

金融商品取引法制に 関する諸問題(下)

金融商品取引法研究会 編

公益財団法人 日本証券経済研究所

は し が き

平成18年の証券取引法の改正によって誕生した金融商品取引法制（平成19年9月末施行）のもとで、日本の資本市場はその後も日々変化し、それに伴って新しい問題や課題が次々と生じている。

金融商品取引法研究会は、平成26年4月から平成29年3月までに開催した研究会のうちの前半（平成27年9月まで）における研究の成果を平成28年11月に『金融商品取引法制に関する諸問題（上）』として刊行したが、本書は、その後半における研究の成果を収録したものである。

本書が日本の資本市場の一層の発展のために学問面から貢献することを期待する。

なお、金融商品取引法研究会は、その後も研究を継続しており、その研究の成果は後日刊行する予定である。

平成30年10月

金融商品取引法研究会

会長 神田 秀樹

（学習院大学教授）

金融商品取引法研究会メンバー

(平成29年3月29日現在)

会 長	神 田 秀 樹	学習院大学法務研究科教授
副会長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯 田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・ 弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学大学院法学研究科教授
幹 事	萬 澤 陽 子	専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員

なお、オブザーバーとして、本研究会に参加されている方々は、次のとおりである。

齋 藤 馨	金融庁総務企画局市場課長
岸 田 吉 史	野村ホールディングスグループ法務部長
森 忠 之	大和証券グループ本社経営企画部法務課長

鎌 塚 正 人	SMBC日興証券法務部長
陶 山 健 二	みずほ証券法務部長
本 井 孝 洋	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
山 内 公 明	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
石 黒 淳 史	日本証券業協会政策本部共同本部長
山 本 悟	日本証券業協会自主規制企画部長
富 田 英 揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長

(敬称略)

目 次

EUにおけるエクイティ型クラウドファンディングの規制 ープラットフォームに対する規制を中心に	松尾健一
I. はじめに	1
II. EUにおける投資型クラウドファンディングの状況	2
1. クラウドファンディングによる資金調達状況	2
2. 投資型クラウドファンディングのプラットフォームの状況	4
III. EUにおけるプラットフォーム規制	6
1. 業規制上のプラットフォームの位置づけ	7
2. 最低資本金規制	10
3. 投資者の適合性を確保するための規制	11
4. 投資対象のプラットフォームへの掲載にかかる規制	14
5. 利益相反にかかる規制	17
IV. 若干の検討	18
1. 投資型クラウドファンディングにおけるプラットフォームの役割	18
2. プラットフォームにおける利益相反と規制の実効性確保	22
V. むすび	23
流通市場の投資家による証券訴訟の実態	後藤 元
I. はじめに	25
II. 前稿の分析結果	26
1. 発行会社に対する証券訴訟はどの程度提起されているのか	26
2. 発行会社に対する証券訴訟はどのような投資家によって提起 されているのか	27

3. 民事責任と公的エンフォースメントとの関係	28
4. 発行会社の責任とその役員等のインセンティブへの影響	29
Ⅲ. 2016年8月以降の動向について	30
1. 発行会社に対する提訴・判決	30
2. 発行会社に対する訴訟の帰趨	32
Ⅳ. 役員等の責任の追及	33
1. 発行会社の賠償額の株主代表訴訟による求償の可能性	33
2. 発行会社の役員や監査法人に対する証券訴訟	36
Ⅴ. D&O 保険と証券訴訟	37
1. 発行会社に対する保険給付	38
2. 発行会社の役員に対する保険給付	40
Ⅵ. 終わりに	44
「適合性の原則」再論	川口恭弘
I. はじめに	45
II. 規制の内容と沿革	46
1. 条文	46
2. 沿革	46
3. 日本証券業協会の自主規制	48
Ⅲ. 適合性の原則の前提となる義務	49
1. 「顧客を知る義務」	49
2. 「商品を知る義務」	55
Ⅳ. 考慮すべき顧客の属性	56
1. 顧客の属性	56
2. 4要素の内容	57
Ⅴ. 「適合性の原則」の適用範囲	60

1. 「勧誘」の有無	60
2. プロ投資家に対する適用	61
VI. 違反の場合の行政処分	63

米国における投資助言業者（Investment Adviser）の負う

信認義務 萬澤陽子

I. はじめに	65
II. 投資助言業者の負う投資助言業者法（IAA）上の信認義務	66
1. SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc. 判決	67
2. 投資助言業者に課せられた信認義務の具体的内容——IAA206条 のものと「連邦信認基準」とは？	72
III. 投資助言業者の負う投資会社法（ICA）上の信認義務	77
1. 投資助言業者に対する投資会社法（ICA）の制定当初の規制	77
2. ICA の1970年改正——36条（b）の制定	79
3. ICA36条（b）上の信認義務について	81
IV. おわりに	95

金融商品取引法とコーポレートガバナンス・コード … 神作裕之

I. はじめに	96
II. 資本市場におけるソフトローとしてのコーポレート ガバナンス・コード	99
1. コーポレートガバナンス・コードの特徴	99
2. 資本市場における規範	99
3. ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コード	101
4. コンプライ・オア・エクスプレイン	103
III. コーポレートガバナンス・コードの概要	108
1. コーポレートガバナンス・コードの規範性とその根拠	108

2. コードの構成と適用範囲	110
3. 開示	112
4. エンフォースメント	113
IV. 金融商品取引法とコーポレートガバナンス	115
1. 金融商品取引法の目的とコーポレートガバナンス	115
2. 金融商品取引法上の制度とコーポレートガバナンス	116
V. 金融商品取引所の自主規則としてのコーポレートガバナンス・ コード	122
1. 金融商品取引所の自主規制	122
2. コーポレートガバナンス・コードの規範性	126
3. 金融商品取引所の自主規制と会社法の協調－平成26年会社法改正 ..	128
VI. 結び	130

