇型の De-SPAC をすることがベストであるということは、SPAC 株主もそうですし、スポンサーにとっても同じです。そうしないとワラントが行使できなかったり、様々な成功報酬を入手できないということですから、そちらを受け取れる方がハッピーであるのは明らかですから、ここでは対立はないわけです。対立するのは価値減少型の De-SPAC で、1株当たり 10 ドルを下回るような結果となる De-SPAC であっても、スポンサーとしてはやった方がいいということになっているので、ここで SPAC 株主、一般の株主とは対立することになります。

- ・ In re Multiplan Corp. Stockholders Litig., 2022 Del. Ch. LEXIS 1 (Del. Ch. Jan. 3, 2022)

このような利害状況にあることについて、SPAC

を巡る判例法理はこれから形成されていくところだと思います。また、SPAC を巡る訴訟は証券訴訟と会社法上の訴訟の 2 つあるようでして、恐らく証券訴訟の方が多そうです。

会社法の方の話として出てくるのは、取締役ないしは支配株主の責任という文脈で判例があるのですが、これは衡平法裁判所のレベルであって、しかも却下申立てを棄却したというだけですから、実質的な判断は何もされていないのですが、このような場面において利益相反問題があること、それから、その場合には完全な公正性の基準を適用するらしいこと、どうもそういう方向で理解されることが明らかになりつつあるということです。

この事案の紹介とかはちょっと省略させていただきます。

#### ・利益相反に係る開示規制の SEC の提案

SEC の提案としては、利益相反に係る開示として充実させるという提案などがされたり、あとは De-SPAC の公正性に関する情報開示を充実させるということで、例えばフェアネスオピニオンを入手したのであれば、それを開示させるとか、そういった形で利益相反情報の開示を充実させるということが提案されているようです。

「注意点」と書きましたのは私のコメントですが、こういった情報が開示されたとしても、一般のアマチュア投資家が開示情報を理解できるかということですが、これはなかなか難しだろうということになります。そうしますと、SPAC じゃない、通常の場合の情報の開示について、アマチュア投資家が直接情報開示を読んで理解できなかったとしても、その情報というのは株価に基本的に反映されることになりますから、一般の理解できない投資家も、株価は信用して、株価さえ正しければ間接的に保護されることになるのですが、SPAC の場合、そのメカニズムが機能できないというところに限界があるということに注意が必要です。

つまり、償還権がありますので、株価が 10 ドル以上で形成されがちだからです。ですから、1

株当たりの価値を下げるような価値減少型のものであっても、株価は 10 ドルを超えている。したがって、利益相反の問題になるような情報が開示されたとしても、株価が 10 ドルを下回することはまず考えられないので、情報開示自体を理解する必要があるのではないかということになりそうです。それで、情報開示規制による利益相反問題の対応というのはやや限界があるのではないかということです。

#### ・日本での検討の前提

結局、日本で考えたときにどうかということですが、会社法上の責任ないしは不法行為上の責任ということで、SPAC のスポンサーは、通常支配株主ですけれども、支配株主の責任ないし義務ということについて何か新しい法理とか立法がされない限り、状況は変わらない。

#### ・SPAC の取締役の会社法上の責任

裁判で争うというのもハードルはそれなりに高そうですし、SPAC の取締役の会社法上の責任と言ってみたとこで、ほかの企業の買収をするということなので、経営判断原則が適用されそうです。もちろん利益相反の問題がありますから、意図的に 1 株当たり 10 ドル未満になる De-SPAC をやることで自己ないしは第三者の利益を優先して、虚偽情報なんかも開示していましたというようなときであれば、損害賠償責任を問われることはあるのかもしれませんが、あまり期待はできないのではないかということです。

#### ・取引所規則の設計の検討

そうだとすると、結局、取引所規則でスポンサーないしは SPAC の取締役のインセンティブを調整するような規則を用意していくという方向しか、できることはなさそうです。例えば、

- ①スポンサーに一定割合以上の A 種株式を保有させる。
- ②スポンサーに De-SPAC 後 6 か月～1 年程度は売却禁止のロックアップを要求する。

③スポンサーのプロモート（B 種株式）について De-SPAC の承認についての議決権行使を認めない。

④ De-SPAC について、SPAC の独立取締役の過半数の賛成を要件とする。

①はアメリカの実務では一般的に既に行われていることですが、規則などでは特に義務付けられてはいません。最近規則改正を行ったシンガポール取引所ではこれを規則化していますので、そういったようなやり方も一つのやり方かと思います。

②もアメリカでは一般的ですが、シンガポールでは義務付けされました。

このような方向でできることはやった方がいいということになりますが、完全な解決は不可能です。完全な解決というのは、1 株当たり 10 ドルを超えるようなときは実行し、そうならない、1 株当たり 10 ドルを下回るようなときにはなるべく行わないという方向で動機付けるような仕組みというのは、取引所規則をもってしても、現実的にはなかなか難しそうだなと思います。

翻って考えますと、利益相反について情報開示されていて、また、株価による間接的な保護が機能しないとしても、きちんと全て情報開示されていたのであれば、また償還権もあるということだとすれば、投資家の自己責任としてもいいのではないかという、ちょっと前のめり的な発言をあえてして、これが最終結論かどうかはともかく、そういうふうに関心提起してみたいと思います。

## 4. De-SPAC 時の情報開示規制

### ・問題の所在

De-SPAC 時に償還請求するか、残存するか判断は、法的には償還権行使の有無ということですが、経済実質的に見ると、ベンチャー企業の株式を買うかどうかの投資判断と全く同じことをしているわけです。

しかし、De-SPAC の際に、対象会社が有価証券届出書を提出するわけではないはずです。例えば、SPAC が対象会社を現金対価で合併する場合なんか



を想定していただければと思います。

伝統的な IPO であれば、この場面で発行開示規制がかかってくるわけですから、発行開示規制に基づく情報開示が行われ、またそれに対する違反についての救済などもあるわけですが、De-SPAC ではそれを迂回できてしまうということになります。

ですから、IPO と同等の情報開示の確保及び違反に対する救済、そして制裁というのも確保すべきだと思いますから、SPAC を導入するのであれば、SPAC 専用の何らかの制度を作って金商法改正をした方がいいと思います。

実際、SEC も同じような問題意識で規則改正の提案をしていました。要するに、伝統的な IPO の場面と情報開示規制の差がないようにするべきだという発想は、SEC でも取られているということです。

#### ・フェアネスオピニオンの限界

フェアネスオピニオンを取ったならば、それを情報開示するべきだという SEC の提案がありましたが、一般的な M&A のフェアネスオピニオンと内容は違うものであるはずなのに、そうならないということの問題があるのではないかという論文があるという紹介です。

つまり、De-SPAC の後に1株当たり10ドル以上の価値となるかどうかということこそが、この局面で一般投資家保護の観点で一番重要な話ですけれども、フェアネスオピニオンを書く人の判断すべきこととしては、De-SPAC の影響ももちろんですが、それに併せて行われる PIPEs がどういう条件で行われるのか、あるいはプロモートはどうなるのか、ワラントの行使はどうなるのか、あるいはもっと言うと、アーンアウト条項が入っていたら、それが行使されたときにどうなるのかとか、いろいろあるわけですが、そういうものも全部織り込んで評価していく必要があるということになります。

これらの作業、特に PIPEs とプロモートとかと一緒にやって M&A のフェアネスオピニオンを書く

というのは普通ないと思いますから、通常の実務とは違う内容が求められることになります。

しかし、この Tuch (2023) の論文を読む限りでは、先ほどの SEC の提案が出てから、アメリカの De-SPAC では自発的にフェアネスオピニオンを取って開示している例が多いようですが、一般的な M&A のときの買収者にとってフェアな条件であるというオピニオンが出ているにとどまっていて、SPAC にとってフェアであるという1株当たり10ドル以上かどうかとか、そういうことについての目配りができていないものが多いのではないかという問題が指摘されていたりします。

また、SPAC の対象企業の事業計画は楽観的過ぎるものが多いと言われています。要するに、過去の売上高がゼロだけでも、5年後から非常に売れますというような会社が多いので、DCF 法とかで正確な算定ができない可能性が高いし、現にそうなっているのではないかということで、フェアネスオピニオンとかもありますが、どこまで頼れるかには限界があるということです。