上場会社による種類株式の利用

—AA 型種類株式の発行が提起した問題— 加藤貴仁

I. 本稿の目的	133
II. 現行法における AA 型種類株式の位置づけ	134
1. AA 型種類株式の内容とその発行目的	134
2. 会社法における AA 型種類株式の位置づけ	136
3. 東京証券取引所の上場規則における AA 型種類株式の位置づけ ..	137
III. 株主の短期主義 (short-termism) への対抗策としての AA 型種類株式	139
1. 分析の方針	139
2. 短期主義の代名詞としての Hedge fund activism	142
3. 日本における短期主義	146
4. AA 型種類株式の発行によって生じる株主構成の変化が コーポレート・ガバナンスに与える影響	150
IV. 上場会社による株主構成への関与を対象とした規制の枠組み ..	154

平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制	中東正文
I. 序論	158
II. キャッシュ・アウト手法の利用状況	159
1. 調査方法	159
2. 利用される手法の変化の概要	164
III. 二段階取引における株式交換の利用	170
1. 略式簡易株式交換の利用例	170
2. 株式交換, 株式併合および株式売渡請求の比較	172
3. 株式交換における対象会社の取締役の義務	182
IV. 対象会社の取締役の義務	183
1. 先行公開買付との連続性	183
2. 株式売渡請求と取締役の義務	184
3. 一連のキャッシュ・アウト取引における対象会社取締役の義務	186
V. トップ・アップ・オプション	188
1. トップ・アップ・オプションとは	188
2. 類似する事例	189
3. 日本法における課題	191
VI. 結語	193

EUにおけるエクイティ型クラウドファンディング の規制—プラットフォームに対する規制を中心に

松尾 健一

I. はじめに

2014年の金融商品取引法の改正は、いわゆる投資型クラウドファンディングによる資金調達を促進するため、投資型クラウドファンディングを「電子募集取扱業務」として規制を整備した。2015年には関係する施行令・内閣府令の改正も行われ、同年5月29日に施行されている。投資型クラウドファンディングは、新規・成長企業にリスクマネーを供給する手段と位置づけられていた¹⁾。しかし、改正法施行後も、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達を実行した例は現れず、2017年4月ようやく第1号案件が募集を開始し、無事、目標金額を調達した。その後、2件の募集が実施され、いずれも目標金額の調達に成功しているものの、株式投資型クラウドファンディングの事例は多いとはいえない^{2, 3)}。

1) 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」(2013年) 参照。

2) 株式投資型クラウドファンディングの状況については日本証券業協会が公表している統計情報を参照した。なお、2017年9月の統計では、さらに1件が募集を開始している。

3) 他方、集団投資スキームの持分を募集するファンド型クラウドファンディングについては、改正法施行の直後から募集が開始され、その後も多数の資金調達例が積み重ねられてきている(第二種金融商品取引業協会が公表している統計を参照。)。しかし、ファンド型クラウドファンディングの投資先は不動産が中心のようであり、そのほかに特定の製品の開発・製造のための資金調達の例はあるものの、新規・成長企業にリスクマネーを供給する手段となっているとはいえない。

このように株式投資型クラウドファンディングが普及しないのは、クラウドファンディングに対する規制が厳しすぎるためであると考えられなくもないが、アメリカ⁴⁾やEUの規制と比較して、我が国の規制がとりわけ嚴格であるとも思えない。いずれにしても我が国の株式投資型クラウドファンディングの状況から、改正法によって整備された投資型クラウドファンディング規制を評価するに足る情報を引き出すことは困難である。

そこで、本稿では、投資型クラウドファンディングがスタートアップ企業の資金調達手段として定着しつつあるEU（イギリス、フランス、ドイツ）における投資型クラウドファンディングの利用状況と規制内容を紹介し、今後、我が国における投資型クラウドファンディング規制について検討する際に参考となりうる資料を提供したい。

以下、Ⅱでは、EUにおける投資型（エクイティ型）クラウドファンディングを通じた資金調達の状況と、プラットフォーム（ファンディング・ポータル）の活動状況を概観する。Ⅲでは、EUにおける投資型（エクイティ型）クラウドファンディングに対する規制の内容について、プラットフォームに対する規制を中心に見ていくこととする。Ⅳでは、ⅡおよびⅢでの検討を踏まえて、投資型クラウドファンディング規制における基本的な考え方について、若干の検討を行なう。Ⅴはむすびである。

Ⅱ. EUにおける投資型クラウドファンディングの状況

1. クラウドファンディングによる資金調達の状況

ヨーロッパの32カ国（EU 非加盟国を含む）で運営されている367のクラウドファンディングのプラットフォームを対象とした調査によると、2015年

4) アメリカにおけるクラウドファンディング規制については、金融商品取引法研究会「IPO 以外の資金調達手段に関する研究—米国におけるクラウドファンディング規制」『日本取引所金融商品取引法研究第7号』63頁以下（2017年）〔松尾健一報告〕を参照。

にこれらの国でクラウドファンディング（寄附型，報酬型，貸付型等すべてのタイプのものを含む）を通じて調達された資金の額は，54億3100万ユーロで，前年に比べて93%増加したとされている⁵⁾。このうち81%はイギリス国内のプラットフォームを通じて調達されたものである⁶⁾。

エクイティ型クラウドファンディング⁷⁾を通じて調達された金額は，多い方から順にイギリスの2億4500万ポンド⁸⁾，フランスの7500万ユーロ，ドイツの2400万ユーロ，オランダの1100万ユーロとなっている⁹⁾。前年比では，それぞれイギリス190%増¹⁰⁾，フランス295%増，ドイツ20%減¹¹⁾，オランダ48%増となっており，とくにイギリス・フランスでは急速に市場規模が拡大している。

イギリスにおける資金調達に成功したエクイティ型クラウドファンディングの案件の比率は，プラットフォームに掲載された案件全体の87%であり，1件の調達金額の平均は約82万ポンド，1つの案件に参加した投資者の数は平均で150人であった¹²⁾。イギリス以外の調査対象国における1件の調達金額の平均は約46万ユーロ，1つの案件に参加した投資者の数は平均で143人

5) Cambridge Centre for Alternative Finance, Sustaining Momentum: The 2nd European Alternative Finance Industry Report (2016) [hereinafter: European AFI Report], p.24.