5. その他については省略させていただきます、非常に雑駁でしたけれども、私からの報告は以上とさせていただきます。

~~~~~

【討 論】

○黒沼 飯田先生、ご報告、どうもありがとうございました。

アメリカと日本の SPAC の現状と最新の議論を整理していただいたうえで、3つの論点についてそれぞれご提言をいただいたものだったと思います。後半は相当省略されましたが、せっかく資料を出していただいていますので、その部分も含めて、もし可能であれば議論をしたいと思います。

内容的にもかなり難しい内容を含んでいたと思いますので、2つに分けて、前半と後半で論点を少し分けて質疑応答をしたいと思います。まず、SPAC の仕組みやアメリカの実務、それから検討事

項の1番目の株主の承認と償還権というところ、スライドで言いますと1から29ページの範囲内でご質問・ご意見等がありましたら、よろしくお願ひします。

【SPACのスキームと投資者保護】

○船津　大変貴重なご報告、ありがとうございます。不勉強なもので、SPAC自体どのようなスキームなのかというのがいま一つ分かっておりませんので確認させていただきます。

個人投資家はユニットに投資する、そのうえワラントももらえると、そういう構造であるというように伺ったのですが、このワラントが位置付けとして投資家あるいは制度全体としての重要性を持っているのかということについてお伺ひしたいと思います。

といいますのも、とりわけ一番の論点だと思われる議決権行使のインセンティブというところで、ワラントを持っているから、株は償還してもらうけれども、ワラントは持ち続けられていて、かつ償還しているくせにDe-SPACには賛成するということが問題というか、インセンティブのゆがみのようなものが生じているのであれば、単純に考えますと、こんなインセンティブは付けなければいいじゃないかというふうに思わなくもないのですね。

償還ができるということであれば、先ほど来飯田先生も元本保証的なというふうにおっしゃっていたかと思いますが、あくまで元本保証的なものは償還でできるということであり、かつ、De-SPAC後も株を持っているのであれば、少なくともその株に対する投資ということで、それ以降の値上がりとかといったものについては、アップサイドはそこで取れなくもないわけですが、言ってみれば、ダウンサイドを取らずにアップサイドだけ取れるというのがワラントだとしたときに、このワラントがあるからこそ構造がゆがむんじゃないかと。だから、これをなくしてしまえば、この問題はある程度は解決するのではないかという気がします。いや、やっぱりこれは一般投資家

を引き寄せるうえでは大変重視されているのだという位置付けであるのか、それとも、理論的にそういうふうに言われているけれども、これだけがインセンティブのゆがみの要素じゃないよという話なのか、ワラントのDe-SPACにおける位置付け、重要性というものについてお伺ひできればと思います。よろしくお願ひします。

○飯田　ワラントがなければエンプティ・ボートティングはほぼ解決できるのではないかということですが、かなりの解決になると思います。

他方で、償還権をなくすことへの投資家の反対が大きかったというシンガポールでの例を前提にしますと、同じような話でして、結局こういうスイートナーがなかったら買いませんよという話なのではないかということとして、要するに、ワラントでアップサイドを取れますよというのもセットになっているから投資しているんです、みたいな話が関係者からよく言われているように思います。ですので、それは事実の問題だと思います。

De-SPACのときの株主総会の意思決定をゆがめるという意味でワラントがあるのは大きいのではないかという分析は、まさにおっしゃるとおりだと思います。ですから、もし可能であれば、償還権は認めるけれども、ワラントはありませんよというものでSPACを組成すれば、多少株主総会で機能する可能性は、ワラントがあるときに比べれば出てくると思います。

ただ、いずれにしる償還で出て行く人たちだけの多数決ですから、そこで何か意味のある決定がされることを期待することに限界があるのは変わらないのかなというような感触です。

○船津　その点に関して、株主総会でもそうなのですから、償還率でスクリーニングするというお話もあったと思うのですが、そこでもやっぱり償還される対象はあくまで株式であって、ユニットではないとか、ワラントを含めたものではないということですね。そうすると、償還のときでもやはり、償還率自体はそれである程度の意味は持ってくるのかもしれないけれども、ワラント自体が消されるか、消されないかということ

まで含めた方が、より償還率の指標としての真実性みたいなものが上がったりするのかなと思ったりのです。仮に日本の制度設計をするとしたときに、やはりワラントは必須だと飯田先生も思われるのか、あるいは De-SPAC との関係での構造でそこはあった方がいいのか、なかった方がいいのか、どういうふうにお考えでしょうか。

○飯田 繰り返しですけれども、株主の判断にどこまで期待するかというところにもよるのですが、一番単純にもし可能であればできたらいいと思うのは、結局、償還権もなしで、ワラントなんかもなしで、普通の株主総会で判断すればいいということです。そうすればあまり問題ないというのか、De-SPAC の株主の意思の問題というのは、今日議論した論点は何もなくなるということになるかなとは思っています。

しかし、その前提を取らないとすると、償還権がありますねという話になってきてしまいます。もちろん、日本で入れるとしたら、ワラントは認めませんよというのは、一つの選択肢だとは思っています。

○船津 ありがとうございます。

○伊藤 ご報告ありがとうございます。

スライドで言うと 12 ページで、SPAC あるいは De-SPAC 後の会社への投資者を 3 つに分類して、①、②、③それぞれ保護がどういうことになるのかという図を説明していただいたと思います。ワラントの有無は置いておいて、償還権は必ずあるとして、この仕組みによって結局主に損害を被りそうな投資者はどのような投資家で、それは基本的にどういう理由によるものなのかというのが、ちょっと私は分かりづらくて、ご説明いただければありがたいのですけれど。

○飯田 SPAC のスポンサーを有名な人たち、例えば有名なバスケットボール選手がやっていたりして、あの人がいいと言っているのだから俺もついていきたいみたいな、そういうタイプの人たちが、要するに③の人たちが De-SPAC の前に株を買って、ついていきますと言ってついていったけれども、株価が紙くずのようになってしまうという

ようなパターンのときに紛争が起こるわけです。ですから、一言で言うと、SPAC とか De-SPAC の仕組みがよく分かっていないような人たちがうっかり買ってしまうと、損をすることはありますねという、そういうことだと思います。

○伊藤 なるほど、分かりました。ありがとうございます。

○齊藤 大変詳しく、また分かりやすくご説明いただきまして、ありがとうございます。

先生のご報告を十分に理解できているかどうか心許ないところもございますが、2 つの側面が問題となっているように思いました。一つは、望ましい De-SPAC に向けてスポンサーや SPAC の取締役が誠実に行動するように規律づけることはできるか、という、言ってみればデューティ・オブ・ケアの話で、もう一つは、利益相反の話です。

利益相反の部分は後半で取り上げていただいているので、伊藤先生のご質問とも重なるのですが、ここでは前者についてご質問いたしたく存じます。エンプティ・ボーディングは、SPAC の目的に沿ってスポンサーや SPAC の取締役が誠実に行動してくれるという点はどこで確保されているのかという問題に関連していると理解いたしました。

非効率な De-SPAC が行われがちであるとして、それをどう阻止するかという問題であるわけですが、伊藤先生や船津先生のご質問にも関連するのですけれども、投資家保護について、償還権を適切に行使することで自衛をするということを確保するのであれば、非効率な De-SPAC が行われてしまっても、その非効率性は後日市場で淘汰される場所にゆだねる、と割り切ってしまういいのではないかと。非効率な De-SPAC がエンプティ・ボーディングの問題によって助長されてしまうという問題について、確かに、情報開示は充実する必要はありますが、情報に基づく投資家の償還権行使の機会が確保されているのであれば、投資家保護としては十分で、非効率な De-SPAC を事前に阻止すること自体は必要はないと割り切ってもいいのではないかと。思われたのですが、飯田先生はそのような方向でご報告されたという理解で

よろしいでしょうか。

○飯田 はい、まさにおっしゃるとおりの方にちょっと割り切って報告しました。

端的に言うと、De-SPAC後の株価が非常に悪いのが多くて、そうすると結局、スポンサーはそれでももうかっているけれど、保護の仕組みとして存在する株主の承認というのが全然機能していない、情報開示も伝統的なIPOの場合の規制とは差があるということで、その辺がトータルで批判の対象になっており、またSECの規則改正の動機付けにもなっていると思います。

ただ、おっしゃるとおり、どこかで自己責任と割り切っていないんじゃないかという気が私も最近してまして、そういう意味では、一定の範囲での情報開示とかを前提にすれば、エンプティ・ボートティングの問題があるからといって、必ずしも致命的な商品とまでは言えないのかなというふうな方向で報告いたしました。

○齊藤 ありがとうございます。

【SPACは必要なのか】

○梅本 ご報告、どうもありがとうございます。

私は、先生が最初におっしゃっていたSPACに対しては批判的な声が多いという、そちらの批判的な声の側なのですけれども、そもそもSPACというものがなぜ必要なのでしょうか。

スライドの8ページで、SPACの魅力について書いていらっします。投資家にとって投資機会の拡大、IPOよりも低コスト・短時間で上場、それから、従来の伝統的IPOと比べると、IPOアンダープライシングの問題を解消できる、というのがメリットと言われています。ただ、日本で導入したとして、SPACは伝統的なIPOに比べてそれほど優れた効果を発揮するかというと、いかがでしょうね。先生はどうお考えでしょうか。

○飯田 日本のIPOの現状をどう評価するかという側面もあるかと思いますが、今よく言われるように、小規模な会社が小粒な金額で個人投資家中心の人しか集めないIPOをよくやっているとい

う中で、SPACを入れても何も変わらないというか、SPACを使うという人は、要するにIPOアンダープライシングは避けられますね、とか、IPOでは上場できない会社の上場手法に成り下がるというようなことぐらいにしかならないかなという気はします。

他方で、ベンチャー企業の在り方とかも含めてもっとグローバルな枠組みで考えて、例えば日本でやっているベンチャーだけでも、世界的なVCからお金を受け入れますとか、そういう形でユニコーン化していくみたいなことがあって、しかも日本で上場したいというようなときに、多くの国の証券取引所でSPACの選択肢はあるはずなので、その選択肢がなくていいのでしょうかというような間接的な意味で意味があるのかなと思っています。

IPOアンダープライシングの問題も、制度整備とかいろいろ工夫が今後予定されていますけれども、これが劇的に解決するというのも期待できないわけです。そういうときに、SPACという道もありますねという形で上場しようとしている会社を選択肢を与えることで、ある意味交渉力を高めておくというのも、非常に間接的な意味で意味があるかもしれないという程度のことでして、これが導入されたから、例えば来年からIPOマーケットが大きく変わりますとか、上場しようと思っている会社のインセンティブ・行動が大きく変わりますとか、そういうことが起きるとは私も全く思っていないので、制度はできたとしても、使う人が年に数件いればいい方というぐらいの話かなと思います。

繰り返しですが、間接的にもしIPOアンダープライシング問題とかの改善につながるのであれば、たとえSPACを使う人がいなかったとしても、全く無意味ではないのではないかと、そのぐらいの基本的なスタンスでして、今日はあえてそのスタンスは棚上げして、ちょっと前のめりに報告をしたところでもあります。

○梅本 どうもありがとうございます。

【償還権】

○前田 SPAC株主を償還権によって保護しようというそもそもの考え方は、基本的には会社法の株式買取請求権と同様の発想によるものと理解してよろしいのでしょうか。つまり、SPAC株主は、SPACがどんな会社になるのか分からない段階で投資をしており、De-SPACこそが会社にとっての基礎的変更に当たる。ですので、De-SPAC段階で償還を選択する権利を与えようと考えられたのだと、こういう理解でいいのでしょうか。

ただ、そうだとしますと、De-SPACの段階では、株主は自分の投資した会社がどんな会社になるか分かっているわけですから、会社法的な考え方からすると、De-SPACに賛成した株主にまで償還権を与えるという発想は出てこない。これはまさに飯田先生がレジュメ25ページでシンガポールの例も引いてご説明くださった問題です。

このように賛成株主にまで償還権を与えるという制度を見ますと、この償還権は、株式買取請求権になぞらえて考えるべきものではないようにも思われます。つまり、簡単に言ってしまうと、投資者を吸引するために、株式買取請求権を大幅に修正してしまったという捉え方をすべきなのか。償還権がどのような発想のもとに出てきたのか、株式買取請求権とは考え方が違うのかということについて、ご教示いただけるでしょうか。

○飯田 おっしゃるとおりで、私も買取請求の勉強をしていましたので、この制度はおかしいのではないかと端的にずっと思っていました。要するに、会社法的に見たときの買取請求とは大分距離がある仕組みになったのですが、これは理屈で作られた制度ではなくて、経緯でも少し紹介しましたように、取引所間の競争というか、NASDAQとNYSEの取り合いみたいなのがあったりして、賛成している人たちの償還権行使でも全然いいとか、そういう方向でどんどん制度が動いていったりしましたので、理屈に基づく発想ではないでしょうし、会社法的な意味での位置付けもされずにこういう仕組みが作られたということだと思います。

もともとペニースtockの方の規則419の償還

権というのがありまして、その償還権は何もしないと自動的に償還するというのがデフォルトで、残りますというふうに意思表示すると残れるということだったのですが、SPACはそれをまねして、デフォルトを逆にして、残るとというのがデフォルトで、償還するという意思表示をすると償還しますというふうになったわけです。ですから、会社法的な発想とはかなり距離が遠い形で作られたのが償還権だと思うのです。

ただ、De-SPACのときに株主の承認を必要としますという発想自体は、会社法的だと思うのですね。なので、会社法的な発想で株主の承認を求めているのに、他方で全然違う理由で償還権を認めているので、結局トータルで合わせると、おっしゃるとおりここがおかしな話になっていて、だから、会社法的な発想でここに手をつけるのならば、反対株主にのみ償還権を認めるという形で、それで株主の承認を求めますというのが、私としても理論的には一番整理できる仕組みだと思います。

○前田 大変よく分かりました。どうもありがとうございました。

【SPACの魅力】

○川口 梅本先生のご発言にもありましたが、SPACの魅力は、IPOと比較して手続が緩和されている、あるいは責任が軽減されているといった点にあるようです。しかし、近年のSECの規則提案などを見ていると、このような魅力をどんどん消そうとしているように見えます。

例えば、将来の業績予測に基づく企業価値評価がSPACで魅力だと言われました。これは、SPACに1995年私募証券訴訟改革法によるセーフハーバーの適用を認める解釈があり、これによって責任が問われる可能性が低くなるということかと思えます。SECの規則改正の案ではこれを否定する立場となっています。

また、最後におっしゃったように、情報開示についてもIPOに似せていくというような方向性になると、ほとんどSPACの魅力が消えていくのではないかと思います。

SPACについては、アンダープライシングの問題を解決するために、選択肢として置いておけば良いと話されていましたが、全体として、SECの規則改正の方向性や立場について、どのように評価をされているのでしょうか。

○飯田 別にアメリカの市場にそんなに思い入れはないので、そんなに評価とかはないのですが、SPACの魅力を打ち消す方向で改正をしようという提案がされているのはおっしゃるとおりで、SPACマーケットを殺すのかというような反対も結構言われていたりするようではあります。少なくとも規制のアービトラージになっているところはおかしいので、やはり将来情報を使えるかどうかとか、情報開示の責任とかのあたりというのは、差があること自体が問題なのではないかと思いますから、その方向の改正をするのは、正しい方向なのではないかと、外から見ていても思います。

あとは、さっきも言いましたが、アメリカもIPOアンダープライシングの問題はもちろんあるので、そことの関係で、VCとか、あるいは創業者の人たちがどう思うかというのが一つですかね、SPACがあることの意味というのは。

あと、スライドの11ページあたりですけども、結局SPACは、IPOよりもしかしたら高コスト状態かもしれないということも既に改正される前から言われているわけですが、もう一つ重要なかもしれないのが、ある意味M&Aの仕組みを使えるので、柔軟な取扱いという感じで、IPOだと手続に従って硬い手続が待っているだけですけども、De-SPAC後の例えばスポンサーに報酬の一部を放棄してもらうとか、再交渉の余地があったりするとか、そういう意味でプライシングの問題と併せてその辺にもしかしたらSPACの魅力を感じる人たちがいるのかもしれない。

あともう一つは、過去の業績ないしは過去の会計情報について、会計監査とかはそもそも受けたこともないような会社にとっては、SPACの方が短期間で上場できるというのは今後もそうだと思いますから、もし改正が実現されたときに、その辺がメリットに感じる者だけがDe-SPACされるとい

うことになるのではないかと思います。その程度のもので、ないよりは、あっても悪くはないのかなというような感触です。

○川口 会計監査も受けないような会社が上場を認められるというのも、どうなのでしょう。

○飯田 そこは、多分日本だと、会計監査を受けたことがないような会社の上場は認めないんじゃないですかね、SPACを入れても。De-SPACのときに上場審査をするという前提で今日私は検討しましたが、恐らく日本の市場では、そこは受け入れられないのではないかという気がしますし、通常の上場審査と基準を変えるべきではないように思います。

○川口 ありがとうございます。

○松尾 ご報告、ありがとうございます。

今ほぼお答えいただいてしまったのですが、もし日本に入れるとしたら、実質的存続性の審査のところはどう考えるのかなというのをお尋ねしたかったです。今のままだったらSPACにもこの審査はかかって、審査がかかると、De-SPACのときに実質的な上場審査のようなことが対象会社との合併等を前提として行われるという理解でよろしいのですか。

その辺、諸外国ではどうなっているのかというのがもしお分かりであれば、お分りの範囲でご教授いただきたいと思います。よろしく願いいたします。

○飯田 前段の方は、通常のIPOであれば受ける審査をSPACを通ずることですり抜けていくというのは、一種の規制のアービトラージなので、私はそれは認めるべきではないと考えていますので、実質審査とかが行われる証券取引所であれば、De-SPACでやるときも同じような審査をそこでもう一度やるべきだろうと思います。

諸外国も、De-SPACのときに上場基準を満たしているとかは、もちろん審査していると思います。諸外国といっても、アメリカの例しか見ていませんが、アメリカに次いで多いのはたしかオランダだったかなというところで、その辺の実務は何も知りませんし、アメリカの実務も知りません。

ただ、私が理解する限りでは、実質審査というか、会社将来性とか、何かそういうところまで立ち入った審査をするのは東証のよいところというか特徴なのかなと思いますけれども、それは世界の一般スタンダードだとは思っていませんので、もうちょっと形式的な審査で終わっているのではないかなというふうには理解しています。

○松尾 ありがとうございました。

【償還権と株主総会】

○黒沼 私からも一点だけ質問させていただきたいのですが、よろしいですか。

齊藤先生のご質問と重なる部分があるのですが、株主総会の承認を要するかという問題と償還権をどうするかという問題について、あるべき SPAC 制度を考えていくときに、これらの制度は何のための仕組みなのか、何のための制度と考えるべきなのかという問題です。

飯田先生は、株主総会によるスクリーニングの機能があるとおっしゃいましたが、他方では、投資家保護としては、償還権があれば十分だと考えることもできるとおっしゃったと思います。

確かに、償還権があれば投資家保護にはなりますが、De-SPAC の効率性を確保するといえますか、非効率な上場や買収を認めない、あるいは非効率的な資金調達を認めないという観点から、株主総会による承認をうまく機能させる方法を考えていくべきなのではないかと思っています。齊藤先生のご質問に対するお答えでは、どちらかというと、そちらではなくて、情報開示さえしっかりして、投資家が損をしないようにすることの方が重要だというお考えのように思ったのですが、どのようにお考えなのかという点をお聞かせいただければと思います。

○飯田 ちょっとアジテートするような報告をしたので、あえて極端な立場をとって見たのですが、2つの方向性があると思っています。

一つが、実務の償還権に対する愛着というか、それを所与のものとして受け入れると、株主総会とかを開いてもあまり意味がないのではないかと

いう、要するにエンプティ・ボーディングの話になってしまうので、限界があるのだらうという方向です。

もう一つは、さっき前田先生とのやりとりでもさせていただいたとおり、De-SPAC について株主が承認をすることで、今黒沼先生もおっしゃったように意味があるという方向で制度を設計するのは、もちろんあり得る話だと思います。そうだとすると、例えば反対株主にのみ償還権を認めるとか、あるいはアメリカで言われているように、償還権の行使割合が一定数以下であることを要件とするとか、そういう形で株主レベルでの判断で是非の決着をつけるというのもあり得る話だと思いますし、理屈としては、後者の方が優れているように思います。

あとは、そういう制度になったときに、それを使う人がいるのかという問題なのかなと思います。要するに、アメリカと違うものを SPAC と称してやろうとしても、なかなか根付かないのではないかなというのが、各国の様々な取引所がいろいろな制度上の工夫をしようとして頓挫していった歴史なのかなというふうに思っています。なので、ちょっと煮え切らない感じですが、理屈としては、黒沼先生のおっしゃった方向を私としても支持したいところですが、現実としてそれでそもそも SPAC が成り立たないのだったら、多少の譲歩もやむを得ないのかなと、そんなスタンスで報告いたしました。

○黒沼 ありがとうございました。

それでは、後半部分のご報告、利益相反の規律と情報開示の問題についてご質問、ご意見等がありましたら、ご発言いただきたいと思います。

【利益相反】

○齊藤 先ほどの質問の後半部分をお聞きしたいと存じますが、先生の本日のご報告や、あるいは先生がご論文でも取り上げておられるように、アメリカでは、このように潜在的に利益相反関係がある問題に対しては、たいてい、衡平法裁判所が、形式面でどのような法形態がとられようと、

そこにフィデューシャリー関係を認めて、受益者にあたる者に、フィデューシャリー・デューティを課していくという現象が認められ、コモンローの柔軟な法形成の可能性がありますところ、日本では、会社法の支配株主の責任でさえ、判例法理は定着していないくらいですので、依拠できそうな利害調整メカニズムがない点が課題かなと思いました。

そのような解釈が、判例法理で形成される余地が全くないか、といいますと、例えば匿名組合にかかる善管注意義務に関する裁判例もありますし、有能な原告側の弁護士が、よりどころとなる明文規定が乏しい領域で裁判所に新たな法解釈を促すことができる可能性は全くないわけではないのですが、その可能性は残念ながらまだまだ低いのではないかと思います。したがって、情報開示で、特にスポンサーの収益構造や報酬構造を明らかにしたうえで、事前に利益相反の回避措置をとることを何らかの形で求めていく方向にならざるを得ないように私にも感じられました。

ただ、事前の利益相反回避措置というのも、日本の場合は、背後に、受益者たる立場にある者は自ら利益相反にある状況に身を置いてはならない、というような一般規範があまり共有されているわけではなく、事後の責任追及の可能性も低いとすると、回避措置も形式的になり形骸化していくという危険をはらんでいるのではないか、と思われたのですが、飯田先生のご感触はいかがでしょう。

○飯田 De-SPACもある意味M&Aだと思えば、M&Aの場面で支配株主が少数株主の利益を搾取するようなM&Aをすれば義務違反なのだというような趣旨の主張を私自身はしているのですが、でも、訴訟の場の設定がDe-SPACの場合は非常に難しいなというのをご指摘のとおりなので、非常に難しいなというふうに思います。

一つの解決策というか対応策としては、De-SPACの際の取引所審査のときに、そういう利益相反に突き動かされて不当なことを行おうとしているとか、そういうことがされていないかをチェッ

クするというのをもし取引所ができれば、そこで歯止めがかかるかなという気がしてはいます。

あとは、スライドで先ほど紹介したようなももとの事前の仕組み、あるいは、いわゆるプロモートの割合について、20%じゃなくて、10%ぐらいで上限をかけるとか、そういったルールもあり得るかもしれませんが、いずれにしろ歯止めになるものが、裁判を起こすとしてもなかなか難しいので、やはりこの場合は、アメリカの場合は特に、会社法の訴訟とともに証券法違反のクラスアクションも多数 SPAC については起きていますので、そういう緊張感がある世界と大分距離があることになるだろうと思いますから、期待できるのは取引所ぐらいかなと。期待なのか、あきらめなのか分かりませんが、そういうふうに考えています。

○齊藤 ありがとうございます。

○北村 非常に詳細なご報告をいただき、大変勉強になりました。ありがとうございます。

齊藤先生が言及されたところに関連するのですが、スライドの 34、35 ページあたり、日本で導入したときの取締役の責任についてお伺いしたいと思います。

日本では、支配株主のフィデューシャリー・デューティについてはなかなか難しいということで、会社法で直接問題となりうるのは取締役の責任ということかと思います。35 ページの 4 つ目のところで、SPAC の取締役が 1 株当たり 10 ドル未満になるような De-SPAC を実行すると、残存株主に対して会社法 429 条の責任が発生し得るというご指摘ですが、残存株主というのは、De-SPAC 後の SPAC の株主である者ですね。そうすると、ここでは 429 条だけではなく、というよりも、むしろ 423 条の責任が問題となるのかどうか。その前提として SPAC に損害が発生していなければなりません、任務懈怠によって 1 株当たり 10 ドル未満になると、SPAC には損害があると考えられるのかということが 1 つ目です。

取締役の責任に関して、飯田先生は De-SPAC に株主総会決議を求めることに懐疑的な見解を述べられましたが、もし株主総会を経ているというこ

とになると、これは株主の意思に従っただけだから、任務懈怠にすらならないのではないかという考え方は成り立つのかということが2つ目です。

3つ目は、私が聞き逃したかもしれませんが、確認させていただきたいのですが、償還権の存在は取締役の義務の解釈に影響を与える可能性があるというのはどういう意味なのかを教えてください。

以上です。よろしくお願いいたします。

○飯田 1点目は、会社に損害が生じることが起きれば、会社法423条の責任はあり得ると思います。その場合はなかなか難しいのですが、例えば対象会社を高過ぎる値段で現金で買ったと、そういうケースであれば、要するに1株当たり10ドル未満の価値になってしまうぐらい高値づかみをしてしまったということをやれば、423条の責任が発生する可能性はあるかなと思います。

他方、株対価で普通やるんじゃないかなというところもありまして、そうすると、会社に損害であるのだろうかという、有利発行のときと同じ論点になるのだらうと思います。また、PIPEs とか、De-SPACの際に有利発行をしたとか、そういうときに会社の損害が発生したという解釈をとれば、423条のルートも残るかという論点ですけども、これはほかの場面のところと同じ問題、有利発行とかのときと同じ問題になると思います。

それから、株主総会決議を経ているかどうかというのは、伝統的な合併とか、株式交換とかのときも同じ問題だと思いますが、合併契約とか株式交換契約とか、そういったものを締結すること自体は取締役会が行うことなので、それを承認してもらうというものであって、株主に命令されてやることではないというふうに私は理解していますので、たとえ株主の承認があったからといって、当然には免責の効果は発生しないのではないかなと理解しています。

要するに、その場合の取締役の義務としては、適切な対価とか適切な条件での合併とか、あるいはDe-SPACの提案をするということが義務であって、1株当たり10ドル未満で利益相反のために

やりますみたいな、そういうのを提案して、それで——基本的には、株主の承認があるからといって、そこで免責効力を発生させてはいけないだろうなというのが一般論としてありますが、それはいわゆる普通の利益相反取引のときも同じなのかなと思います。

さらに言うと、償還権とかがある前提での株主の承認というのは、そもそも承認として何か高く評価すべきような出来事ですらないので、通常の場合の利益相反取引での株主総会の承認があったからといって取締役の免責効が認められないのであれば、もちろん、この場面ではおよそそんな免責効は認められないというふうに考えていいのではないかなと思っています。

3つ目のところは、実は私は説明をスキップしましたので、ちょっと説明させていただきますと、償還権の存在があることによって取締役の義務の解釈に影響を与える可能性があるかもしれないという、そういう趣旨でありまして、株主は反対するのであれば償還権を行使すればよかったというふうに言える場面なので、結果的に1株10ドル未満になるということだったとしても、それが嫌だったら出て行けばよかったのであって、結局残ったということは、株価は上がるかもしれないと思って残ったんじゃないですかという形です。ですから、義務違反と評価されない領域がもしかしたら増えるかもしれないという気がしているという、そういう趣旨です。

○北村 最後の点は、結果論としてそうなのかもしれませんが、償還権があるからといって、取締役の義務違反の問題につながるのか、若干疑問がありますけれども、先生のお考えのイメージはつかめました。どうもありがとうございます。

○伊藤 今議論された最後の点、私も気になるところでして、償還権の存在とSPACの取締役の任務懈怠の捉え方の話ですけども、スライドの31ページなどを見ましても、一般投資家にとっては、要は償還権を行使すれば最低限のところは確保できるわけですね。あとは、ワラントの部分が期待したほどは利益を生まなかったというだけの

話になるかと思うのです。

このように、一般投資家として、価値減少的な De-SPAC のときには償還権を行使すれば損害は防げるのだとすると、ここで任務懈怠として考えるべきなのは、ただ単に 1 株当たり 10 ドル未満になる De-SPAC を実行したということだけではなく、それに加えて、本来償還権を行使することが一般投資家にとってよい状況なのに、それを知らせなかったというところに求められるのではないかというふうにも思えるのです。こういう感触でよいのかということをご教示いただければと思います。

○飯田 先ほどの北村先生のご質問への回答が間違いだったなという反省をするとともに、スライド (35 頁) に書いてあるのは、可能性があるかもしれないけれども、ちょっと無理かもしれないという趣旨で、一番下のところで書いたとおり、虚偽の情報開示とかもあって償還請求の判断の機会をゆがめたとか、実質的に奪ったとか、そういうところには、時には任務懈怠とか責任というのは認められる可能性はあるだろうなという程度だろうという趣旨でこのスライドは作ったということです。

○伊藤 ありがとうございます。

○行澤 飯田先生、非常に詳細な説明、ありがとうございます。

39 ページ、フェアネスオピニオンの限界ということで先生が指摘しておられるとおり、SPAC の取締役において公正性担保措置というものを取れば、恐らく任務懈怠の有無という点については経営判断でいくのだろうと。同感です。ただ、書いておられるように、通常の M&A の買収側のフェアネスオピニオンとは大分異なっている。複雑な PIPEs とか、プロモートとか、ワラントの行使とか、いくつかの変数が加わってくるので、なかなか分かりにくくなる。さらに、DCF も実質的には機能しない可能性が高いということなので、フェアネスオピニオンに重きを置き過ぎるべきではないというのが報告のご趣旨かと拝察します。

そもそも、De-SPAC 後の対象会社の株主として

残って損害を受ける株主というのはアマチュア投資家で、そういう複雑なフェアネスオピニオンとかを見せられてもよく分からないので、むしろ単純に SPAC を導いている有名人とかを信頼して残ってしまうというケースもあるのだろうと思うのです。

そこでお伺いしたのは、このフェアネスオピニオンを何とかもうちょっと工夫するというか、もう少し実質化するというか、そういう方法はないのかなということです。

日本の判例法だと、取締役の責任は、公正性担保措置さえ取っていれば、もう経営判断ということになっていると思うので、その点にも鑑みて、もうちょっとフェアネスオピニオンそのものを充実化・実質化することができないかなという感じを持ちましたけれども、その点、ご意見はいかがでしょうか。

○飯田 そうなんですよ。フェアネスオピニオンも取るべきだという方向でいいんじゃないかなとは思っています。でも、意味があるものになるのかというところが問題で、複雑な作業になるからそれをやってくださいというふうにルールを作ればいいだけだとは思いますが、ポイントは、SPAC の対象企業の事業計画とかが絵空事みたいなこともあり得るので、結局、企業価値評価は、フェアネスオピニオンを書く人がどこまで信用できるのかということです。

自分のお金はかかっていないフェアネスオピニオンの作成者より、むしろスポンサーの方が身銭を切っているという意味でもしかしたら信用できるという局面かなという気もして、なので、手続として寄っていてもいいかなとは思いますが、どこまで意味があるものになるのかという、そういうちょっと煮え切らない感じですけども、そういう感触です。

○行澤 ありがとうございます。

○黒沼 前半、後半に区切らずに、どの点でも結構ですし、あるいはご意見でも構いませんが、いかがでしょうか。

【SPAC の仕組み】

○片木 よく分かっていないので、形式的なところといいますか、初歩的なところを教えてください。6 ページに SPAC のスキームを3つ書いていただいています。SPACによって買収対象が選定されて、これはたしか SPAC の方が存続会社となって、買収対象会社を取得するというふうに聞いていますが、その買収企業の上場があって、上場のときには通常の上場と同じけれども、スポンサーや買収相手の株主は一定期間のロックアップがあると書いてあります。一方で、SPACの一般株主の結構な数が償還請求によって事実上株主ではなくなっているようですが、上場に必要の流通株主といいますか流動株主って、どのようにして確保されているのですかという基本的なところをお聞きしたいのですけれど。

○飯田 まず、アメリカですと、買収のスキームとしては逆三角形合併とかが多いのかなと思いますが、いずれにしろ株対価ないしは現金を使ったりするという方向です。おっしゃるとおり、株主数の確保がアメリカの SPAC でも問題で、一定数以上の株主が必要だという側面では、アマチュア投資家がいてくれるので満たせるかもしれないという、そういうことだと思います。

あと、金額面については、普通の SPAC であれば、規模自体は償還後も満たすようなスキームで、新株発行とかをしながらやりますので、規模は満たすという感じなのかなと思います。という感じですが、これでお答えになってますでしょうか。

○片木 ありがとうございます。SPAC の場合には、買収後の会社の株主構成としては、原則、スポンサーになっている人がいわゆる支配株主という、親子上場とまではいなくても、支配株主としては大体残っているのが通常というふうに理解してよろしいのですか。

○飯田 それもケース・バイ・ケースですが、もし PIPEs とかがなければそうなります。新株発行をすると、新株発行をした人が大株主になることもあると思います。また、よくあると思うのは、対象企業の株主だった人たちに株式交換みた

いな形で上場会社の株を渡しますので、その人たちが全体としては一番多数派を占めるというのも多いのではないかと思います。結局スキーム次第ですけれども、何らかの支配株主がいるような状態になっているケースが多いように思います。

○片木 ありがとうございます。

○松尾 スライドの 36 ページの①で、一種のリスク・リテンションみたいな規制のことを書いておられて、割とこれは理論的には使えそうなのですが、これも効かないというのは、スポンサーの取得価格がすごく低いからということではないのでしょうかというのが1点目。

あと、シンガポールは保有を義務付けるとあるのは、スポンサーが全く持たないタイプのものもシンガポールではあると、別の形で報酬を得ているのもあるということですか。単純に疑問に思っただけなのですが、もしお分かりであればご教授いただきたいと思います。よろしくお願いします。

○飯田 もしかしたら書き方が混乱を招いたかもしれませんが、①はA種株式なので、一般投資家が持つものをスポンサーも買えということですね。スポンサーはB種株式を割安でもらってプロモートするというので、そこで収入を得るわけですが、A種の方も一定数買えと。それは1株当たり10ドルで買うということです。

○松尾 これは De-SPAC のときに全部転換してしまうのではないのですか、BからAに。

○飯田 BはAに転換されます。

○松尾 転換されて、De-SPAC の後も持てという規制ではないのですか。

○飯田 それはロックアップのところですか。①はむしろ事前に……

○松尾 最初から持っておけということですか。

○飯田 そう、そういう意味です。

○松尾 ああ、そういうことですか。ありがとうございます。

○黒沼 そろそろ時間ですけれども、ほかに特に何かという方はいらっしゃいますか。

なければ、本日の研究会をこれで終わりたいと

思います。大変充実した報告と討論ができたと思います。どうもありがとうございました。

SPAC制度の在り方について

2023年7月28日

飯田秀総

1.はじめに

SPAC: Special Purpose Acquisition Company

アメリカのSPACブーム

	SPACのIPO件数	全IPOに占めるSPACのIPOの件数割合	De-SPACの件数
2019	59	23%	28
2020	248	53%	64
2021	613	61%	199
2022	86	55%	102
2023	17	25%	38

出典：SPAC Research (2023),
<https://www.spacresearch.com/reports?type=monthly&file=cdn/2023/07/Nasdaq%20Monthly%20Monitor%20Jun2023.pdf>

2020年にSPACのブームが始まったきっかけとして、新型コロナウイルスのパンデミックが2020年に生じ、IPO市場が数カ月間にわたってその動きが妨げられるのではないかと懸念があり、不安定な資本市場の動向に左右されずに資金調達する方法としてSPACが注目されたのではないかと。Amrith Ramkumar & Maureen Farrell, When SPACs Attack! A New Force Is Invading Wall Street, Wall Street Journal, Jan. 23, 2021

政府等におけるSPACへの関心の高まり

- ・ 成長戦略実行計画 2021年6月18日
- ・ SPAC制度の在り方等に関する研究会「SPAC上場制度の投資者保護上の論点整理」（2022年2月16日）
- ・ 「新しい資本主義のグランドデザインおよび実行計画」（2022年6月7日）
- ・ 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ 中間整理」（2022年6月22日）

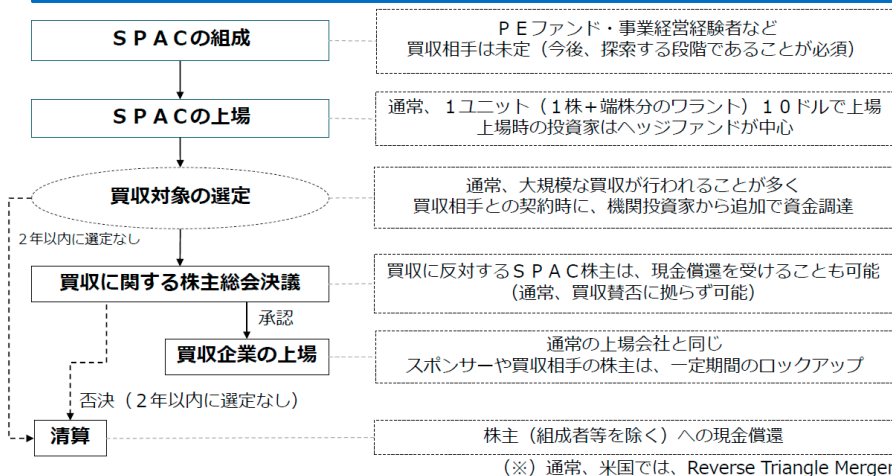
日本の会社のSPACへの関心

- SPACを組成する例：ソフトバンクグループ
 - SVFC 総額3億2000万ドル⇒2022年6月7日にSymbotic社を買収
 - 償還率85.8%、総額2億7000万ドル→PIPEで2億ドルを調達
 - 2023年7月21日の終値43.68ドル
- SPACを通じたNYSE上場を目指す例
 - JEPLAN（ジェプラン、旧日本環境設計、川崎市）
 - SPACはAP Acquisition Corp（アドバンテッジパートナーズによるSPAC）

SPACの一般的なスキーム（概略）



- SPACは、特定の事業を有さず、他の事業会社の買収（※）を目的とする株式会社として組成（運営）される
- ✓ 投資者の観点からは、SPAC組成者の過去の実績等が投資判断のひとつの材料
- ✓ 事業会社の観点からは、SPACとの合併がIPOの代替として機能



© 2021 Tokyo Stock Exchange, Inc.

4

出典： <https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/spac/nlsgeu000005s68v-att/nlsgeu000005v0q5.pdf>

<SPACの株式>

- 一般投資家：A種（議決権制限、償還権）
- スポンサー：B種（議決権有、プロモート）

<IPO時の引受人報酬5.5%>

- IPO時2%払う
- 残りの報酬はDe-SPAC時に支払う（つまり成功報酬）
- スポンサーはB種株式の取得のみならず、ワラント又はユニットを市場価格で取得→引受人への2%の報酬の資金にする

<一般株主のインセンティブ>

- 償還請求（株式のみ）
⇒ダウンサイドリスクなし
- ワラント
⇒アップサイドとれる

↓
償還請求+De-SPAC賛成

17 CFR § 230.419 - Offerings by blank check companies.

	Rule 419	SPAC
他の会社と合併することが事業目的	○	○
1株あたりの株価	4ドル未満だとペニーストックで規制対象	10ドル
調達した資金を信託・エスクローで管理	§ 230.419(b)	○
償還権	§ 230.419(e)(2)(ii) (償還がデフォルト)	○ (残存がデフォルト)
期間制限	§ 230.419(e)(2)(iv)	○

SPACの魅力

- 投資家の投資機会の拡大
 - PEファンド：アマ投資家は参加できない
 - SPAC：アマ投資家が参加できる
- スポンサー：プロモートなどで利益
- IPOより低コスト、短時間で上場できる（?）
- De-SPACの値付けにIPOアンダープライシング問題なし
- 将来の業績予測に基づく企業価値評価

SPACの実証研究：Gahng et al (2023)

- SPACのIPOからDe-SPACの効力発生日まで：プラス
 - 単純平均の年率リターン 23.9%
 - De-SPACに至った場合 33.2%
 - 解散の場合 2%

⇒償還請求でダウンサイドリスクなし+合理的行動でアップサイド

※ 市場価格<償還価格 ならば償還権行使をする前提

※ 2021年にIPOしたSPACの期限が到来すると解散が増えるので今後は平均値下がるはず
- De-SPAC後のパフォーマンスはマイナス
 - 単純平均 1年 マイナス11.3% (市場調整後リターンだとマイナス30.7%)
 - 償還請求後の残存金額で加重平均した場合の1年のリターンはマイナス3%

※ 悪いDe-SPACだと償還請求増える

SPACの実証研究：Gahng et al (2023)

- フラントのリターン：加重平均で年率13.5%
- PIPE投資家：単純平均で9.3%のリターン (De-SPAC時の市場価格の20%ディスカウントで取得)
- スポンサー：619%のリターン (De-SPAC後1年まで) ⇒ 年率リターン113%
- 悪いDe-SPACだとスポンサーは平均でプロモートの17%、フラントの19%権利を放棄するから、スポンサーのリターンはこれよりは低い

SPAC	Target	クロージング日	PIPEの発行価格	償還率
Priveterra Acq	AEON Biopharma	2023/7/21	\$7.00	98.8%
Colombier Acq	PublicSq	2023/7/19	n.a.	82.8%
Freedom Acq I	Complete Solaria	2023/7/18	\$9.66	90%
Alpha Healthcare III	Carmell Therapeutics	2023/7/14	n.a.	81.5%
Galata Acq	Marti Technologies	2023/7/10	n.a.	95.7%
GoGreen Investments	Lifefzone Metals	2023/7/6	\$10.00	94.5%
East Resources Acq	Abacus	2023/7/3	\$10.00	95.5%
GSR II Meteora Acq	Bitcoin Depot	2023/6/30	\$11.63	89.1%
ROC Energy Acq	Drilling Tools Int'l	2023/6/20	\$10.10	99.2%
Metals Acq	CSA Copper Mine	2023/6/16	\$10.00	87.4%
Rice Acquisition Corp. II	NET Power	2023/6/8	\$10.00	61.4%

出典：SPAC Research

SPACの実証研究：Gahng et al (2023)

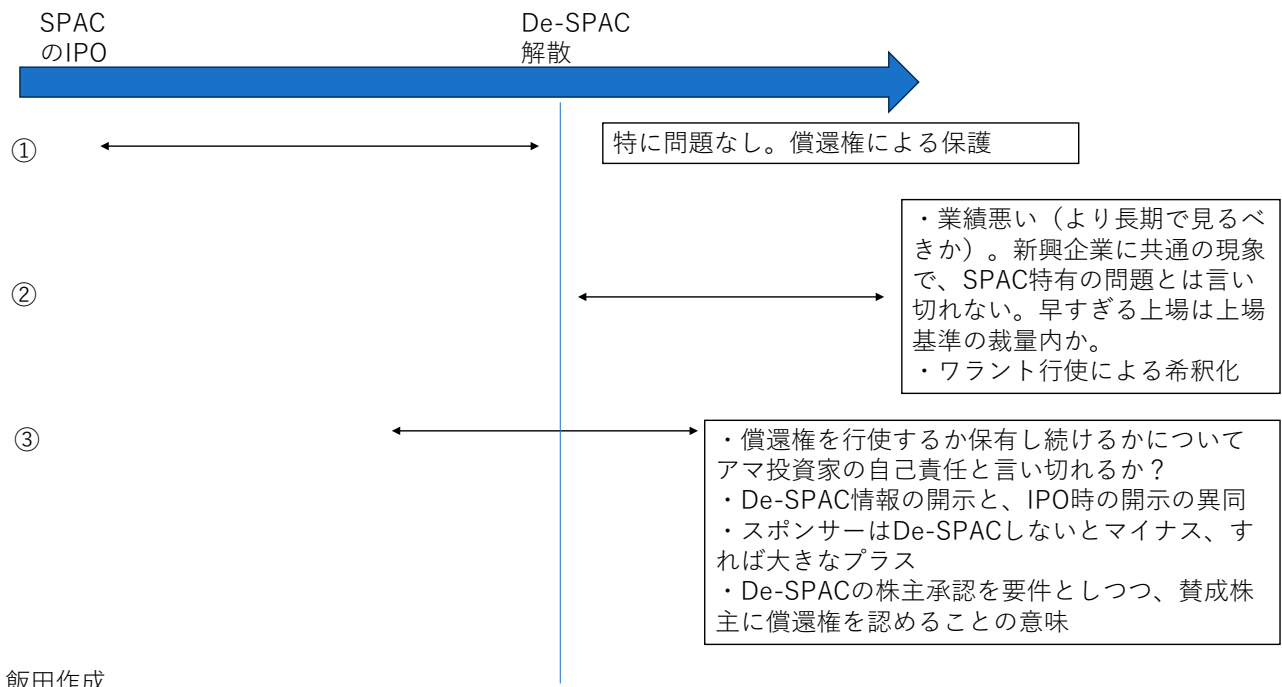
	SPAC(N=150)		IPO(N=677)		Direct Listing (N=7)	
	Costs/Proceeds	Costs/Market Cap	Costs/Proceeds	Costs/Market Cap	Costs/Proceeds	Costs/Market Cap
中央値	48.3%	15.1%	21.9%	3.2%	n.a.	0.3%

Cost = 発行済証券の市場価格と、対象会社が受け取る現金の差

SPACのコスト要因 = スポンサーのプロモートによる希釈化、ワラントによる希釈化

SPACは、IPOより高コストなのに、なぜSPACとの合併を選ぶ会社があるのか？

1. スポンサーから助言を得られる？ ←IPOでも、メンターを取締役に選任すれば同じ
2. 会計監査を受けたことがない会社にとってはSPACの方が短期間で上場できる
3. SPACなら将来の業績予想に基づく企業価値評価が使える（？）
4. De-SPACは値付けについて合意で決められるので確実性が高い
5. スポンサーに報酬の一部放棄してもらうなどの再交渉の余地がある
6. De-SPACでは割高に企業価値評価してもらえる（例 売り上げがない会社はSPACを選ぶ）



SPAC制度の在り方等に関する研究会「SPAC上場制度の投資者保護上の論点整理」

（論点1）SPAC上場制度の導入の意義・必要性を踏まえ、SPAC制度構築に向けた投資者保護策を検討することとしてはどうか。

（論点2）SPACの対象投資者層に応じた、実効的かつ適切な投資者保護の在り方について検討を継続することとしてはどうか。

（論点3）SPACスポンサー（運営者）に関する開示・規制（報酬・事前スクリーニング等）のあり方についてどのように考えるか。

（論点4）SPACの上場制度において、流動性やワラントの売買、開示規制等に関する枠組みをどのように設計するか。

（論点5）賛成株主への現金償還権の付与や社外取締役による適切な監督のあり方、それらに代替・補完する合併条件の公正性・妥当性の確保の仕組み（PIPE義務付け・第三者評価の取得）についてどのように考えるか。

（論点6）

- ・合併や買収プロセスと上場適格性の確認プロセスの調和（実効的なバランス）をどのように確保するか。
- ・開示を求める枠組み（金商法・上場規則）や開示責任のあり方についてどのように考えるか。

検討

1. De-SPAC時の株主承認と償還権のあり方
 2. スポンサーのインセンティブ・利益相反の規律のあり方
 3. De-SPAC時の情報開示規制のあり方
- 前提
 - アメリカのSPACをモデルにしつつ、修正を加える
 - SPACのIPO時にSPAC自体の上場審査がある
 - De-SPAC時に対象会社買収後の企業の上場適格性の審査がある

2.De-SPAC時の株主承認と償還権の在り方

問題の所在

- De-SPACについての株主総会による承認決議が、エンプティ・ボーティングになる
- エンプティ・ボーティングとなる理由
 - SPACの株式には償還請求権が与えられる
 - 株主は、償還請求権を行使してSPACからの退出をしつつ、De-SPACについては賛成する投票をすることが多い
 - なぜならば、SPACのIPOの際に株式と同時に取得したワラントの価値を保持するためには、De-SPACに賛成票を投じることが合理的だからである
 - Klausner, Ohlrogge, and Ruan (2022) : IPOで調達した資金の73% (中央値) が償還請求される
- その結果、非効率的なDe-SPACでも承認されてしまう

問題の所在

- SPACの組成・運営を行うスポンサーは、とにかくDe-SPACを成立させるインセンティブがある
 - プロモート：De-SPAC成立後の会社の株式の20%を受け取る
 - De-SPACが実行されずにSPACが解散に至る⇒無報酬（赤字）
- SPACの投資家
 - ヘッジファンド ⇒ 償還請求or売却
 - アマ投資家の不利益の下に、その他のSPAC関係者が利益を得ているのではないか？ ⇒ アマ投資家保護をどう設計するか？
- なぜDe-SPACに株主の承認が必要なのか？
 - 株式の取得なら会社法上は株主総会の承認が不要
- なぜ賛成株主にも償還請求が認められるのか？
 - 買取請求なら反対株主にしか認められないのに

アメリカの上場規則の変遷

- 1990年代前半 OTCブリテンボードで取引
 - 一般的な実務
 - De-SPACについて株主総会で過半数の賛成が必要
 - De-SPACについて反対する株主に償還請求を認める
 - 所定の割合（たとえば20%から40%程度）以上の株主が償還請求しないこと
- 2005年 アメリカン証券取引所がSPACの上場を認めた（規則変更などは無し）

アメリカの上場規則の変遷

- 2008年 ニューヨーク証券取引所がSPACの上場を認める上場規則が採択
 - ①De-SPACについて一般株主の議決権の過半数の承認が必要である
 - ②De-SPACに反対票を投じた一般株主には、De-SPACが多数決で承認されたときには、償還請求権が認められること（賛成票を投じた者の償還権の禁止は特にない）
 - ③一般株主がそのグループの持分と合算して償還請求権を行使できる株式の上限（10%以上）を定めることが認められること
 - ④一般株主の所定の数（40%以下）を超える株式について償還請求権が行使されたときはDe-SPACを行うことができないこと

アメリカの上場規則の変遷

- 2008年 NASDAQ証券取引所の上場規則
 - ①②あり
 - ③④なし
 - De-SPACについて社外取締役の過半数の承認を必要とする

※ 取引所間の競争の側面

アメリカの上場規則の変遷

- ヘッジファンドによるグリーンメール
- 2010年 NASDAQ改正
 - De-SPACについての株主総会を開催せずに（①の例外）、しかし、従来の反対株主の償還請求を保障するために、自社株買いの公開買付けを認める
 - 償還請求をすることができる一般株主から、10%を超える株式を保有する者を除外（③の導入）
- 償還請求権の平均行使率は6割～7割
- 2017年 ニューヨーク証券取引所の上場規則改正
 - 償還請求が40%を超えないことという条件（④）は廃止
 - 株主総会を開催せずに、自社株買いの公開買付けをすることを認める

改善は必要か？

- De-SPACについて株主総会の承認を要求する理由： SPAC投資家の保護
- 株主総会がエンプティ・ボーティングのせいで機能しない
- SPAC投資家保護に総会承認が必要と考えるならば改善必要
- 規則としては、自社株公開買付けルートならば総会承認不要
- 償還権の行使割合の要件も廃止された
- 償還権こそが重要で、総会承認は本質的には必須とはいいいにくい
 - Cf. VCのLPに発言権がないのが通常
- SPACの株主が、償還請求権の行使を適切に判断するために必要な情報と時間が確保されているならば、償還権で投資家保護は十分といい得る
- 残存株主保護は、SPACのスポンサーや取締役のインセンティブをSPAC投資家の利益と一致させるようにプロモートなどの報酬制度を改善することで足りるか

償還請求権の行使割合が半数以下であることをDe-SPACの前提条件とすべきか

- SEC, Office of the Investor Advocate, Letter to NASDAQ on Listing Standards for Special Purpose Acquisition Companies(2022)
- 償還請求権の行使割合を上限とすることで、スクリーニングを働かせようとするもの
- 償還請求割合が高いDe-SPACはその後のパフォーマンスも悪い → 一般の投資者が損失を被る場面を減らす

償還請求権の行使割合が半数以下であることをDe-SPACの前提条件とすべきか

- 限界：償還請求権を行使するかどうかの株主の判断は、必ずしもDe-SPACの効率性（De-SPAC後の会社の1株あたりの株式の価値が10ドルを上回るかどうか。）についての判断と一致しない
- 償還請求権を行使するかどうかについての経済合理的な株主の判断
 - De-SPAC後も株主として残ることによって得られる利益・不利益 ハイリスク
 - 償還請求権を行使することによって得られる利益 ノーリスク
 - リスク回避的なら償還請求を選ぶこともあり得る
 - ワラントを持っているならアップサイドの利益はワラントから得られる
 - De-SPACの是非と無関係に償還請求する可能性がある
- 償還権の行使割合＝利息で満足する投資者の割合に過ぎない可能性

反対株主にのみ償還権を認めるか

- Rodrigues & Stegemoller (2022)
- 株主総会でDe-SPACが承認されるかどうかによってDe-SPACの成否が決まる
- シンガポールは導入せず
 - パブコメの反対：
 - ①アメリカの実務と違う
 - ②SPAC IPOに応じる投資家が減る＝SPACがそもそも成り立たない
 - ③償還権行使できる地位を確保するための反対によってDe-SPACが不成立になるおそれがある
 - アメリカの歴史：反対と償還権の関係づけを廃止
 - 希釈化問題と償還権は直結しない

償還請求権を行使しなかった者にしか議決権行使を認めない

- エンプティ・ボーティングの解消にはなる
- 限界
 - 償還請求権を行使しないという意思決定をした株主は、De-SPACに賛成だから株主として残る
 - だから、償還請求権を行使しなかった者だけで構成する株主総会でDe-SPACの是非について賛否を問うても可決されるだけで、あまり意味はない

条件付き償還請求権行使

- Ganor (2021)
 - 株主総会の一般論： 賛成、反対、条件付き賛成
 - 条件付きの償還請求権行使：
 - もしも無条件の償還請求権の行使をする株式が一定の割合以上となる場合には償還請求するという権利行使を認める
 - アマ投資家は、プロ投資家の分析結果にフリーライドできる
- 限界
 - 無条件の償還請求をする株主の数は事前にはわからない → 条件をどのように設定するのが自分にとって最適なのかを一般の投資家が適切に判断できるのか？
 - 改善策：無条件の償還請求権の行使状況を先に発表し、その後にその状況を見てから償還請求権を行使できる機会（セカンドチャンス）を株主に与える

その他の学説

- 償還請求権こそが重要であり、株主総会の承認は不要ではないか（Rodrigues & Stegemoller 2013）
- De-SPACは形式的にはM&Aとして行われるものの、経済実質としては、現金対価での株式の売却（投資者が現金を出資し、De-SPACの対象会社の株式を取得する行為）であるから、これにM&Aの規律を適用することに疑問があり得る（Halbhuber 2022）

検討

- 賛否を問わない償還権の付与を所与とすると、総会承認によるスクリーニングに期待することはできない。本質は償還権を行使するか、残存して対象会社の株式を実質的に取得するかどうかの投資判断が自己責任といえる環境を整えることではないか。
- 会社法上の合併を行えば、通常の買取請求権が使える
 - ナカリセバ価格＝10ドル
 - 企業価値増加型で対価不当のときの公正な価格は？償還権の10ドルは解釈に影響するか？

3. スポンサーのインセンティブ・利益相反の規律の在り方

スポンサーの利益と一般投資家の利益

	De-SPAC実施	解散
スポンサー 2万5000ドル出資	時価総額×20% (10ドルを超えなくても利益あり)	0
一般投資家 10ドル出資	De-SPAC後の株式価値が10ドルを超えるかどうか	10ドル

De-SPACとMBO等では利益相反の構造が異なる

MBO・支配株主によるフリーズアウト：買主と売主の利害が正面から衝突する

SPACのスポンサー

価値上昇型のDe-SPACをすることがベスト＝SPAC株主と一致

価値減少型のDe-SPACでも利益を得られる＝SPAC株主と対立

In re Multiplan Corp. Stockholders Litig., 2022 Del. Ch. LEXIS 1 (Del.Ch. Jan. 3, 2022)

- 完全な公正性の基準