6) European AFI Report, p.25.

7) 資金提供者が対象会社の持分を取得するタイプのものと定義されている (European AFI Report, p.31)。

8) Cambridge Centre for Alternative Finance, Pushing Boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report (2016) [hereinafter: UK AFI Report], p.15.

9) European AFI Report, p.34.

10) イギリスにおける2014年のエクイティ型クラウドファンディングの資金調達額（8700万ポンド）には，不動産に投資するタイプのものも含まれていたが，2015年の統計からは不動産投資型は独立の項目としてカウントされ8400万ポンドとなっている (UK AFI Report, p.15)。

11) ドイツでは，規制との関係で，投資者が株式を取得するタイプのクラウドファンディングは極めて少なく，匿名組合 (stille Beteiligungen)，享益権 (Genussrecht)，利益参加型劣後貸付 (partiarische Pachrangdarlehen) を利用するものが多かった。このうち前2者については規制の取扱いが不明確になっており，劣後貸付へのシフトが進んでいるようである。劣後貸付は，参照した統計では貸付型に分類されているようであり，事業資金貸付型クラウドファンディングの資金調達額は2014年の610万ユーロから2015年には4870万ユーロと急速に伸びている (European AFI Report, p.55-56)。

12) UK AFI Report, p.44.

であったとされている¹³⁾。

2. 投資型クラウドファンディングのプラットフォームの状況

ここでは欧州証券市場監督局（European Securities and Markets Authority: ESMA）が2014年12月に EU 加盟国の証券市場監督機関に対して実施した調査¹⁴⁾ をもとに、EU におけるクラウドファンディングのプラットフォームの業務の実態をみることにする。

（1）認可を受けたプラットフォームの数

オーストリア、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、スペイン、イギリスの7カ国の監督当局が、自国内に認可を受けたプラットフォーム¹⁵⁾ が存在すると回答している。国別では、イギリスに26、イタリアに11、フランスに5、オランダに2、ドイツ¹⁶⁾ とオーストリアにそれぞれ1のプラットフォームが存在するとされている。これらを合計すると46の認可を受けたプラットフォームがあるが、1つのプラットフォーム業者が、複数の認可を受けた運営主体を有している場合もあることから、そのような例を差し引いたプラットフォームの数は41あるいは42であるとされている。なお、金融商品市場指令（MiFID）の投資業者として認可を受けると、いわゆるEUパスポート制度を利用してすべての加盟国において投資サービスを提供できるが、実際にこの制度を利用しているのはイギリスの業者がスペインでプラットフォームを運営している1例のみであったとされている¹⁷⁾。

13) European AFI Report, p.38-39.

14) European Securities and Markets Authority, Investment-based crowdfunding: Insights from regulators in the EU (2015) [hereinafter: ESMA].

15) 後述のように、認可を受けたプラットフォームは、いくつかの類型に分けられる（Ⅲ 1 参照）。

16) ドイツについてはⅢ 1 も参照。

17) 以上につき、ESMA, p.1-2.

(2) プラットフォームが提供している投資サービスの内容

プラットフォームが提供しているサービスを、MiFIDの「投資サービス」の定義¹⁸⁾をもとに分類すると、イギリスの26のプラットフォームのうち25のプラットフォームが「注文の受付および回送」のみを行なっているとされている。イタリアの11のプラットフォームのうち、MiFIDにもとづく認可を受けている1のプラットフォームが、「注文の受付および回送」、「投資助言」、「自己勘定取引」、「確定的コミットメントベースでの金融商品の引受・販売 (placing)」をおこなっており、残りの10のプラットフォーム（国内法にもとづく認可を受けたもの）は、「注文の受付および回送」のみを行なっているとされている。フランスの5のプラットフォーム（国内法にもとづく認可を受けたもの）はすべて「投資助言」のみを行なっているとされている¹⁹⁾。ドイツの1のプラットフォームとオランダの2のプラットフォーム（いずれもMiFIDにもとづく認可を受けたもの）は、「注文の受付および回送」および「確定的コミットメントなしの金融商品の販売 (placing)」を行なっているとされている。

このように国によって、あるいは認可がMiFIDにもとづくものであるか、国内法にもとづくものであるかによって、プラットフォームが提供しているサービスが異なっているように見える。しかし、実際にプラットフォームが提供しているサービスの内容に大きな違いはなく、これらの違いは、もっぱら監督当局が、認可をする際に、認可の対象となる投資サービスがどの種類の投資サービスに該当すると判断するかが異なっているためであると分析されている²⁰⁾。

18) MiFID 別表1 セクションAには「投資サービス」として、①金融商品に関する注文の受付および回送、②顧客のための注文執行、③自己勘定取引、④ポートフォリオ・マネジメント、⑤投資助言、⑥確定的コミットメントベースでの金融商品の引受、および（または）販売、⑦確定的コミットメントなしの金融商品の販売 (placing)、⑧マルチラテラル・トレーディング・ファシリティーの運営が列举されている。MiFIDの条文訳については、日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集 EU（欧州連合）』（2007年、証券経済研究所）を参照した。

19) 後述のように、フランス国内法のクラウドファンディング規制は、プラットフォームが投資助言サービスを提供することを義務づけている。

(3) プラットフォームの収益構造

大多数のプラットフォームが、資金調達者からのみ手数料を徴収している。これらのプラットフォームの多くは、調達に成功した資金の額の4～6%を手数料として徴収している（最も高いプラットフォームで25%）。また、イギリスのプラットフォームは一般的に成功報酬のほかに1500～3000ユーロの固定手数料を徴収しているようである。

9のプラットフォームが、資金調達者と投資者の双方から手数料を取っており、フランスではこのようなビジネスモデルが一般的のようである。これらのプラットフォームは、資金調達者からは、調達に成功した金額の4～6%の手数料を徴収している（成功報酬に加えて、1750～5000ユーロの固定手数料を徴収しているものもある）。投資者からは、調達が成功した場合に、投資額の2.5～5%を手数料として徴収するものがある。また、投資者が投資から利益を得た場合に当該利益の5～20%をプラットフォームの報酬として徴収するものもある。投資額に応じた手数料と利益に応じた報酬の両方を課すものもある。

1のプラットフォームが投資者のみから手数料を徴収しているとされている。もっともこのプラットフォームが投資対象としているのは不動産に限られているようであり、投資した金額の2%を手数料として徴収し、さらに毎月の総賃料収入の12.5%をプラットフォームの報酬としているようである²¹⁾。

III. EUにおけるプラットフォーム規制

以下では、EUにおける投資型クラウドファンディングのプラットフォームに対する規制について、投資型クラウドファンディングを通じた資金調達

20) ESMA, p.3-4.