 - ①支配株主が取引の両側にいる場合、または、
 - ②支配株主が、対価について普通株主と競い合う場合＝
 - (1)支配株主が少数株主よりも大きな金銭的対価をその株式に対して受け取る場合
 - (2)支配株主が少数株主とは異なる形態の対価を受領する場合、または
 - (3)支配株主が、名目上、他のすべての株主と同じ対価を受け取ったとしても、少数株主の不利益のもとで、支配株主にとってのみ価値のあるものを引き出すことによって独自の利益を受け取った場合
- スポンサーの出資 2万5000ドル ⇒ De-SPACで3億500万ドル = リターン 1,219,900%
- ロックアップ、ワラントの45%分のunvest（株価が1株12.5ドルを越えたらvest）などを考慮しても、4000万ドル以上の価値を取得する

利益相反にかかる開示規制のSECの提案

- SEC, Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections, Release Nos. 33-11048; 34-94546; IC-34549 (2022)
 - 利益相反に係る開示
 - SPACのスポンサー・役員 vs 一般株主
 - De-SPAC取引を実行するかどうかにかかる利益相反
 - SPACのスポンサー・役員の報酬から生ずる利益相反
 - 希釈化の開示
 - De-SPACの公正性、フェアネスオピニオン
- 注意点：一般投資家が開示情報を理解できるか？
 - 通常の場合：一般投資家は開示された情報を調査せずとも市場価格を信頼して株式を取引することで間接的に保護される
 - SPACの場合：償還権があるから、株価は10ドル以上で形成されがちで、通常の場合のメカニズムが機能しない

日本での検討の前提

- 償還権行使+賛成投票 が可能なので、株主レベルで価値減少型のDe-SPACは止められないので、別の工夫を考える
- プロモートは許容する。スポンサーは、プロモートが許容される市場があるのに、あえてこれが禁止される市場でSPACを組成するインセンティブに乏しい
- 支配株主の信託義務についての日本法・判例の状況に変化がない

SPACの取締役の会社法上の責任

- 他の企業の買収＝経営判断原則の適用場面
- しかし、利益相反の存在を考慮すべき
- もっとも、支配株主によるキャッシュアウトですら、取引の公正性にかかる立証責任の転換をするなどの判例はほぼない
- SPACの取締役が、自己または第三者の利益（スポンサーの利益）を優先し、1株あたり10ドル未満になるDe-SPACを意図的に実行した場合は任務懈怠があり、残存株主に対して会社法429条1項の損害賠償責任を負う可能性はある
 - 償還権の存在は、取締役の義務の解釈に影響を与える可能性
 - 虚偽の情報開示も存在して償還請求の行使の機会を奪った場合に責任が認められる可能性がある程度だろう

取引所規則の設計の検討

- ①スポンサーに一定割合以上のA種株式を保有させる
 - アメリカ SPAC成功へのコミットメントとして一般的
 - シンガポール 2.5%~3.5%の保有を義務づけ
- ②スポンサーにDe-SPAC後6カ月~1年程度は売却禁止のロックアップを要求する
 - アメリカ 一般的
 - シンガポール 義務付け
- ③スポンサーのプロモート（B種株式）についてDe-SPACの承認についての議決権行使を認めない
 - アメリカ そのような実務はない
 - シンガポール 義務付け
- ④De-SPACについて、SPACの独立取締役の過半数の賛成を要件とする
 - 全員がB種株式を持っていたりする場合には機能できない
- 情報開示、利益相反の軽減のための上記の措置、償還権を前提にすれば、投資家の自己責任としてよいか

4.De-SPAC時の情報開示規制

問題の所在

- De-SPAC時に償還請求するか残存するか判断は、法的には償還権行使の有無だが、経済実質的には対象会社の株式を買うか否かの投資判断である
- しかし、De-SPAC時に、対象会社が有価証券届出書を提出するわけではない（例 SPACが対象会社を現金対価で合併する場合）
- 伝統的なIPOであれば発行開示規制に基づく情報開示と違反に対する救済があるが、De-SPACではそれを迂回できてしまう
- IPOと同等の情報開示の確保、違反に対する救済、制裁を確保すべき＝金商法改正が必要かもしれない
 - SECの提案
 - SPACのIPOの引受人は、De-SPACの取扱いをすると、De-SPACの引受人とみなす
 - SPACのDe-SPACにかかる登録書類について、対象会社を共同登録者として取り扱う
 - SPACとの合併を証券のsaleとみなす

フェアネスオピニオンの限界

- Tuch (2023)
 - De-SPAC後に1株あたり10ドル以上の価値となるかどうかこそが重要
 - De-SPAC自体だけでなく、PIPEs、プロモート、ワラントの行使などの影響も織り込む必要がある
 - これらの作業は通常のM & Aの買収側のフェアネスオピニオンの実務とは異なる
 - しかもSPAC対象企業の事業計画は楽観的過ぎるものが多いからDCF法で正確な算定ができない可能性がある
- フェアネスオピニオンに頼りすぎるべきではない

5.その他

特定投資家に限定することは解決になるか？

- 特定投資家だからといって、株主総会でのエンプティ・ボーティングの問題が生じなくなるわけではない
- 特定投資家だからといって、スポンサーの利益相反問題の規律の必要性がなくなるわけではない
- 特定投資家は、投資に関する専門的な知識と一定のリスク受容力があるだけであって、エンプティ・ボーティングの解決やスポンサーの利益相反問題には役に立たない
- 特定投資家であれば、アマ投資家よりも、償還請求権の行使をするべきかどうかの判断を合理的にすることができる
 - しかし、他の株主がどのくらい償還請求権を行使するかという情報は特定投資家であれば当然に取得できるような性質のものでもない
 - 希釈化に関する影響は特定投資家であれば想定できるというものではない

特定投資家に限定してSPAC導入する意味あるか？

- SPACはプロ向け市場（TokyoProMarket）にしか上場できないこととなる
 - De-SPACまでは流動性は必要ないから、流動性は問題ではない
- IPOの別ルートとしてのSPACとの位置づけではなくなる
- アマ投資家にスタートアップ企業に早い段階から投資できる機会を与えるというSPACの特徴は生かせない
 - ハイリスク・ハイリターンだからアマ投資家にかかわらせない方がよい？
 - しかし、無限責任のFX取引その他のデリバティブ取引の方がはるかにハイリスクともいえる
- プロ向け市場に限定せず、アマ投資家の参加を認め、償還権行使をデフォルトとし、残存したい投資家が残存の旨の明確な意思表示をすれば残存を認める、という程度の制度設計すらできないならば、SPAC制度は意味がないのではないか

参考文献

- Minmo Gahng, Jay R. Ritter & Donghang Zhang, “SPACs” Review of Financial Studies (forthcoming)
- Mira Ganor, *The Case for Non-Binary, Contingent, Shareholder Action*, 23 U. Pa. J. Bus. L. 390 (2021).
- Harald Halbhuber, *Economic Substance in SPAC Regulation*, 40 YALE J. ON REG. BULLETIN 44 (2022).
- Michael Klausner et al., *A Sober Look at SPACs*, 39 YALE J. ON REG. 228 (2022)
- Usha Rodrigues & Mike Stegemoller, *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs*, 37 DEL. J. CORP. L. 849 (2013)
- Usha Rodrigues & Michael Stegemoller, *Disclosure’s Limits*, 40 YALE J. ON REG. BULLETIN 37 (2022)
- Andrew F. Tuch, *Fairness Opinions and SPAC Reform*, (2023)
<https://ssrn.com/abstract=4419151>

SPAC上場制度の投資者保護上の論点整理

2022年2月16日
SPAC制度の在り方等に関する研究会

1. 検討の背景

- ・ 2020年以降、米国において、SPAC（他の会社又は他の会社の営む事業の買収のみを目的として設立された株式会社）の利用が活発となったことを受けて、諸外国における制度導入や見直しが進捗している。
- ・ 日本の成長戦略実行計画（成長戦略会議）においても、スタートアップの創出・成長発展のための方策のひとつとして「SPAC」に言及された。
- ・ 本研究会では、米国をはじめとする諸外国のSPAC制度及び実務並びに米国における最近の動向等¹を踏まえ、日本における導入の意義及び必要性を検討し、制度構築にあたっての投資者保護上の課題を以下のとおり整理する。

2. 日本における導入の意義・必要性

- ・ IPO（株式新規公開）と未上場会社に対するベンチャーキャピタル（以下「VC」という。）・プライベートエクイティ（以下「PE」という。）投資とは、全体としてスタートアップ育成のためのリスクマネー供給のエコシステムを構成するが、かねてより日本の資本市場では、リスクマネーの供給不足が指摘されている。
- ・ 近年、企業価値評価が相対的に容易なケースや必要調達額が小規模にとどまるケースの資金調達環境は改善してきている一方、「資金需要が大きく、企業価値の算定が困難かつ革新的な技術を活用する」スタートアップにおいては、依然として資金調達に困難と指摘がある。
- ・ SPACについては、SPACスポンサー（ターゲット企業を探索する運営者を含む。以下同じ。）による価格発見機能とSPACとの合併を通じて資金供給機能の活用により、

¹ 米国では、2020年以降、SPACのIPO件数が急増し、直近でも全てのIPOの半数以上をSPACが占めている（2021年のSPACの上場件数は合計613件、全IPOの63%を占める。2022年1～2月は36件（2月13日時点）、全IPOの77%を占める。もっとも、2021年1～3月のピーク時と比較すると、足元の上場ペースは低下（2021年1～2月は200件弱）。SPACに係る不正事例の発生等も踏まえ、当局による規制強化の動きがあるほか、SPAC株主による民事賠償請求訴訟の事例も生じている（2021年12月9日付米国金融監督当局（以下「SEC」という。）ガンスラー委員長の発言“Remarks Before the Healthy Markets Association Conference”など）。2019年以降に行われたDe-SPACにおいて、De-SPAC後の株価の平均のパフォーマンスがベンチャー対比で劣後しているとの指摘もある。

- より、「資金需要が大きく、企業価値の算定が困難かつ革新的な技術を活用する」スタートアップのリスクマネー調達手段となりうるのではないかと指摘がある²。
- ・ とりわけ、De-SPAC（SPACによる他の会社又は他の会社の営む事業の買収のプロセスは、スタートアップが、SPACとの間の合併交渉を通じて、納得感のある価格をもとに資金調達を行うことが期待できる仕組みであることが、リスクマネーの調達環境の改善につながりうるとの指摘がある³。
 - ・ また、SPACは、投資者に新たな投資機会を提供するもの⁴であり、機関投資家の観点からは、ベンチャーファンドをはじめとするPE投資と同様のオルタナティブ投資の対象になりうるとの見方がある。

（論点1）

- ・ SPAC上場制度の導入の意義・必要性を踏まえ、SPAC制度構築に向けた投資者保護策を検討することとしてはどうか。

3. 上場制度の構築にあたっての論点

- （1）制度のフレームワーク（SPACの対象投資家層）
 - ・ 従来、SPACを導入している多くの法域では、個人投資家の参加が認められている一方、近年公表された枠組みでは参加を制限・禁止する傾向⁵にあり、ユーロネクス・パリなどの欧州の取引所の一部や香港取引所などは、SPACへの投資を一定の要件を満たす投資者に限定する制度を採用している⁶。また、投資者が限定され

² そのほか、脱炭素など、困難な社会課題を解決する技術開発に取り組む企業のリスクマネー調達手段となりうるのではないかと指摘もある。また、リスクマネー調達手段を提供するという趣旨に鑑みれば、ここで想定する企業をあまり限定的に捉えないことが適切と考えられる一方、SPACの濫用事例や不適切な事例が多く生じた場合には、資本市場一般への信頼の毀損にもつながりうるため、留意が必要との指摘もある。

³ SPAC上場制度の導入が日本のリスクマネー調達環境の改善に寄与するかどうかに関しては検証が必要であるものの、日本の実情にあわせた制度の検討まで否定する必要はないとの指摘もある。

⁴ この点に関して、IPOとSPACとが、今後、選択的な制度として併存していくことにより、制度間競争によるリスクマネー調達環境の改善が期待できるとの意見もある。なお、既存のIPOを巡る諸課題（いわゆる「アンダープライシング問題」など）については、現在、日本証券業協会において課題の整理が行われており、IPOとSPACが、それぞれの役割を踏まえ、制度全体としてリスクマネー供給機能を担うことが重要との指摘がある。

⁵ SPACは、VCなど目利き人材への投資を通じてスタートアップへの投資の仕組みに類似するため、個人を含む一般投資家によるSPAC投資は、いわば「VC投資の民主化」であるとの意見もある。

⁶ 例えば、欧州証券市場監督局（ESMA）は、2021年7月15日付で、複雑性や持分の希薄化などに伴うリスクを踏まえ、SPACが投資者一般に向けた商品ではないとの考えを表明している（“SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations”）。

⁷ 例えば、ユーロネクス・パリへの新規上場にあたっては、フランス金融監督当局（AMF）による目論見書の承認が必要となるところ、2021年4月15日付でAMFは、SPA

PACの商品設計、情報開示や運営者の要件等について適切な投資者保護の枠組みを設けることが必要となる¹³⁾。

- ・ 他方で、金融取引に係る適切なリスク管理を自ら行うことが可能な金融商品取引法（以下「金融法」という。）上の特定投資家向けの市場（以下「プロ向け市場」という。）におけるSPACの上場を想定する場合は、相対的に柔軟な制度設計とする余地がある。もっとも、東京証券取引所が運営するプロ向け市場（TOKYO PRO Market）の現状を踏まえ、リスクマネーの調達環境の改善という意義・必要性に照らして、プロ向け市場において実効性のあるSPAC制度が構築可能であるか検討が必要との指摘がある¹⁴⁾。
- ・ さらに、この点に関しては、当面は特定投資家を対象投資層とし、適切な環境が整備される場合において一般投資者に範囲を拡大することが考えられるとの意見もある¹⁵⁾。

（論点2）

- ・ SPACの対象投資層に応じた、実効的かつ適切な投資者保護の在り方について検討を継続することとしてはどうか。

- （2）SPACの上場の課題：SPACスポンサー（運営者）に関する開示・資格要件等
- ・ SPACの上場時においては、具体的な事業実績・合併計画がなく、将来の合併や買収への期待のみに基づいて投資者から資金調達を行うことになる。
 - ・ また、米国その他の諸外国では、額面出資により一般株主よりも著しく低い価格で取得したスポンサープロモートの設計¹⁶⁾やSPACスポンサーの投資先・関係先がDee—SPAC時のターゲット企業となる場合等に伴う構造的な利益相反リスクから、

¹³⁾ その結果、SPAC上場制度の利用コストが伝統的なIPOを上回る場合には、その期待される役割を発揮できない可能性がある。

¹⁴⁾ この点に関しては、金融審議会・市場制度ワーキング・グループ第二次報告（2021年6月18日）を踏まえた「個人の特定投資家の要件の弾力化」や「特定投資家への移行手続等の弾力化」などの特定投資家制度の見直しにより、今後、対象投資家の範囲の拡大やプロ向け市場の機能強化が見込まれている。

¹⁵⁾ なお、個人を含む一般投資者が対象投資層から除外される場合、スタートアップやスポンサーにとってSPACの利便性や魅力が減退し、利用されない制度となることが懸念されるため、事後的な対象投資層の拡大条件をあらかじめ明確にする必要があるとの指摘のほか、一般市場における上場の在り方とプロ向け市場における上場の在り方の双方を検討することでの指摘もある。

¹⁶⁾ 通常、米国において、SPACスポンサーは、一般のSPAC株主より著しく低い価格でスポンサープロモートを取得しており、一般株主と投資利益に差異（Dee—SPAC後の投資家間の期待値の差異）があるため、他のSPAC株主の利益に反した合併や買収が行われる構造的な利益相反リスクが指摘されている（SEC “the potential conflicts of interest in the SPAC structure”、2021年4月8日付SEC—SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws”）。

ていない場合にも、実態としては機関投資家⁹⁾中心に取引が行われている傾向にある⁹⁾。

- ・ 日本においてSPACを導入する場合、伝統的な株式投資とは異なるSPACの特質¹⁰⁾を踏まえた投資者保護の枠組みが必要である。
- ・ 一般投資者が取引に参加する市場（一般市場）におけるSPACの上場を想定する場合¹¹⁾、日本のIPOマーケットが個人投資家中心の構造であることを踏まえ、S

Cの上場について、機関投資家向け市場区分（プロフェッショナル・セグメント）にのみ認められる方針を公表している（“French law allows the listing of SPACs while ensuring investor protection”）。この機関投資家向け市場区分において、上場会社は一般投資向けの募集・売出しを行うことができず（適格投資家への私募は可能、証券会社に対しても一般投資向けのマーケティングが禁止されている（General regulation Article 516-5, 18B.03 Article 516-6）。ユーロネクスト・アムステルダムへの新規上場については、2021年7月28日付でオランダ金融監督当局（AFM）が、個人を含む一般投資家への販売を認めない方針を公表している。（“SPACs” – Are SPACs suitable for retail investors?）また、香港取引所では、上場制度上、SPACのIPOにおいて、プロ投資家のみへの販売が認められており、プロ投資家のみが取引に参加するよう金融商品仲介業者（証券会社）に責任が課せられている(MAIN BOARD LISTING RULES “Restrictions on Marketing to and Trading by the Public”（Rule 18B.03, 18B.04））。

⁹⁾ 米国の資本市場が機関投資家を中心に構成されている中で、SPACのIPOに参加する投資層は、通常のIPOに参加する投資層とは異なり、載定取引などのテクニカルな投資方針のファンダが大宗を占めているとの指摘がある。

¹⁰⁾ 米国を含む諸外国において、SPACのIPOにおける個人を含む一般投資家への販売は、全体の数%とごく一部の配分にとどまり、大半が機関投資家に販売されているようである。2021年9月に新たにSPACの上場制度を導入したシンガポールにおいても、2022年1月のSPAC上場事例（Vertex Technology Acquisition Corporation Ltd., Pegasus Asia, Novo Tellus Alpha Acquisition）では、個人への販売の割合は1〜3%程度とされる。

¹¹⁾ SPACへの投資にあたって、投資家は、例えば、「SPACスポンサーの實質」や「SPACスポンサーに対する株式報酬（以下「スポンサープロモート」という。）の設計やSPACスポンサーの既存の投資先との間でDee—SPACを行う場合などにより生じる一般のSPAC株主とSPACスポンサーとの間の構造的な利益相反リスク」、「スポンサープロモートやSPAC株式に付与される新株引受権（ワラント）による将来の株式希薄化リスク」、また、Dee—SPAC時には、これに加え、「買収価格を含む合併条件の妥当性」等を評価する必要がある。伝統的な金融商品と比較して多くの要素を考慮した複雑な投資判断が求められる。一方、現金出資権を行使すれば、Dee—SPAC時において固定された募集価格（例えば10ドル）による償還が行われる設計となつているといった特性もある。

¹²⁾ 一般市場においては個人等の一般の投資家にはSPACのIPOの段階ではほとんど販売されないにもかかわらず、日本においては、従来の金融商品とは異なる複雑なリスク・特性を有する商品を個人等の一般の投資家に対して広く販売するという点については、慎重にならざるを得ないとの意見があった。

投資層は制限されることになる。この点、現状、複雑な金融商品の販売対象が、適合性原則に基づいて厳格に限定されているとは言えず、適合性原則による投資層の制限では不十分と販売にあつて、顧客の知識、経験、財産の状況等に照らして顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をする義務があるが、さらに、販売業者としての証券会社が、例えば、「顧客本位の業務運営に関する原則」を踏まえ、一層充実した分かりやすい説明を行うなど、顧客に対して販売する際の規制の仕組みを検討すべきとの指摘もある。

一般のSPAC株主の利益に反した合併や買収が行われるリスクが存在すると指摘されている点¹⁷⁾について、投資者保護の観点から検討が必要と考えられる。

- ・ そのため、SPACの上場（IPO）にあたって、SPACの商品設計や構造的な利益相反の存在を踏まえ、投資者が合理的な投資判断を行えるような制度設計が課題となる。
- ・ 投資者が、将来の合併や買収の見込みについて投資判断を行うためには、SPACスポンサーの過去の実績・能力、想定されるターゲット業種や規模を含む投資方針、SPAC以外のピークルにおける投資活動などの事業の状況、それらの投資活動の内容及スポンサープロモートなどの報酬その他のインセンティブ設計などに関する必要かつ十分な開示が求められる¹⁸⁾。
- ・ もっとも、個人を含む一般投資者にとっては、魅力的なターゲット企業との間で適切な条件により合併や買収を実行する資質の有無を判断することは困難な場合が多いと想定され、情報開示制度だけでなく、スポンサープロモートなどのインセンティブと設計の制限¹⁹⁾、SPACにおけるガバナンス体制の整備や、SPACスポンサーとなる者に一定の要件²⁰⁾を課すなどのSPACスポンサーの適格性に係る事前スクリーニングの枠組み²¹⁾を活用することが考えられる。

(論点3)

- ・ SPACスポンサー（運営者）に関する開示・規制（報酬・事前スクリーニング等）のあり方についてどのように考えるか。

¹⁷⁾ 伝統的なIPOにおいても、発行会社や売出人、投資者、及び引受証券会社等の間における構造的な利益相反のリスクがあり、実務の積み重ねの中で必要なルール形成が行われてきている。

¹⁸⁾ SECは、2020年末以降、SPACのストラクチャーにおけるSPACスポンサーとSPAC株主との間の構造的な利益相反を踏まえ、SPACスポンサーに与えられる報酬等について、より詳細な開示を要請している。（2020年12月22日付SEC “Division of

Corporation Finance “OF Disclosure Guidance: Topic No. 11”）

¹⁹⁾ 諸外国の実務又は制度では、このような構造的な利益相反のリスクを軽減する仕組みとして、SPACスポンサーに対してDe-SPAC後の一定期間におけるロックアップ（譲渡制限）が付されているほか、スポンサープロモートの割合の制限等が行われている。

²⁰⁾ 特にSPACが一般市場に上場する場合には、例えば、SPACスポンサーに対する業規制の適用など一定の資格要件を定めることや、SPAC自体に金簡法等に基づく登録等を求めることなどが考えられる。例えば、上場不動産投資信託証券（J-REIT）は、投資法人が、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）上の登録投資法人であること（投信法第187条）に加え、資産運用会社は、金融商品取引業者のうち投資運用業者でなければならぬ（投信法第199条、第2条第11項括弧書き）ことを踏まえて、金簡法上の「投資運用業」の業務範囲の拡大や新たな規制類型の創設などが考えられるとの指摘がある一方、日本においてSPACスポンサーとなることが想定される者の属性や実情を踏まえた実効性のある枠組みの検討が必要となる指摘もある。

²¹⁾ この場合、SPACスポンサーの適格性を引受証券会社、金融商品取引所等が上場前に確認するプロセスが設けられることになる。こうしたプロセスが、結果として、実力のあるSPACスポンサーが組成したSPACの上場につながるのではないかとこの指摘もある。

(3) SPACの上場の課題：SPACの商品設計と上場要件

- ・ 米国をはじめとする諸外国では、SPACの上場基準において、流通市場における一定の流動性要件（株主数・流通株式比率・時価総額など）を定めている²²⁾。
- ・ 日本においてSPACの上場制度を検討するにあたって、とりわけ不特定多数の投資者の投資対象となる一般市場への上場を想定する場合には、流通市場における公正かつ円滑な価格形成を確保するため、十分な流動性の確保が必要となる²³⁾。
- ・ また、SPACに対する投資者の投資を促すため、普通株式と新株引受権（ワラント）とを組み合わせた「ユニット」株式として、SPAC株式の募集が広く行われている。通常、「ユニット」株式は、発行後に（一定の条件を満たしたときに²⁴⁾）分離譲渡が可能な設計となっており、取引所は、「ユニット」株式と分離された株式及びワラントをそれぞれ異なる上場商品として取引対象としている。
- ・ ワラントについては、株式とワラントの分離譲渡が可能であることにより、新たな裁定機会が生じるとの指摘²⁵⁾があるほか、SPAC株主による合併や買収時の意思確認プロセスへの影響など²⁶⁾の指摘があることを踏まえ、特に一般市場への上場を想定する場合には、ワラントの付与率その他の上場制度上の取扱いに加え、「ユニット」株式の取引や決済などの枠組みについて検討が必要となる²⁷⁾。
- ・ なお、SPACのIPOにあたっては、SPAC自体は具体的な事業実績を有していないものの、企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性や、企業内容等の開示の適正性²⁸⁾については、一般の事業法人の場合と同様に、IPO時の新規上場審査の確認を行うこととなる。

²²⁾ 諸外国（シンガポールなど）では、十分な実績と資質を有するSPACスポンサーによるSPAC組成を促すなどの観点から、SPACの上場要件として、通常のIPOの場合よりも高い水準の時価総額基準を定めている例がある。

²³⁾ プロ向け市場においては、対象投資者層を限定することにより流動性の確保が困難となりかねないとの指摘もある。

²⁴⁾ 取引所によって、上場日から一定期間の経過を分離譲渡の条件としている場合のほか、De-SPAC前の分離譲渡を不可としている場合がある。

²⁵⁾ 米国では、「ユニット」株式を利用しないSPACの上場例も一定数はあるが、一般的には、ワラントを活用することがIPO時の投資の呼び水となり、円滑な資金調達に寄与しているとの指摘もある。

²⁶⁾ そのほか、株式の希薄化による合併後の株価形成への影響についても指摘がある。

²⁷⁾ De-SPAC前は「ユニット」株式が分離されていない場合にも、ワラント単体での評価が可能となるよう、De-SPAC後に分離されて売買されるべきとの指摘もある。なお、現在、東京証券取引所の有価証券上場規程では、いわゆる「ライツ・オフアリング」のために無償割当てされた新株予約権のみが上場対象となっていることに留意が必要となる。

²⁸⁾ SPAC株式について、合併や買収相手に関する憶測や報道などによって投機的に株価が変動することが想定されるほか、合併や買収交渉の進展に応じてインサイダー情報に基づく内部者取引のリスクが生ずるから、一般の事業法人の場合と同様に、法令上の企業内容の開示に加えて、重要な会社情報の開通開示を行うための体制整備の状況について確認を行うことが想定される。

(論点4)

- SPACの上場制度において、流動性やワラントの売買、開示規制等に関する枠組みをどのように設計するか。

(4) De-SPACの課題：合併や買収のガバナンス

- 米国その他の諸外国では、SPACスポンサーは、一定の期限内²⁹⁾に合併や買収が完了しない場合のレピュテーションリスク等により、合併や買収の実現に強いインセンティブを有するのが一般的であり、SPACの一般株主との間に利益相反が生じるおそれがあることが指摘されている³⁰⁾。
- さらに、上記(2)のとおり、スポンサープロモートの設計やSPACスポンサーがSPAC以外の投資活動を通じて投資する企業をターゲットとする場合等により、構造的な利益相反リスクが生じるとの指摘がある³¹⁾。
- こうした利益相反の懸念を踏まえ、十分な開示のほか、SPAC株主にとって望ましい合併や買収が行われることを担保するための仕組みの検討が課題となる^{32,33)}。
- SPAC株主による監督のあり方としては、De-SPACの手法に関わらず株主へ意思確認の手続きを経ることを前提とし、その実効性を確保するために反対株主への現金償還権の付与を必須³⁴⁾とすることが考えられる。
- 米国をはじめとする諸外国では、合併や買収の実現可能性を高める観点³⁵⁾から、賛成株主に対しても現金償還権を付与することが一般的であるが、この点については、議

決権行使の歪み(エンベティポーターリング)をもたらず懸念³⁶⁾があるほか、現金償還の増加によりスタートアップへの資金供給機能が低下するために適切でないとの指摘がある³⁷⁾。その一方で、例えば、De-SPACが、日本の会社法における組織再編行為に該当する場合には、株主総会の決議要件が厳しいこと(特別決議)を踏まえると、反対株主のみに現金償還権を付与することが、合併や買収の不成立リスクを高める懸念があるとの指摘もある。

- 現金償還権の実効性を確保する観点からも³⁸⁾、調達資金の全部又は大半の保全の義務付け、例えば、諸外国の制度を参考に90%以上又は全額の信託設定の義務付けが考えられる³⁹⁾。
- 独立した社外取締役による合併条件の妥当性や合理性の監督も考えられる⁴⁰⁾。
- 株主・社外取締役による監督以外の方法としては、機関投資家から米国におけるPIPEs⁴¹⁾に相当する追加の資金調達(以下、これも併せて「PIPEs」と称す。)の義務付け⁴²⁾や、外部アドバイザーの選任、経営陣や取締役から独立した第三者の評

³⁶⁾ 経済合理性の観点からは、株主が「ユニット」株式を保有している場合に、De-SPACに賛成したうえで、株式について現金償還を受け、分離したワラントを継続保有してアップサイドの利益を獲得しようとする行動を選択する可能性が高くなるため、De-SPACに関する株主の意思決定プロセスに歪みが生じるとの指摘がある。

³⁷⁾ イスラエル金融監督当局(以下「ISA」という。)やベルギー金融監督当局(以下「FSMA」という。)は、現金償還権の付与の対象を反対株主に制限すべきの方針を公表。(2020年5月9日付ISA: "The Israel Securities Authority defines the principles and terms for the issue of a SPAC in Israel") (2021年6月21日付FSMA: "Minimum standards governing the structure of SPACs: the disclosure of information about SPAC shares and trading in those shares on Euronext Brussels") FSMA Opinion 2021.04 of 21/06/2021)

³⁸⁾ 本来、調達資金の保全は、SPACスポンサーによる資金流用などの詐欺的行為の防止を目的としていと考えられるが、現金償還権の実効性確保にも寄与すると考えられる。

³⁹⁾ 諸外国との信託法制の違い、信託設定に伴うコストや実務負担等を考慮して、他の資金保全方法(例えば、エスクロー口座の利用など)も検討すべきとの指摘がある。

⁴⁰⁾ 独立性の要件の検討にあたっては、社外取締役の報酬等の設計やDe-SPAC企業への関与の可能性など、社外取締役自身が合併へのインセンティブを有している場合への考慮が必要との指摘もある。

⁴¹⁾ PIPEs (Private Investment in Public Equities) は、私募形式による上場会社株式の募集・売却をいう。日本において、SPACが類似の資金調達を実施する場合には、機関投資家との間で引受契約を締結し、第三者割当によって新株式を発行することになると想定される。

⁴²⁾ PIPEsについては、機関投資家により合併条件(合併価格)の評価が行われるという観点から、IPOにおける公開価格の設定のプロセスに類似しているとも考えられ、これを義務付けることで、企業価値評価の合理性・納得性が高まるのではないかととの指摘がある。IPOにおいて、国内の機関投資家の参加が限定的となっている日本の実情を踏まえれば、PIPEsの義務付けの際には、海外の機関投資家の参加を促すため、例えば英文開示の充実などを検討すべきでないかとの指摘があるほか、米国においても、最近ではPIPEsによる追加資金調達の困難さが顕在化していることを踏まえ、PIPEsの義務付けは貴重な検討が必要との指摘や、PIPEsの機能を代替する他の手段によりDe-SPACの合理性を補完する方が現実的な選択肢ではないかとの指摘もあった。

²⁹⁾ 米国その他諸外国では通常2年(最大でも3年)とされている。

³⁰⁾ なお、SPACスポンサーが合併や買収の実現にインセンティブを有することそれ自体は、SPACに対する投資者の一般的な期待の方向性と合致しており、諸外国では、適切な投資者保護の枠組みを講ずることによって一般の投資者の利益に反した合併や買収が行われるリスクに対応しようとしていると考えられる。

³¹⁾ 注釈16を参照。

³²⁾ 対象投資者層を特定投資家に限定する場合であれば、利益相反の有無や内容に関する開示情報に基づいて利益相反のリスクを考慮して株主総会における議決権行使等の判断を行うことが可能と想定されるものの、一般投資者を対象とする場合、このような類型のDe-SPACにおける公正性の確保について、あらかじめ制限を設けることが考えられるとの指摘がある。

³³⁾ SPACスポンサーと株主が同様のインセンティブを有していることが重要であり、それをDe-SPAC後においても確保するために、De-SPAC後の株主に応じた成功報酬とすることが考えられるほか、例えば、SPACスポンサーに対して、保有する株式のDe-SPAC後一定期間のロックアップを求めることが必要であるとの指摘がある。

³⁴⁾ 会社法上の反対株主の株式買取請求権の構成を採用する場合以外に、取得請求権付株式の活用について検討が必要との指摘がある。

³⁵⁾ 米国では、制度導入当初は、反対株主のみに現金償還権が付与されていたが、その後の実務運用の過程で、De-SPACの成立が困難となるケースが多かったため、現在は、De-SPACの賛否に拘らず、現金償還権を付与することが一般的となっており、これが機関投資家によるSPACへの投資を促す機能を担っているとの指摘がある。

皿（フェアネス・オピニオンなどの意見入手）などが考えられる⁴⁴⁴。

- ・なお、プロ向け市場におけるSPACの上場を想定する場合、SPAC株主自身のリスク管理能力を前提に、柔軟な設計とすることも考えられるとの意見がある。

（論点5）

- ・賛成株主への現金償還権の付与や社外取締役による適切な監督のあり方、それらに代替・補完する合併条件の公正性・妥当性の確保の仕組み（PIPEs義務付け・第三者評価の取得）についてどのように考えるか。

（5）De-SPACの課題：ターゲット企業の上場適格性・情報開示

- ・SPACの意義・利用可能性を踏まえると、De-SPACが完了した後においては、一般市場への上場の可能性を確保することが必要と考えられる。
- ・その場合、De-SPAC後の企業は、通常のIPOのプロセスを経ずに、合併を通じて、一般市場への実質的なIPOを実現できることとなるため、取引所金融商品市場の信頼性維持の観点からは、単に一般市場の形式的な上場基準を充足するだけでは足りず、通常のIPOの場合と同等の上場適格性を有することについて必要な確認⁴⁴⁵が行われる必要がある。
- ・なお、上場適格性の確認は、De-SPAC後の企業が一般市場に上場するまでの間に行うことが考えられる⁴⁴⁶。その場合、上場適格性の確認プロセスは、合併や買収プロセスと並行して実施されることが想定されるが、SPAC株主による合理的な意思決定を促す観点からは、合併や買収に係る株主総会の時期と上場適格性の確認完了時期との関係や、仮に上場適格性の確認完了前に合併や買収が発生した場合の取扱いなどについても検討を要する⁴⁴⁷。

⁴³ なお、現行の上場制度においては、例えば、大規模な第三者割当増資や支配株主との重要な取引の際には、少数株主保護のための施策として、株主による意思確認又は経営陣から独立した第三者（独立役員も想定）からの意見を求めており、これらの制度との整合性を踏まえるべきとの指摘もある。

⁴⁴ 賛成株主に現金償還権を付与する場合、PIPEsを求めることにより、賛成株主において現金償還権が行使されたとしても、長期保有の機関投資家から必要な資金を確保し、資金流出のリスクヘッジとするとの制度設計が考えられるとの指摘がある。

⁴⁵ 確認は、通常のIPOにおける上場審査基準に準じた基準に基づいて行うことが考えられる。なお、SPACの特徴やDe-SPACに至るまでの過程を総合的に考慮し、部分的に柔軟な対応を行うことが考えられるとの指摘もある。

⁴⁶ 取引所におけるIPO時の標準審査期間は申請の受理後2～3か月間とされているため、De-SPAC時の上場適格性の確認においても、同程度の期間を要すると想定される。

⁴⁷ De-SPACのターゲットとなる企業が、例えば、通常のIPOも選択肢として検討している場合には、上場に向けた体制整備が相応に進捗していると想定されるものの、これらの準備に着手していない企業がターゲットとなる場合、審査未了となる場合の取扱いが必要との指摘がある。例えば、De-SPACの完了又はSPACの買収期限までに取引所による上場審査が終了しない場合において、現在の「不適当な合併」に関する上場制度上の取扱い

- ・合併や買収のターゲットとなる企業に関する情報については、De-SPACに際して、投資者が通常のIPOに応じる際と同様の投資判断を行うための情報となることから、少なくとも、通常のIPOにおける場合と同等の開示が行われることが必要である⁴⁸。したがって、通常のIPOの際に利用される有価証券届出書による企業内容等の開示と同等の情報開示を求めることが考えられるほか、SPACスポンサーによるターゲットとなる企業の選定や交渉の過程、SPACスポンサーの構造的な利益相反や将来の株式希薄化リスク、合併や買収の手続き等⁴⁹についても、必要かつ十分な開示を求める必要がある。
- ・なお、開示内容の正確性・十分性を実効的に確保するため、SPAC、SPACスポンサー、合併や買収のターゲットとなる企業、その他の関係者（証券会社など）が適切に開示責任を負う仕組みの検討も必要と考えられる。

（論点6）

- ・合併や買収プロセスと上場適格性の確認プロセスの調和（実効的なバランス）をどのように確保するか。
- ・開示を求める枠組み（金商法・上場規則）や開示責任のあり方についてどのように考えるか。

（6）その他

- ・対象投資層層にかかわらず、他の伝統的な金融商品とSPACとで上場する市場を区分することや、SPACであることが容易に判別可能な銘柄名称を使用することなどにより、投資者においてSPACが特有のリスクを有する金融商品であること、さらにはそのリスクを適切に認識したうえで投資を行うことが確保される仕組みとすることが適当と考えられる⁵⁰。
- ・SPAC上場制度の導入に際しては、税務も含めた実務面からも、投資者が投資しやすい制度設計を検討すべきとの指摘もある。

とを踏まえ、De-SPACの効力発生後一定期間までの上場審査の完了を上場維持の条件としてはどうかとの指摘のほか、プロ向け市場へのSPACの上場を想定する場合には、プロ向け市場におけるDe-SPAC後の上場継続を可能とすることが考えられるなどの指摘がある。

⁴⁸ 既存の制度において、上場会社が他の会社を買収する場合、金商法上、ターゲットとなる他の企業に関する開示が必須とはされていない。また、不適当合併等（上場会社が実質的存続性を喪失する合併等）に係る上場廃止審査の対象となる場合を除き、当該他の企業に対して取引所による上場審査や引渡証券会社による引渡審査も行わない。

⁴⁹ SECは、De-SPACに関して、ターゲットとなる企業の選定手法、SPACスポンサーの構造的な利益相反に関する取締役会の評価や追加の資金調達に必要な踏まえた株式希薄化リスクなど、より詳細な開示を要請している。注釈18を参照。

⁵⁰ なお、SPAC専用の区分を設けることについては、証券会社における対応コストが大きい

ため、慎重に検討を進めるべきとの指摘がある。

4. 今後の進め方
- ・ 上記の各論点について、本研究会において、引き続き検討する。

以 上

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

新たな会社形態の検討

ー米国におけるパブリック・ベネフィット・コーポレーション等についてー

2023年9月22日(金) 15:00～17:05

オンライン開催

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教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学人間社会科学研究科実務法学専攻特任教授
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
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	早稲田大学法学部教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	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
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

【報 告】

新たな会社形態の検討

―米国におけるパブリック・ベネフィット・コーポレーション等について―

早稲田大学大学院法務研究科教授

若 林 泰 伸

目 次

I. はじめに	3. デラウェア州の Public Benefit Corporation (PBC) について
1. 行政における検討	(1) 概要
(1) 経済産業省	(2) 目的ないしミッション (DGCL362 条)
(2) 新しい資本主義実現会議	(3) 取締役の義務と責任
2. 社会的企業の法形態	(4) 開示と第三者基準
(1) 社会的企業の定義	(5) 組織変更等の手続
(2) 社会的企業の法形態	4. 検討
(3) 議論の背景	(1) 法案・法律の評価
II. B corp 認証について	(2) 小括
1. 概要	IV. 結びに代えて
2. 認証のプロセス	1. L3C と SPC について
3. 意義	(1) L3C (Low-Profit Limited Liability Company) について
III. Benefit Corporation について	(2) SPC (Social Purpose Corporation) について
1. 概要	2. Accountable Capitalism Act
2. Model Benefit Corporation Legislation (MBCL)	3. まとめ
(1) 概要	討論
(2) 目的 (201 条)	
(3) 取締役・役員の義務と責任	
(4) 開示と第三者基準	
(5) 組織変更等の手続	

○黒沼 それでは、時間になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、早稲田大学の若林泰伸先生に、「新たな会社形態の検討」というテーマで、副題として「米国におけるパブリック・ベネフィット・コー

ポレーション等について」、ご報告をお願いしています。

それでは、若林先生、よろしく申し上げます。

○若林 若林でございます。お送りしたレジュ

メに沿って報告をさせていただきます。

I. はじめに

ベネフィット・コーポレーションなどの新たな会社形態あるいは法人形態としまして、社会的な目的と利益の追求の二兎を追う、そのような形態の会社あるいは法人について法制度化するかどうかが立法的な課題に挙がっているということとして、その点について、アメリカの状況を参考にしながら若干の検討をさせていただきたいと思います。

1. 行政における検討

(1) 経済産業省

「新しい資本主義実現会議」における検討の前に、経済産業省の方で地域における経済発展とか経済の活性化、そういったテーマで検討が行われていまして、そこで、ベネフィット・コーポレーションのような会社の導入の可能性に若干触れているところがあります。そこでは、地域経済の持続可能な発展あるいは活性化、そういったことが検討課題として挙がっていたところです。

(2) 新しい資本主義実現会議

その後、ご承知のとおり、岸田政権の新しい資本主義実現会議の検討項目の一つとして、これが取り上げられています。令和4年6月7日に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」の中で、「IV. 社会的課題を解決する経済社会システムの構築」の「1. 民間で公的役割を担う新たな法人形態・既存の法人形態の改革の検討」として取り上げられています。

社会的課題と経済的成長の二兎を追いたい起業家が増えている。従来の株式会社では、株主利益の追求が大前提である一方、非営利組織においては、事業実施主体として限界があり、資金調達の柔軟性が低いことから、大規模な課題解決が難しいとの指摘もあるということで、ベネフィット・コーポレーションなどの制度が欧米で整備されつつあって、日本でも、新たな官民連携の形として

こういった法制度の必要の有無について検討する必要があるのではないかとということが指摘されているところです。

それを受けまして、下部の会議体ということになるのかもしれませんが、「スタートアップ創出連絡調整会議」というのがありまして、第1回会合（令和4年8月1日）の資料2で、「今後法改正の必要があると考えられるものについては、その検討状況を確認」として、その一項目として「社会的課題を解決するスタートアップの環境整備（法人形態の在り方）」というのが挙がっていたところです。こちらはスタートアップの方に重点を置いているということになります。

その後、本年6月16日の閣議決定で「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023改訂版」が出ています。その中で、「VI. 社会的課題を解決する社会システムの構築」で、「1. インパクトスタートアップに関する総合的な支援策」の一つとして取り上げられていまして、その中で「④インパクトスタートアップの認証制度・新たな法人形態の検討」というのが挙がっています。

どちらかというとスタートアップの方のお話の比重が大きいように思われまして、日本版の認証の枠組みを設けるといったことが言われていまして、最後に、「あわせて、再び米国等の諸外国の事例を参照して、民間で公的役割を担う新たな法人形態の制度について、検討を進める」と言われているところです。

その後、スタートアップの方の作業が先行しているというような状況として、「スタートアップ育成5か年計画ロードマップ」というのがありまして、そこでは、2023年末までに検討を行うというような表が出ています。ちょっとよく分からないのですが、そんな短期間でできるようなものではないと思いますので、どちらかというと、あまり積極的に検討されているようなものではないように見えています。

令和4年の当初の検討課題としては、先ほどもちょっと確認しましたように、大規模な資金投入

みたいなのを考えていたような感じがするわけですが、令和5年になりますとちょっとトーンダウンしたような印象がありまして、スタートアップ企業育成のための受け皿となるような主体を創設するという、そういうニュアンスが見えるところです。上場会社を組織変更するなどして、社会的企業を積極的に日本で展開していくといった感じではどうもなさそうです。

本年3月31日に、西村あさひ法律事務所から大部の「米国等における民間で公的役割を担う新たな法人形態に関する調査報告書」が出されていまして、そこで様々な事例等が紹介されています。

2. 社会的企業の法形態

(1) 社会的企業の定義

社会的企業の一つのパターンとして、ベネフィット・コーポレーションの言及がなされる場合が多いということですので、この社会的企業について少し触れさせていただきたいと思います。

内閣府の委託調査（三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社「我が国の社会的企業の活動規模に関する調査報告書」（2015年3月））の中で、「共助社会の形成」といったテーマで、社会的企業がその役割を担えるのではないかとということで報告がされていたところです。

そこでは、「内閣府の委託調査における社会的企業の調査範囲と定義」について、

- ①「ビジネスを通じた社会的課題の解決・改善」に取り組んでいる。
- ②事業の主目的は、利益の追求ではなく、社会的課題の解決である。
- ③利益は出資や株主への配当ではなく主として事業に再投資する（営利法人のみの条件）。
- ④利潤のうち出資者・株主に配当される割合が50%以下である（営利法人のみの条件）。
- ⑤事業収益の合計は収益全体の50%以上である。
- ⑥事業収益のうち公的保険（医療・介護等）からの収益は50%以下である。
- ⑦事業収益（補助金・会費・寄附以外の収益）

のうち行政からの委託事業収益は50%以下である。

そして、「社会的課題をビジネスを通して解決・改善しようとする活動を行う事業者」とであるといった言及がなされています。

この社会的課題の解決等についてはいち早く検討されて、高橋真弓先生は、論文（「会社形態による「社会的企業」設立の法的課題」判例・先例研究（2020）22-23頁）の中で、一応ということで「社会的課題の解決や社会的利益の追求を主たるミッションに掲げつつ、同時に経済的・継続的な事業としてこれに取り組む事業体」というふうな言及がなされています。

社会的企業といっても、いろいろな捉え方があり得るようでして、どのような文脈で捉えるかによって、その定義の在り方も異なってくるということのようです。

(2) 社会的企業の法形態

①日本における法人形態の社会的企業

社会的企業の法形態としてどのようなものが考えられるかということですが、法人形態で運営されているものとしてよく取り上げられるようなものをざっと並べています。

非営利法人としまして、一般社団・財団法人、特定非営利活動法人（NPO法人）、公益法人（公益信託）がよく取り上げられています。それから、特定の法律に基づいて特定の事業を行う非営利法人（社会福祉法人、医療法人、学校法人）、それから協同組合（消費生活協同組合、農業協同組合・農事組合法人等）なんかも、特別法に基づいて法人格を取得して事業を行っています。

営利法人については、会社形態であるということです（株式会社（特例有限会社）、合名会社、合資会社、合同会社）。

②要素

こういった社会的企業をどのように法的に構成していくかということを巡って、幾つかの注目すべき要素があるのではないかと考えたところです。

・目的ないしミッションの制限

まず、社会的課題の解決を主目的にする、あるいは同時に追求するということで、法人あるいは会社の目的ないしはミッションの一定の制限がかかっているという場合があるのではないかと思います。法律上の事業目的として制限がかかる場合もあれば、あるいは事業のやり方の方で制限をかけるという形もあります。

・ガバナンス

構成員あるいはその利害関係者が参加する組織。株式会社では株主総会が非常に重要な役割としてあるわけですが、そのような組織。それから業務執行、あるいはその監督を行う者の義務と責任。さらに構成員、あるいは非構成員として利害関係者が出てくるわけですが、そのような者にどういった権利を与えるかというところが関係してきます。

・財産処分ないし配当制限

ベネフィット・コーポレーションの方では出てこないものですが、社会的企業としてイギリスのCICというふうに呼ばれているような事業体なんかでは「アセットロック」と言われたりします。財産の処分あるいは配当の制限をすることで、一定の社会的な目的を達成するために資源を投入させるというような仕組みがとられるということです。

・アカウントビリティないしディスクロージャー

構成員に対する開示だけではなくて、事業の利害関係者あるいは一般に対する開示をすることで、そういった形で信頼を確保するとともに、一定の事業目的に沿った運営が行われていることを確保しようとしているのではないかと思います。ベネフィット・コーポレーションでは、この仕組みが非常に重要な役割を担うことになるわけですが、そうした形で規律付けを行うことはあり得るということです。

・監査ないし保証

財務諸表監査、業務監査、あるいはより保証水準が落ちる限定的保証、そういった形で一定のディスクロージャーについての保証を行うことが考えられるところではありますが、基準があまり明確になっていない部分があるというのはご承知のとおりです。

・公的監督

公的な監督を及ぼすことがあり得るということですが、アメリカはどちらかというと市場を重視するという考え方でやっていまして、この公的な監督というのは最小限に抑えられていると考えられます。公益性の高い業務を行わせるという場合には、そのような形での規制が必要になってくる部分があるということです。

・税制上の優遇措置

公益性と裏腹になるのかもしれませんが、収益事業以外の事業からの所得への課税とか寄附控除、損金算入限度額、そういったものを入れることもあり得るということですが、アメリカでは、一般的にはベネフィット・コーポレーションについては税制上の優遇措置はないようです。

以上のような要素があり得るわけですが、それらを、当該団体を必要とする背景とか事情、必要性に基づいて組み合わせていくということが行われているのではないかと考えられます。

そこでは、社会的目的、あるいはその社会的利益を確保あるいは達成する必要性とか、それに向けた規律付けの容易さなんかに関係してくるかと思いますが、そのような団体に対する信頼確保なども、どういった制度を要求するかということに関係していると思います。

(3) 議論の背景

新たな社会的企業の形態を必要とする各国・地域の事情ですが、先ほど確認しましたように、日

本では、現在では「新しい資本主義実現」のための課題の一つという位置付けでして、令和4年と5年でちょっと違っている部分もあるように見受けられますが、どうもインパクトスタートアップといった企業の受け皿としての役割を検討しようとしているのではないかと思います。

これに対して米国では、ご承知のとおり、リーマンショックなどを典型としまして、株主の利益を重視するという経済の中で、それに対する反発あるいは反省などがあって、社会的な課題を解決する、あるいは経済的な格差を是正するといった形での動きが背景にあったというふうに考えられます。B Lab（後述）の人たちが、そうした社会的課題の解決を目的とした事業組織を立ち上げたいといったニーズがあったと聞いています。

それから、特に巨大な機関投資家等が一定の社会的なインパクトのある投資に資金を振り向けるということが行われていまして、そのようなポートフォリオの中でどういう投資をするかといったところとの関係で ESG 投資とかが言われてきて、その一環として、一定の社会的課題を追求しつつ利益の追求もするといった企業への投資ということが課題に挙がってきたのではないかと思います。

II. B Corp 認証について

1. 概要

こちらにも既にご承知かと思いますが、このような社会的企業としてのベネフィット・コーポレーションが広くアメリカで広がっていった背景としまして、B Lab による活動があるということがあります。既にご案内のことかと思いますが、2006年にペンシルベニア州において立ち上げられた非営利組織で、B Corp 認証という形で認証を付与する活動を行っている団体です。

社会的な、あるいは環境に関するパフォーマンスを評価して、そのような認証をするという民間の認証ということになっていまして、そのような活動を通じて社会・環境に責任のあるビジネスセクターの成長を促す、そういう活動を行っていま

す。

現在、214 の国・地域、7,292 の企業が認証を既に受けているということとして、一つ一つ確認してはいないのですが、直近のネットの情報では、日本企業は 32 社ということです。このうち、少なくとも 2 社は上場会社ではないかと思います。

2. 認証のプロセス

認証のプロセスは、「B Impact Assessment」というアセスメントを受けることから始まります。ベネフィット・コーポレーションだけではなくて、株式会社とか LLC、パートナーシップ、LLP、協同組合など様々な組織がこの認証を受けているということのようです。

評価の対象としましては、ガバナンス、労働者、コミュニティ、環境、顧客という大きく分けて5つの項目があって、その中で細かい質問がたくさん枝分かれしているということとして、社会・環境に責任のあるビジネスセクターであるかどうかというところをそうした項目を通じてチェックすることになっています。この認証を受けるには、200 点中 80 点以上のスコアが必要になります。

手続としましては、B Lab のウェブサイトの方で簡易アセスメントという形で手軽に評価を受けることができるようとして、そこで 80 点以上を取っている場合には、正式な認証のプロセスに踏み込む申請をすることになっています。

認証の過程では、様々な書類を提出したり、あるいは面談を受けて審査を受けたりというプロセスを踏んで認証を受けるということで、そういった手続に少なくとも数か月はかかるようです。

認証費用は、企業規模（年間売上高）によって異なります。一定の手数料を納めて認証を受けるということで、一旦認証を受けてそれで終わりということではなくて、それを維持するために3年に1度はスコアの検証を受けることが必要で、そのようなプロセスを通じて社会・環境に責任ある企業を増やしていくという、そういう活動です。

3. 意義

B Lab によりますと、その意義としまして、グローバルな B Corp コミュニティの一員になることができ、それを通じて、ビジネスについてもそうですし、社会・環境に関する活動についてもそうですけれども、世界が非常に広がっていくということが一つメリットとして挙げられています。

それから、次のようなこともメリットとして挙げられています。

- ・ 才能のある従業員を引き付けて、当該労働者・従業員と長期的で強固な関係を築くことができる。
- ・ 企業の信用を高め、信頼を築くことができる。社会的・環境的パフォーマンスを高めて、改善していくことができる。
- ・ 企業のミッションを長期的に守ることができる。

B Lab は、このような社会的な動きをより一層強固なものにするために、Benefit Corporation (BC) についてのモデル法案を作成して、採用されるように、州における Benefit Corporation 立法のロビー活動を行ったということです。

ただし、B Lab によりますと、BC と B Corp 認証との間には違いがあるということです。BC は法制度として一定の枠組みがあるわけですが、B Lab の認証の方はより高い水準のパフォーマンスが要求されるということで、認証を維持していくために、B Lab に対して一定の説明責任を負うことになっています。

それから、前述のように、BC は株式会社組織をベースとしますが、B Corp 認証の方は様々な企業・組織が対象になっているという点に違いがあります（営利組織であることは必要）。

Ⅲ. Benefit Corporation について

1. 概要

アメリカでは、ご案内のとおり、一般的に株主第一主義、株主利益最大化ということが株式会社について言われてきているところでした、これが主要な考え方であると思われます。アメリカ社会

においても、そのような考え方が一般的と考えられるところです。

そのうえで、ご承知のとおり、80 年代に企業買収が活発化してきて、Constituency Statutes——「利害関係者保護法」とここでは呼んでいますけれども——など一連の立法ができました。しかし、州によってはできていないところもあります。株主の利益を最大化することが最も重要で、やはりそれを優先するといったところがあるわけですが、一定のステークホルダーの利益「も」、配慮することが「許容」されるということです。ただ、義務付けられるところまではいっていないということで、そこを BC は義務付けるという点に意義があるというふうに言われているのではないかと思います。

Benefit Corporation (BC) に関する立法動向ですが、2010 年にメリーランド州で立法化されて、現在では 41 州と DC で導入されています。

立法化の方法としまして、一般会社法あるいは事業会社法の中に BC についての章を設けるという形で立法化しているということで、単行法を作っているというわけではありません。したがって、その BC の章の規定群以外の部分については、一般の株式会社の規定が適用されることになります。

41 州が立法化ということで、逆に立法化されていない州はどこかということ、アイオワ、アラスカ、サウス・ダコタ、ノース・カロライナ、ノース・ダコタ、ミシガン、ミシシッピ、ミズーリ、ワイオミング、ワシントンです。中西部、南部の州でこのような立法がなされていないということで、恐らく政治的な理由が大きく影響しているのではないかと思います。アメリカの多様性を反映している部分があるのではないかと思います。

ただし、この中には、他の形態の社会的企業に関する立法をした州があります（ミシガン（L3C）、ワイオミング（L3C）、ワシントン（Social Purpose Corporation））。

なお、前述の B Corp の認証とは別の制度というのは言うまでもありません。

多くは中小企業のようなのですが、中には上場して

いる BC もあるということです。IPO をしたところもあるようですが、組織を転換して既存の株式会社から BC になったというものや、あとは SPAC もあるようです。

2. Model Benefit Corporation Legislation (MBCL)

(1) 概要

①総説

B Lab が推し進めていたモデル法案について見ていきたいと思います。

B Lab が会社法専門の弁護士に依頼して起草してもらったモデル法案ということのようですが、現在アメリカの BC 立法のベースになっているということです。デラウェア州は、ご承知のとおり、これとはちょっと違った BC の法律を入れているわけですが、多くの州ではこれをベースにして、場合によってはそれを少し修正するなりして法律を作ったということのようです。

前述のように、一般会社法ないし事業会社法の中に BC に関する規定群を 1 章として設けるような形で規定を入れています。

その BC に関する規定の中には、BC の基本定款あるいは附属定款の定めとして、BC に関する規定を限定し、これに反し、又はこれに代わるようなことはできないとする規定が入っています。したがって、強行法的なというのでしょうか、そのような部分がある規定となっているようです。

②MBCL の特徴

・目的 (201 条)

モデル法案で非常に特徴的なのは、株式会社の目的に追加して、一般公益の創出を目的とされていることです。ですから、特定の公益をピンポイントにするとかといったことではなくて、非常に広い一般公益の方の創出を目的とするということになっています。

そのうえで、特定の公益の創出を目的とすることを基本定款に定めることができるということになっています。これは任意に定めるわけですが、

定めたら、そのような特定の目的に拘束されることになっています。

一般公益は、BC の事業運営が社会・経済全体に与える重大なプラスの影響であって、第三者基準に照らして、報告された後の影響を考慮して評価されたものということです。そして、これらの一般公益及び特定公益の創出が BC の最善の利益であるとされています。

・取締役の行為基準 (301 条)

取締役らの義務の履行及び BC の最善の利益の考慮に当たって、次の対象への行為又は不作為の影響を考慮 (consider) するものとされています。

株主、BC・子会社・供給業者の従業員・労働力、一般公益・特定公益の受益者たる顧客の利益、コミュニティ及び社会的要因、コミュニティの環境・地球環境、BC の短長期の利益、一般公益・特定公益目的達成のための BC の能力。これは shall、考慮することが必要になってくる部分です。

そして、may、考慮することができるとされる事項は、会社法上の利害関係者保護条項に規定する、上記以外の利害関係者の利益、その他の関連する要因、又は適切と考えられる他のグループの利益となっています。

・Benefit Director (BD) の任意設置 (302 条)

このような公益についての役割を担う取締役を任意に設置することができます。BD は独立した個人であり、Benefit Officer (BO) との兼任が可能です。

役割としては、年次コンプライアンス報告書を作成し、それを年次公益報告書の中に含めるということとして、公益の部分に特化した役員・取締役を置くことができるということのようです。

・責任追及の手続 (305 条)

そのような公益の執行手続として、一定の者について派生訴訟等の手続が取られることもありますが、定款で規定された者にも派生訴訟の提起を認めるということが非常に特徴的です。

・開示(401条・402条)

年次公益報告書(annual benefit report)を作成し、株主に送付して、ウェブでも公表する。それに当たっては、BCの全体的な社会・環境パフォーマンスの第三者基準による評価をその中に含めることが必要であるということになっています。

(2) 目的(201条)

繰り返しになりますが、BCは、株式会社の目的に追加して、一般公益の創出を目的とすることになっています(201条(a))。全体的な社会・環境についてのパフォーマンスの改善に資するような会社として設計されているということで、これはB Labの理念に沿った形で特徴的な位置付けの内容になっているのではないかと解されます。

そのうえで、特定の公益の創出を目的とすることも基本定款に定めることができることになっています(201条(b))。特定の公益を定めた場合であっても、一般公益の創出の目的は制限されないことになっていますので、より望ましい社会・環境に向けた取組みがこのような形で促進されることが期待されています。

(3) 取締役・役員の義務と責任

①取締役の行為基準

(a) 取締役の考慮義務

BCの法律の核心部分ということになりますけれども、取締役の義務の履行、BCの最善の利益の考慮に当たって、次の対象への行為又は不作為の影響を考慮(consider)するものとされています(301条(a)(1))。

・株主、BC・子会社・供給業者の従業員・労働力、一般公益・特定公益の受益者たる顧客の利益、コミュニティ及び社会的要因、コミュニティの環境・地球環境、BCの短長期の利益、一般公益・特定公益目的達成のためのBCの能力

また、考慮することが可能とされる事項(301条(a)(2))として、会社法上の利害関係者保護条

項に規定する上記以外の利害関係者の利益、その他の関連する要因又は適切と考えられる他のグループの利益、が挙げられています。

(1)・(2)に規定される特定の利益又は要素を、他の利益又は要素に優先させることは要しないが、基本定款で特定の利益又は要素を優先させる旨の規定を置くことはできることになっています。

そのような考慮をすることは、一般的な取締役の義務に反しない(301(b)(1))ということで、利害関係者保護条項に規定される利益・要素を考慮する能力に追加するものとしています。

301条がBCであることの核心部分になるということでありまして、株主以外のステークホルダーの利益の考慮を「許容」するのではなくて「義務化」をすることによって、取締役のそのような判断に対するリスクを軽減することが効果として挙げられるということです。役員についても規定がありまして、同様の義務と責任を負うとしています(303条)。

ただ、このような多くの利益とか要素を対象にし、かつ一般公益についてまで考慮しなければならないということが規定されていますので、實際上、どういう形でこのような義務を適切に履行することができるのかというのが非常に疑問になってくるところではないかと思います。

しばしば指摘されるところですが、こういった様々な要素を考慮しなければならないことにしますと、恣意的な判断がどうしても誘発されるようになるのではないかと懸念されるところですし、実際にこういった判断プロセスをしっかりと確保するということになると、かなり慎重な手続を要求されることになりはしないかという懸念もあるのではないかと思います。ですので、もし仮にこういう形でやるとするのであれば、しっかりと定款で規定しておかないと、なかなか機能し難いのではないかと思います。

責任追及のところで事前の差止めということも言われたりしているようですが、差止めをする権利を認めることになると、なおのことこの辺の調整をしっかりとしておく必要があるの

ではないかと思います。

(b) 取締役の責任

個人責任の免責（301(c)）が規定されています。取締役の義務履行過程での作為又は不作為であって、それに関して当該取締役が利害関係を有していなかったもの、それから、BCが一般公益又は特定公益を追求し又は創出することを怠る、ことについて取締役は個人的に損害賠償責任を負わないとされています。ただし、基本定款又は附属定款に定める場合は除くということになっています。

受益者に対する義務（301(d)）として、一般公益又は特定公益目的の受益者に対しては、受益者としての地位から生ずる義務を負担しないということで、そのような一般公益又は特定公益の受益者による義務違反の主張は妨げられるとされています。

それから、経営判断（301(e)）の保護があるということで、利害関係なく、情報を得てBCの最善の利益であると合理的に信じた経営判断を誠実に行った取締役は、301条の義務に違反しないということになっています。

また、一般公益又は特定公益目的の追求・創出を目的とした主体であるわけで、それに関する免責があるわけですが、前述のように、基本定款又は附属定款の規定によって免責されない場合があります（301条(c)）。ただ、一般公益又は特定公益の受益者（非株主）による義務違反の主張は妨げられることになっていますので、結果として、株主による責任追及ということになってくるように思います。

ですから、その責任追及の主体は限定されているということですが、一般公益又は特定公益目的の追求・創出というようなインセンティブを有するのかというところが問題になってくるように思います。

②BDとB0の任意設置（BD：302条、B0：304条）

(a) BDについて

BDとB0という公益目的に特化した取締役・役

員を設置することができます。

そのBDの地位ですけれども、会社の一般の取締役の権限・義務等に加えて、BDという資格での権限・義務を有するという規定です。

特別のガバナンスに関する規定が置かれない限り、独立した個人が資格を有するということになっていまして、独立性が要求されます。その独立性の中身は、BCやその子会社と重要な関係がないことで、その重要な関係とは、過去3年内の従業員資格と執行役員資格、そして5%以上の持分保有ということになっています。

そのうえで、B0との兼任は認められます。

それから、BDに関する規定の趣旨に反しない限り、資格要件を追加できることになっています。

その職務としましては、年次コンプライアンス報告書を作成して、BDとしての意見を入れるということになっています。

ただ、独立性が要求されている趣旨がいま一つ分かりにくい部分になっています。アメリカの上場会社の独立性ということでもないし、一般公益・特定公益との関係での独立性ということでも必ずしもなさそうな定義になっていまして、この独立性というのが一体どのような趣旨なのかちょっと分かりにくくなっています。

(c) B0について（304条）

それから、B0ということで、このような公益の創出に取り組むオフィサーを置くことができることになっています。

その職務は、附属定款又は取締役会決議により定められた一般公益又は特定公益の創出と、401条に定める公益報告書の作成です。

③訴権

BC自身は、一般公益・特定公益の追求・創出の懈怠による責任は負わないと規定されていまして、取締役・役員の方の問題になってくるところですが、その懈怠について、Benefit Enforcement Proceedings（公益執行手続）というものがあるということです（305条(a)）。これについては、

会社と親会社株主・取締役だけではなくて、基本定款・附属定款で定めた者についてもそのような訴権を有することになっています。

次の4者が権利を有する。

- (1) BC
- (2) 派生訴訟に係る会社法上の規定により、次の者により行われる場合
 - (i) 行為時に発行済の種類の株式総数の2%以上を有する者
 - (ii) BCを子会社として有する親会社の持分を5%以上有する者
 - (iii) 取締役
 - (iv) 基本定款又は附属定款で定めた者

このような形で基本定款・附属定款で定めた者に代表訴訟であるとか差止めについての権利を与えることになると、かなり利害調整が難しくなってくるように思います。その一般公益・特定公益、そして会社としての利益追求があるわけですが、その場合に、その者にどういう要件でそのような権利を付与するのか、この点は非常に位置付けが難しいのではないかと考えられます。

(4) 開示と第三者基準

年次公益報告書 (annual benefit report) の作成 (401 条) ということで、記載内容 (401 条 (a)) としては、次のようなものになっています。

・一般公益の追求方法、一般公益が創出された程度。定款記載の特定公益の追求方法、特定公益が創出された程度。一般公益・特定公益の創出を妨げる事情。第三者基準の選択又は変更のプロセスと根拠。BCの全体的な社会的・環境的パフォーマンスの評価

特徴的なところとしては、第三者基準を選択することが求められて、B Labの基準のようなものをもって社会的・環境的なパフォーマンスを測定することが求められることになっていまして、それが一つの規律付けの在り方になっているという

ことです。

そのほか、BD・B0の氏名・連絡先住所、各取締役に支払った報酬、BDによる年次コンプライアンス報告書、第三者基準を作成した組織との関係等、BDの退任があった場合の退任取締役による報告 (401 条 (b)) があります。

なお、このような報告書やパフォーマンス評価につきましては、監査・認証を受ける必要はないことになっていまして、ある意味自己評価ということになります。

年次公益報告書を株主に送付する (402 条 (a))、それからウェブサイトで公開する (402 条 (b)) という形になっていまして、一般公益・特定公益との関係では、このような公開の方が重要なものになってくるように思います。

ただ、全般に年次公益報告書の作成は低調であるということが指摘されています。中小規模の会社が多いこと、それからコストがかかるうえ、不遵守に対して制裁がないからということのようです。

ミネソタ州はちょっと例外で、BCの資格を剥奪 (revocation) するという形の制裁があるので、報告書が出ているということです。しかし、内容を見ますと、ペラで一、二枚ぐらいの非常に簡単なものがたくさん出ているような感じで、著名な会社の年次公益報告書よりは内容的にかなり見劣りするものが並んでいるという状況です。

(5) 組織変更等の手続

基本定款の変更、合併・株式交換・組織変更によりBCとなる場合、会社法上要求される株主の3分の2以上の賛成が必要となります。

3. デラウェア州の Public Benefit Corporation について

(1) 概要

①経緯

デラウェア州は、Public Benefit Corporation (PBC) という形で作られています。デラウェア州はご承知のとおり、会社法上特別な地位にあり

ますので、そのような法的地位を維持するという
ことで弁護士さんたちが検討された結果、PBC と
いう形になったということです。

デラウェア州一般会社法（DGCL）の中に第 15
章が設けられて、そこが PBC の規定となっていま
す。

当初はかなり制限的につくられたものでしたが、
利用されないことに対する懸念から、徐々に制度
が緩和されてきました。既存の会社が PBC にな
るための要件もどんどん緩和されていって、株式
買取請求権も特別なものはなくなって、取締役の
保護も強化されるといったような形で、現在の制
度に至っているということです。

②PBC の特徴

- ・ 営利会社 (a for-profit corporation)

- ・ 商号

商号に “Public Benefit Corporation” や
“PBC” “P. B. C.” を含めることが可能。

- ・ 目的・ミッション (DGCL362 条)

「1 つ又は複数の公益 (public benefit) を創
出し、かつ責任ある持続可能な方法で運営するこ
とを目的とすることを要する」となっていまして、
定款で 1 つ又は複数の特定の公益を定める必要が
あるということが非常に特徴的です。

- ・ 取締役の義務 (DGCL365 条)

株主の経済的利益、会社の行為によって重大な
影響を受ける者の最善の利益、定款に示された公
益の 3 つの点を「均衡配慮 (balance)」しつつ
運営しなければならないということになっていま
す。

- ・ 開示 (DGCL366 条)

毎年でなくて、2 年に 1 回でいいということに
なっていまして、かつ、一般への公開や第三者基
準の利用といったものは定められていません。

(2) 目的ないしミッション (DGCL362 条)

1 つ以上の複数の公益 (public benefit) を創
出し、かつ責任ある持続可能な方法で運営するこ
とを目的とすることとなっていまして、定款にお

いて 1 つ又は複数の特定の公益を定める必要があ
る（公益規定）というのが非常に特徴的なところ
です。

公益 (public benefit) の内容としては、芸術
的、慈善的、文化的、経済的、教育的、環境的、
文学的、医療的、宗教的、科学的若しくは技術的
な性質を含むが、これらに限定されない 1 つ若し
くは複数の種類の個人 (persons)、団体 (entit
ies)、コミュニティ、利益（株主としての資格
を有する株主を除く）に対するプラスの効果（又
はマイナスの効果の軽減）といったものが挙がっ
ています。

一般的な公益促進の義務は、明示的には定めら
れていません。定款において 1 つ又は複数の特定
の公益を定める必要がありますので、会社の目的
が明確になり、特に取締役等の行為基準が明確化
し、投資家・株主や他の利害関係者にとっても透
明性が高まるという形になっているのではないかと
思います。

会社の定義規定の中に「PBC は、公益を生み出
し、責任ある持続可能な方法で運営することを目
的とする」という規定が設けられていまして、こ
れがどういう意味を持つのかよく分からない部分
があったのですが、一般的な公益の方を忘れては
いけないよといった趣旨で設けられたもののよう
で、会社の定義規定ですので、そこから外れると
資格が取り消されるとか、そういうことではどう
もなさそうです。

(3) 取締役の義務と責任

①取締役の義務 (DGCL365 条)

(a) 均衡配慮 (balance) 義務

こういう訳でいいのかわかりませんが、
「均衡配慮」とか「比較衡量」という、要するに株
主の経済的利益、会社の行為により重大な影響を
受ける者の最善の利益、定款に示された公益の 3
つをバランスさせつつ運営しなければならない義
務というのが定められています。それによって、
株主利益最大化という部分からは解き放たれると
いうことが期待されているようです。

ただ、そのバランスの内容としてどういうものが考えられるのか。3つをちゃんとバランスさせなければいけないということなのか、そうでなくて、考慮した結果バランスしなくなっても、それは別に構わないということなのか、いま一つよく分からないところです。

(b) 経営判断原則による保護

経営判断原則による保護があるということです。その点は先ほどのモデル法案と同様です。

そして、PBC の取締役は、定款に定めた公益に係る個人の利害関係や重大な影響を受ける利害関係を理由として、何人に対しても義務を負うものではありません。

(c) 利益相反

公益を促進させるということです。自社株を持っているということは、株主との利害関係が問題になってくるわけですが、それだけでは、利益相反があるとは考えられないということになっています。

それから、取締役の責任免除や補償があるとされていますが、基本定款でそれを外すことができることになっています。

一般の会社で利益相反があるとされる場合よりも取締役を厳しい状況には置かないということで、その点は一般の会社と同様に取り扱われるということのようです。

②取締役の責任追及の方法 (DGCL367 条)

均衡配慮義務についての責任追及訴訟における持株要件として、提訴時に発行済株式の2%以上を保有していることを要します。上場株式の場合は、2%か200万ドルのいずれか少ない方となります。濫訴防止ということで、このように要件がきつくなっていると思います。

利益相反がない場合は、損害賠償よりは、差止請求の方がどうも考えられているようです。

(4) 開示と第三者基準 (DGCL366 条)

前述のように、モデル法案と比べてちょっと緩い形になっていますが、定款できつくすることは可能であるということです。

少なくとも2年に1回、株主に対して、定款記載の公益や会社の活動により重大な影響を受ける者の最善の利益の推進に関する報告をすることとなっていますが、定款で頻度を高める旨の規定を置くことは可能です。また、一般への公開や第三者基準の利用は義務付けられていませんが、定款で設けることは可能です。

〔報告に含めるべき事項〕

当該公益又は利益を推進するために取締役会が設けた目的

当該公益又は利益を推進するために進捗状況を測定するための基準

当該基準に基づく客観的な事実に関する情報
前記目的の達成や公益又は利益の推進が成功しているかについての評価

第三者基準がなく、頻度も低いので、いわゆるグリーンウォッシュのリスクがより高くなっていると考えられます。

(5) 組織変更等の手続

PBC の設立以外に、定款変更、合併、株式交換、組織変更により既存の株式会社が PBC になることが可能です。その場合、特別の規定が置かれていましたが、それがなくなって、現在では通常の株式会社の手続と異ならないものになっています。議決権を行使できる株主の過半数の賛成により可能ということです。

株式買取請求権についても、一般の会社の規定によるということになっています。

その結果、移行への垣根が非常に低くなっていて、既存の会社から PBC に変わる場合もあるわけですが、ただ、株主提案でなされるという場合については、全て否決されているとのことです。

4. 検討

(1) 法案・法律の評価

先ほど来述べていますように、モデル法案については B Lab が推進してきたというところがありますので、その理念に沿った内容になっており、特に一般的公益の創出、そのための手段となっています。

それを確保するための規定が置かれていまして、実体的な義務付けとその監視、そして公益執行手続のような法執行、そして開示についても、年次公益報告書の作成・第三者基準の強制等を通じて誘導・監視するという仕組みが取られています。

ただ、前述のように、どの利益を優先するのかが明確でないと、かなり難しい運営を迫られる可能性があるということです。

デラウェア州の PBC についてですが、MBCL と比較すると、全体的に緩い法的枠組みが採用されていますので、社会的・環境的パフォーマンスを向上させるには、やはり改善点が多いという印象があります。

しかし、定款で特定の公益促進を規定する部分については、取締役の規律付けにつながっていくことが期待できます。

(2) 小括

いずれにしても、基本としては株主が中心になって出てくるということがないと、期待された公益を推進するのはやはり難しいのではないかと印象を持ちました。会社運営をしていて、その運営を評価する、それから、何か懈怠があった場合にはその執行をする、あるいは取締役・役員を代えるといったことを行うことができるのは原則として株主ということでありまして、やはり株主がそういった意識を持ってコミットするということがないと、期待された効果を得るのはなかなか難しいのではないかと印象です。

考え方としまして、株主とそれ以外の利害関係者の利益、ステークホルダーの利益というのを二項対立的に捉えなくてもいいのではないかとこのような考え方も根強い部分があります。實際上、

法改正、経営判断が行われていて、株主の利益とそれ以外の利害関係者、ステークホルダーの利益を対立的に捉えて、そこが衝突しているといった形で捉える必要は必ずしもないのではないかと、日々の経営判断とかでなされていることというのは、そのような形ではなされていないのではないかとといった指摘もあります。そのような考え方からすると、こういった会社と一般の会社とで実際上の運営の違いというのはそれほどないのではないかと言われたりしています。

時間が超過していますので、これ以降は詳細は省略して、簡単に説明させていただきます。

IV. 結びに代えて

1. L3C と SPC について

(1) L3C (Low-Profit Limited Liability Company) について

LLC の組織を使って、一定の慈善目的、教育目的のなんかがよく挙げられますが、そうした目的に投資をする団体の受け皿として使われたものが L3C というものです。ただ、必ずしも広がりを見せているとは言い難いと言われています。

(2) SPC (Social Purpose Corporation) について

カリフォルニア州の例を紹介していますが、BC と SPC がカリフォルニアはあるということでして、BC は、前述のように一般的な公益が目的になっていますが、SPC の方はその目的を狭く設定することができます。それから、ディスクロージャーにおいて第三者基準には触れられていないということです。

カリフォルニアはちょっと特殊なのかもしれませんが、非営利公益法人に認められているような活動を行うということが規定されています。ひょっとしたら、そういったこととの関連があるのかもしれませんが、ディスクロージャーの部分について、特徴的な MD&A を記載しないといけないといった制度がありまして、そこは見るべきところかと思います。

2. Accountable Capitalism Act

州の BC を連邦法化しようとしたのが、エリザベス・ウォーレン上院議員が 2018 年に連邦議会上院に提出した Accountable Capitalism Act ですが、ご承知のとおり、こちらは提出はされていますが、実現する見込みは恐らくかなり低いものというふうに考えられます。

といいますのも、その内容として、BC と似たような部分はあるわけですが、ただ、取締役の 40% は従業員から選任するとか、持株の譲渡制限をするとか、政治献金について株主・取締役の賛成を要件とするとか、非常に制限的な、かなりドラチックな規定が入っていますので、賛成は得られていないというものです。

3. まとめ

アメリカの法制を、非常に表層的で本当に申し訳ないのですが、ご紹介させていただきましたけれども、先生方ご承知のとおり、ヨーロッパでも類似の法律が整備されているところです。日本でも、実務家を中心に法整備を提言するものもあるところですが、他方で、この分野で研究をされている藤田祥子先生は、必ずしもこのような立法をする必要はないのではないかといったことをおっしゃっています（「わが国会社法とベネフィット・コーポレーション」法学研究 96 巻 1 号(2023)187 頁）。

日本政府は現段階で BC の立法をする理由が必ずしも明確でない部分があるのではないかと印象を持っています。スタートアップで利用するような法形態を望んでいるのだとしますと、現にやられているような認証制度がありますし、日本でも、前述のように B Corp 認証を利用しているような会社もありますので、利害調整が非常に複雑になってくるような法制度を入れる必要がどこまであるのかという感触がありますし、スタートアップ企業に投資をしてくるような投資家層がどれくらいアメリカみたいに厚みがあるのかといった点もちょっと気になるところです。

それから、上場会社での利用ですけれども、現

在、機関投資家あるいは株主の観点からの、そういったところを利用して収益向上を図ろうとするような施策が行われているところです。ただ、このような制度はそれと矛盾するところがありますし、敵対的買収との関係で、それを嫌うような収益性の低い会社を買収について対抗するうえで適法な対抗ができる形態としてこちらを利用するといった懸念が、場合によっては組織変更の要件とかの要求がありますと、現実味を帯びてくることになりますので、そのような利用の仕方は、現在の方向性とはちょっと矛盾するような形になるのではないかと思います。

それから、比較法的には、財政支出との関係で、財政支出を抑えて民間の活力を活用するというところでこの制度が使われるといったこともあるようです。ただ、その場合でも、どのような財政的な需要のところに使うのかといったところが問題になると思われますので、その点はかなり検討不足の状況にあるのではないかというふうに考えているところです。

時間を超過して誠に申し訳ございません。大変雑駁な報告ですので、先生方からいろいろご教示をいただきたいと思います。どうぞよろしく願いいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○黒沼 若林先生、詳しいご報告をありがとうございました。

ただいまのご報告は、BC の認証制度、それからモデルアクト、それからデラウェア州の規定を含むものでしたが、全体を通して、どの点でもご質問、ご意見をいただければと思います。よろしくお願いします。

## 【上場 BC の敵対的買収】

○加藤 ご報告、ありがとうございました。

資料の最後のところで敵対的企業買収への言及がありましたが、アメリカでは、BC が上場される



ことも想定されていると思うのです。そこで、BC が上場された場合に、敵対的企業買収はあり得るのか、また、上場 BC に関する支配権の移転について何か特別なルールがあるのか、興味があります。

特にステークホルダーと株主の利益の対立は、例えばレブロン義務であるとか、敵対企業買収の防衛策など、平常時というよりも、むしろ M&A などの支配権移転のときに顕在化すると思います。そういった場合に適用される何か特別なルールがあるかについて教えていただけると助かります。よろしくお願いします。

○若林　すみません、私の言及の仕方がまずかったのかもしれませんが、BC については、レブロン義務について義務を履行する必要性がない理由として、取締役の義務のところそういう形で理解されているのが多分一般的なのではないかと思っています。特にアメリカで言及されているのは、レブロン義務との関係で BC の取締役はそのような義務を履行しない理由として、一般的な公益とか、そういったものの言及がなされるというふうな、そういう形で理解されているのではないかなと思うのですけれども……。

○加藤　ありがとうございます。私もさすがにレブロン義務は、BC の企業形態としての特徴上、そのまま適用されることはないと思います。しかし、BC が上場されていた場合、支配権の移転に関するルールがどのようなものになるのが気になりました。そこで、もし何かアメリカで議論がありましたら、教えていただきたいというのが質問の趣旨でした。

○若林　大変申し訳ありません。ちょっとそこまではきちっと調べられていません。

○加藤　分かりました。どうもありがとうございます。

〔編注：さしあたり、畠田公明『社会的営利会社の立法とガバナンス』（中央経済社、2022）119—146 頁と、そこで引用されている文献を参照されたい。〕

## 【BC のメリット、取締役の裁量の範囲】

○黒沼　ほかにいかがでしょうか。

時間つなぎに私からお伺いします。

雑駁な質問になるのですが、BC については、既存の株式会社の自由度をかなり制限している面があります。その制限している半面として、BC になるメリットというのは、課税上の優遇措置とか、それから、例えば日本的に言う補助金の対象になるとか、そういったものなののでしょうか。これが一点。

もう一つは、いろんな利益をバランスして考慮しなければいけないと言われると、取締役としてはどう行動したらいいか分からないという面もあるのですが、逆に言うと、先ほどの敵対的買収の場合のように、必ずしも株主利益だけを見なくていいということになると、経営裁量が広がってくるようにも思えるのです。BC の捉え方として、取締役の裁量の範囲は広くなると考えられているのか、狭くなると考えられているのか。そのあたり、もし印象をお持ちでしたら、お教えてください。

○若林　BC を利用するメリットですけれども、一般的に課税上の優遇措置はないと言われていると思いますので、そうではなくて、そのような企業形態を使うことでアピール材料になるという、多分そういう側面が大きいのではないかなというふうな印象を持っています。

先生がおっしゃいましたように、様々な利益を考慮しないといけないと。ですから、会社株主の利益だけではなくて、それ以外の者の利益も考慮しないといけないという形で規定されていますので、そういう意味では、具体的な経営判断のプロセスとかに反映されてくるようになると、かなり慎重な手続を取って一定の経営上の決定をしないとイケなくなると思いますので、そういう形で実務的に進んでいけば、本当にいろんなことを考慮する必要が出てきて、特に均衡させる、バランスさせるといったような形になってきますと、そこでの裁量の幅というのは狭くなってくるのではないかと思います。

一方で、先ほども少しお話ししましたように、



二項対立的に捉える必要は必ずしもなくて、現実の会社経営の部分では、それほど大きな対立というのはないのではないかという考え方に立ちますと、それほど大きな影響はないと思われしますので、かえって裁量の幅は広がっていくと。つまり、責任追及されない分だけ、裁量の幅は広がっていく可能性はあるというふうに考えられます。

経営判断のプロセスがどれほど具体的にされていくのかという部分が、個人的には気になっているところです。

○黒沼     ありがとうございました。

#### 【BCに関する米国の立法と日本の会社法への適用】

○齊藤     本日は貴重なご報告をいただきまして、ありがとうございます。

先生のご報告をお聞きし、合わせて先生からご紹介いただいたモデル法案なども拝見いたしましたので得た私の理解が的を射ているか、先生のご感触をお伺いできればありがたく存じます。

英国やフランスには必ずしも当てはまらない、アメリカ特有の事情なのかもしれませんが、ご紹介くださったアメリカの会社法は、特にデラウェア会社法は、株主利益至上主義を採っていると存じます。そこにおいては、株主利益の推進が、実際に、エンフォースメントといいますか、株主からの強い圧力で実現されていくメカニズムがあるので、株主以外の利益を考慮してもよいという経営者の裁量を認める必要がある場合には、目に見える形でそのことを明らかにしておかねばならないという事情があり、このような状況が、この種の立法や従来のステークホルダー立法の背景にあるのではないかと思います。今回取り上げてくださった立法においても、定款は、出資者と経営者との間の一種の契約のような役割を果たしている、つまり、社会的な投資を目指している投資家の方は、経営者にそういうことも考慮して行動せよということを定款を通じて求めることができ、また自分たちとしても、自分たちへの利益の還元を最優先にしなくてもよいことを約束するという仕組みであると理解いたしました。

訴権に関連してご紹介いただいた、「公益執行手続」と先生が訳されている Benefit Enforcement Proceedings について、モデル立法にもこういう仕組みを使ってエンフォースしますという程度のことが書かれているに留まるのですが、基本的には Monetary Remedies ではなく、injunction を想定している、とございます。しかも、その Proceedings は、株主以外の者に対する新たなフィデューシャリー・デューティーを創設するものではないとされています。基本的には、それを執行することができるのは、株主やそれに準ずるポジションの者に限られているというような説明も見受けられました。つまり、この種の立法は、会社それ自体を公益目的の存在として生まれ変わらせる、あるいは新しい会社形態を創設するというよりも、その会社の属性を決める出資者と経営者の間の約束のバリエーションを増やしたというようなものではないかと思われました。

最後のお話に関わるのですが、日本でこの種の立法をする必要がどのくらいあるかといいますと、日本の株式会社制度が株主利益至上主義とまでは言えず、経営者の裁量も基本的には広いように思います。うちは社会的目的にも貢献する会社としてやっていきたいという起業家が出て、その人がスポンサーを募るときに、定款で公益目的を追求することを書くことを法で明示的に許容する立法がないと、出資者と経営者との間で株主以外の他のステークホルダーの利益を追求すること、あるいはそういう目的も併存させることがおおよそできないかということ、そうではないように思われるところもありまして、アメリカでこれがあるから日本でもこれを作るがよいというような話に直ちにはならないのではないかと印象を私も持ちました。

長くなりましたが、今申し上げましたように、BCに関連する立法というのは、アメリカにおける、経営者と投資家の間の定款を通じた、出資に伴う約束のバリエーションを広げたもの、その目的を拡張するのか、特定するのか、捉え方はいろいろあるのですが、そういうものとして捉えることで

よいのでしょうか、というのが質問でございます。

○若林 ありがとうございます。むしろ私が報告で言わなければならないことを先生に言っていたのではないかと思います。

先生がおっしゃったとおり、特にアメリカでは、こういった息の長いといいましょうか、忍耐強いといいましょうか、そうした投資をすることを希望する投資家というのがやはり一定層あるということのようですので、そのような投資家と社会的企業を起業しようとしている起業家とが結びついて、そこに一定のお約束を定款ですするという、そのような形での起業の仕方というのが行われているというのは、先生のおっしゃったとおりだと思います。

日本の会社法との関係ですけれども、こちらも先生のおっしゃったとおりで、ご承知のとおり、定款の記載の仕方につきまして、かなり柔軟にいいいましょうか、株主利益を追求するような形での目的の書き方、そういった形だけではないものもできるということに現在ではなっているようです。現にそのようなことをやっている会社もあるようですし、アメリカと違って、基本的には、日本では会社の利益を確保するということですので、アメリカほどこういった立法をする必要性は高くはないということですし、現在の日本の状況を踏まえて考えると、むしろしない方がいいのではないかなというのが私の現在の感触です。

○齊藤 ありがとうございます。

#### 【BCに移行するインセンティブ】

○前田 先ほどの黒沼先生のご質問、あるいは今の齊藤先生のお話とも関係するのですが、アメリカでは、既存の会社が組織変更等をしてBCに変わることがあるというお話でした。しかし、このBCの取締役は株主以外のステークホルダーの利益を考慮しなければならないという会社ですので、株主の側から見れば、一般の会社と比べて損をすることはあっても、得をすることはないわけですね。一体どういう誘因をもって、組織変更等によってBCに移行することが行われるのかと

いうことを疑問に思うのです。

BCになりますと、黒沼先生のご質問にもありましたように、取締役にとっては裁量の幅が広がると思うのですね。このことは、わが国でかつて昭和50年代、企業の社会的責任についての明文規定を会社法に入れるべきかが議論され、否定されたときに論じられたことです。

結局、取締役の裁量の幅が広がって、ひいては取締役が責任を負いにくくなる。ですので、経営陣がこのBCの形態に移行しようという誘因を持つことは理解できるのです。確かに、既存の会社の株主の中には、経済的には損失を受けても、ぜひとも社会貢献したいという者は存在するでしょうけれども、一般にそのような株主が多数いるとは思えないのです。既にお話いただいたことと重なる部分もありますけれども、コメントをいただければ幸いです。

○若林 確かに先生のおっしゃったとおり、株主にとっては損をすることはあれ、得になることではないのではないかなということのようです。しかし、やはりアメリカには投資家層の厚みが非常にあるということのようでありまして、結局、そういう社会的なインパクトを非常に重視して投資をする、それでそこに一定のお金が集まるという状態があるということです。ですので、確かに直には儲からないことはかなりはっきりしている部分があるのではないかと思います。そのようなところに投資をしたいという奇特定の投資家といいたいましょうか、そういう投資家がやはりいるということではないかと思います。

そういう投資家がどういうポートフォリオで投資をしているのかというのは、ちょっと私は承知していませんけれども、ただ、日本との比較で考えますと、やはりアメリカは寄附文化、そういうものが非常に充実したところがあって、それは税制的な優遇措置に支えられているという部分はもちろんあるのですが、そういうベースがあって、その上にそういう投資家がいる。そういう投資をするというスタイルでお金を集めているということが一定のボリュームとしてあるという

のがやはり大きいのではないかという印象を持っています。

○前田 どうもありがとうございました。

【BCに投資する投資家層と規制、日本への導入可能性】

○小出 ご報告、ありがとうございます。大変勉強させていただきました。

これまでのご質問と非常に近いところで、結局、アメリカにおいてBCというものがどういう投資家を想定しているのかというところに尽きるのですけれども、2つの可能性が考えられるように思います。冒頭、加藤先生がおっしゃったように、上場をして個人投資家も含めた一般投資家に投資してもらうことを期待している制度として設計されているというのが一つの可能性。もう一つは、若林先生のご報告の中で非常に面白いなと思ったのですが、いわゆるESG投資の受け皿だという話があって、ESG投資ブームみたいなものがありますから、ESGファンドみたいな機関投資家が、ちょっとこの言い方はよくないかも分かりませんが、投資対象としてこういうものが入っているとすごくESGっぽく見えるのだと、そういうニーズがあるので、そういう機関投資家による投資をターゲットにしているのではないかと。この2つの可能性があるように思いました。

それで、仮に前者、すなわち一般投資家、もちろんアメリカですから、先生のおっしゃったように、そういう意識の高い投資家層の厚みもあるのかなという気もするのですが、仮にそういう方向性だとすると、やはり一般投資家ですから、そういう一般投資家を保護するための諸制度を併せて置く必要があると思うのです。そして、それはこれまでの投資家保護のルールとは少し違った、そういう公益目的で投資をする投資家を保護するための諸制度である必要があり、一つはやはり開示がベースになると思います。

ただ、今回先生に伺った話ですと、BCについての開示も、あまり厳しいものではなさそうだという話ですし、デラウェア州に関してはそもそもそ

ういう義務もないということだったと思いますので、もしかすると、法律はそういうことをあまり想定していないのかもしれない。でも、もしここに関して、例えば証券法が何かでそういう規則の動きがあるようであれば教えていただきたいというのが一つです。

一方、やはり法の作りから考えても、どちらかというと機関投資家からの投資を想定しているのだとすると、本当に公益目的で活動しているかどうかという情報については、投資家と会社との力関係に鑑みれば、当事者同士の契約などで十分に情報は引っ張ってこれるので、だからこのような開示についての義務なんていうのは薄くなっているのだという可能性もあるように思います。そうだとすると、冒頭の加藤先生が想定されていた世界とは違って、上場企業となることはあんまり考えていないのかもしれない。そこで、もし日本でこういうものを導入するときは、どちらの方向性で導入することが望ましいとお考えなのかということをお伺いできればと思います。

そもそも若林先生は、あんまりこういう企業形態の必要性はないのだということもおっしゃっておられましたけれども、日本の投資家層というものも考えた上で、今、政府はいったいどういうあり方を想定しているのかというようなことについて教えていただければと思います。

雑駁な質問ですが、以上です。

○若林 BCの企業規模の問題ですけれども、多分、圧倒的に中小企業が多くて、プロ投資家もいるのかもしれませんが、どちらかというと、そのような洗練はあまりされていないような株主といいたいでしょうか、そういう投資家が一般的には多いのかなという感触を持っています。

というのは、ミネソタ州の公益の報告書をざっと見ていったのですけれども、そうすると、ある意味、素人に毛が生えたようなといいたいでしょうか、そのような報告書がずらっと並んでいるといった感じになっています。ですので、洗練された投資家が投資をするというのは、ある程度はあるのかもしれませんが、どちらかというとそういう使わ

れ方はしていないのが実態なのかなという感触は持っています。

日本では、インパクト投資みたいな投資を勧めて、社会的起業家が起業して、それが大きく育っていくことを期待しているというふうに思われますので、一般投資家よりは、やはりそういうことに関心の高い機関投資家なんかが投資をしていく、そこで上場して大きな企業に育てていく、それを経済的成長につなげていくという、そういう発想の方がどちらかというと強いのではないかと、現在のところは見ています。

ですので、そういう観点からしますと、どちらかという、一般投資家よりは機関投資家に投資をしてもらうということがより考えられるのかなと思っています。

一般投資家保護のための仕組みとしてどういうものがあるかということですが、すみません、今回はちょっとそこまで手が及んでおりません。証券法の法規制は一般的にかかるということではあるのですが、BCに特化したものがあるかどうかというのは、ちゃんと調べられておりません。申し訳ありません。

○小出 ありがとうございます。非常によく分かりました。

今実態を伺っていると、中小企業などがいわば箔付けみたいな形で使っているというようなことがアメリカでは多そうで、多分日本でもそういうことは想定されそうな気がします。

ちょっと関係のない話かもしれませんが、最近、私の家のポストにいろんなチラシが入っていて、一般社団法人日本〇〇協会とか、要するに一般社団法人の名前を使うことによって、あたかも公的な団体であるかのように見せながら実際にはビジネスをやっているというのをよく見るのですね。結局やっていることは普通の会社でやっているようなビジネスなのだけれども、社団法人の名前を付けてやっているとなんとなく公的なお墨付きがあるように見えてしまう。BCなんかも、日本に導入されるとそういうふうに使われる可能性もあるような気もしてしまっていて、果たして本当に必要

なのかどうかは少し慎重に検討する必要もあるかなというような感じもします。

【現行の会社法での適用、第三者認証の必要性、経営者への責任追及】

○行澤 大変詳しくご説明いただきまして、ありがとうございます。

3点質問があるのですが、まず第1点目は、少し考えてみれば、こういう形態の会社は十分現行の会社法でも作れるのではないかと質問です。会社法制定ときに議論されていました、会社法105条2項で、別に剰余金配当請求権を一切与えなくても、残余財産分配請求権を与えていれば、社会的な事業を株式会社形態で営むこともできるという議論があったと思うのです。例えば社会・公益的な目的を定款に書いて、株主に剰余金配当請求権を与えないが、残余財産分配請求権は与えますというふうにしておけば、株式会社形態でもできる、つまり社会的目的に対する投資のベークルとしては使えるのかなと思っていたのですが、その点はどうなのかという点が質問の1点目です。

第2点は、B Corp認証のような第三者による認定、つまり、確かにその事業目的のための専門的知識とか、スペシャリティーを有し、そのような活動にふさわしい会社です、という、そのような第三者による認定が大事なのではないかなと思うのです。

例えばデラウェア州のPBCは第三者基準の義務付けがないために、グリーンウォッシュみたいなことが比較的簡単にできてしまうのではないかと、というご指摘もありました。そういう意味では、そういう公益目的のための投資家保護という仕組みをきちんとセットに入れて、開示はもちろんのこと、その開示の内容の適正や妥当性を担保する、あるいはそこに第三者の目をしっかりと入れる、ということが大事なのではないかなと思うのですが、その点はいかがでしょうか。

第3点が、公益目的を掲げた定款所定の目的に対して、経営者がまじめに取り組まないという場



合、そのような経営者に対する責任を追及する、ことになると思うのですけれども、特に損害賠償責任を追及する場合、マネタリーな部分で損害というのはなかなか難しいと思うのです。差止請求にしても、公益事業目的のために経営者がまじめに取り組んでいない、あるいは、公益事業目的を隠れみのにして別のことをやっているとして責任追及するときに、どのように経営判断原則を適用し、どこにその限界を見て違法性を認定していけばいいのかということがちょっと気になったものですから、そこを教えていただきたいと思います。

以上、よろしくお願いします。

○若林 まず1点目ですけれども、こういった社会的な目的を掲げた企業は現在の会社法の下で十分できるのではないかとということで、齊藤先生のご発言の中でもございましたが、現在の会社法の枠組みの中で、こういった形での企業というのが実際に定款にそういった目的を加えたりして、それで事業活動を行っているということもあるようです。

日本法のBCに関する論点なんかを拝読していても、現行法でも十分できるので、あえてこういった事業形態を新しくつくる必要性はないのではないかとすることが既に指摘されているところです。先生がおっしゃいましたように、現在の会社法の下でも十分できるということは既に指摘されているところです。

2つ目の、認定とか認証の方が非常に重要なのではないかとということについては、先ほどのご報告の中で申しあげましたように、情報開示に対する監査とか保証の部分のお話になってくると思うのですが、第三者基準を使って情報開示をしなさいということまではルールとしてモデル法案とかでは言われているのですが、ただ、それが結局、限定的保証のような形の保証をするところまではなっていないのではないかと思います。それは、基準があまり定まっていないこととか、あるいはコストの問題とかもひょっとしたらあるのかもしれませんが、そこら辺はまだよく分かっていないところです。

ただ、いずれにしましても、ESGとかSDGsとかの関連で保証業務が現に行われているというところはありますので、そういったところを活用するということは非常に現実味のあるお話としてあるのではないかと。ですので、そういった専門的な業者、保証をする業者に対する規律をどうするかというのは、ヨーロッパとかでも議論の対象になっているとは思いますが。もし仮にしっかりとした枠組みを作るということであれば、そういったものをきちっと強制するということは非常に重要な点ではないかと考えています。

3点目の、差止請求とか、あるいは責任追及とかで経営判断原則がどういうふうに働くのかということですが、表面的な議論しか当たっていないので、よく分からない部分があるのですが、一般的にこういった公益目的の追求とかステークホルダーの利益を追求するような経営判断を保護しようという議論ですので、先生がおっしゃったように、グリーンウォッシュなんかを誘発する危険性というのは非常に高いのではないかと思います。

結局、取締役利益相反があるとか、あまりにも合理性を欠く判断をしてしまったとか、そういうことでもない限り、経営判断原則の保護をするという、そういうお話ですので、責任追及というところまでいくのは結構難しいのではないかと思います。それから、差止請求とかになりますと、事前とか、あるいはやられている最中のものを止めるということですので、要件がどのようなものになるのかというのがよく分からないのですけれども、いずれにしましても、非常に難しい判断を迫られるのではないかとことは言えるのではないかと思います。

○行澤 経営判断に関することなのですが、前提として、当該公益事業に特化した専門家の意見を十分に聞いて尊重することを義務付けるとか、そういった方向で、経営判断過程の合理性を担保するための第三者からの十分な情報収集という要素を組み込むことはできないのですかね。例えば森林の再生事業に取り組むことをうたう会社の場合、経営者に、森林再生という分野に特化した複



数の専門家の意見を聞きまた助言を請うことを求めるとか。そういうことがないと、なかなか公益事業に係る経営判断の評価という作業は難しいのではないかと思うのですが。

○若林 確かに、事業内容とか、目的の内容とか、保護しようとしている関係者がどういう人なのかということによると思うのですが、専門家が必要な事業とか、あるいは事項とか、そういったものについては、先生のおっしゃいましたように、そういう専門家を使うということは非常に考えられると思います。ただ、そこで挙げられている目的の内容とか利益の範囲は非常に広いので、そういうものに限られない事項がたくさんあるというふうに考えますと、なかなかそれも難しい部分はあるのかなという感じを持ちました。

○行澤 ありがとうございます。

#### 【BCの敵対的買収、公益の義務付けの必要性】

○川口 今までの先生方の質問に付け足すようなものですが、まず、最初に加藤先生がおっしゃった点について、BCには中小企業が多いものの、上場企業もあって、敵対的買収も起こり得るといったときに、例えば買収防衛策を認めるか、認めないかという判断が必要となります。その際、公益が重視されている企業ということであれば、買収防衛は認められやすくなるのでしょうか。そのような点について議論があるのでしょうか。あるいは、若林先生はどのようにお考えなのかというのが第1点です。

第2点目は、齊藤先生もおっしゃっていたことですけれども、アメリカでこの立法ができた背景には、株式会社における株主利益至上主義という制約から解き放つことがポイントなのではないかと思います。仮にそうだとすれば、BCについて、公益を義務付けることまで必要なのでしょうか。すなわち、公益を「許容する」という条文だけで十分で、これによって、株主利益至上主義の要請を緩和できる気がします。この点で、義務付けまでするという趣旨をお教えいただければと思います。

○若林 第1点目ですけれども、会社の取締役が取締役会として買収者に対して対抗するというのは、その会社にとって脅威になるかどうかというその部分の評価の話になってくるような気がしますけれども、結局は、株主利益だけではない部分というのが判断要素として入ってきたときに、その範囲が広がっていくかどうかというところが問題になってくるのではないかというふうに感じました。

ですから、特定の公益にせよ、一般的な公益にせよ、いずれにしても株主の利益以外の要素というのが入ってきますので、その場合に、取締役会の経営方針がどういったものなのか、そういったものまで含まれるのかどうかというところが関係してくるように思いました。そういったものまで入ってくるということだと、防衛をするという、正当化するという部分が広がってくる可能性はあるのではないかというふうにちょっと思いました。

それから、2点目の義務付けまで必要なのかということですが、利害関係者保護法のところのお話なんかを見ていると、必ずしも、株主以外の利害関係者の関係の利益を優先したときに、取締役の判断について一定の責任を問われるというリスクが払拭されるというわけではないということが言われたりしていると思うのですけれども、それとの関係で、義務付けまで必要だという話があるのではないかと思います。