21) 以上につき、ESMA, p.6-7.

額が多いイギリス・フランス・ドイツについて見ていくこととする。

1. 業規制上のプラットフォームの位置づけ

投資型クラウドファンディングにおけるプラットフォームは、業規制との関係で3つの類型に分けられる。第一の類型は、MiFIDの投資業者（investment firm）として認可を受けたものである。MiFIDの別表1セクションCに列挙された金融商品²²⁾に関して、投資サービスを提供する場合には、MiFIDの投資業者として各加盟国の監督機関の認可を受けなければならない。株式投資型クラウドファンディングでは、投資者に株式を取得させることになり、これらの要件に該当する可能性が高い。EU内で認可を受けた46のプラットフォームのうち18がMiFIDの投資業者として認可を受けている²³⁾。

第二の類型は、MiFID 3条による同指令の適用除外を受けつつ、各加盟国が独自に設けた国内法上のクラウドファンディング規制にもとづき、監督機関の認可を受けたものである。MiFID 3条は、顧客の資金・有価証券を保有しないもの、有価証券等の注文の受付・回送、投資助言の提供以外の投資サービスを提供しないものについては、加盟国が同指令を適用しないものとすることを認めている。この適用除外を利用してMiFIDの投資業者として認可を受けることなく、国内法上のクラウドファンディング規制にもとづく認可を受けているプラットフォームが15あったとされている²⁴⁾。

第3の類型は、MiFID上の金融商品に該当しない形式で資金の提供を受けることによりMiFIDの適用を避けつつ国内法にもとづく認可を受けるものである。

第4の類型は、MiFIDの承認を受けた他の投資業者の提携代理商（tied

22) 譲渡可能有価証券（資本市場において譲渡可能な証券（支払証券を除く）をいう）、集団投資事業における投資単位等が列挙されている。

23) ESMA, p.2.

24) ESMA, p.3.

agent)²⁵⁾としてプラットフォームを運営するものであり、12あったとされている²⁶⁾。

国別にみると、イギリスでは、26のプラットフォームのうち14が第一の類型に、11のプラットフォームが第四の類型に分類されている²⁷⁾。イギリスは、業規制としてはクラウドファンディングのプラットフォームのみを対象とした規制を設けていない。また、イギリスにおける投資型クラウドファンディングは、資金調達者が株式を発行するタイプのものが主流のため²⁸⁾、MiFIDにいう譲渡可能有価証券について投資サービスを提供することとなり、MiFIDの投資業者として認可を受けるという選択が一般的になっているものと解される。

フランスでは、5のプラットフォームは、すべて第二の類型に該当するものである²⁹⁾。フランスは、2014年5月30日のオルドナンス（2014年10月1日施行）³⁰⁾、2014年9月16日のデクレ³¹⁾、2014年9月22日のAMF一般規則（AMF Règlement general）の改正によって、投資型クラウドファンディングに関するルールを整備した。このルール整備により、プラットフォームについてCIP（conseil en investissement participative：クラウドファンディング投資助言業）とIFP（intermédiaire en financement participatif：クラウドファンディング仲介業）という類型が創設され、投資型クラウドファンディングのプラットフォームはCIPとして監督当局の登録を受けなければならないこととされた³²⁾。また、CIPを通じた資金調達において発行できる

25) 提携代理商とは、代理する投資業者の責任の下で、顧客に投資サービスを提供するものをいう（MiFID 4条1項25）。

26) ESMA, p.3.

27) ESMA, p.2. 残り1つのプラットフォームは、MiFID 2条の適用除外を受けつつ国内法の認可を受けているものとされている。

28) ESMA, p.5.

29) ESMA, p.2.

30) Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participative.

31) Décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participative.

32) IFPは貸付型クラウドファンディングおよび寄付型クラウドファンディングのプラットフォームのために設けられたものである。

金融商品は、普通株式 (actions ordinaires) と固定利付債権 (obligations à taux fixe) に限られている (通貨金融法典 (Code monétaire et financier) D.547-1)。

ESMA の調査によれば、ドイツには第一の類型に該当するプラットフォームが1存在するのみであったとされている³³⁾。もっとも、ドイツでスタートアップ企業への投資を目的とするクラウドファンディングの案件を掲載しているプラットフォームは数多く存在する³⁴⁾。前述のように³⁵⁾ ドイツの投資型クラウドファンディングでは、利益参加型劣後貸付等の形式で対象企業に資金提供するものが多い。これは、利益参加型劣後貸付は、MiFID にいう譲渡可能有価証券もしくは集団投資事業における投資単位にあたらないと解されていることから、利益参加型劣後貸付を扱うプラットフォームは譲渡可能有価証券等に関する投資サービスを提供するものではないこととなり、MiFID の適用を免れられると解されているためである。すなわち、ドイツの投資型クラウドファンディングのプラットフォームのほぼすべては第三の類型にあたり、国内法上の規制に服している。

ドイツは、クラウドファンディングのプラットフォームのみを対象とした業規制を設けているが、それによればプラットフォームは、信用制度法 (Kreditwesengesetz) 32条1項にもとづき連邦金融監督庁 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: BaFin) の認可を受けるか、営業法 (Gewerbeordnung) 34f 条にもとづき州の事業担当局 (gewerbeamt) の認可を受けなければならないとされており、実際には、ほぼすべてのプラットフォームが州の事業担当局の認可を受けている。ESMA の調査はドイツでは連邦金融監督庁のみを対象としているため、連邦金融監督庁が認可した1件のみが報告されたものと考えられる。

33) ESMA, p.2.