ただ、よく分からないのですけれども、利害関係者保護法とかのお話は、やはり主として買収の場面が中心になってくると思ひまして、一般的な経営判断とか、そういうところの話というのがあんまりないような気がするのです。ですから、一般的な通常の会社経営の中での判断についての話に限定して考えたときに、果たして義務付けまで必要なのかという話になるのは何となく理解できるという感じは持っていますが、買収の場面と一般的な業務執行とか経営判断とかの場面で、ひょっとしたら議論の内容は違うのかもしれないなというふうには感じております。

○川口 ありがとうございます。ご報告で、

遵守義務が規定されていながら、違反に対する制裁がかなり緩いというなお話もあったので、義務付けまでする意味がどこまであるのかなと思った次第です。

### 【ビジネスと社会的課題の比重】

○伊藤 今日ご報告いただいたお話の全体な流れというのは、社会的企業という、そういう在り方の企業があるとして、そのための法形態（ヴィークル）として、アメリカでは PBC というものが既に立法されていますよと、そういった話がされているのだと思うのです。それで、私が最後までなかなか分かりづらかったのが、それでは、社会的企業というのは結局何なのだろうかということ。ここです。

（レジュメの）3 ページに社会的企業の定義が幾つか挙げられていまして、例えばビジネスを通じた社会的課題の解決・改善に取り組むんですよとか、でも事業収益の合計は収益全体の50%以上を占めますよとか、そうやって利益を上げたとしても、その利益は主に事業に再投資しましょうとか、そういった幾つかの要素が定義として挙げられているのです。ただ、それを一つにまとめた場合にどういうイメージが結ばれるのかということに、いま一つ分かりづらいところがあります。

つまり、この定義からすると、例えば社会的企業が行う活動というのは、やはり量的にはビジネスが主で、社会的課題は従なのか。あるいは、ビジネスと並んでともかく社会的課題に取り組んでいけば、それだけで社会的企業と呼べるのだろうか。いや、そうではなくて、もう少し社会的課題への取り組みというものが大事で、例えば社会的課題への取り組みこそがメインなのだけでも、それを安定的に持続可能な形で行うためにビジネスの方法を通じてやるということが社会的企業のポイントなのだろうかとか、そのあたりの、全体をまとめればどういうイメージになるのかが、私には分かりづらかったわけです。

あるいは、このあたりは当事者が社会的課題とビジネスの比重などを割と自由に決めることがで

きて、いろんな在り方があり得るのであって、当事者が「これは社会的企業だ」といえば社会的企業になるのだろうかとか、そのあたりを教えていただければと思います。

○若林 社会的企業の定義は本当に難しいところだと思います。社会的企業に関する著書とか、経営学者とかが書かれているようなものを見ますと、幾つかの類型というか、何を、どこを見て社会的企業と言うのかによって、その捉え方がやはり違うと。アメリカは、そういう要素というのが非常に緩く見えてきている部分があるのに対して、ヨーロッパでは結構かつちりした枠組みとかで考えているといった指摘がありまして、結局、どこを議論のポイントにするのかによって、社会的企業のどういうところを捉まえて、どういうシステムの中に入れようとするのかで、定義の仕方が変わってくるということのようです。

ですから、ビジネスが主で社会的な課題が従か、どうなのかといった議論も、今の日本の立法課題として挙げられているものは、どちらかというと、そういう企業を育てたい、大きくして経済成長につなげたいという、そっちのニュアンスの方が非常に強いように私は見えています。

そうすると、社会的な目的のところできつく縛りをかけるということではなくて、幅広にいろんな投資家がそういう企業に投資をすると、そちらの方を喚起したいのだという、どちらかというとそういう形で、ヨーロッパの結構かつちりとした公益とか、その監督官庁とか、アセットロックとか、そういう話よりは、むしろアメリカみたいに自由にやってもらって投資をしてもらうという、そういうニュアンスの方が強いのかなというふうに感じています。

そういう形を仮に考えるときに、結局、日本の現在の法体系の中でそれをどういうふうに位置付けるのかということになってくると思うのですが、そうすると、先ほどの齊藤先生とか行澤先生のお話のように、現行法の株式会社でもできるのではないかといった話になってくると。

○伊藤 どうもありがとうございました。

○黒沼 難しい問題で、これから議論していかなければならない問題だと思いますが、今日は主にアメリカの状況のご紹介ということでしたので、これぐらいにしておきたいと思います。大変充実した議論ができたと思います。

それでは、本日の研究会はこれで終了させていただきます。どうもありがとうございました。

新たな会社形態の検討

—米国におけるパブリック・ベネフィット・コーポレーション等について—

2023・9・22 早稲田大学・若林泰伸

I はじめに

1. 行政における検討

(1) 経済産業省

地域の持続可能な発展を支える事業主体として新たな法人形態の検討を示唆。

- ・日本の「稼ぐ力」創出研究会」とりまとめ（平成27年6月18日）

[https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kaseguchikara/pdf/report01\\_01\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kaseguchikara/pdf/report01_01_00.pdf)

- ・「地域を支えるサービス事業主体のあり方について」（平成28年4月。地域を支えるサービス事業主体のあり方に関する研究会報告書）

<https://warb.da.ndl.go.jp/info:ndl.jp/pid/11473025/www.meti.go.jp/press/2016/04/20160420003/20160420003.html>

- ・「地域の持続可能な発展に向けた政策の在り方研究会報告書」（令和2年9月30日）

[https://www.meti.go.jp/shingikai/sme\\_chiiki/iizoku\\_kano/pdf/20200930\\_1.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/sme_chiiki/iizoku_kano/pdf/20200930_1.pdf)

(2) 新しい資本主義実現会議

岸田政権の新しい資本主義実現会議の検討項目の1つ

- ・新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画（令和4年6月7日閣議決定）

[https://www.koeki-info.go.jp/regulation/pdf/20220607\\_new\\_capitalism\\_plan.pdf](https://www.koeki-info.go.jp/regulation/pdf/20220607_new_capitalism_plan.pdf)

「IV. 社会的課題を解決する経済社会システムの構築

1. 民間で公的役割を担う新たな法人形態・既存の法人形態の改革の検討

社会がより複雑化している中で、孤独・孤立対策や環境保護等に加え、医療、介護、教育等、これまで官が担ってきたサービスにおいても、多様なニーズにきめ細かく対応するため、民間の主体的な関与が期待されている。こうした中、我が国では、社会的課題と経済的成長の二兎を追いたい起業家が増えている。

従来の株式会社では、株主利益の追求が大前提である一方、非営利組織においては、事業実施主体として限界があり、資金調達の柔軟性が低いことから、大規模な課題解決が難しいとの指摘もある。

欧米では、ベネフィットコーポレーション等の新たな法制度が整備されつつある。米国では、2010年から2017年までの間に7,704社のベネフィットコーポレーションが設立されており、全米に広く拡大した。ベネフィットコーポレーションへの投資額も、5年間で6倍に、1件当たりの投資額も4倍に増加している。投資家も、インパクト投資家だけでなく、

通常の利益追求型の投資家も投資を行っている。

新たな官民連携の形として、このような新たな法制度の必要性の有無について検討することとし、新しい資本主義実現会議に検討の場を設ける。あわせて、民間にとっての利便性向上の観点から、財団・社団等の既存の法人形態の改革も検討する。」

スタートアップ創出連絡調整会議第1回会合（令和4年8月1日）資料

- 「●今後法改正の必要があると考えられるものについては、その検討状況を確認

－社会的課題を解決するスタートアップの環境整備（法人形態の在り方）」

スタートアップ育成分科会第1・2回会合（令和4年10月4日・11月7日）〔米良委員長言〕

- ・新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2023改訂版（令和5年6月16日閣議決定）

[https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/pdf/ap2023.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/ap2023.pdf)

IV. 社会的課題を解決する経済社会システムの構築

1. インパクトスタートアップに対する総合的な支援策

「④インパクトスタートアップの認証制度・新たな法人形態の検討

国際認証を踏まえ、インパクトスタートアップの日本版の認証の枠組みとして、スタートアップ支援育成プログラム（J-Startup）のインパクトスタートアップ版を早期に発足させる。

上記の認証制度において認定された企業に関しては、公共調達における優遇措置を導入する。また、地方自治体においてソーシャルインパクトボンドを活用しながらインパクトスタートアップの公共調達への参加を奨励・促進するための措置を講じる。

あわせて、米国等の諸外国の事例を参照し、民間で公的役割を担う新たな法人形態の制度について、検討を進める。」<sup>1</sup>

令和5年8月31日開催の新しい資本主義実現会議第21回会議の論点

「社会的起業家を育成するため、インパクトスタートアップの認証制度における企業選定を年内早期に実施すべきではないか。」

<sup>1</sup> 「経済財政運営と改革の基本方針2023について」（令和5年6月16日閣議決定）19頁も参照（[https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/honebuto/2023/2023\\_basicpolicies\\_ja.pdf](https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/honebuto/2023/2023_basicpolicies_ja.pdf)）。ただし、スタートアップ育成5か年計画ロードマップ・13頁では、「民間で公的役割を担う新たな法人形態の検討」については、2023年度末までに行うこととされているように見える。

[https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/pdf/sdfyplan\\_roadmap2022.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/sdfyplan_roadmap2022.pdf)

|                                       |                                       |
|---------------------------------------|---------------------------------------|
| 非営利法人                                 | 非営利法人                                 |
| 一般社団・財団法人                             | 一般社団・財団法人                             |
| 特定非営利活動法人 (NPO 法人)                    | 特定非営利活動法人 (NPO 法人)                    |
| 公益法人 (公益信託)                           | 公益法人 (公益信託)                           |
| 特定の法律に基づく非営利法人：社会福祉法人、医療法人、学校法人       | 特定の法律に基づく非営利法人：社会福祉法人、医療法人、学校法人       |
| 協同組合：消費生活協同組合、農業協同組合・農事組合法人、信用金庫・信用組合 | 協同組合：消費生活協同組合、農業協同組合・農事組合法人、信用金庫・信用組合 |
| 労働者協同組合                               | 労働者協同組合                               |
| 営利法人                                  | 営利法人                                  |
| 会社：株式会社 (特例有限会社)、合名会社、合資会社、合同会社       | 会社：株式会社 (特例有限会社)、合名会社、合資会社、合同会社       |
| ②要素                                   | ②要素                                   |
| ・目的ないしミッションの制限                        | ・目的ないしミッションの制限                        |
| ・法律上の事業目的や行動の制限                       | ・法律上の事業目的や行動の制限                       |
| ・ガバナンス                                | ・ガバナンス                                |
| ・構成員・利害関係者が参加する組織                     | ・構成員・利害関係者が参加する組織                     |
| ・業務執行者・監督者の義務と責任                      | ・業務執行者・監督者の義務と責任                      |
| ・構成員・利害関係者の権利                         | ・構成員・利害関係者の権利                         |
| ・財産処分ないし配当制限                          | ・財産処分ないし配当制限                          |
| ・構成員に対する配当・残余財産分配 (譲渡先) の制限           | ・構成員に対する配当・残余財産分配 (譲渡先) の制限           |
| ・財産処分の制限：財産の用途の制限、報酬制限                | ・財産処分の制限：財産の用途の制限、報酬制限                |
| ・アカウンタビリティないしディスクロージャー                | ・アカウンタビリティないしディスクロージャー                |
| ・構成員に対する開示、事業の利害関係者にたいする開示、一般に対する開示   | ・構成員に対する開示、事業の利害関係者にたいする開示、一般に対する開示   |
| ・監査ないし保証                              | ・監査ないし保証                              |
| ・財務諸表監査、業務監査、保証                       | ・財務諸表監査、業務監査、保証                       |
| ・公的監督                                 | ・公的監督                                 |
| 開業要件、業務運営に対する介入権限、報告の要否、事後の監督         | 開業要件、業務運営に対する介入権限、報告の要否、事後の監督         |
| ・税制上の優遇措置                             | ・税制上の優遇措置                             |
| 収益事業以外の事業から生じる所得への課税、寄付控除、損金算入限度額     | 収益事業以外の事業から生じる所得への課税、寄付控除、損金算入限度額     |
| →諸要素の組み合わせ                            | →諸要素の組み合わせ                            |
| 当該組織ないし法規制を必要とする背景事情                  | 当該組織ないし法規制を必要とする背景事情                  |
| 社会的目的・社会的利益達成の必要性、社会的目的達成や社会的利益保護の容易さ | 社会的目的・社会的利益達成の必要性、社会的目的達成や社会的利益保護の容易さ |
| 当該組織に対する一般的な信頼確保の必要性の程度 など            | 当該組織に対する一般的な信頼確保の必要性の程度 など            |
| (3) 議論の背景                             | (3) 議論の背景                             |
| 新たな社会的企業の形態を必要とする各国・地域の事情             | 新たな社会的企業の形態を必要とする各国・地域の事情             |

|                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 令和 4 年当初の検討課題                                                                                                                                                                                                           | 令和 4 年当初の検討課題                                                                                                                                                                                                           |
| 大規模な資金投入による社会的課題の解決と利益追求の双方を実現する受け皿創設                                                                                                                                                                                   | 大規模な資金投入による社会的課題の解決と利益追求の双方を実現する受け皿創設                                                                                                                                                                                   |
| 令和 5 年の検討課題                                                                                                                                                                                                             | 令和 5 年の検討課題                                                                                                                                                                                                             |
| 社会的課題の解決を図るスタートアップ企業育成のための受け皿となる主体の創設？                                                                                                                                                                                  | 社会的課題の解決を図るスタートアップ企業育成のための受け皿となる主体の創設？                                                                                                                                                                                  |
| 上場会社の組織変更などによる社会的企業の展開は想定されていない模様。                                                                                                                                                                                      | 上場会社の組織変更などによる社会的企業の展開は想定されていない模様。                                                                                                                                                                                      |
| 西村あさひ法律事務所委託報告書 (2023 年 3 月 31 日)                                                                                                                                                                                       | 西村あさひ法律事務所委託報告書 (2023 年 3 月 31 日)                                                                                                                                                                                       |
| 「米国等における民間で公的役割を担う新たな法人形態に関する調査報告書」                                                                                                                                                                                     | 「米国等における民間で公的役割を担う新たな法人形態に関する調査報告書」                                                                                                                                                                                     |
| <a href="https://www.cas.go.jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/wgkaisai/bc_houkokusyo/hontai.pdf">https://www.cas.go.jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/wgkaisai/bc_houkokusyo/hontai.pdf</a>                                 | <a href="https://www.cas.go.jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/wgkaisai/bc_houkokusyo/hontai.pdf">https://www.cas.go.jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/wgkaisai/bc_houkokusyo/hontai.pdf</a>                                 |
| 別紙 1～3 に後掲の 3 つの法案・法律の条文の日本語訳が掲載されている。                                                                                                                                                                                  | 別紙 1～3 に後掲の 3 つの法案・法律の条文の日本語訳が掲載されている。                                                                                                                                                                                  |
| 2. 社会的企業の法形態                                                                                                                                                                                                            | 2. 社会的企業の法形態                                                                                                                                                                                                            |
| (1) 社会的企業の定義                                                                                                                                                                                                            | (1) 社会的企業の定義                                                                                                                                                                                                            |
| ・内閣府の委託調査における社会的企業の調査範囲と定義                                                                                                                                                                                              | ・内閣府の委託調査における社会的企業の調査範囲と定義                                                                                                                                                                                              |
| ①「ビジネスを通じて社会的課題の解決・改善」に取り組んでいる。                                                                                                                                                                                         | ①「ビジネスを通じて社会的課題の解決・改善」に取り組んでいる。                                                                                                                                                                                         |
| ②事業の主目的は、利益の追求ではなく、社会的課題の解決である。                                                                                                                                                                                         | ②事業の主目的は、利益の追求ではなく、社会的課題の解決である。                                                                                                                                                                                         |
| ③利益は出資者や株主への配当ではなく主として事業に再投資する (営利法人のみの条件)。                                                                                                                                                                             | ③利益は出資者や株主への配当ではなく主として事業に再投資する (営利法人のみの条件)。                                                                                                                                                                             |
| ④利潤のうち出資者・株主に配当される割合が 50%以下である (営利法人のみの条件)。                                                                                                                                                                             | ④利潤のうち出資者・株主に配当される割合が 50%以下である (営利法人のみの条件)。                                                                                                                                                                             |
| ⑤事業収益の合計は収益全体の 50%以上である。                                                                                                                                                                                                | ⑤事業収益の合計は収益全体の 50%以上である。                                                                                                                                                                                                |
| ⑥事業収益のうち公的保険 (医療・介護等) からの収益は 50%以下である。                                                                                                                                                                                  | ⑥事業収益のうち公的保険 (医療・介護等) からの収益は 50%以下である。                                                                                                                                                                                  |
| ⑦事業収益 (補助金・会費・寄附以外の収益) のうち行政からの委託事業収益は 50%以下である。                                                                                                                                                                        | ⑦事業収益 (補助金・会費・寄附以外の収益) のうち行政からの委託事業収益は 50%以下である。                                                                                                                                                                        |
| →「社会的課題をビジネスを通して解決・改善しようとする活動を行う事業者」                                                                                                                                                                                    | →「社会的課題をビジネスを通して解決・改善しようとする活動を行う事業者」                                                                                                                                                                                    |
| 「社会的課題の解決や社会的利益の追求を主たるミッションに掲げつつ、同時に経済的・継続的な事業としてこれに取り組む事業体」 <sup>2</sup>                                                                                                                                               | 「社会的課題の解決や社会的利益の追求を主たるミッションに掲げつつ、同時に経済的・継続的な事業としてこれに取り組む事業体」 <sup>2</sup>                                                                                                                                               |
| (2) 社会的企業の法形態                                                                                                                                                                                                           | (2) 社会的企業の法形態                                                                                                                                                                                                           |
| ①日本における法人形態の社会的企業                                                                                                                                                                                                       | ①日本における法人形態の社会的企業                                                                                                                                                                                                       |
| 2 三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング株式会社「我が国の社会的企業の活動規模に関する調査報告書」(2015 年 3 月) <a href="https://www.npo-homepage.go.jp/uploads/kigyuu-chousa-houkokusyo.pdf">https://www.npo-homepage.go.jp/uploads/kigyuu-chousa-houkokusyo.pdf</a> | 2 三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング株式会社「我が国の社会的企業の活動規模に関する調査報告書」(2015 年 3 月) <a href="https://www.npo-homepage.go.jp/uploads/kigyuu-chousa-houkokusyo.pdf">https://www.npo-homepage.go.jp/uploads/kigyuu-chousa-houkokusyo.pdf</a> |
| 3 高橋真弓「会社形態による「社会的企業」設立の法的課題」判例・先例研究 (2020) 22                                                                                                                                                                          | 3 高橋真弓「会社形態による「社会的企業」設立の法的課題」判例・先例研究 (2020) 22                                                                                                                                                                          |
| — 23 頁                                                                                                                                                                                                                  | — 23 頁                                                                                                                                                                                                                  |



日本

現在では、内閣における「新しい資本主義実現」のための課題の一つ

米国

株主利益重視とそれに対する反発→社会的課題の解決・経済的格差の是正

社会的課題の解決を目的とする起業家のニーズ

金融緩和化の投資ポートフォリオの中での社会的責任投資やインパクト投資の受け皿

II B Corp 認証について

1. 概要

B Lab<sup>4</sup>: 2006 年にペンシルベニア州において立ち上げられた非営利組織

社会・環境に関するパフォーマンスを評価し、Certified B Corporation の認証を付与。

→社会・環境に責任のあるビジネスセクターの成長に寄与する。

214 の国・地域、7292 の企業が認証を受けている (9 月 20 日現在)。

うち、日本企業は 32 社 (うち、上場会社は 2 社<sup>5</sup>、合同会社が 2 社)。

2. 認証のプロセス<sup>6</sup>

B Impact Assessment

評価対象となる組織

株式会社、LLC、パートナーシップ、LLP、協同組合など

評価の対象: ガバナンス、労働者、コミュニティ、環境、顧客

認証を受けるには、200 点中 80 点以上のスコアが必要。

ウェブサイトでできる簡易アセスメントを提出して、認証の申請を行う。

B Lab に対する書類提出、アナリストとの電話による審査面談等の手続を踏む→認証

手数料を B Lab に収める (年間売上高によって異なる)。

認証を維持するために 3 年に 1 度はスコアの検証を受ける。

3. 意義

グローバルな B Corp コミュニティの一員になることができる。

才能のある従業員を引き付け、長期的で強固な関係を築くことができる。

企業の信用を高め、信頼を築くことができる。

社会的・環境的パフォーマンスを高め、改善していくことができる。

企業のミッションを長期的に守ることができる。

このような社会的動向をより強固なものとする活動

→Benefit Corporation についてのモデル法案の作成

州における Benefit Corporation 立法のロビー活動

ただし、B Lab によれば、BC と間で次の違いがあるとされる。

BC よりも高い水準のパフォーマンスが要求され、B Lab への説明責任がある。

BC は株式会社組織をベースとするが、B Corp はそれに限らない (営利組織であることは必要)。

III Benefit Corporation について

1. 概要

アメリカにおける株式会社の法的位置づけ: 株主第一主義、株主利益最大化

利害関係者保護法 (Constituency Statutes):

ステークホルダーの利益「も」配慮することが「許容」される。

→ステークホルダーの利益を配慮することを「義務」付ける法律の必要性

Benefit Corporation (BC) に関する立法動向

メリーランド州で 2010 年に立法化され、現在では 41 州と DC で導入されている。

一般会社法ないし事業会社法の中に BC に関する特別の規定群を設ける方法を採用。

当該規定群以外の部分は、一般の株式会社の規定が適用される。

BC が立法化されていない州

アイオワ、アラスカ、サウス・ダコタ、ノース・カロライナ、ノース・ダコタ

ミシガン、ミシシッピ、ミズーリ、ワイオミング、ワシントン

ただし、他の形態の社会的企業に関する立法をした州がある。

ミシガン (L3C)、ワイオミング (L3C)、ワシントン (Social Purpose Corporation)

なお、前述の B Corporation の認証とは別の制度。

大多数は中小企業であるが、上場 BC もある。

IPO、既存公開会社の BC への組織転換、SPAC

2. Model Benefit Corporation Legislation (MBCL)<sup>8</sup>

<sup>7</sup> <https://sccentlawtracker.org/>

<sup>8</sup> 英文テキストは現在では、B Lab に掲載されている 2013 年の White Paper (<https://usca.bcorporation.net/benefit-corporation/> よりアクセス可能) の付録の中に収録されている。

<sup>4</sup> <https://www.bcorporation.net/en-us/>

<sup>5</sup> シグマキス・ホールディングス (<https://www.sigmaxyz.com/>)、クラダシ (<https://corp.kuradashi.jp/>)

<sup>6</sup> 共通する認証プロセスにつき、<https://www.bcorporation.net/en-us/certification/>

## (1) 概要

### ①総論

B Lab が会社法専門の弁護士に依頼して起草したモデル法案  
2010 年のメリーランド州を皮切りに多くの州の BC に関する法律のモデルとなっている。  
一般会社法ないし事業会社法の中に、BC に関する規定群を設ける。  
BC の基本定款または附属定款の定め  
BC に関する規定を限定し、これに反しまたはこれに代わることはできないとされる。  
→BC となった会社は BC に関する規定群すべての適用を受ける。

### ②MBCL の特徴

#### ・目的 (201 条)

BC は、株式会社のように追加して、一般公益の創出を目的とする。

1 以上の特定の公益の創出を目的とすることを基本定款に定めることができる。

これらの一般公益および特定公益の創出は、BC の最善の利益であるとする。

#### ・取締役の行為基準 (301 条)

取締役らの義務の履行および BC の最善の利益の考慮にあたって、次の対象への行為または不作為の影響を考慮 (consider) するものとされる。

株主・BC・子会社・供給業者の従業員・労働力、一般公益・特定公益の受益者たる顧客の利益、コミュニティおよび社会的要因、コミュニティの環境・地球環境、BC の短長期の利益、一般公益・特定公益目的達成のための BC の能力  
考慮することが可能とされる事項

会社法上の利害関係者保護条項に規定する、上記以外の利害関係者の利益

その他の関連する要因または適切と考えられる他のグループの利益

#### ・Benefit Director の任意設置 (BD, 302 条)

BD は独立した個人であり、Benefit Officer (BO) との兼任が可能。

年次コンプライアンス報告書を作成し、年次公益報告書に含める。

#### ・責任追及の手続 (305 条)

公益執行手続：定款で規定された者にも派生訴訟提起を認める。

#### ・開示 (401 条・402 条)

年次公益報告書 (annual benefit report) の作成・株主への送付・ウェブ公表

BC の全体的な社会・環境パフォーマンスの第三者基準による評価

#### (2) 目的 (201 条)

BC は、株式会社の目的に追加して、一般公益の創出を目的とする (201 条 (a))。

1 以上の特定の公益の創出を目的とすることを基本定款に定め得る (201 条 (b))。  
ただし、特定の公益を定めた場合であっても、一般公益創出の目的は制限されない。  
これらの一般公益および特定公益の創出は、BC の最善の利益であるとする (201 条 (c))。

一般公益の追求は必ず BC の目的とされる点が特徴。

これにより、より望ましい社会・環境に向けた取組みが促進されることを企図する。

### (3) 取締役・役員の義務と責任

#### ①取締役の行為基準

##### (a) 取締役の考慮義務

取締役らの義務の履行および BC の最善の利益の考慮にあたって、次の対象への行為または不作為の影響を考慮 (consider) するものとされる (301 条 (a) (1))。

株主・BC・子会社・供給業者の従業員・労働力、一般公益・特定公益の受益者たる顧客の利益、コミュニティおよび社会的要因、コミュニティの環境・地球環境、BC の短長期の利益、一般公益・特定公益目的達成のための BC の能力

考慮することが可能とされる事項 (301 条 (a) (2))

会社法上の利害関係者保護条項に規定する、上記以外の利害関係者の利益

その他の関連する要因または適切と考えられる他のグループの利益

→ (1)・(2) に規定される特定の利益または要素を、他の利益または要素に優先させることは要しないが、基本定款で一般公益または特定公益目的の達成に関する特定の利益または要素を優先させる旨の規定を置くことができる。

このような考慮することは、一般的な取締役の義務に反しない (301 条 (b) (1))

利害関係者保護条項に規定される利益・要素を考慮する能力に追加するもの。

301 条が BC であることの核心部分となる。

株主以外のステークホルダーの利益の考慮を要求するもの。

単に「許容」するのではなく、「義務化」する。

役員についても同様の義務と責任を負う (303 条)。

←現実的に義務を履行できるものなのか？

相互に矛盾する要素が出てくることは容易に想像できる。

上記の要素をすべて考慮すると、経営判断プロセスは非常に長くなるはず。

恣意的な経営判断を誘発することになりかねない。

→基本定款で優先する利益・要素を特定しておかないと、機能しないであろう。

事前の差止めを請求する場合も。

#### (b) 取締役の責任

[https://drive.google.com/file/d/1QyMrBS9\\_6fC9guMYotZ5DEIsTxuD16K9/view](https://drive.google.com/file/d/1QyMrBS9_6fC9guMYotZ5DEIsTxuD16K9/view)

個人責任の免責 (301 (c))  
次の場合に取締役は個人的に損害賠償責任を負わない。  
取締役の職務履行過程での作為または不作為であって、それに関して当該取締役が利害関係を有していないもの  
BCが一般公益または特定公益を追求しまたは創出することを怠ること  
ただし、基本定款または附属定款に定める場合を除く。

BD・B0 が定められた行為基準を遵守していたか。  
上記2点の懈怠があったとBDが考える場合、その記述  
BDとしての資格による行為・不作為について個人責任は負わない。  
ただし、自己取引、故意の不正行為、認識しつづ行われた違法行為がある場合を除く。

BDの独立性とは？  
(c) B0 について (304 条)  
B0 を任意に設置することが可能。  
次の2つの職務を有する。  
附属定款または取締役会決議により定められた、一般公益または特定公益の創出  
401 条に定める公益報告書の作成

③訴権  
BC 自身は、一般公益または特定公益の追求または創出の懈怠による責任は負わない。  
派生訴訟により責任追究が行われる場合  
一般公益または特定公益の追求または創出の懈怠  
BC に関する章に基づく義務、責務または行為基準の違反  
→Benefit Enforcement Proceedings (公益執行手続) による (305 条 (a))。  
次の4者が権利を有する。  
(1) BC  
(2) 派生訴訟に係る会社法上の規定により、次の者により行われる場合  
(i) 行為時に発行済の種類の株式総数の2%以上を有する者  
(ii) BCを子会社として有する親会社の持分を5%以上有する者  
(iii) 取締役  
(iv) 基本定款または附属定款で定めた者

(4) 開示と第三者基準  
年次公益報告書 (annual benefit report) の作成 (401 条)  
記載内容 (401 条 (a))  
一般公益の追求方法、一般公益が創出された程度  
定款記載の特定公益の追求方法、特定公益が創出された程度  
一般公益・特定公益の創出を妨げる事情  
第三者基準の選択または変更のプロセスと根拠  
BCの全体的な社会的・環境的パフォーマンスの評価  
第三者基準に照らして記載することを要する。

経営判断 (301 (e))  
利害関係なく、情報を得て、BCの最善の利益であると合理的に信じた経営判断を誠実に行った取締役は、301条の義務に違反しない。  
一般公益または特定公益目的の追求・創出とそれに関する免責  
301 条 (c)：基本定款または附属定款の規定により個人的に責任を負い得る。  
←一般公益または特定公益の受益者 (非株主) による義務違反の主張は妨げられる。  
→株主による責任追究に依拠  
一般公益または特定公益目的の追求・創出に意欲的な資本でないと、達成は困難か。  
ただし、そもそも株主には訴訟を提起する強い動機があると言えるか。

②B0とB0の任意設置 (B0：302条、B0：304条)  
(a) BDについて  
BDについては、公開会社の場合は強制設置とされていた模様。  
BDの地位：BC会社の一般取締役の権限・義務等に加えて、BDとしてのものも有する。  
選解任は通常の会社の取締役と同じ。  
特別のガバナンスに関する規定が置けない限り、独立した個人が資格を有する。  
BDの独立性：BDやその子会社と重要な関係がないこと  
過去3年内の従業員資格・執行役員資格、5%以上の持分保有  
B0との兼任は認められる。  
BDに関する規定の趣旨に反しない限り、資格要件を追加できる。  
職務：年次コンプライアンス報告書を作成し、年次公益報告書に含める。  
年次コンプライアンス報告書に含めるべきBDの「意見」  
BCが該当機関に重要な点について一般公益・特定公益に沿って活動していたか。

2013年のDGCLの改正により、Subchapterを創設しPBCの規定を置く<sup>11</sup>。  
PBCの制度導入後の改正  
2015年改正と2020年改正：PBCが利用されない懸念に対処しようとするもの  
株主総会決議の要件  
既存の会社がPBCになる際の株主総会決議の要件を90%→2/3→過半数  
株式買取請求権  
定款変更や組織再編による既存会社からPBCへの変更  
当初は株主に買取請求権を付与→上場等の場合の制限→廃止  
取締役の保護の強化  
利益のバランス要件に係る義務違反等にならない場合：opt-in→out

②PBCの特徴

- ・営利会社 (a for-profit corporation)
- ・商号  
商号に“Public Benefit Corporation”や“PBC”“P.B.C.”を含めることが可能。
- ・目的のないミッション (DGCL362条)  
1つまたは複数の公益 (public benefit) を創出し、かつ責任ある持続可能な方法で運営することを目的とすることを要する。  
定款において、1つまたは複数の特定の公益を定める必要がある。
- ・取締役の義務 (DGCL365条)  
株主の経済的利益、会社の行為により重大な影響を受ける者の最善の利益、定款に示された公益を「均衡配慮 balance」しつつ運営しなければならない。
- ・開示 (DGCL366条)  
少なくとも2年に1回株主に対して、定款記載の公益や会社の活動により重大な影響を受ける者の最善の利益の推進に関する報告  
Benefit Directorは規定されていない。  
報告書一般への公開や第三者基準の利用は義務付けられない。  
均衡配慮義務に関する法執行についての特別の手続は存在しない。
- (2) 目的のないミッション (DGCL362条)  
1つまたは複数の公益 (public benefit) を創出し、かつ責任ある持続可能な方法で運営することを目的とすること  
定款において、1つまたは複数の特定の公益を定める必要がある (公益規定)。

<sup>11</sup> サブチャプター15 <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc15/index.html>

BD・BOの氏名・連絡先住所、各取締役に支払った報酬  
BDによる年次コンプライアンス報告書  
第三者基準を作成した組織との関係等  
BDの退任があった場合の退任取締役による報告 (401条 (b))  
なお、公益報告書やパフォーマンス評価につき、監査・認証を受ける必要はない。

年次公益報告書の株主への送付 (402条 (a))  
BCの会計年度終了後120日か、株主に他の年次報告書を提出するときのいずれか早い方までに送付する。  
ウェブサイトににおける公開義務 (402条 (b))  
ただし、取締役報酬や公益報告書に含まれる財務・所有者情報は除外可。  
ウェブサイトを持っていない場合は、請求者に無償で提供する (402条 (c))。  
州務長官に対しても株主への送付と同時に写しを提出する (402 (d))。  
省略可能な情報について同様。

年次公益報告書の作成は全体に低調である模様。  
小規模会社が多く、順守に初期コストがかかる上、不遵守に制裁がない。  
例外：ミネソタ州 (BCの資格剥奪 (revocation)<sup>9</sup>)

(5) 組織変更等の手続  
基本定款の変更、合併・株式交換・組織変更によりBCとなる場合  
会社法上要求される株主の承認 (2/3の賛成) が必要となる。  
ただし、2/3以上の賛成を要しない州には当てはまらない。

3. デラウェア州のPublic Benefit Corporation (PBC) について  
(1) 概要  
①経緯  
デラウェア州の会社法上の特別的地位  
独自のPBCを設けることにより、リーダーとしての地位を維持。  
ただし、デラウェア州のPBC型を採用しているのは数州に限られる<sup>10</sup>。

<sup>9</sup> <https://www.revisor.mn.gov/statutes/cite/304A.301>

<https://www.sos.state.mn.us/business-liens/business-liens-data/public-benefit-corporation-annual-reports-2023/>

<sup>10</sup> カンザス、ケンタッキー、コロラド、ネネシーの各州

取締役が公益推進の義務を負うにもかかわらず、第三者に対しては義務は負わない。

(c) 利益相反

PBC 取締役による自社株式の所有等の利害関係を有する場合  
均衡配慮義務に係る決定に関して、PBC ではない場合に利益相反を生じさせる場合を除いて、それだけで利益相反があるととはされない。

取締役の責任免除や補償との関係で、利益相反が存在しない場合、均衡配慮義務を満たさなかったとしても、不誠実な行為もしくは不作為または忠実義務違反とはならない。

ただし、基本定款により上記の規定を置くことができる。

株主であることから直ちに決定事項について利害関係があることにはならない。

一般の会社で利益相反があるとされる場合よりも取締役を厳しい状況に置かない。

②取締役の責任追及の方法 (DCL367 条)

均衡配慮義務についての責任追及訴訟における特殊要件  
提訴時に、発行済株式の 2%を保有していることを要する。  
上場株式の場合は 2%か 200 万ドルのいずれか少ない方

均衡配慮義務に関するエンフォースメント手段  
濫訴防止のために特殊要件を課す。  
利益相反がない場合、損害賠償訴訟よりは、差止請求が考えられている模様。

(4) 開示と第三者基準 (DCL366 条)

少なくとも 2 年に 1 回株主に対して、定款記載の公益や会社の活動により重大な影響を受ける者の最善の利益の推進に関する報告  
定款で頻度を高める旨の規定を置くことは可能。  
一般への公開や第三者基準の利用は義務付けられないが、定款で設けることは可能。  
報告に含めるべき事項  
当該公益または利益を推進するために取締役会が設けた目的  
当該公益または利益を推進するために進捗状況を測定するための基準  
当該基準に基づく客観的な事実に関する情報  
前記目的の達成や公益または利益の推進が成功しているかについての評価

第三者基準がなく、頻度も低いいため、いわゆるグリーンウォッシュのリスクがより高い。

(5) 組織変更等の手続

・公益 (public benefit)

「公益 (Public benefit)」とは、芸術的、慈善的、文化的、経済的、教育的、環境的、文学的、医療的、宗教的、科学的若しくは技術的な性質を含むが、これらに限定されない、1 つ若しくは複数の種類の個人 (persons)、団体 (entities)、コミュニティ、利益 (株主としての資格を有する株主を除く) に対するプラスの効果 (またはマイナスの効果の軽減) をいう。

一般的な公益促進の義務は明示的には定められていない。

その上で、定款において 1 つまたは複数の特定の公益を定める必要がある。

→会社の目的が明確になり、特に取締役等の行為基準が明確化する。

投資家・株主や他の利害関係者にとっても、透明性が高まる。

PBC は、公益を生み出し、責任ある持続可能な方法で運営することを目的とする。

「責任ある (responsible)」→多くの関係者に影響を及ぼすことを認識しつつ行為  
「持続可能な (sustainable)」→企業活動が資源を枯渇させることを認識しつつ行為  
PBC の定義規定に、運営方法についての規律付けが行われる意味  
広範な社会的・環境上の懸念 (例：気候変動等) を無視しないように運営する。

(3) 取締役の義務と責任

①取締役の義務 (DCL365 条)

(a) 均衡配慮 (balance) 義務

株主の経済的利益、会社の行為により重大な影響を受ける者の最善の利益、定款に示された公益をバランスさせつつ運営しなければならない。

株主利益最大化の制約から解き放つ役割を有する規定→核心部分

単に「配慮 (consider)」するだけでなく、「均衡配慮 (balance)」を義務付ける点に特徴。  
3 つのうちのどれか 1 つについて配慮しなかったことを立証？  
合理的な者であれば陥らないような 3 つの間のトレードオフに陥ったことを立証？

(b) 経営判断原則による保護

PBC の取締役は、定款に定めた公益に係る個人の利害関係や重大な影響を受ける利害関係を理由として、何人に対しても義務を負うものではない。

前記均衡配慮義務に係る決定に関して、経営判断原則による保護がある。

十分な情報に基づき、利害関係なく、合理的なものである場合、信託義務を満たす。



PBC の設立以外に、定款変更、合併、株式交換、組織変更により PBC になることが可能。

現在は、通常の株式会社の手続と異ならない。

議決権を行使できる株主の過半数の賛成により可能。

#### 株式買取請求権

当初は通常の株式会社から PBC になる場合には、株式買取請求権を付与。

2015 年に上場株式が除外され、現在は通常の株式会社と異なる。

PBC への移行の垣根がきわめて低くなってきている（その逆も）。

上場会社における PBC への移行の株主提案はすべて否決されているとのこと。

## 4. 検討

### (1) 法案・法律の評価

#### MBCL

B Lab が関与しているため、その理念に沿った内容になっている。

一般的公益・特定公益促進のための手段

定款規定、取締役の義務、BD・BO の選任・公益コンプライアンス報告書

公益執行手続、年次公益報告書の作成・第三者基準の強制・一般への公表

→実体的な義務付けとその監視、法執行、開示による誘導・監視

社会・環境への肯定的なパフォーマンスを期待できるように見える。

ただし、どの利益や要素を優先するかが明確でないと、焦点がぼける危険性が高い。

仮に特定の利益を重視した運営を行うとしても、運用していくのは難しいと感じる。

デラウェア州の PBC に関する規定

MBCL と比較すると、全体に緩い法的枠組みが採用されている。

一般的公益、公益取締役、公益執行手続、開示についての第三者基準の欠如

開示頻度、PBC になるための要件の緩和

→社会的・環境的パフォーマンスを向上させるには、改善点が多い印象。

他方で、定款で特定の公益促進を規定する必要がある点は、取締役の規律付けになる。

### (2) 小括

結局のところ、意識の高い株主が出資をしない限り、期待された公益推進等は難しいか。

会社運営の評価、法執行、取締役の交代等ができるのは原則として株主のみ。

株主以外の利害関係者は、原則として配当や保護の対象となる主体に過ぎない。

会社の公益推進等のために積極的に関与できる制度には基本的になっていない。

→公益推進や株主以外の利害関係者の保護に関する決定についての訴訟リスクは低減。

株主とそれ以外の利害関係者の利益を二項対立的に捉えない見解

会社における実際の運営上の違いは小さい場合があるのではないか。

## IV 結びに代えて

### 1. L3C と SPC について

(1) L3C (Low-Profit Limited Liability Company) について

2008 年にバーモント州で法制化された会社組織

計 8 州：イリノイ、バーモント、ミシガン、メイン、ユタ、ルイジアナ

ロード・アイランド、ワイオミング

IRS の Program Related Investments (PRIs) に関する規則に準拠して行われる。

L3C 自身が内国歳入法上の課税免除組織 (IRC501 条 (c)) に該当するものではない。

私的財団 (private foundation) からの慈善的目的での投資を前提とした LLC

PRIs→当該投資について私的財団の課税免除を目的とする投資に該当する<sup>12</sup>。

PRIs に該当するように L3C を組成する。

L3C は、1 以上の慈善目的 (宗教、慈善、科学、教育等) の推進を目的として組織。

かつ、投資の重要な目的が収益発生または財産価値の上昇ではないことも必要。

要件を充足しない場合には、LLC として存続することは可能。

もともと、L3C は必ずしも広がりを見せているとは言えない。

税制適格外になるリスクがあり、財団は要件に合致しているか確認を要する。

(2) SPC (Social Purpose Corporation) について

カリフォルニア、デキサス、フロリダ、ワシントンの各州で導入。

カリフォルニア州では、2011 年に Flexible Purpose Corporation (FPC) として導入。

2012 年に会社法典を改正して、BC を導入。

2014 年の会社法典改正で、FPC を Social Purpose Corporation に変更<sup>13</sup>。

BC の目的と比べて、SPC はその目的を狭く設定することができる。

SPC は、デイスクリュージャーにおいて第三者基準について触れられていない。

当該会社およびその株主の利益、ならびに定款記載の目的を行う (2602 条 (b) (1) (A))。

加えて、定款記載により次の目的を有し得る (2602 条 (b) (2))。

1 以上の慈善活動または公的・公益活動 (非営利公益法人に認められているもの)

SPC の従業員・供給業者・顧客・債権者、共同体・社会、環境のいずれかに正の効果を

もたらし、または負の効果を最小化すること。

ただし、SPC は、株主の経済的利益・法令遵守に加えてまたはそれらと共に、この目

<sup>12</sup> IRC 170 条 (c) (2) (B)

<sup>13</sup> [https://leginfo.ca.gov/faces/codes\\_displayexpandedbranch.xhtml?tocCode=C-ORP&division=1.5.&title=1.&part=1&chapter=&article=](https://leginfo.ca.gov/faces/codes_displayexpandedbranch.xhtml?tocCode=C-ORP&division=1.5.&title=1.&part=1&chapter=&article=)

→株主、従業員、顧客、共同体・社会的要素、地域・グローバル環境、会社の短期・長期の利益、会社の一般の公益目的の実現のための能力等に対する行為・不作為の影響等を考慮する義務

特定の利益や要素を他のものに比して優先することは義務付けられない。

取締役の40%は従業員から選任する(6条(b))。選任過程はSEC規則による。

取締役・役員の自社特記証券の譲渡制限(7条(b))

取得後5年間、会社による自己株式取得後3年間

連邦・州・地方自治体の公職候補者への政治献金(8条(b))

株主および取締役の75%の賛成を要件とする。

→規制権限、規制内容等の面で賛成は得られていない模様。

3. まとめ

米国だけでなく、英仏などでも類似の法制が整備されている。

日本においても法整備を提言する実務家の意見もある。

←オーストラリアは立法を断念した。

日本では、BC立法に反対する見解もある<sup>15</sup>。

日本政府が現段階で、BCの立法を検討する理由は必ずしも明確ではない。

社会的企業家がスタートアップで利用する法形態を望んでいる？

スタートアップ認証のようなブランド付与の制度で足りるか。

そうしたスタートアップ企業に投資をする投資家の側の層の厚みはあるか。

上場会社での利用を示唆する実務家の見解もある。

上場会社の収益向上を巡る各種の施策と矛盾する可能性がある。

敵対的買収を嫌う収益性の低い上場会社による利用(組織変更)が進む恐れも。

比較法的には政府による財政支出を抑えるための民間活力利用の受け皿としての側面

日本の厳しい財政状況→こうした側面から制度創設が考えられなくはない。

ただし、BC会社形式の会社にとどのような財政的役割を代替させるのかは不明確。

以上

<sup>15</sup> 藤田祥子「わが国会会社法とベネフィット・コーポレーション」法学研究96巻1号(2023)187頁は、要因として、現行会社法では株主以外の利害関係者の利益を考慮しても取締役は責任を問われないという認識が一般的であること、BCのような特別の法的仕組みを導入する必要性があるとは実務界では考えられていないことなどを理由として指摘する。

的を考慮し、当該目的に合致した行動をとることを義務付けられる。

取締役はSPCとその株主の最善の利益となる方法で誠実に義務を履行する(2700条(a))。

その上で、取締役は次のような関連する要素を考慮するものとされる(2700条(c))。

SPC全体の見直し、SPCとその株主の最善の利益、定款記載のSPCの目的

会計年度終了後120日以内に、株主に対して年次報告書を送付(3500条(a))。

年次報告書とともに、定款記載の目的に関する特別目的MD&Aを提供(3500条(b))。

特別目的MD&Aは、ネット公開等により一般に公開される。

特別目的MD&Aの内容

SPCの当該目的に関する取組みを理解するのに必要な情報

SPCの全般的な目的に関する確認と説明

目標達成のために重要な活動、その影響およびその活動の範囲の確認と説明

目的達成に関連してとることが期待される重要な行為

目的達成の際のパフォーマンス評価のための財務・業務・その他の測定基準(measures)

の選定過程の記載、当該測定基準の確認と説明

目的達成のために負担した重要な業務上・資本的支出、今後3会計年度に期待される支

出の見積り、当会計年度に負担したその他の支出についての確認と説明

なお、上記のパフォーマンスの測定基準について第三者基準は要求されないが、ベスト・

プラクティスがある場合には、それを使用したものと推定される(3502条(b))。

2. Accountabale Capitalism Act<sup>14</sup>

エリザベス・ウォーレン上院議員が2018年に連邦議会上院に提出した法案

州のBCを連邦レベルで実現しようとするもの。

商務省内に合衆国会社局を置き、監督をさせる(3条(c))。

合衆国会社(U.S. Corporations: USC)

年間10億ドル以上の収入を持つ大企業: charter 取得を義務付ける(4条(a))。

取得解散につき、連邦法上会社(corporations)等とはみなされない。

USCの目的: 一般公益(general public benefit)を創出すること(5条(b))

Charterに記載し、会社の定款記載の目的に追加するもの。

取締役会・その委員会・各取締役の義務(5条(c))

一般の公益の創出

株主の経済的利益と影響を受ける関係者の最善の利益のバランス

<sup>14</sup> 2018年8月に提出された法案: <https://www.congress.gov/bills/115/115th-congress/senate-bill/3348/text>

2020年1月に再提出された法案: <https://www.congress.gov/bills/116/116th-congress/senate-bill/3215/?s=5&r=1872>

【ベネフィット・コーポレーションに関する法律または法案の URL】

・模範ベネフィット・コーポレーション法案 (B Lab)  
[https://drive.google.com/file/d/1QyMrBS9\\_6fC9gmYotZ5DE1sTxuD16K9/view](https://drive.google.com/file/d/1QyMrBS9_6fC9gmYotZ5DE1sTxuD16K9/view)

付録 A (31 頁以下)

・デラウェア州の一般事業会社法中のパブリック・ベネフィット・コーポレーションの規定  
<https://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc15/index.html>

・模範事業会社法 (ABA)  
[https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business\\_law/corplaws/mboa-202304.pdf](https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/mboa-202304.pdf)

【日本語訳】

・西村あさひ法律事務所委託報告書 (2023 年 3 月 31 日)  
「米国等における民間で公的役割を担う新たな法人形態に関する調査報告書」  
[https://www.cas.go.jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/wgakaisai/bc\\_houkokusyo/hontai.pdf](https://www.cas.go.jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/wgakaisai/bc_houkokusyo/hontai.pdf)

以上

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

株主総会資料電子提供制度の運用上の諸問題

2023年10月27日(金) 15:00~17:01

大阪取引所5階取締役会議室及びオンライン開催

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              |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学共通教育センター教授          |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学人間社会科学研究科実務法学専攻特任教授 |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授              |
| 北村 | 雅史 | 関西大学大学院法務研究科教授          |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授        |
| 齊藤 | 真紀 | 京都大学大学院法学研究科教授          |
| 白井 | 正和 | 京都大学大学院法学研究科教授          |
| 高橋 | 陽一 | 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          |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授        |
| 山下 | 徹哉 | 京都大学大学院法学研究科教授          |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授          |

【報 告】

株主総会資料電子提供制度の運用上の諸問題

京都大学大学院法学研究科教授

前 田 雅 弘

目 次

- |                                |                      |
|--------------------------------|----------------------|
| 1. はじめに                        | 5-2 電子提供措置開始日        |
| 2. 株主宛の発送物の実際                  | 5-3 EDINET の特例       |
| 3. 会社法施行規則の改正                  | 6. 書面交付請求            |
| 4. 電子提供措置をとる旨の定款の定め            | 6-1 書面交付請求の方法        |
| 4-1 みなし定款変更と定款変更決議             | 6-2 書面交付請求の時期        |
| 4-2 定款変更決議とフルセットデリバリーを実施する旨の記載 | 6-3 書面交付請求と株主たる地位の喪失 |
| 5. 電子提供措置                      | 7. 異議申述手続            |
| 5-1 ウェブサイトのバックアップ              | 討論                   |

○川口 定刻になりましたので、今月の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、京都大学の前田雅弘先生から、「株主総会資料電子提供制度の運用上の諸問題」と題してご報告いただきます。よろしくお願いいたします。

○前田 京都大学の前田でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

1. はじめに

令和元年の改正会社法は、大部分が 2021 年 3 月 1 日に施行されましたが、改正法のうち特に株主総会資料の電子提供の部分については、相当の準備期間が必要になるという考慮から、施行期日は 2022 年 9 月 1 日とされていました。

ただ、少しややこしい経過措置が設けられまして、上場会社が電子提供措置をとらなければならないのは、施行日から 6 か月経過後、具体的には

2023 年 3 月 1 日以降に開催される株主総会からとされました（整備法 10 条 3 項）。

なぜこのような経過措置が設けられたのかといいますと、もし書面交付請求の規定を含めて施行日に電子提供制度に関する規定の適用を全面的に開始しますと、書面交付請求は基準日までにしておかなければなりませんので、株主には書面交付請求の機会が与えられないまま電子提供措置がとられてしまうおそれがあるからです。そこで、この問題を解決するために、書面交付請求の規定だけ先に適用を開始することにし、会社が電子提供措置をとるべき時期を遅らせることにしたのです。こうすることで、例えば 3 月下旬に株主総会を開催する 12 月末決算の会社であれば、9 月の施行日から 12 月末の基準日までの 3 か月以上、株主に書面交付請求をするための準備期間が確保されることになります。

このようなわけで、結局、上場会社の多数を占



める3月末を決算とする会社では、今年6月下旬の株主総会が電子提供措置をとるべき初年度の株主総会でありました。

電子提供制度の内容については、前に本研究会で報告をさせていただいたところですが、本日は、多くの会社で電子提供措置初年度の株主総会を終えたということから、上場会社において、主に運用の実務において問題とされた様々な問題のうち、重要と思われるものを取り出して、報告をさせていただきます。

## 2. 株主宛の発送物の実際

この初年度、6月総会で株主に実際にはどのような内容の書面が送付されたのか、その実態を見ておきたいのかもしれませんが、東証のアンケート調査では、次の3つに分類をしてその割合が示されています。この調査は、今年4月段階で各社に見込みを尋ねて、回答社数は1,918社であったということです。

- ①アクセス通知+議決権行使書面のみ 5.6%。
- ②アクセス通知+株主総会資料の一部（又は株主総会資料の要約版）+議決権行使書面 25.9%。
- ③アクセス通知+フルセットデリバリー 68.5%。

（東京証券取引所「2023年3月期決算会社の定時株主総会の動向について」（2023年4月24日）（<https://www.jpx.co.jp/listing/event-schedules/shareholders-mtg/tvdivq00000007jz-att/press.pdf>））

資料版商事法務に掲載された6月総会後の調査結果の数字もほぼ同じです（「株主総会概況」資料版商事法務472号（2023年）117頁。回答社数1,899社）。

ここから見てとれますことは、まず第1に、7割近い会社では、制度施行後も従前と同じくフルセットデリバリーを行っているということです。

ここでフルセットデリバリーと言っているの

は、文字どおり株主総会資料全部を書面でという意味ではなくて、書面交付請求に応じて交付すべき書面、すなわち電子提供措置事項記載書面と同じ内容の書面を送付したという意味です。

しかも、次に見ますように、会社法施行規則の改正によりまして、電子提供措置事項記載書面の記載を省略できる事項の範囲が大幅に広がったのですが、現実には、多くの会社では従前ウェブ開示をしていた範囲と同じ事項を省略したにすぎないようです（加藤崇司ほか「（座談会）電子提供制度下の株主総会初年度を終えて〔下〕」商事法務2335号（2023年）73頁〔中川雅博発言〕）。

結局、実態としては、書面交付請求をしていますが、していまいが、株主はみんな施行前と実質的には同じ範囲の事項を記載した書面の送付を受けたことになります。

せっかく電子提供制度が施行されたにもかかわらず、会社がフルセットデリバリーを選択した理由としては、第1に、混乱を回避するため、つまり激変緩和のためとか、あるいは第2に、議決権行使比率の低下が懸念されたとか、あるいは第3に、比較的株主の数が少ない会社では、株主によって送付する書面が異なると、かえって費用がかかるということが指摘されています（加藤崇司ほか「（座談会）電子提供制度下の株主総会初年度を終えて〔上〕」商事法務2334号（2023年）14頁以下〔中川雅博発言〕）。

これらの理由で、当面はフルセットデリバリーを選択する会社が多いであろうということは施行前からある程度予想されていたところだと思います。

第2に、議決権行使書面を電子提供した会社は、アンケート回答会社以外も含め、1社も存在しなかったのではないかとされています（加藤ほか・前掲〔上〕15頁〔中川発言・塚本発言〕）。これにつきましても、次のような理由から改正の審議をしていた段階から予測されていたところではあります。

第1に、もし議決権行使書面まで書面での送付

をやめてしまいますと、株主側にプリントアウトの手間と費用をかけさせることになり、やはり議決権行使比率を低下させるおそれがあるということ。

第2に、議決権行使書面には株主ごとに氏名・名称及び議決権数を記載しなければならないことになっていますので（会社則 66 条 1 項 5 号）、もしこれをウェブサイトに掲載することになりますと、実務的な負担が大きくなります。そこで改正法は、会社が任意に議決権行使書面を書面で送付する場合には、ウェブサイトのほうには議決権行使書面に記載すべき事項を掲載する必要はないという手当てまでしていました（325 条の3 第2 項）。

第3に、いわゆる EDINET（金商 27 条の 30 の 2）の特例によりまして、株主総会資料の電子提供を EDINET で代替できることにされていますけれども、議決権行使書面に記載すべき事項についてだけは、株主の氏名などを不特定多数の者に開示するのは適当でないという考慮から、EDINET による開示では代替できないことになっています（325 条の3 第3 項括弧書）。

ですので、EDINET の特例を利用して完全に電子提供措置を省略しようと思えば、議決権行使書面は書面で送付する必要があるということになります。

以上のような理由から、改正法施行前の早い段階から、議決権行使書面は紙で送る会社が多いだろうと予測されていたのですけれども、アンケート調査によれば、実際にそのとおりの結果になったということです。

以上が送付物の実態についてです。

あと、初年度に実際にどの程度の株主が書面交付請求をしたのかということが気になるところでありまして、まだ詳しいデータは出ていないようですが、実務家の座談会記事によりますと、ある株主名簿管理人への委託会社全体の数字では、今年3月末時点のデータとして、株主の人数比率で0.5%程度と言われています（加藤・前掲〔下〕

71 頁〔中川発言〕）。

今年の年末の「旬刊商事法務」の株主総会白書では詳しいデータが出るかもしれませんが、一般に予想されていたよりは少ないという印象を受けます。もっとも、前述のように、そもそも初年度は7割近い会社が書面交付請求の有無にかかわらずフルセットデリバリーを行いましたので、現時点での0.5%程度という数字はさほど参考にならないのかもしれません。

### 3. 会社法施行規則の改正

続きまして、運用上の諸問題を検討する前に、制度施行後の法務省令の改正により、電子提供措置事項記載書面に記載を要しない事項が拡大されていますので、先にその改正内容を簡単に取り上げさせていただきます。

電子提供措置事項記載書面、すなわち書面交付請求に応じて交付すべき書面に記載を要しない事項の範囲は、まず法制審議会の審議の過程では、ウェブ開示によるみなし提供制度の対象となる事項（会社則 94 条 1 項・133 条 3 項等）と完全に同じ範囲にするとということが予定されていました。

しかし、その後、法務省令を作成する段階になり、あえて書面交付請求をする株主に対しては、書面によって十分な情報提供をするのが適切であるなどの理由から、電子提供措置事項記載書面に記載しなくてよい事項の範囲は、ウェブ開示によるみなし提供制度の対象となる事項よりも、少しだけ狭く定められていました（会社則 95 条の4 第1 項）。

具体的には、レジュメ2ページの点線で囲った事項が当初の法務省令で記載を要するとされた事項の全体です。そして、そのうち☆印を付けた事項、すなわち事業報告における会社役員の責任限定契約に関する事項、連結計算書類のうち連結貸借対照表・連結損益計算書については、ウェブ開示によるみなし提供制度の対象ではあったのですが、電子提供措置事項記載書面には記載しなければならないことにされていました。

しかし、この当初の規定が施行されるより1年ぐらい前、2021年9月28日に開催されました規制改革推進会議デジタルワーキンググループにおいて、電子提供措置事項記載書面に記載を要しない事項を拡大することについて要望があり、これを受け、「商事法の電子化に関する研究会（電子提供措置事項記載書面）」が立ち上げられました。この研究会で検討結果が取りまとめられ、その報告書が「商事法の電子化に関する研究会（電子提供措置事項記載書面）における検討の結果について」（令和4年8月）というものです。

これに基づき、令和4年12月26日公布・施行の法務省令の改正によりまして、電子提供措置事項記載書面に記載を要しない事項が拡大されました。これが現在の会社法施行規則95条の4の規定になっています。

具体的にどう変わったのかといいますと、改正前の記載を要する事項は、レジュメの点線で囲った四角の中全体で、相当多数列举されていましたが、改正によって、これが大幅に縮小されました。すなわち、波線を引いたもの以外は省略をしてよろしい、波線の事項だけを記載すれば足りるということになりました。具体的には、株主総会参考書類では議案、事業報告では資金調達等に関する事項（会社則120条1項5号）、重要な親会社・子会社の状況（同項7号）、会社役員の氏名（会社則121条1号）、会社役員の地位・担当（同条2号）、報酬に関する事項（同条4号～6号の3）だけになりました。

さて、記載書面への記載を要しない事項の範囲をあまりに広げますと、書面交付請求の制度が空洞化して、結局、デジタルデバイドの問題に適正に対処できないことになります。

研究会報告書では、①記載を要しない事項の拡大が法律による委任の範囲にあるかどうかという観点、および②委任の範囲にあるとしても、それが政策的に適切かどうかという観点、これら2つの観点から分析を行い、記載を要しない事項を拡大する法務省令改正を提言しました。

このうち前者の観点、すなわち法律による委任の範囲にあるかどうかという観点については、第1に、株主総会決議事項に関連する情報は典型的に重要度が高いと考えられること、第2に、これまでのウェブ開示によるみなし提供制度によって記載の省略が認められてきた事項については、大きな不都合が生じておらず、必ずしも株主にとって重要度は高くないと考えられること、という2つのアプローチからこういう線引きをしたということです。そして波線以外のものは省略してよいという結論を導いたわけです。

結論は穏当なものだと思うのですが、ただ、報告書で挙げられました株主総会決議事項に関連するかどうかという基準は、相当に曖昧です。株主総会参考書類の記載事項で決議事項との関連がないというものはないはずでありまして、決議事項との関連性を言い出しますと、株主総会参考書類記載事項ならば一切省略は認められないということになりかねません。他方で、事業報告とか計算書類の記載事項で今回省略が認められた事項、すなわち事業の経過・成果ですとか貸借対照表・損益計算書なども、確かに直接には決議事項に関連しないとしましても、間接的には取締役の再任議案などに関連してくるはずです。ですから、株主総会決議事項との関連を考えてみてもあまり意味はないのであって、結局は典型的に重要かどうかという曖昧な基準にならざるを得ないのではないかと思います。

後者の観点、省略を認めることが政策的に適切かどうかという観点につきましては、報告書では、デジタル化の進展に伴う社会情勢の変化などを考慮して、広く省略を認めるべきだという考え方をとっており、正当であると思われます。

あと、少し細かな話で、研究会の報告書では触れていませんでしたけれども、事業報告に係る監査報告（会社則95条の4第1項2号）及び計算書類に係る監査報告・会計監査報告（会社則95条の4第1項3号）につきましても、この法務省令改正で記載書面での省略が認められるに至

っています。

このように、改正の結果、省略できない事項は相当わずかになったのですけれども、先ほど少し触れましたように、現実には、多くの会社では保守的に、従前ウェブ開示していた範囲と同じ狭い範囲の事項を省略したにすぎないようです。

ただ、今後会社が記載を最小限に切り詰める措置をとりますと、株主としては、わざわざ書面交付請求をしても、書面で提供してもらえる事項は、結局波線を引いた、このわずかな事項にすぎなくなっています。

以上は、記載書面で省略できる事項の範囲についての改正ですけれども、これとパラレルに、ウェブ開示によるみなし提供制度の対象となる事項につきましても、研究会報告の提言を受けて、拡大をする法務省令改正がされています（会社則 133 条 3 項、計算則 133 条 4 項）。結果的には、記載書面で省略できる事項の範囲に合わせてウェブ開示の方も見直しがされ、先ほどの波線以外の事項は全てウェブ開示によるみなし提供制度の対象とされました。これも合理的な措置であると思われる。

#### 4. 電子提供措置をとる旨の定款の定め

##### 4-1 みなし定款変更と定款変更決議

それでは、ここから制度の運用に関わる若干の問題を検討していきたいと思います。

上場会社については、電子提供制度の利用が義務付けられ（振替法 159 条の 2 第 1 項）、振替株式を発行している会社については、電子提供措置をとる定款の定めを設けるという定款変更決議がされたとみなされます（整備法 10 条 2 項）。です。現実の定款変更決議なしに定款変更がされたということになります。

もっとも、実務では伝統的に、定款変更があったとみなされて現実の定款変更決議が不要とされる場合にまで、定款変更の決議を現実に行うことが慣行になっています。例えば、株券電子化のときも、上場会社では一般に、株券を発行する旨の

定款の定めを廃止するという定款変更決議を現実に行っていました。

今回の電子提供制度の利用についても、3 月末決算の上場会社では、改正法の施行日 2022 年 9 月 1 日に先駆けて、2022 年 6 月の定時株主総会で、施行日を効力発生日として、電子提供措置をとる旨の現実の定款変更決議が行われたようです（全国株懇連合会『電子提供制度の実務対応』（全国株懇連合会、2022 年）24 頁参照）。

このように、定款変更があったとみなされる事項について定款変更決議をしますと、その決議の効力が問題になります。

立案担当者は、定款変更があったとみなされる事項についても、改正法の施行を条件として定款変更決議をすることができるという考え方を明らかにしています（神田秀樹ほか「（座談会）令和元年会社法改正の考え方」別冊商事法務 454 号（2020 年）88 頁〔竹林俊憲発言〕）。

しかし、上場会社では、法律の力で施行日を効力発生日とする定款変更がされることになりますので、施行を条件として現実に定款変更決議をしても、法的には意味がないのではないかと、つまり、現実に決議が否決されても効力発生日に定款は変わるので、結局、現実に決議をしても、その決議は無意味、つまり無効と考えていいのではないのでしょうか。

あるいは、立案担当者が「決議できる」と言っておられるのは、決議をしても違法ではありませんという程度の意味であって、特に決議の効力には言及していないのかもしれませんが。それならいいのですが、決議できると言っておられることの趣旨が、何か法的な効果に結び付く意味のある決議だという趣旨なのだとしますと、少し引っかかるそうです。

これまでのみなし定款変更についても、学説はこう考えてきたのではないかと私は理解していたのですが、必ずしも学説で十分に議論されたことではないのではないかと思いますので、この機会に問題として取り上げさせていただきました。



#### 4-2 定款変更決議とフルセットデリバリーを実施する旨の記載

今の問題に関連するやや細かな問題ですけれども、実務では、現実の定款変更決議をする際に、株主総会参考書類における議案の説明の中で、電子提供制度というのはこういうものですよという説明をするとともに、併せてフルセットデリバリーを実施する会社では、「当社は、当面は書面交付請求の有無にかかわらず、従前と同様に株主総会資料を書面で提供します」という趣旨の文章を記載する例が少なくなかったのではないかと思います。つまり、どうせ書面を交付しますから、そんなにあわてて書面交付請求をする必要はありませんということを株主に示しておきたいという趣旨です。

そこで議案の説明の中で「当面は書面を送付する」という文言を記載したときに、それが法的にどのような意味を持つのかということを考えておきたいと思います。

前述のように、定款変更決議は法的に無意味なものだ、無効なものだと解するとしても、その議案に付された説明文の中で、「当面は書面を送付する」と会社が決定をして株主に表示した以上は、特に状況に変化がない限りは、少なくとも当面は従前同様に書面を届けるよう尽力することが取締役の義務になるのではないのでしょうか。

例えば、2022 年 6 月の株主総会で今見たような記載をしておきながら、特に状況の変化もないのに、2023 年 6 月の株主総会で書面を届けないことにしますと、取締役の善管注意義務違反の問題を生じるのではないかと、つまり、いかに無効な決議に関する議案についての説明であっても、会社としてそういう意思決定をして外部に表明したからには、取締役は法的に拘束されるのではないかとこのように考えたいのですけれども、いかがでしょうか。さらには、決議方法が著しく不公正であることを理由として、決議取消事由（831 条 1 項 1 号）が生じるおそれも否定できないように思われます。

そして、事前にこのような表示をしても、正当な理由があれば、フルセットデリバリーをやめることは差し支えないでしょうけれども、その場合でも、書面交付請求をしなくても当分は書面がもらえると期待した株主の利益を害しないように、フルセットデリバリーをやめて、書面交付請求をした株主にしか書面を送らないことにするのであれば、基準日より相当期間前に、次回の株主総会からはフルセットデリバリーを行わない予定ですよということを、合理的な方法、例えば前年度の株主総会の招集通知に記載しておくなどの方法で、株主に予告しておく必要があるのではないのでしょうか。

### 5. 電子提供措置

#### 5-1 ウェブサイトのバックアップ

電子提供制度の下では、招集通知、いわゆるアクセス通知に、電子提供措置事項に係る情報を掲載するウェブサイトのアドレス等を記載しなければなりません（325 条の 4 第 2 項 3 号、会社則 95 条の 3 第 1 項 1 号）、そのウェブサイトの数に制限は設けられていません。したがって、電子提供措置の中断が生じるリスクを軽減するなどの目的で、複数のウェブサイトで電子提供措置をとることができます。

そして、施行前の早い段階から、東京証券取引所がバックアップのウェブサイトの 1 つとして東証のウェブサイトの利用を認める見込みであることが伝えられていましたが、予定どおり東証がそのウェブサイトの利用を認めています。

すなわち、東京証券取引所は、投資者向け公衆縦覧用のウェブサイトである東証上場会社情報サービスにおいて、上場会社の株主総会資料を掲載していますが、上場会社は、電子提供措置をとる媒体の 1 つとしてこのサイトを利用することができます。1 度クリックするだけでは、直ちに電子提供措置事項にまではたどり着かないのですが、何度かリンクをたどっていけば、電子提供措置事項にたどり着くことができることになっています。



ただし、東証によりますと、このサイトは、「上場会社各社の自社ウェブサイト等のバックアップとして補助的に利用いただくことを前提とするもの」とされています（東京証券取引所「株主総会資料の電子提供措置における東証ウェブサイト利用時の留意点」（2022 年 12 月 27 日更新））。

したがって、会社がこのサイトを電子提供措置をとる唯一の媒体とすることや、このサイトを主たる媒体として、自社ウェブサイト等をそのバックアップとするような利用の仕方を、東証は認めないものと思われます。

そして、東証のウェブサイトをバックアップとして利用することで、会社は電子提供措置の中断が生じるリスクを軽減することができます。もっとも、電子提供措置が途切れる場合、つまり、もはやアクセス不能になる場合は、バックアップによって中断がなかったことにできるでしょうけれども、電子提供措置事項の内容が改変された場合には、株主は改変があったことに気づかないのが通常ですので、幾らバックアップがあっても、中断があったと解さざるを得ず、したがって、救済の要件（325 条の 6。「中断」には改変を含む）を満たさない限りは、決議の瑕疵にならないと解するのは困難だと思われます（藤田友敬＝澤口実編著『新・改正会社法セミナー』（有斐閣、2023 年）19 頁）。

## 5-2 電子提供措置開始日

ウェブサイトへの掲載期間の開始日、いわゆる電子提供措置開始日は、株主総会の日の 3 週間前の日、又はこの日より早く招集通知を発出する場合はその発出日です（325 条の 3 第 1 項）。

ここで、サーバーのダウン等で電子提供措置開始日に電子提供措置をとることができなかった場合に、電子提供措置の中断に関する救済（325 条の 6）が働くのかが問題になります。

救済規定 325 条の 6 の文言を見ますと、「電子提供措置の中断が生じた」とあり、一旦電子提供措置が開始された後に途切れた場合を想定してい

るように読めます。しかし、初めから電子提供ができていない場合と、一旦開始してその後途切れた場合とで、救済を区別する理由はないのであって、初めから電子提供ができていない場合にも救済規定の適用はあると解すべきだと思われます（北村雅史「電子提供制度に関する法的諸問題Ⅰ」会報〔大阪株式懇談会〕）811 号（2022 年）44 頁）。

他方、電子提供措置開始日より前の日から早期に会社が電子提供措置事項を電子提供措置を行うウェブサイトに掲載しても、その日が電子提供措置開始日となるわけではありません。電子提供措置開始日までの間は、その電子提供は任意に行われるものにすぎないのであって、これに中断が生じたとしても、法的に問題はないと考えられます（北村・前掲 52 頁）。

## 5-3 EDINET の特例

EDINET の特例により、株主総会資料の電子提供を EDINET で代替することができますが（金商 27 条の 30 の 2）、この EDINET 特例を利用しますと、「電子提供措置をとることを要しない」とことになります（325 条の 3 第 3 項）。つまり、EDINET による開示は電子提供措置の方法の 1 つという位置付けにはなっていないので、電子提供措置の中断に関する規定（325 条の 6）の適用はありません。

このように、中断に関する規定の適用がないことから、EDINET 特例を利用するメリットの 1 つとして、EDINET 特例については、期限までに有価証券報告書等の提出を完了すれば、その後は中断のリスクを考慮する必要がない旨を指摘する見解があります（渡辺邦広ほか「株主総会資料電子提供制度の実務対応 Q&A（5）」商事法務 2307 号（2022 年）97 頁）。

しかし、中断に関する規定の適用がないということは、中断という事態を観念しないということではないはずであって、理論的には、もしも中断が生じれば、むしろ救済の余地なく決議の瑕疵に

なると解さざるを得ないのではないのでしょうか。EDINET を利用すれば、その開示が中断するという事態が現実には想定しがたいことから、中断のリスクが現実にはないだろうというにすぎないと考えるべきではないかと思います。

## 6. 書面交付請求

### 6-1 書面交付請求の方法

書面交付請求の方法に限定は設けられていませんので(325 条の5 第1 項参照)、電話又は電子メール等によることも認められます。しかし、実務上は、定款に基づく株式取扱規程におきまして、書面交付請求は書面によって行うべき旨が定められるのが一般です(「株主総会資料の電子提供制度に係る株式取扱規程モデルの改正について」〔2022 年4 月8 日、全国株懇連合会理事会決定〕)。

もし電話等での請求を認めますと、会社として事後に請求の有無を確認することが困難になることが懸念されるというのがその理由です。適法な請求があったにもかかわらず、記載書面を交付しないということになりますと、決議取消事由になると考えられますので、会社としては、請求の有無が明確になるようにしておく必要が認められます。

既に従前から振替法上の少数株主権等(振替法147 条4 項)の行使は書面によるべき旨が株式取扱規程で一般に定められてきたところであり、学説上も特にこのことについて疑義は示されてきませんでした。今回の書面交付請求権は振替法上の少数株主権等には含まれませんので、全株懇モデルでは、株式取扱規程上、少数株主権等とはまた別に規定が設けられていますけれども、書面によるべきこととしてよいかどうかについて、少数株主権等と区別する理由はありません。

確かに、会社法が要求していない請求の方法を株主に求めることは、明文の根拠なしに株主権行使の方法を制限することになるのですけれども、合理的理由に基づく相当程度の制限であって、少

なくとも定款又はそれに基づく株式取扱規程に定めれば許容されると解してよいと思われます。

したがって、書面によるべきであるという定めを設けた会社は、書面によらない請求を拒絶することができることになります。もっとも、その請求が書面によることなく電話等で行われてきた場合に、会社が書面で請求するように案内する措置をとることもなしに、単に請求の拒絶のみをすることは、招集手続が著しく不公正であると見られる余地を否定し切れないのではないのでしょうか。実務的には、書面で請求してくださいという案内をする措置をとっておくのが無難ではないかと思われます。

以上のように、書面交付請求を書面によって行うべき旨を株式取扱規程に定めることはできると解してよいと思われますし、さらに進んで、全株懇モデルは単に「書面」としか記載されていないのですけれども、株式取扱規程で「会社の定める書式」、すなわち会社が定める所定の請求書によって行うべきことまで求めることもできるでしょう。もっとも、全株懇モデルのように、株式取扱規程では、単に書面によるべき旨だけを定めている場合には、会社が所定の書式を定めていて、株主がその所定の書式以外の書面によって請求を行ったときであっても、その請求は定款に根拠のある方法でされた請求であって、会社法上適法な請求がされているわけですから、会社はこれを拒むことはできないと解すべきだと思います。(北村・前掲44 頁)。

### 6-2 書面交付請求の時期

書面交付請求権の行使期限は、議決権行使の基準日です(325 条の5 第2 項)。会社法では、会社の事務処理の負担の大きさを考慮して、書面交付が必要な株主が誰かを、会社が基準日までに把握して登録しておくことのできる仕組みが導入されています。したがって、基準日の経過後に書面交付請求がされても、会社は、その基準日に係る株主総会について書面を交付する必要はなく、

基準日が経過していない次回以降の株主総会について書面交付請求があったものとして扱えば足りることになります。

もっとも、書面交付請求を基準日までに行わせることにしたのは、会社側の事務処理の便宜のためですので、会社の側からその利益を放棄して、基準日を経過してされた書面交付請求を適法なものとして扱うことは差し支えないと考えられます。

厳格な解釈をとりますと、株主平等原則との関係で、ある株主に基準日を経過した書面交付請求を認めるのであれば、全ての株主にこれを認め、あるいは、全ての株主の同意を得なければならないと考えられるところ、株主の中には、もう法定の期限が過ぎたとして書面交付請求を断念する者もあり得ますので、単に期限を過ぎて請求してきた株主だけを一律に扱うだけでは足りず、結局のところ、株主平等原則に従った処理を行うことは、上場会社では事実上不可能になると解すべきことになるでしょう（北村・前掲 47 頁）。

確かに、例えば株主提案権については、まさにこのような考え方により、法定の期限に遅れた権利行使を会社の側から任意に認める措置をとることは、事実上無理であると思われます。そのような権利行使を認めたいのであれば、あらかじめ定款で 8 週間の期間を短縮しておけばよいと考えられます（303 条 2 項参照）。

しかし、書面交付請求については、期限に遅れた請求に応じることとしても、請求株主に対して会社が任意に一定の情報提供をすることになるにすぎません。会社が株主全員に対して会社法上要求される情報を提供している限りは、それを超える情報を一部の株主にだけ提供することは、株主平等原則の観点から問題が生じることはないと思います。例えば、株主全員に対して会社法上要求される情報を提供している限りは、一部の機関投資家等に対してだけ追加の情報提供をして委任状勧誘を行うというようなことは差し支えないと従来一般に解されてきたと思われます。そうしますと、書面交付

請求については、基準日を経過してされた請求に会社が任意に応じることが、差し支えないと解してよいのではないのでしょうか。

期限に遅れて書面交付請求してきた株主について恣意的な差別をして、一部の株主の請求には応じない措置をとることは、株主平等原則に違反することになりますけれども、例えば基準日後の一定の日を期限として設定して、その期限までは一律に請求に応じるという措置をとるのであれば、問題はないと思われます。

### 6-3 書面交付請求と株主たる地位の喪失

振替株式については、書面交付請求の宛て先として 2 つのルートが設けられています。第 1 に、振替株式であるかどうかにかかわらず、既に株主名簿上の株主になっている株主は、会社、すなわち株主名簿管理人に直接に書面交付請求をすることができます（325 条の 5 第 1 項）。

第 2 に、振替株式については、さらに株主は、直近上位機関を経由して書面交付請求をすることもできます（振替法 159 条の 2 第 2 項前段）。この場合は、株主名簿上の株主でなくても、この請求権を会社に対して対抗することができます（同条 2 項後段）。口座管理機関を経由しますので、請求者が口座簿上の株主であることは明らかだからです。

株主がまだ株主名簿上の株主になっておらず、次の総株主通知（振替法 151 条 1 項）に基づいて初めて基準日株主として株主名簿に記載される者である場合には、会社に対して自らが株主であることを対抗することはできませんので（会社法 130 条 1 項）、会社に直接に書面交付請求をする第 1 の方法をとることはできません。しかし、直近上位機関を経由するこの第 2 の方法をとりますと、まだ株主名簿上の株主になっていなくても、書面交付請求をすることができます。こういう仕組みになっています。

さて、この第 1 の方法ですと、個別株主通知なしに、株主名簿に基づいて権利行使を認めるため

に、書面交付請求をした者が請求時点で既に株主でない可能性があります。株主でない者による請求は無効なはずなのですが、会社としては、その者に関する口座簿の情報をその者の直近上位機関に所定の費用を払って入手しない限りは（振替法277条後段、振替命令61条2号）、その者が請求時点で株主かどうかを確認することはできません。実務上は、会社としてはそのような者も書面交付請求をした株主として一旦は登録をせざるを得ないでしょうけれども、その者はどうせ次の総株主通知によっては基準日株主となることはできませんので、その者に招集通知を発出する必要はなく、結局、書面交付請求にも応じる必要はないという扱いになるのだと思います。

さらに、この第1、第2のいずれかのルートで株主による書面交付請求が有効にされた場合であっても、その後にその株主が株式を処分して株主でなくなったときに、その請求の効力が問題となります。

その株主が株主たる地位を失ったのが基準日後であれば、書面交付請求の効力に問題はありません。基準日時点でその基準日に係る株主総会についてその者が議決権とそれと一体になった書面交付請求権を有することが確定済みだからです。

他方、その株主が基準日前に株式を処分して株主たる地位を失った場合には、書面交付請求は株主たる地位に基づく請求ですので、請求株主が株主たる地位を失った時点で書面交付請求は当然に失効すると解すべきこととなるでしょう。

その者がその後に再び株主になった場合にも、一旦失効した書面交付請求が復活するわけではなく、その者が書面の交付を望むのであれば、基準日まで改めて書面交付請求を行う必要があると考えられます。

## 7. 異議申述手続

電子提供制度におきましては、いわゆる異議申述の手続が設けられています（325条の5第4項・5項）。すなわち、株主が書面交付請求の日

から1年を経過すれば、会社がその株主に対してその請求を失効させてよいのか、異議があれば述べるよう催告することができ、催告期間は1か月以上ですけれども、異議がなければ、その請求は失効するものとされています。

さて、実務上、催告をすることのできる株主全員に対してではなくて、その一部の者に対してだけ催告をする、例えば一定の議決権数に達しない株主ですとか、あるいは議決権行使をしなかった株主だけに催告を行いたいというニーズが存在します。このように、一部の者だけに催告することは、株主平等原則との関係で問題はないのかを考えておく必要があります。

催告を受けることで、株主が受ける不利益は実質的には大きなものではありません。催告はそれだけで書面交付請求を失効させるわけではなく、引き続き書面の交付を望む株主は、異議を述べさえすれば書面の交付を受けることができ、また、仮に催告期間内に異議を述べなかったとしても、再び書面交付請求をすることが妨げられるわけでもないからです。

他方で、催告を行うにもコストを要しますので、会社としては、催告をすることのできる株主のうち、特に異議申述の可能性が低いと見込まれる株主に限定して催告を行うことには、合理的な理由があります。

催告をすることのできる株主の中から恣意的に一部の株主を選別して催告するというようなことをしますと、株主平等原則違反の問題が生じ得るでしょうけれども、前述のように、例えば一定の議決権数に達しない株主ですとか、議決権行使をしなかった株主だけに催告をすることには、合理的な理由が認められ、これらの株主に対してのみ催告をするという程度の差別的な取扱い、株主平等原則に違反することはないと解してよいのではないかと思います（渡辺邦広ほか「株主総会資料電子提供制度の実務対応 Q&A(4)」商事法務2306号（2022年）49頁）。

以上、多くの会社で電子提供制度適用初年度の



株主総会が終わったのを機に、決して網羅的なものではありませんが、重要と思われる運用上の問題を取り上げさせていただきました。報告は以上でございます。