34) たとえば、<https://www.crowdfunding.de/plattformen/> を参照。

35) 注11) 参照。

2. 最低資本金規制

MiFID の投資業者に該当するものは、最低資本金規制の適用を受ける。最低資本金規制の目的の一つは、投資業者の支払不能のリスクから顧客を保護し、投資業者の事業の継続性を確保することにある。投資業者の最低資本金の額は73万ユーロとされている³⁶⁾。もっとも、①金融商品に関する注文の受付および回送、顧客のための注文の執行、ポートフォリオ・マネジメントのうち1つ以上のサービスを提供し、かつ、②顧客の資金・証券を保有し、③自己取引およびコミットメントベースの有価証券の引受けを行なわないものについては、最低資本金の額は12万5000ユーロとされ³⁷⁾、さらに①および③の要件をみたし、かつ顧客の資金を保有する権限を持たないものについては5万ユーロに引き下げることができるとされている^{38, 39)}。

MiFID の投資業者として認可を受けている18のプラットフォームのうち14は5万ユーロの最低資本金規制の適用を受けるものであった。3のプラットフォームは顧客の資金を保有することから12万5千ユーロの最低資本金規制の適用を受け、1のプラットフォームは自己勘定取引と引受業務を行なうとしているため73万ユーロの最低資本金規制の適用を受けるものであったとされている⁴⁰⁾。

36) DIRECTIVE 2013/36/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC (CRD IV) 28 (2).

37) CRD IV, 29 (1).

38) CRD IV, 29 (3).

39) わが国における第一種少額電子募集取扱業者については、最低資本金は1000万円とされ（金融商品取引法施行令15条の7第1項6号）、自己資本規制比率についても適用除外とされている（金商法29条の4の2第6項）。

40) ESMA, p.4-5.

3. 投資者の適合性を確保するための規制

MiFIDの投資業者として認可を受けたプラットフォームは、投資助言サービスを提供する場合には、顧客である投資者について適合性の評価(suitability test)を行わなければならない(MiFID19条4項)。したがって、クラウドファンディングを通じて投資しようとする投資者から投資目的、財産状況、投資に関する知識と経験に関する情報を入手しなければならない。投資助言サービスを提供しない場合にも妥当性の評価(appropriateness test)を実施しなければならず(同条5項)、投資者がクラウドファンディングを通じた投資のリスクを理解するために必要となる経験・知識を有していることを確認しなければならない。MiFIDの適用を受けないプラットフォームも、国内法上の規制により投資家の知識・経験等を確認することを義務づけられている。

クラウドファンディングを通じて資金を調達するのは、スタートアップ企業等の、事業の評価やキャッシュフローの予測が難しく、事業が失敗する可能性が比較的高いものである。また投資者が取得するのは市場性のない株式等の流動性リスクが非常に高い金融商品である。さらに、投資後に投資先企業から事業の進捗状況等の情報が十分に提供されないリスクもある。このようにクラウドファンディングを通じた投資には高いリスクを伴うことから、各国とも投資者保護のための特別の規制を設けている。

(1) イギリス

イギリスでは、2014年4月に「換金が困難な証券」(non-readily realisable security)のプロモーション(投資助言をともしないもの。インターネットを通じたプロモーションに限定されない。)を行なう業者を対象とした新たなルールが制定された。イギリスにおける投資型クラウドファンディングは、資金調達者が株式を発行するものが主流であるが、その株式は「換金が困難な証券」に該当する。

「換金が困難な証券」のプロモーションの対象とすることができる投資者は、次の者に限定される（COBS: Conduct of Business Sourcebook 4.7.7R (2)）。すなわち、①プロ投資家、②ベンチャーキャピタル、③投資判断能力がある投資者（sophisticated investor）として認定を受けたりテール投資者、④投資判断能力がある投資者として自己申告したりテール投資者⁴¹⁾、⑤富裕投資者（high net worth investor）として認定を受けたりテール投資者⁴²⁾、⑥投資可能な金融資産の10%以上を非上場の株式・債券に投資しないことを自己申告したりテール投資者⁴³⁾の6つのタイプのいずれかに該当する投資者のみが、投資型クラウドファンディングを通じて発行される株式のプロモーションの対象になる。

「換金が困難な証券」のプロモーションを行なう者は、その投資が顧客に適合していることを確認するためのルール（COBS10）を順守しなければならない（COBS4.7.7R (3)）。したがって、投資型クラウドファンディングのプラットフォームは、前記の要件をみたさない投資者はクラウドファンディングに参加することができない仕組みを設けなければならないことになる。

（2） フランス

フランスでは、前述のとおり、投資型クラウドファンディングのプラットフォームとしてCIPという制度を設け、クラウドファンディングに特化し

41) ④の申告ができるのは、(a) 6カ月以上前からエンジェル投資家のネットワークのメンバーである者、(b) 過去2年の間に非上場の会社に投資したことがある者、(c) プライベート・エクイティに関わる専門職または中小企業の資金調達に関わる専門職についている（過去2年の間にこれらの職についていた）の者、(d) 年商100万ポンド以上の会社の取締役である者（過去2年の間に取締役であった者）に限られる（COBS4.7.9R (3), 4.12.8R）。

42) ⑤に認定を受けられるのは、年収が10万ポンド以上、または、純資産（住宅等を除く）が25万ポンド以上であって、「換金が困難な証券」のプロモーションを受けることができる旨の申告をしたリテール投資家に限られる（COBS4.7.9R (1), 4.12.6R）。

43) 投資経験（①②③④）や資産の額（⑤）の要件をみたさない個人投資家は、クラウドファンディングを通じて、投資可能な金融資産の10%以上を投資しないことを申告すれば、投資が可能ということになる。