~~~~~

【討 論】

○川口 ありがとうございました。

7項目についてご報告いただきましたけれども、あまり細かく細分化して議論するというよりは、どこからでもご質問、ご意見を頂戴できればと思います。よろしくお願いいたします。

【みなし定款変更と定款変更決議との関係】

○伊藤 ご報告ありがとうございました。

項目 4-1 の「みなし定款変更と定款変更決議」というところですけども、定款変更決議を全くやらずに、みなし定款変更だけを根拠に電子提供措置をとるということと、それから多くの会社がやっているとおっしゃった、わざわざ定款変更をやって、その定款規定を根拠に電子提供措置をとることとの間で、違いが生じるようなケースがあり得るのかを考えてみたいと思います。

違いが生じる可能性がありそうなケースとしては、わざわざ定款変更決議をやったのだけれど、その決議が事後的に取り消されたりした場合が考えられそうです。ただ、その場合も、やはりみなし定款変更のルールが適用されるのであるから、事後的にその決議が取り消されたとしても、結局会社は電子提供措置をとることができると考えてよいのであれば、違いは生じないと思います。

もう一つ違いが生じる可能性があるケースとして、その上場会社が上場廃止をして振替株式を発行しなくなった場合も考えられそうです。わざわざ定款変更をやっておいたのであれば、事後的にその会社が上場廃止をして振替株式を発行しなくなったというときにも、特段の行為を要せずにそのまま電子提供措置はとり続けられるのではない

かと思います。

他方で、全く定款変更決議をやらずに、みなし定款変更だけを根拠にずっとその上場会社が電子提供措置をとっていたという場合には、上場廃止をして振替株式を発行しなくなれば、みなし定款変更のルールが適用される根拠もなくなり、もしその後で電子提供措置をとり続けたいのであれば、改めてその時点で定款変更をする必要があるとも考えられそうです。

もちろん、そのように考えたとしても、電子提供措置をとり続けたければ定款変更をやればよいというだけですので、そこもあまり深刻な違いではないと思います。

ただ、今申し上げたようなことから考えますと、私は、みなし定款変更という制度自体が法規定の適用を分かりづらくするもので、問題がないわけではないようにも思います。

この問題についても、ルールの作り方としては、みなし定款変更を定めるのではなくて、会社法本体に、振替株式発行会社は定款規定を要せずに電子提供措置をとれるということをダイレクトに定めることも、論理的には可能であるようにも思います。

ほかにもいろんな場面でみなし定款変更というやり方は用いられるのですけれども、そのルールの作り方自体が法規定の適用を分かりづらくする問題はあるかなというふうにちょっと感じたところです。

○前田 貴重なご指摘をいただき、ありがとうございます。

まず、私が報告させていただきましたように、現実の定款変更決議をしても無効だという立場をとるのであれば、無効な決議は取消しの対象にはならないと思うのです。他方で、現実の定款変更決議が有効であるという立場をとった場合であっても、まさに伊藤先生がおっしゃられたように、決議が取り消されても法律の力で定款変更がされているわけですから、取り消す実益はないのではないのでしょうか。

○伊藤 なるほど。

○前田 結局、決議取消しは問題にならないということになるのではないかと思います。

そして、次におっしゃった上場廃止の場合も、法律の力であるにせよ、現実には決議をしたのであるにせよ、一旦定款に電子提供措置をとるという定めが設けられれば、その後は何も変わりはないのではないのでしょうか。伊藤先生がおっしゃったように、上場廃止をして振替株式が発行されなくなったときに、自分で決議をしている場合だけ電子提供措置をとり続けられるという考え方は、私はよく理解できませんでした。一旦設けられれば、後は全く対等なのかなと思った次第です。

○伊藤 設けられればとおっしゃったのは……

○前田 法律の力であれ、仮に有効説をとったとして現実の定款変更手続に基づいてあれ、電子提供措置をとる旨の定款の定めが設けられてしまえば、あとは違いは生じないのではないかと思いますのですけれども。

○伊藤 電子提供措置がその後はずっと使えるということなののでしょうか。

○前田 上場廃止になった場合も、上場会社以外でもこの制度は使えますから、上場廃止になったからといって、みなし定款変更による定款の定めが当然に廃止にされるものではないと思います。

○伊藤 なるほど。定款規定には何も書かれていないのだけれど、みなし定款変更によって、書かれていない定款規定が存在するものとみなされているという状態なののでしょうか。

○前田 みなし定款変更と、実際の決議で定款変更したのと、差は全くないのではないのでしょうか。

○伊藤 ただ、上場廃止後に、定款に何も書かれていないのに、過去にみなし定款変更によってその旨が定款に書かれているものと扱われるというのは、かなり……

○前田 いえいえ、みなし定款変更によって法律の力で定款変更がされれば、いわゆる形式的意義の定款、すなわち書面とか電子的なファイルの

ほうも併せて変更はしないといけないですね。

○伊藤 なるほど、記載はされて……。

○前田 ええ。みなし定款変更だからといって、いわゆる形式的意義の定款は変更しなくていいということにはならないと思います。

○伊藤 なるほど、分かりました。

○前田 確かにみなし定款変更というのは分かりづらく、立法論としては、伊藤先生がご提案くださったように、例えば会社法本体に「上場会社は電子提供措置をとらなければならない」という規定を直接に置いてしまうことは考えられるのだろうと思いました。

○伊藤 ありがとうございます。

【定款変更決議と整備法 10 条 3 項との関係】

○北村 ご報告、ありがとうございます。

私も、3 ページの 4 の定款の定めについて質問したいと思います。

前田先生は、現実には定款変更決議をしても、上場会社はみなし定款変更されるから、決議は無効ではないかとおっしゃいました。これについて、無意味だけど有効だと考えるか、無効と考えるかによって、2 つほど違いが生じるのかなと思いました。

一つは、前田先生が 4-2 のところでおっしゃっている株主総会参考書類における議案の説明ですが、決議がそもそも無効であれば、議案の説明自体無効になるのではないか。一方、決議が有効であれば、議案の説明の部分も有効ということになるのではないか、という点です。

もう一つは、前田先生が 1 ページで述べられている整備法 10 条 3 項との関係ですが、整備法 10 条 3 項は次のように規定をしています。「前項の規定により定款の変更の決議をしたものとみなされた会社の取締役が株主総会の招集の手続を行う場合」は、株主総会の日が施行日から 6 か月以内の日である場合に限り従前の例による。この規定は「みなされた会社」と言っているのですね。ということは、みなし定款変更の場合だけを考えて

いるのかもしれない。そうだとすると、上場会社が自主的に定款変更をすると、10条3項が適用されるのかどうかを別途考えなければならなくなります。

私は、もし任意に定款変更をすれば10条3項が適用されないとすると、去年の9月1日以降に定時株主総会を開けば、電子提供措置をしなればいけなくなって、基準日が9月1日より前であれば書面交付請求ができないという状況になるのはおかしいから、任意に定款変更をした場合でも10条3項は適用されると解釈しなければならない、と考えます。

私としては、整備法10条3項のように解釈で補う場面もありますけど、定款変更決議は無意味だけど有効としておく方が、株主総会参考書類の記載とかその議案に関連して行われた説明との関係では、実益があるのではないかと考えますが、前田先生のご見解を伺いたいと思います。

以上です。

○前田 貴重なご意見をいただき、ありがとうございます。北村先生の言われる無意味だけれども有効という、その有効ということにはどれだけの実益があるのか、何か法的な効果と結び付くのかということが問題なのだと思います。

そして、1つ目の点、当面は書面を送りますということを現実の定款変更決議に際して会社が表明していた場合に、北村先生は、決議が無効ならその表明も無効ではないかということを示唆され、私もそこは気にはなったのですがけれども、いかに無効な決議に係る議案の説明であっても、会社がそういう決定をして表示をしたのであれば、やはり株主は期待をするのですね、当面は書面交付請求をしなくても書面がもらえるのだと。ですので、やはり取締役は、その表明に拘束されると解するのがよいのではないかと考えました。

そう考えるのであれば、現実の決議はやはりやっても意味がない、無効と言ってもよいと思うのですがけれども、もし北村先生のようなお考えに立てば、その決議は無意味だけど有効にされたと考

える必要があるということですね。

それから、ご指摘くださった整備法10条3項には、まさに北村先生がおっしゃった問題があり、普通に読めば、みなし定款変更によって定款変更した場合にしか適用がないように読めてしまうのですね。ですから、この整備法の規定は、むしろ私のように現実の定款変更決議は無効であって、決議していても定款変更はみなし定款変更によってのみ生じる、すなわち決議していても何の意味もないという考え方を補強する規定になっていると理解しています。

この整備法の規定は、形のうえでは確かに、みなし定款変更による定款変更がされた場合にのみ適用があるように読めるのですがけれども、法務省の立案担当者は、現実には定款変更決議をするのであっても、この規定は適用されるという説明をしていますね（神田ほか・前掲88頁〔竹林発言〕）。この整備法の規定との関係を考えても、私は、無意味だけれども有効だという考え方をとるよりは、もう無効と言ってしまうたいのです。

例えば、現実にはあり得ない例ですが、今年の定時株主総会で会社が現実には定款変更するという決議をしたとすると、それは異論なく無効と考えられるのではないかと思います。もう法律の力で変わってしまったわけですから、すでに変わっているものを変更する決議はできないので、決議は無効だということに異論はないと思うのです。

他方、私が取り上げた例は、みなし定款変更の効力発生と現実の定款変更決議に基づく定款変更の効力発生が同時なのですね。同時なので、そういう現実の決議に基づいて定款変更がされているのだという解釈を生む余地が生じているのだと思います。しかし、報告でも申しましたように、否決されたって変わるわけですから、やはり法的には無意味なことをしているのだと私は考えたいと思います。

○北村 ありがとうございます。

【定款変更決議は無効か】

○行澤 会社法 830 条 2 項は、総会決議の無効は決議内容が法令に違反するということを前提としています。そうすると、任意に定款変更決議をしても、どうせ同時期に法律が規定したみなし定款変更が効力を生じるので、当該任意の総会決議に意味がないと言える場合、しかしそれが法令に反するとまでは言えないのではないかという点が疑問なのですが。

○前田 定款の変更となるためには、実質的意義での定款の変更、つまり抽象的なルールを変更するのでなければなりませんね。

○行澤 はい。

○前田 今回の場合、確かに同時なのでちょっと微妙ではあるのですが、同時に法律の力で変わるのですよね。そうすると何か別に決議をしたところで、その決議に基づいて抽象的なルールが変更されると考える必要はないと思うのです。結局、会社法が言う「定款変更」になっておらず、決議内容が法令に違反すると思いたいのです。

○行澤 おっしゃっていることは分かるのですが、必ずしも当該総会決議が何か積極的に法令に違反するという事ではないですよね。つまり、将来法律の規定によってみなし定款変更が生じるということを前提として、その法律の内容に反しないような決議をその効力発生前に株主総会で決議しておくということは、それ自体、確かに特別な意味を付加するものではないけれども、逆に無効であるとするまでの違法性という現実的必要性もないのではないのでしょうか。

○前田 何か具体的な法的意味に結び付かないのであれば、有効な決議だという意味があるのでしょうか。北村先生が先ほどおっしゃってくださった第 1 の点についても、繰り返しになりますけど、たとえ無効な決議に係る議案についての説明の中であっても、説明したことにはそれなりの意味はあると思うのです。

○行澤 それはそうですね。

○前田 そう考えますと、現実には決議をしても法的には意味はないのではないかと。ただ、法的

に意味のない無効な決議に係る議案を作成して株主総会に上程することは取締役の任務懈怠になるという議論は、ひょっとしたらあるのかもしれませんが。しかし、無効な決議ではあっても、現実の決議を行うことで、株主に報告をするという意味はあると思います。

法律の力で変わった場合、株主には定款変更があったことが通常分らないですからね。

○行澤 分らないですね。

○前田 ですので、お知らせをするという意味では有益ですし、また、そのためだけに株主総会を招集したりすると、費用も莫大にかかってしまいますけれども、単に定時株主総会で無効な決議に係る議案をくっつけただけならば、任務懈怠というほどのこともないのではないのでしょうか。お知らせをするという重要な機能はあると思います。

決議は無効だという私の考え方からすれば、決議を行うのではなくて、任意の報告事項として、今度こういう会社法改正があって、当社の定款はこう変わります、したがって形式的意義の定款もこう書き換えますということを報告するのが一番理論的にはすっきりするというように思います。

○行澤 付け加えますと、おっしゃるとおり、レジュメの 3 ページ、4-2 のフルセットデリバリーを任意にやると言っておきながらやらなかった場合のケースで、確かに決議の効力が無効であっても、その取締役会等の言明というかステートメントは有効だと思いますので、それは実質的に株主の期待ということに結び付けられる——だから、その場合は前田先生の結論に全く賛成です。

○前田 ありがとうございます。

【形式的意義の定款の変更と株主総会決議】

○舩津 あまりここにこだわる必要はないのかもしれませんが、まず経過措置は、みなし定款変更決議がされたとみなされているだけであって、株式併合等と違って、定款自体が変更したとみなされるわけではないという規定ぶりだと思います。

そうだとしたときに、要するに、実質は前田先

生のおっしゃっていることとあまり変わらないのかもしれないのですが、確かに、実質的意義の定款変更というか、電子提供措置をやるという会社の意思決定はそこで既に決定されているとみなされるわけですが、問題は、実際に会社の定款をどうするかという話になったときに、一体何条に置くのかとか、そういうあたりの形式的意義の定款の方の変更が一義的に決まらないということがあるかと思います。

そういう場合に、形式的な定款変更株主総会特別決議がどれだけ要するかというのは、論者によってかなり違っているとは思いますが、より堅く見た場合には、やはり文言の変更一つで法律の条文と同じように変わる可能性がある以上は、そして定款変更が株主総会決議事項だとされている以上は、文言をいじること自体が定款変更なのだと理解することができると思います。

ましてその場合に、実際の規定ぶりを作ることまで考えますと、やはり今回のみなし決議は、確かに方針としてというか、実質的意義の内容としてはもう既に決議されたとみなされるものかもしれませんけれども、規定ぶりとしてどうするかということは相変わらず株主総会の権限事項と考えるべきだと思いますので、やはりそこは有効と解さざるを得ないのではないかという気がしております。

ただ、前田先生のおっしゃるように、実質的意義は既に決議したとみなされているのだから、それはもう意味がないんじゃないかと言われればそうなのかもしれないのですが、むしろ形式的意義の定款変更という形でどこまで範囲が及ぶかということを考えると、やはり従来の考え方からすると、それに関わらず無効と解することにはならないのではないかなと思いました。

以上です。

○前田 貴重なご意見ありがとうございます。

実質的意義の定款変更があった場合に、それを定款の何条に置くのかとか、あるいはどのように表現して記載をするかということも重要ではあるの

ですけれども、私が理解している限りでは、学説では、株主総会決議が要るのは実質的意義での定款変更、すなわち抽象的なルールの変更だけであって、あとは、それに基づいて代表取締役が形式的意義の定款に落とし込むだけのことだと解されてきたと思います。

確かに、何条に置くのかとか、どういう表現をとるかということについてまで株主の目にさらして現実の定款変更決議を行うことは、単に定款変更の内容をお知らせするにとどまらず、定款の体裁がこれでいいですかということまで株主に確認するという意味もあって、そういう意義が認められることはよく分かります。しかし形式的意義の定款の体裁のようなことは、株主総会の特別決議で決すべきほどのことではないですね。繰り返しになりますけれども、株主総会決議が必要なのは抽象的なルールの変更だけであって、それに基づいてどう記載をするかは代表取締役の権限であると考えるのがよいと思います。

例えば実質的意義の定款変更があったのに、それを著しく不適正な形で形式的意義の定款に書き込んだというようなことがあれば、取締役の善管注意義務違反になると考えればよいのだと思いますが、船津先生、いかがでしょうか。

○船津 恐らくそこは見解の相違というか、定款変更に関する考え方の違いということだと思います。結構です。ありがとうございます。

【株主への情報提供の在り方】

○梅本 全く違う論点で、また大ざっぱなコメントになりそうですが、1 ページ目の「発送物の実際」を見ていますと、比較的多くの会社が書面とウェブのいずれも情報提供をしていたということですね。ウェブ開示も含めてということなのですが、そういう場合の株主への情報提供の在り方というのは、ちょっと問題が出てくる場合もあるのではないかなと思いました。

というのは、ある会社で監査役の方が辞任されて、その次の株主総会で会社法 345 条 2 項に基づ

いて辞任の意見・理由を述べたというケースがありました。これは事業報告での記載事項（121 条 7 号）になっております。その会社はウェブ開示できる事項なので、招集通知の方では書かなくて、ウェブの方で開示をして提供する形にしていたのです。

なぜそういう形にしたかという、推測でしかないのですが、招集通知の方は株主としては重要な書類と受け取るからではないかと。先生が書いておられるように重要性がどの程度あるかというと、基本的に全部重要だというのはその通りだと思います。ただし、書面の招集通知・参考書類はより重要なもの、ウェブの方はそうでもないという受け取り方があるのも確かではないかと。株主は、議案の書いてある方の書面情報を中心に見て、ウェブにある単体の計算書類だとか事業の経過なんて情報はあまり関心がないので、ウェブの方は見ない。ところが、121 条の 7 号のように、監査役が辞任してその理由として、会社の不都合な理由が記載されたりした場合に、そういうことを書面の方で出してしまうと、何かとガバナンスの不備みたいなことに株主の注意が向いてしまう。そうしないために、ウェブの方に入れてしまったとすると、そういうことが妥当なのか疑問に思えます。最近の事例でしたので、ちょっとそんな印象を持ったということで、単なるコメントです。

○前田 貴重なご意見ありがとうございます。

梅本先生のおっしゃってくださった 121 条 7 号の事項は、私が報告させていただきました会社法施行規則の改正前、すなわち記載しないとといけない事項が比較的広がった時期から、既に記載しなくてよいことになっていた事項なのですね。

○梅本 そうです。ご指摘のとおりです。

○前田 確かに、先生のおっしゃるように個別具体的には、たとえば 121 条 7 号のような事項であっても、書面で株主にお知らせするのが適切であるという場合があることは理解するのですが、制度として一般的に、電子化がこれだけ進展している状況の中で、類型的に重要なものだけ

に絞っていった結果として、個別具体的には書面にしておくのがふさわしい項目が削られてしまったおそれは否定できないのだと思います。

これはまさに立法論といいますか、施行規則改正の問題として、もし 121 条 7 号の事項が重要だというのであれば、電子提供措置事項記載書面に必ず載せないといけないという議論をすべきことなのだろうと思います。

しかし、個別具体的に重要なことがありうるというようなものを拾っていきますと、結局省略できない事項が増えていくことになります。この研究会で、前に梅本先生は、できるだけデジタルデバイドの弱者保護は将来解消すべきであるというご意見を述べておられたと思いますので、そういう方向を目指すのであれば、必ず記載しなければいけない事項を絞り込んでいくべきことになります。記載すべき事項がゼロになるということは、すなわち会社法上の書面交付請求の制度が廃止されることを意味するのですね。

将来はそこまで進むのかもしれませんが、今はそれに向かう過渡的な措置として、少しずつ絞り込んでいく。その過程で本来残すべきものもひょっとすると削られているのではないかとのご懸念があることは、よく理解いたしました。

○梅本 全部ウェブあるいは、全部書面となると問題ないのですが、一部だけ書面に書き分けるというところにちょっとうさん臭さが……。

○前田 電子提供措置として、ウェブ上には全部載せなければならないのですが、その中で一部だけを切り取って書面にして株主に交付しないとといけないということですね。

【議決権行使書面の電子提供】

○川口 議決権行使書面を電子提供した会社はなかったようですね。これまで郵送されてくる議決権行使書面は、氏名や株主番号などが記載されており、株主総会の入場票の役割を果たしていました。これを会場で提示すれば株主総会に入れたわけです。もし、これを電子交付にした場合、こ

の実務は変わるのでしょうか。今回、そのことも考慮して、電子提供がなかったというのは考え過ぎですか。

○前田 それだけのために送っているというわけではないと思います。（笑）株主総会当日は株主の資格確認を短時間で大量に行わなければなりませんので、議決権行使書面を提示するという方法が上場会社で広くとられているというのは、川口先生のおっしゃるとおりだと思います。

けれども、資格確認の方法がそれに限られるわけではなく、それこそアクセス通知のはがきを受付で提示させるとか、ほかにも方法があるのであって、資格証明の手段のために議決権行使書面を紙で交付しているわけではないと思います。

○川口 分かりました。ありがとうございます。

【株主の議決権行使への影響】

○片木 今のところとある程度関連するところで2点ほどお聞きしたいのですけれども、1つは、1ページ目で、今年度に限ってはフルセットデリバリーが非常に多かったということで、議決権行使比率の低下の懸念ということが書いてあったのですが、今まで、既にある程度重要な事項についてもかなりウェブ開示が進んでいたような状況で、今回の仕組みによって従来以上にウェブで見に行かなきゃいけないものが増えてきたという、そういうことによって議決権行使をやめる人たちというのが一体どの程度いて、どのぐらいの比率になるのか。多分、法人株主で書面がないと嫌という人はまずいないだろうと思うのです。

それで、今まで比較的積極的に議決権行使書面や電磁的投票を返されている個人の株主の方について言えば、ホームページを見に行ってくれと言われたら見に行くか、こう言っては何ですけども、ほとんど見に行きもせずに、議決権行使書面をぱっと出しちゃうような方が非常に多くて、書面を一々ホームページまで見に行かないといけなから投票をやめましたなどというのが、株主数、ましてや議決権の比率から言ってそんなにあるの

かというのがちょっと疑問なので、どうなのかなと思って、ご意見をお聞きしたいというのが1点です。

○前田 データに関しては、まだ実務家等の座談会の記事を見た限りのことしか存じ上げず、ごく限られた会社についてのことなのですが、議決権の行使について特に目立った影響はないという意見が実務家から出されていました。

確かに、法人株主はもともと書面は当てにしていないという面があるでしょうし、個人株主についても、資料の提供の仕方が変わったからといって、さほど議決権行使の有無に影響するものではなかろうというように推測はしておりました。今年の年末の旬刊商事法務誌の株主総会白書では具体的なデータが出るかもしれませんが、現時点では、どのように議決権行使に影響があったのかということについて、データを持ちあわせておりません。

【定時株主総会への「提出」の意味】

○片木 もう一点、2ページのところで、ウェブ開示ないしは書面交付請求からも排除できる項目が、今回、施行規則で増えたということですが、それに関連して、ちょっとそこに書いていない話で恐縮ですが、会社法 438 条で、取締役会設置会社におきましては、株主総会招集通知に際して各書類を提供して、ここにはもちろん電子的措置による提供も含むのですが、そのうえで計算書類及び事業報告は定時株主総会に提出することが要求されております。

従来、招集通知で送付したものについても、一応総会の場に置いておいて、必要な方が取りに行けるようなことにしたり、また一部の会社では、ウェブ開示事項にされている内容についても、総会の場におきましては一応配布可能なようにしていらっしゃったようですけれども、全ての会社がそうしているわけでも必ずしもないようで、そうすると、提出って何なんだと。

画面に表示するというのも提出というふうにも

し理解できるのであれば、ウェブ開示されているような事項なんかについても含めて、計算書類、特に事業報告なんかについて、全部一応総会の場合において画面表示する必要があるのかしらとか、ちょっとそのあたりが非常に分かりにくいもので、ウェブ開示が非常に進んできた場合に、では、書類の提出というのはどのようにしてするのか。ある程度ウェブ開示事項も含めて全部一応総会の場合に置くというのが前提になるのかということについて、ちょっとお教えいただければと思います。

○前田 438 条 1 項が計算書類、事業報告を定時株主総会に提出・提供せよと規定しているのは、株主に提供せよというのではなくて、株主総会に提出せよということですね。株主に対してはもう招集通知のときに提供済みなので。

○片木 総会に提出するのは画面開示でもいいのかなとは思ったのですが。

○前田 従来、書面を原則にしていた時代でも、この提出・提供というのは、事業報告であれば、事業報告に係る情報が全体として議場に提供されればよいのであって、典型的には、送付された書類の記載のとおりである旨を議長が述べれば提供したことになり、かつ報告したことになると考えてきたのではないのでしょうか。会場に書面を備え置くかどうかというのは、個々の株主への提供の話であって、別の話ですね。

電子提供制度の下でも、提供された資料のとおりである旨を議長が述べれば、それで株主総会への提出・報告になるのであって、ここは特に、書面を原則としていた従前の場合と実質的な変更はないのではないかと理解していたのですけれども、いかがでしょうか。

○片木 私、ちょっとそこがよく分からなかったのですが、報告というものについては、もちろん事業報告を提出したうえで、普通は報告になるわけですね。事業報告については報告ですし、上場会社ですと、会計監査人設置会社ですから、計算書類も報告になります。それについては画面を見せながら報告をすればそれでいいのだらうと思

うのですが、「提出」とは何かというのが従来気になっていたところです。

大体従来は、書面をそのまま総会の場合に置いてあったようなので、それでいいのかなと思ったのですが、ウェブ開示が非常に増えてきて、ウェブ開示事項まではもし置かないということになった場合には、総会の場合での画面、スクリーンへの提示だけが提出ということになると思うのですが、その全部をきちっと見せるわけでもないでしょうから、特にウェブ開示事項なんかについて、それで提出したというふうに言い切れるのかなというのがちょっと気になったということです。

○前田 先ほど申しましたように、会場に備え置くかどうかは株主への提供の話ですね。株主総会に提出するとは、株主総会において議題として取り上げるということになるのではないかと思いますのですけれども、いかがでしょうか。

○片木 報告事項として一応含めるということであれば、具体的には別に何もなくて……。

○前田 ええ、事業報告について言えば、招集通知に事業報告の報告が議題として取り上げられていて、そして当日も議題として取り上げられれば、それで提出されたことになるのであって、従前と違いはないのではないのでしょうか。

会場のスクリーンで事業報告の内容を投影したからといって、それが提出となるわけではなく、議題として取り上げられるかどうか重要だと思うのです。

○片木 準備書面なんかでも、この準備書面を引用いたしますということで準備書面を提出したみたいな形になりますけれども、それと同じように考えていいということでよろしいのでしょうか。

○前田 ええ、個々の株主に対しては招集通知のときに情報を提供済みであることが前提となりますが、そう考えていいのではないのでしょうか。

○片木 ありがとうございます。

【フルセットデリバリーをやめる正当な理由】

○白井 ご報告ありがとうございました。大変

勉強をさせていただきました。

私の質問は、レジュメ3ページの項目4-2についてです。現実の定款変更決議をする際に、株主総会参考書類における議案の説明の中で当面はフルセットデリバリーを実施する旨を記載した場合に、前田先生のご報告の中では、正当な理由があればフルセットデリバリーをやめることができるけれども、その場合、基準日より相当期間前にきちんと株主に予告しておく必要があるというご指摘がございました。この点につきまして、個人的には、ここにいう「正当な理由」としてどこまでのものを要求するべきなのかという点が気になりました。

すなわち、議案の説明において、当社では当面はフルセットデリバリーをやりますよと述べた当時と比べて、例えば経営状況が悪化しているとか、株主構成が変化してデジタルデバインドの問題を懸念する必要がなくなったとか、もしくは株主にその後アンケート調査等を行って、フルセットデリバリーは要らないといった意見が多数を占めるようになったなどの事情まで確認したうえで、コストがかかるのでフルセットデリバリーはやめることにしますというようなレベルの、それなりに高いレベルの「正当な理由」が必要となるのか。それとも、経営状況の変化を認識したり、フルセットデリバリーに対する株主の意識等を確認したりする必要もなく、やっぱりコストがかかるからやめますといった程度の理由で足りるのか。こうしたどの程度の水準の「正当な理由」が求められるのかといったあたりが、実務への影響という観点からは問題となり得るところかもしれないと感じました。

私個人の感想としては、フルセットデリバリーを中止するに当たって正当な理由を要求するにしても、やっぱりコストがかかるからやめますという程度の理由で十分ではないかという印象を持っております。と申しますのも、議案の説明の中で当面はフルセットデリバリーを実施する旨を述べたとしても、①そのことにより株主の議決権行使

行動が変わりうるといった事情は問題視する必要がないと考えられることに加え、②フルセットデリバリーの中止により株主が被る不利益はせいぜい書面交付請求の機会を失いかねないという程度にとどまると考えられるからです。①の点ですが、先ほども議論になっておりましたように、上場会社におけるみなし定款変更により、結局のところ定款変更決議は法的には意味がないと解される以上、議案の説明の中で当面はフルセットデリバリーをやりますよと説明をしたことによって、抽象的には、定款変更議案について株主の賛成票を増やすという効果が生じうるとはいえるわけですが、そもそも定款変更決議に法的には意味がないわけですので、たとえその後すぐにフルセットデリバリーを中止したとしても、定款変更議案に賛成した株主の議決権行使行動が当面はフルセットデリバリーをする旨の説明によって歪められたかもしれないという側面は、基本的には問題視しなくてよいのではないかと思います。そうすると、当面はフルセットデリバリーをやりますよと説明しつつも、その後すぐに中止したことにより株主が被る不利益というのは、②当社ではフルセットデリバリーがされると考えて書面交付請求をしなかったという、書面交付請求の機会を失ったという不利益の程度にとどまるのではないかといえそうです。

このように、フルセットデリバリーをしてくれるので書面交付請求をしなかったというような場合には、株主の利益保護を考えないといけませんが、その点につきましても、前田先生のレジュメの中では、基準日より相当期間前の株主への予告というものを要請されておりますので、そうすると、株主としては中止を知って書面交付請求をすることはできますから、書面交付請求の機会を失わせるという不利益も基本的には問題視しなくてよいといえそうです。

そうすると、定款変更決議におけるフルセットデリバリーの説明について、それによる株主の議決権行使行動の歪みを問題視する必要はないこと

に加えて、株主が被る不利益も限定的であると考えられることからすれば、フルセットデリバリーをやめるという判断については経営裁量の問題として基本的には自由に認めてよいのではないかと考えた次第です。確かに、説明により株主にフルセットデリバリーの期待が生じうるとはいえるのですが、中止について、基準日より相当期間前に株主に対して予告することさえ確保すれば、後は書面交付請求をしてもらえばよいだけの話と考えることもできますので、「正当な理由」について高い水準のものを要求する必要はないという気が個人的にはしておりまして、この点につきまして、先生のご意見を伺うことができましたら幸いです。

○前田 貴重なご意見、ありがとうございます。

ここはさほど深くは考えていなかったのですが、今白井先生がおっしゃってくださったように、基準日より相当期間前に、もう次回からはフルセットデリバリーを行わない予定であることを予告しておくことを前提にすれば、ここの正当な理由は、それほど厳格に解する必要はないと思います。

すなわち、白井先生がおっしゃってくださったように、例えば経営状況が悪化したとか、あるいは、株主構成が変わってデジタルデバインドに懸念のない株主ばかりになったとか、そのような限られた場合に限らず、コストがかかるからということでも差し支えないのではないかとというように、今の先生のお話を聞いて感じました。

幾ら「従前と同様に送付します」と書いていても、その意味するところは、「送付する予定です」という意味に解すべきだと思うのですね。必ずずっとやりますということを言明したということではありませので、合理的理由があれば変更することができ、その合理的理由は「コストがかかるから」という程度のことでいいのではないかと思います。

○白井 ありがとうございます。

【フルセットデリバリーを実施する旨の説明と決

議の瑕疵】

○船津 白井先生と同じところなのですが、フルセットデリバリーを実施する旨の「記載」と書かれているのですけれども、その後、もしフルセットを約束していたけれども、それをしなかった場合については、決議方法が著しく不公正であることを理由に決議取消事由が生ずるおそれが否定できないと書かれているのですが、まず、これはどの決議の話なのでしょう。もしかしてご説明があったかもしれませんが、確認させていただきたいというのが一点。

もう一点は、定款変更決議が無効になるという話なのか、将来的には次の年度以降のものが決議取消しになるということにしても、これは、具体的にはどういう論拠で違法というか、著しく不公正となるのでしょうか。恐らく法的な何らかの義務とかいったものに反すると、取締役はそういうものに拘束されていることを前提としてのご見解だと思うのですが、フルセットデリバリーをしますということは、決議の内容ではないわけですね。

そうだとしたときに、この場合、そういう義務というものが生じるのが、議案による表示というところに重きを置かれているのか、それとも、定款変更のときに説明をした、にもかかわらずやらなかったということでも、やはりそれは決議取消しになるのかというあたりが非常に気になっております。

といいますのも、説明だけでも瑕疵が生ずるということであれば、将来的にこういうような約束をしますということをしてしまったときに、それが全て義務になるというようなことになるのであれば、かなり総会実務が萎縮する気がします。もしそうだとした場合に、表示することと口頭で説明することとどういう違いが出てくるのかといったあたりもお伺いできればと思います。よろしくお願いします。

○前田 私がレジュメで決議取消事由が生ずるおそれがあると書いた決議というのは、定款変更

決議のことではなくて、その後の株主総会において、書面交付すると表示していたにもかかわらず、書面交付がされなかった、すなわち株主総会参考書類等が適正に交付されなかったという瑕疵のある決議のことです。

そして、取締役の義務になるとか、あるいは決議方法の著しい不公正になると申しましたのは、会社として当面はフルセットデリバリーを行うことを取締役会で決議をしたのです。取締役会決議は、外部に表示されるまでは撤回自由だけれども、一旦外部に表示されれば撤回できないというのが通説ではないかと思います。

取締役には、明文規定のある株主総会決議の遵守義務だけではなくて、取締役会決議の遵守義務もあるでしょうから、取締役会で決めておきながら、それをやめることにするのは、取締役の善管注意義務違反になるのではないのでしょうか。

そして株主の側から見れば、会社がフルセットデリバリーをしてくれると思ったから書面交付請求をしなかったのに、いきなりフルセットデリバリーをやめられて、しかも少しのんびりしている間に書面交付請求の機会も逸してしまって、十分な情報提供を受けられなかったという不利益を受けるおそれがあります。このことが決議方法の著しい不公正と評価されるおそれがあると、考えた次第です。

○船津 分かりました。前田先生が最後におっしゃった、株主の信頼があって、信頼を裏切るといふ点においては不当決議だということで、次の総会に関して決議取消しがあるというのは分かったのですが、定款変更のタイミングで約束していたということの法的拘束力に重きを置くと、それはもしかすると決議の騙取とか、そちらの方の話になって、定款変更議案の方の決議取消しということを中心主張される方がしっくり来るのかなと思いました。あと、取締役会決議の拘束力だということであれば、取締役会決議で覆せるということになると、先ほどの白井先生のご質問ではないですけども、比較的ゆるゆるで、どんな経営判断で

あってもオーケーだというふうに言えてしまうのかなという気がしましたので、やはり最終的には、株主の信頼というところで正当化するのかなと思いました。

○前田 先ほど申しましたように、私が決議の瑕疵を問題としたのは、定款変更決議のことではありません。定款変更の決議のときは、そのときに取締役会が本当に当面はフルセットデリバリーをするつもりだったのであれば、何も虚偽の説明はないのであって、決議に瑕疵はないのではないのでしょうか。

そして、正当な理由があれば変更できるというときの正当な理由については、先ほど白井先生からご指摘いただきましたように、それほど厳格に解する必要はないと考えております。

○伊藤 今の点ですが、私も前田先生のお考えに賛成です。要は、会社の側が、当面フルセットデリバリーが行われるであろうという期待を株主に生じさせている。その期待は正当な期待である。ところが、そのような期待を裏切るような形でその後総会の招集をやって決議をしたということです。ですので、場合によっては、招集手続および決議方法の著しい不公正になり得ることは確かだと思います。

ただ、その場合に、取締役の義務という理屈を挟む必要はないのではないかとともに思います。単純に、期待を生じさせて、それを裏切る行為をやったことが著しい不公正だと捉えればいいだけで、それ以上、取締役会で決議しているのであるからとか、取締役の義務になっているということは、あまり強調されなくても、同じ結論にはなりそうだなと思った次第です。

○前田 貴重なご指摘ありがとうございます。決議の効力を考えるときに別に取締役の義務を持ち出す必要はないのはおっしゃるとおりです。私が取締役の義務の話を持ち出したのは、場合によっては取締役の善管注意義務違反となり、十分な情報をえられなかった株主に対して取締役が責任を負うこともあり得るのではないということ

申し上げたかっただけです。

○川口 ありがとうございました。

ほかにもご質問等々あるかと思いますが、
時間が来てしまいましたので、本日の研究会はこ
れで終わりにしたいと思います。活発なご議論を
ありがとうございました。

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

株主総会資料電子提供制度の運用上の諸問題

2023年10月27日

京都大学 前掲雅弘

1 はじめに

- 令和元年改正＝2021年3月1日施行。
- 株主総会資料の電子提供＝2022年9月1日施行。
- ・経過措置－上場会社が電子提供措置をとらなければならないのは、施行日から6か月経過後（2023年3月1日以降）に開催される株主総会から（整備法10条3項）。
- －施行日に全面的な適用を開始すると、株主に書面交付請求の機会が与えられないまま、電子提供措置がとられてしまうおそれがある。書面交付請求の規定だけを先行。
- 3月末決算の会社では、本年6月下旬の株主総会が電子提供措置をとるべき初年度の株主総会であった。

2 株主宛の発送物の実態

- 東証のアンケート調査。
- ・①アクセス通知＋議決権行使書面のみ 5.6%。
- ・②アクセス通知＋株主総会資料の一部（または要約版）＋議決権行使書面 25.9%。
- ・③アクセス通知＋フルセットデリバリー 68.5%。
- （東京証券取引所「2023年3月期決算会社の定時株主総会の動向について」（2023年4月24日）（<https://www.jpex.co.jp/listing/event-schedules/shareholders-mtg/tvdiwq0000007jz-att/press.pdf>）。回答社数1918社。
- （「株主総会概況」資料版商事法務472号（2023年）117頁も同様。回答社数1899社）。
- 7割近い会社がフルセットデリバリー（電子提供措置事項記載書面と同じ内容の書面を送付）。
- ・多くの会社では、従前ウェブ開示していた範囲と同じ事項を省略したにすぎない（加藤崇司ほか「（座談会）電子提供制度下の株主総会初年度を終えて〔下〕」商事2335号（2023年）73頁〔中川雅博発言〕）。
- ←混乱を回避。
- ←議決権行使比率低下への懸念。
- ←送付する書面が異なると、かえって費用がかかる。
- （加藤崇司ほか「（座談会）電子提供制度下の株主総会初年度を終えて〔上〕」商事2334号（2023年）14頁以下〔中川雅博発言〕）。
- 議決権行使書面を電子提供した会社は存在しなかったよう（加藤ほか・前掲〔上〕15頁〔中川発言・塚本発言〕）。
- ←株主側にプリントアウトの手間と費用をかけ、議決権行使比率を低下させるおそれ。
- ←株主ごとにその氏名・名称および議決権数を記載すること（会社則66条1項5号）の実務的な負担。会社が任意に議決権行使書面を書面で送付する場合には、ウェブサイトでは議決権行使書面に記載すべき事項を掲載する必要なし（325条の3第2項）。
- ←EINET（金商27条の30の2）の特例を利用する場合でも、議決権行使書面に記載すべき事項については、EINETによる開示では代替できない（325条の3第3項括

弧書）。

○どの程度の株主が書面交付請求をしたか。

- ・株主の人数比率（今年3月末時点）で0.5%程度との指摘あり（加藤・前掲〔下〕71頁〔中川発言〕）。

3 会社法施行規則の改正

■株主総会参考書類（会社則95条の4第1号）	＝議案
■事業報告（会社則95条の4第2号）	
＝事業の経過・成果（会社則120条1項4号）、資金調達等に関する事項（同項5号）、重要な親会社・子会社の状況（同項7号）、対処すべき課題（同項8号）、会社役員の名簿（会社則121条1号）、会社役員の地位・担当（同条2号）、☆責任限定契約に関する事項（同条3号）、補償契約に関する事項（同条3号の2～3号の4）、報酬に関する事項（同条4号～6号の3）、役員等賠償責任免除契約に関する事項（会社則121条の2）、会計参与・会計監査人との責任限定契約・補償契約に関する事項（会社則125条・126条）	
■計算書類（会社則95条の4第3号）	＝貸借対照表・損益計算書
■連結計算書類（会社則95条の4第4号）	＝☆連結貸借対照表・連結損益計算書

- 電子提供措置事項記載書面に記載を要しない事項の範囲。
- ・法制審議会での審議の過程では、ウェブ開示によるみなし提供制度の対象となる事項（会社則94条1項・133条3項等）と同じ範囲にすることを予定。
- 法務省作成段階では、ウェブ開示によるみなし提供制度の対象となる事項よりも狭く定められていた（会社則95条の4第1項）。
- ＝ウェブ開示によるみなし提供制度の対象ではあったが、電子提供措置事項記載書面には記載しなければならない事項あり（☆印）。
- 規制改革推進会議デジタルワーキンググループでの要望（2021年9月28日）を受け、「商事法の電子化に関する研究会（電子提供措置事項記載書面）」で検討。
- ・「商事法の電子化に関する研究会（電子提供措置事項記載書面）における検討の結果について」（令和4年8月）。
- ・法務省令改正（2022年12月26日公布・施行）により、電子提供措置事項記載書面に記載を要しない事項が大幅に拡大された（会社則95条の4）＝波線の事項以外は省略可。
- 記載を要しない事項の範囲をあまりに広げると、書面交付請求の制度が空洞化。
- 研究会報告書－2つの観点から分析。
- ①記載を要しない事項の拡大が法律による委任の範囲にあるか。
- ②それが政策的に適当か。
- ①→株主総会決議事項に関連する情報は典型的に重要度が高い。
→ウェブ開示によるみなし提供制度によって大きな不都合が生じていない。
- ・株主総会決議事項に関連するかどうかという基準は相当に曖昧。
- ②→デジタル化の進展に伴う社会情勢の変化などを考慮して、広く省略を認めるべき。
- 報告書の対象外＝事業報告に係る監査報告（会社則95条の4第1項2号）、および計算書

- ・東証上場会社情報サービス（投資者向け公衆縦覧用のウェブサイト）において、上場会社の株主総会資料を掲載。上場会社は、電子提供措置をとる媒体の1つとして、このサイトを利用できる。
- このサイトは、「上場会社各社の自社ウェブサイト等のバックアップとして補助的に利用いただくことを前提とするもの」（東京証券取引所「株主総会資料の電子提供措置における東証ウェブサイト利用時の留意点」（2022年12月27日更新））。
- 電子提供措置が途切れる場合は、バックアップによって中断がなかったことにできるであろうが、電子提供措置事項の内容が変更された場合は、株主は変更があったことに気づかないのが通常であるので、バックアップがあっても「中断」があったと解すべき。＝救済の要件（325条の6、「中断」には変更を含む）を満たさない限りは、決議の瑕疵になる（藤田友敬＝澤口美編著『断・改正会社法セミナー』（有斐閣、2023年）19頁）。

5-2 電子提供措置開始日

- ウェブサイトへの掲載期間の開始日（電子提供措置開始日）は、株主総会の日の3週間前の日、またはこの日より早く招集通知を発出する場合はその発出日（325条の3第1項）。
- 電子提供措置開始日に電子提供措置をとることができなかった場合、電子提供措置の中断に関する救済（325条の6）が働くか。
- ・規定の文言は、電子提供措置が開始された後に途切れた場合を想定しているように読めるが、初めから電子提供ができていない場合にも、救済規定の適用はあると解すべき（北村雅史「電子提供制度に関する法的諸問題1」会報〔大阪株式懇談会〕811号（2022年）44頁）。
- 電子提供措置開始日より前の日から早期に会社が電子提供措置事項をウェブサイトに掲載しても、その日が電子提供措置開始日となるわけではない。
- ・電子提供措置開始日までの間、電子提供は任意に行われるものによらず、これに中断が生じたとしても問題はない（北村・前掲52頁）。

5-3 EDINETの特例

- 株主総会資料の電子提供をEDINET（金融27条の30の2）で代替。
- ・電子提供措置の方法の1つという位置づけではない（「電子提供措置をとることを要しない」（325条の3第3項））。
- 電子提供措置の中断に関する規定（325条の6）の適用なし。
- 期限までに有価証券報告書等の提出を完了すれば、その後は中断のリスクを考慮する必要がある旨の指摘あり（渡辺邦広ほか「株主総会資料電子提供制度の実務対応Q&A（5）」商事法務2307号（2022年）97頁）。
- ・中断が生じれば、救済の余地なく決議の瑕疵になると解さざるを得ないのではなかろうか。

6 書面交付請求

6-1 書面交付請求の方法

- 方法に限定はなく（325条の5第1項参照）、電話・電子メール等によることも可。

- 類に係る監査報告・会計監査報告（会社則95条の4第1項3号）についても、記載書面での省略が認められた。
- ウェブ開示によるみなし提供制度の対象となる事項についても同様に範囲拡大（会社則133条3項、計算則133条4項）。

4 電子提供措置をとる旨の定款の定め

4-1 みなし定款変更と定款変更決議

- 上場会社については、電子提供制度の利用が義務付けられ（振替法159条の2第1項）、定款変更決議がされたとみなされる（整備法10条2項）。現実の定款変更決議不要。
- ・実務では伝統的に、定款変更の決議を現実に行うことが慣行。
- ・3月末決算の上場会社では、2022年6月の定時株主総会で、施行日を効力発生日として、電子提供措置をとる旨の現実の定款変更決議が行われたよう（全国株懇連合会『電子提供制度の実務対応』（全国株懇連合会、2022年）24頁参照）。
- 当該定款変更決議の効力。
- ・立案担当者＝改正法の施行を条件として定款変更決議をすることができるとの見解（神田秀樹ほか「（座談会）令和元年会社法改正の考え方」別冊商事法務454号（2020年）88頁【竹林俊憲発言1】）。
- ・現実には定款変更決議をしても無効ではないか。

4-2 定款変更決議とフルセットデリバリーを実施する旨の記載

- 現実の定款変更決議をする際に、株主総会参考書類における議案の説明の中で、「当項は書面交付請求の有無にかかわらず、従前と同様に株主総会資料を書面で送付する」旨を記載した場合。
- ・会社が当項は書面を送付する旨決定し、表示した以上は、特に状況に変化がない限り、少なくとも「当項は」、従前同様に書面を届けるよう尽力することが取締役の義務になるのではないか。決議方法が著しく不公正であることを理由に、決議取消事由（831条1項1号）が生じるおそれもあるのではないか。
- ・正当な理由があればフルセットデリバリーをやめることができるが、その場合でも、基準日より相当期間前に、次回からフルセットデリバリーを行わない予定である旨を合理的方法で株主に予告しておく必要があるのではないか。

5 電子提供措置

5-1 ウェブサイトのバックアップ

- 招集通知（アクセス通知）に、電子提供措置事項に係る情報を掲載するウェブサイトのアドレス等を記載しなければならないが（325条の4第2項5号、会社則95条の3第1項1号）、当該ウェブサイトの数に制限はない。
- 中断のリスク軽減などの目的で、複数のウェブサイトで電子提供措置をとることができる。
- 東京証券取引所は、バックアップのウェブサイトの1つとして、東証のウェブサイトの利用を認めている。

- 実務上は、定款に基づく株式取扱規程において、書面交付請求は、書面によって行うべき旨が定められるのが一般（「株主総会資料の電子提供制度に係る株式取扱規程モデルの改正について」[2022年4月8日、全国株總連合会理事會決定]）。
- ←電話等では、会社として事後に請求の有無を確認することが困難になるという懸念。
- ・従前より、振替法上の少数株主権等（振替法147条4項）の行使は書面によるべき旨が株式取扱規程では一般に定められ、字説上も特に疑義は示されてこなかった。
 - ・合理的理由に基づく相当程度の制限として、少なくとも定款またはそれに基づく株式取扱規程に定めれば許容されると解してよい。
- もっとも、請求が電話等で行われた場合に、会社が書面で請求するよう案内する措置をとることなく、単に請求の拒絶のみをすることは、招集手続が著しく不公正であると見られる余地を否定しきれないのではないか。
- 株式取扱規程で「会社の定める書式」によることを求めることもできるであろう。
- ・もっとも、株式取扱規程では単に「書面」によるべき旨だけを定めている場合には、株主が所定の書式以外の書面によって請求を行ったとき、会社はこれを拒むことはできない（北村・前掲44頁）。

6-2 書面交付請求の時期

- 書面交付請求権の行使期限＝議決権行使の基準日（325条の5第2項）。
- ・基準日経過後に書面交付請求がなされても、会社は当該基準日に係る株主総会について書面を交付する必要なし。基準日が経過していない次回以降の株主総会について書面交付請求があったものとして扱えば足りる。
- 会社の側から、基準日を経過してなされた書面交付請求を適法なものとして扱うことは差し支えないであろう。
- ・厳格な解釈をとれば、株主の中には、法定の期限が過ぎたとして書面交付請求を断念する者もありうるため、期限を過ぎて請求してきた株主だけを一律に扱うだけでは足りず、株主平等原則に従った処理を行うことは、上場会社では事実上不可能になると解すべきこととなろう（北村・前掲47頁）。
 - ・cf. 株主提案権――期限に遅れた権利行使を会社の側から任意に認める措置をとることは、事実上無理（303条2項参照）。
 - ・書面交付請求――期限に遅れた請求に応じることとしても、任意に一定の情報提供をするにすぎない。
- ＝たとえ基準日後の一定の日を期限として設定し、その期限までは一律に請求に応じる措置をとるのであれば、問題はないのではないか。

6-3 書面交付請求と株主たる地位の喪失

- 振替株式――書面交付請求に2つのルート。
- I 振替株式であるかどうかにかかわらず、株主名簿上の株主は、会社（株主名簿管理人）に、直接に書面交付請求可（325条の5第1項）。
 - II 振替株式については、株主は、直近上位機関を経由して書面交付請求をすることも可（振替法169条の2第2項前段）。名簿上の株主でなくともこの請求権を会社に対抗で

- きる（同条2項後段）。
- ――株主が次の総株主通知（振替法161条1項）に基づいて初めて基準日株主として株主名簿に記載される者であっても、この方法によれば、書面交付請求可。
- 前記Iの方法――書面交付請求をした者が請求時点ですでに株主でない可能性あり。
- ・会社は、口座簿の情報を、その者の直近上位機関に所定の費用を払って入手しない限りは（振替法277条後段、振替命令61条2号）、請求時点で株主かどうかを確認することはできない。
 - ・実務上は、その者も書面交付請求をした株主として登録をせざるを得ないが、その者は次の総株主通知によっては基準日株主となることはできず、その者に招集通知を发出する必要はなく、結局書面交付請求に応じる必要もない。
- I II いずれかで書面交付請求が有効になされた場合であっても、その後に当該株主が株式を処分して株主でなくなったとき。
- ・株主たる地位の喪失が基準日後であれば、書面交付請求の効力に影響なし。
 - ・基準日前に株式を処分して株主たる地位を失った場合、書面交付請求は当然に失効。再び株主となった場合、その者が書面の交付を望むのであれば、基準日までに改めて書面交付請求を行う必要あり。

7 異議申述手続

- 異議申述の手続（325条の5第4項・5項）。
- ・実務上、催告をすることのできる株主の一部（一定の議決権数に達しない株主、および議決権行使をしなかった株主など）に対してのみ催告をするニーズあり。
 - ・恣意的に一部の株主を選別して催告をすれば、株主平等原則違反の問題が生じうるのであるが、合理的理由が認められる場合には、この程度の差別的取扱いは、株主平等原則に違反することはないと解してよいのではないか（渡辺邦広ほか「株主総会資料電子提供制度の実務対応Q&A(4)」商事法務2506号（2022年）49頁）。

日本取引所金融商品取引法研究 第28号 2025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。