た規制を課している。まず、CIPは、ウェブサイトに掲載している投資対象について、そのリスク（とくに元本の一部・全部を失うリスク、流動性リスク）をウェブサイトに表示しなければならない（AMF一般規則325-35条第3項）。さらに、CIPのウェブサイトは以下の仕様をみたすものでなければならないとされている（通貨金融法典L547条1項、AMF一般規則325-32条）。すなわち、①CIPを通じて投資しようとする投資者は、自身の情報を登録し、投資リスク（元本の一部・全部を失うリスク、流動性リスク）を受け入れる旨を明示するのでないかぎり、投資対象の詳細な情報にアクセスできないようにしなければならない、②CIPを通じて投資しようとする投資者は、適合性の評価に必要な情報を提供するのでない限り、投資することができないようにしなければならないというものである。

フランスでは、クラウドファンディングを通じた投資をすることができる投資者について、投資経験や金融資産の額による制限を設けていない。しかし、ウェブサイトを通じて投資の申込みを行なうというクラウドファンディングの特性を利用して、リスクを受け入れた投資者のみに情報を提供し、また、プラットフォームが投資者の適合性の評価に必要な情報を確実に入手できるようウェブサイトを開設計することを要求している。

（3） ドイツ

前述のとおり、ドイツにおける投資型クラウドファンディングは、利益参加型劣後貸付の形式をとるものが主流であり、プラットフォームは営業法34f条にもとづき州の事業担当局の認可を受けたものが大半を占めている。さらにドイツでは、投資型クラウドファンディングを通じて資金を調達する者に課される発行開示義務の免除に関連して、クラウドファンディングに特有の規制を設けている。すなわち、利益参加型劣後貸付は財産投資法（Vermögensanlagengesetz）にいう財産投資に該当する。財産投資の募集を行なおうとする場合、募集を行なうもの（資金調達者）は、販売目論見書（Verkaufsprospekt）を作成し、公表しなければならないとされ（財産投資

法6条)、発行開示義務が課されている。

財産投資法2a条は、一定の要件をみたすクラウドファンディング(Schwarmfinanzierungen)を通じた財産投資の募集については、発行開示義務が免除されることを定めている。その要件とは、①その募集の総額が250万ユーロ未満であること(同条1項)、②インターネット上のプラットフォームを通じて募集が行われるものであること(同条3項柱書)、③その発行者に対する投資者1人当たりの投資額が1000ユーロ(預金および金融商品として有する投資可能財産を10万ユーロ超有していること、または、投資額が2ヵ月分の月収を超えていないことを自己申告した場合には1万ユーロ)以下であること(同条3項各号)⁴⁴⁾、④募集を扱うプラットフォームが信用制度法または営業法にもとづく許可を受けていること(同条3項柱書)である。

プラットフォームは、投資者が③の要件をみたしていることを確認しなければならない。また、販売目論見書の公表義務は免除されるが、それに代わる投資者への情報提供手段として、プラットフォームは、財産投資情報書面(Vermögensanlagen-Informationsblatt)を投資者に交付しなければならない(財産投資法13条1項)。財産投資情報書面には、発行者の直近の負債資本比率、投資の期間および解約告知期間、投資にかかるリスクの情報、投資にかかる費用等を記載しなければならない(同条2項2b号・2c号)。

4. 投資対象のプラットフォームへの掲載にかかる規制

投資型クラウドファンディングのプラットフォームは、資金調達を希望する者から、その事業を投資対象としてプラットフォームに掲載するよう求められた場合、そのすべてを受け入れているわけではなく、独自の審査によって掲載する投資対象を選別している。投資者からすれば、プラットフォームがどのような基準で投資対象を選別しているのが重大な関心事となる。そ

44) 投資者が資本金会社(Kapitalgesellschaft)である場合には投資額の制限は課されない。

ここでプラットフォームに対して、投資対象の選別基準をあらかじめ開示する義務を課している例がある。

フランスでは、CIPのウェブサイトには、複数の投資対象を掲載しなければならない、掲載する投資対象を選別する基準・手続きを掲示しなければならないとされている（通貨金融法典L547条1項，AMF一般規則325-32条）。実際にどのような開示が行なわれているかみたところ，あるCIPでは次のような情報が掲示されていた⁴⁵⁾。

まず，投資対象からCIPに提出された事業計画（とその概要）をもとに書面審査が行われる。書面審査においては，投資対象の事業が，スタートアップの段階にあるか，ベンチャーキャピタルからの投資に適するものであるか，新規の技術等の実現可能性が実証されているか，提供するサービス等が革新的なものであるかといったことが考慮される。

書面審査を通過した投資対象は，起業家との面接に進む。面接は，起業家によるプレゼンテーション（ピッチ）とそれに続く質疑応答という形式で行われる。ここでは，起業家が抱えている課題，起業家の能力，事業がどのステージまで進展しているか等を確認する。とりわけ，起業家が，その事業をわかりやすく，正確に，なによりも情熱的に表現できているかが重視される。

つづいてデューディリジェンス手続きに進む。デューディリジェンスでは，投資対象の戦略，財務状況，投資対象が提供する製品・サービス等の市場，競合する製品・サービス等の状況，投資対象企業のガバナンスについて詳細な分析が行われる。通例では起業家とプラットフォームのアナリストチームとの間で複数回のミーティングがもたれる。デューディリジェンスにおいて分析される事項が具体的に列挙されている。その一部を抜粋すると，

45) sowefund の例。 <https://sowefund.com/guide-investisseur/comment-selection-entreprises>. を参照。

〔投資対象の事業について〕

投資対象企業のコアビジネスが何であるか、提供する製品・サービスと他と差別化できる要素があるか、独自の技術等が知的財産権によって保護されているか、製品・サービスがターゲットとしている顧客層、その地理的分布等。

〔対象企業の経営陣について〕

経営陣の経験、経営陣が戦略的なビジョンをもっているか、経営陣が事業計画（の一部）を実現する能力を有していることが実証されているか、経営に関わるチームが形成されているか（事業戦略を検討する会議体があるか、技術的課題を検討する会議体があるか）等。

〔製品・サービス等の市場について〕

市場の規模、市場の成長の見込み、市場への参入障壁、投資対象と競合相手との差異、競合相手の強み・弱み、市場における価格決定の方針、販売チャンネル、投資対象が技術等の独自性を維持し続けることができるか等。

〔今後5年間の財務状況の予測について〕

投資計画（不動産、機械設備、特許技術等のいずれに投資するのか）、営業費用の予測、収入と利益率、キャッシュフローの予測、楽観的なシナリオおよび悲観的なシナリオにおける収益の変動等。

〔実施する資金調達について〕

投資対象の資金需要、調達する資金の使途、資金調達時に発行する株式の発行済株式総数に占める割合、企業価値の評価、株主間の（イグジット時における）優先劣後関係、株主間契約の内容等。

となっており、プラットフォームは、これらの事項の分析を通じて、投資対

象の現状、将来の成長の見込み、投資者にとってのリスクを評価するとされている。

イギリスでは、プラットフォームは、投資家に提供される情報が、正確であること、とりわけ公正なリスクの表示なしに投資のメリットのみを強調するものでないことを確保しなければならないとされている（COBS 4.5.2R (2)）。このことから、金融行為規制機構（FCA: Financial Conduct Authority）は、プラットフォームが、投資先企業に対してデューディリジェンスを行なったか否か、行なった場合にはその範囲・程度、分析結果等の情報を投資家に提供することが期待されるとしている⁴⁶⁾。

5. 利益相反にかかる規制

MiFID の適用を受けるプラットフォームは、顧客である投資者の利益を損なう重大なリスクをとまなう利益相反が発生する（しうる）状況を識別するための合理的な措置を講じなければならない（MiFID18条1項）。これにより識別された利益相反状況において顧客である投資者の利益が損なわれることを防止するための合理的な手段を講じなければならない（同13条3項）。利益相反によって顧客の利益を損なうリスクを十分に管理できない場合には、利益相反状況を顧客である投資者に開示しなければならない（同18条2項）。

投資型クラウドファンディングのプラットフォームにおいては、その収益構造から顧客である投資家との関係で利益相反状況が生じうる。前述のとおり、プラットフォームの多くは、資金調達を行なうものからのみ成功報酬を得る（固定の手数料を課しているものもある）という収益モデルをとっている。一方、投資者の側は、プラットフォームは投資対象を選別して掲載しており、

46) FCA, The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media, Feedback to CP13/13 and final rules, PS/14/4, p.42 (2014).

投資適格のない案件（詐欺的なものを含む）はプラットフォームによる選別によって（ある程度は）ふるい落とされていると考えるのが一般的である。しかし、プラットフォームは、その収益構造上、より多くの投資対象を掲載し、資金調達を成功させるインセンティブをもつ可能性が高い。その結果、プラットフォームの選別がそれほど厳格になされない可能性や、資金調達が成功させるために投資対象企業が事業の成長性が誇張する可能性、さらにはプラットフォームが投資対象について誇大広告を掲載する可能性なども生じる⁴⁷⁾。

このような利益相反状況が生じうることに鑑み、フランスでは、CIPが発信するすべての情報は、公正、明確なものでなければならず、誤導的なものであってはならず、偏りのない方法で表示されなければならないとされ（AMF一般規則325-36条1項⁴⁸⁾）、CIPが、投資者以外の者から報酬等を受領する場合、その報酬等は、投資家の最善の利益のために誠実・公正に行動する義務に反するものであってはならないとされている（AMF一般規則325-37条第3号）。

IV. 若干の検討

IIおよびIIIでみたEUにおける投資型クラウドファンディングの利用とプラットフォームの実態、およびプラットフォームに対する各国の規制の方法を参考にしつつ、規制の在り方について基礎的な検討を行なう。

1. 投資型クラウドファンディングにおけるプラットフォームの役割

わが国では、株式発行型クラウドファンディングのプラットフォームの行

47) ESMA, p.7.

48) 前述のとおり、イギリスにおいても、プラットフォームは、投資家に提供される情報が、正確であること、公正なリスクの表示なしに投資のメリットのみを強調するものでないことを確保しなければならないとされている（COBS 4.5.2R (2)）。

為は、募集の取扱いまたは私募の取扱いに該当すると考えられている（金商法29条の4の2第10項参照）。金商法には「募集の取扱い」を定義した規定はないが、一般的には、発行者のために勧誘行為を行なうことと解されている⁴⁹⁾。MiFIDにおける「投資サービス」に該当する行為のうち、「募集の取扱い」に相当するのは「確定的コミットメントなしの金融商品の販売（placing）」であると解される。「金融商品の販売」とは、発行者等に代わって、当該金融商品を取得する投資者を見つけ出すことをいうとされている⁵⁰⁾。そして、EUでは、プラットフォームの行為は当然に「金融商品の販売」にあたることは解されておらず、「注文の受付・回付」のみを行なうこととして認可を受けているものがある。

プラットフォームの行為が「金融商品の販売」にあたらないと解する根拠は定かではない⁵¹⁾。しかし、伝統的な株式の募集とクラウドファンディングによる募集とでは、それを仲介する者の役割が大きく異なるように思われる。伝統的な株式の募集における募集の取扱いにおいては、発行会社が自ら株式を取得する投資者を見つけ出すことは事実上不可能であり、金融商品取引業者による仲介が不可欠である⁵²⁾。他方、クラウドファンディングを通じた株式の募集においては、発行会社（資金調達者）が自社のウェブサイトにおいて募集を実施し（自己募集）、自社のサービスや製品の顧客を中心とした投資者から目標額の資金調達に成功するというのも（とりわけ調達金額がそれほど大きくない場合には）十分に考えられる。そうであれば、自社のウェブサイトでの自己募集も可能な発行会社が、プラットフォームを通じて募集

49) 黒沼悦郎『金融商品取引法』590頁（有斐閣、2016年）。

50) イギリスにつき、PERG: The Perimeter Guidance manual, 13.3, Q22, 23；フランスにつき、通貨金融法典 D321-1 条7項参照。

51) プラットフォームは株式等の取得の勧誘を行なっていないと解すれば、その行為は「募集の取扱い」に該当しないことになる。アメリカではプラットフォームは勧誘をするものではないという前提で規制が組み立てられている（金融商品取引法研究会・前掲注4）72頁〔松尾報告〕参照）。しかし、わが国では、プラットフォームは勧誘を行なっていると解するのが一般的である（黒沼悦郎「新規・成長企業へのリスクマネーの供給」ジュリ1473号（2014年）25頁参照）。

52) 黒沼・前掲注49）590頁。

を行なうことにどのような意味があるのか、プラットフォームがどのような役割を果たしているのかを検討する必要があるように思われる。

伝統的な株式の募集において金融商品取引業者が果たす積極的な仲介機能に着目すれば、その行為を「募集の取扱い」として規制し、金融商品取引業者にゲートキーパーとしての役割を果たさせることも合理的である。しかし、クラウドファンディングにおけるプラットフォームがそのような積極的な仲介機能を果たしているといえるかは明らかではない。クラウドファンディングにおけるプラットフォームの機能をふまえて、規制の内容を検討すべきであろう。

クラウドファンディングのプラットフォームには、資金調達者が作成したプロモーションのための動画が掲載され、投資者はそれを閲覧して投資判断を行なうのが一般的である。そうすると投資の勧誘の主体は資金調達者であり、自社のウェブサイトにおいても可能なことをプラットフォームにおいて行なっているだけ（プラットフォームは勧誘の場を提供しているにすぎない）とも考えられる。資金調達者と投資者が直接つながれ、両者の間の情報の非対称性はインターネット上の集合知によって解消されていくというのがクラウドファンディングの理念形であるとすれば、プラットフォームは情報の通り道にすぎないのであり、プラットフォームにゲートキーパーとしての役割を果たさせる必要はないともいえそうである⁵³⁾。

しかし、実際にはクラウドファンディングにおけるプラットフォームは、掲載申請のあった事業のすべてを投資対象として掲載することはなく、独自の選別基準によって審査し、それに通ったものだけを掲載している⁵⁴⁾。これにより、多数の投資対象を選別する「目利き」がプラットフォームのレピュテーションの源となり、投資者もそのような「目利き」に一定の信頼をおく

53) 金融商品取引法研究会・前掲注4) 76・77頁〔小出篤発言〕参照。

54) イギリス最大の投資型クラウドファンディングのプラットフォームである crowdcube のプラットフォーム掲載率は約10%であったとされている (Saul Estrin and Susanna Khavul, Equity crowdfunding: a new model for financing entrepreneurship?, CentrePiece Winter 2015/16, p.8)。

という構造が成り立っている。フランスで、プラットフォームを投資助言業者として位置づけ、掲載する投資対象を選別する基準を開示することを義務づけているのは、このような構造に着目したものと理解できる。

わが国においても、電子募集取扱業務を行なう金融商品取引業者等が整備すべき体制の一つとして、「電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱うとする有価証券に関し、その発行者の財務状況、事業計画の内容及び資金使途その他電子申込型電子募集取扱業務等の対象とすることの適否の判断に資する事項の適切な審査（…目標募集額…が発行者の事業計画に照らして適当なものであることを確認することを含む。）を行うための措置がとられていること」（金融商品取引業等に関する内閣府令（金商業府令）70条の2第2項3号）があげられている。これは、資金調達希望者に具体的な事業計画があり、調達する資金の額等とその計画との間に齟齬がないことをプラットフォームに確認させようとするものであり、プラットフォームに対し、架空の事業計画を用いた詐欺的案件等を排除するゲートキーパーとしての役割を期待しているものと理解できる。

また、投資型クラウドファンディングを利用できる投資者を一定の要件をみたす者に限定し、あるいは投資者一人あたりの投資額に上限を設けている国では、プラットフォームに対し、顧客である投資者がそれらの要件をみたしていることを確認することを義務づけ、規制の実効性を確保している。プラットフォームに対し、クラウドファンディングの適格性を欠く投資（者）を排除するという意味でのゲートキーパーとしての役割が期待されているといえる。

わが国においても、第一種少額電子募集取扱業務において取り扱う募集または私募にかかる有価証券の発行価額の総額が1億円を超え、または当該有価証券を取得する者が払い込む額が50万円を超えることを防止するための必要かつ適切な措置をとることが、電子募集取扱業務を行なうものに義務づけられている（金融商品取引法施行令15条の10の3、金商業府令70条の2第2項8号）。

2. プラットフォームにおける利益相反と規制の実効性確保

前述のとおり、クラウドファンディングのプラットフォームには、投資対象としての適格性に問題のある案件を排除するゲートキーパーとしての役割が期待されている。他方で、これも前述のとおり、プラットフォームは、その収益構造上、より多くの投資対象を掲載するインセンティブをもち、結果として投資対象の厳格な審査・選別が行われないおそれが生じる⁵⁵⁾。

フランスにおいて、プラットフォームに対して投資対象の選別基準・選別方法の開示を義務づけているのは、このような問題に対処するためであると理解される。もっとも、このような開示規制の実効性については、疑問がないわけではない。クラウドファンディングの投資対象として想定されるのはスタートアップ企業であり、資金調達後、短期間のうちに事業が破綻することも稀ではない。あるプラットフォームにおいて投資対象企業が破綻する例が多く出たとしても、必ずしもそのプラットフォームにおける投資対象の選別が開示されたとおりに行われていなかったことの裏付けとなるわけではない。開示されたとおりに投資対象を選別しているか否かを投資者が確認することは困難である。監督当局による検査等に期待せざるを得ないが、どれだけ実効的な監督が可能かは明らかではない。

プラットフォームの「目利き」に対する投資者の信頼を確保する方策としては、そのプラットフォームにおいて資金調達に成功した企業の資金調達後の事業の経過を開示させることも考えられる。資金調達に成功した企業のうち事業が破綻したもの、事業を継続しているもの、投資の回収に成功したものとの割合を示した情報等をプラットフォームに掲載させることにより、投資者がプラットフォームを選別する際に有用な情報を提供できると考えられる。プラットフォームにこのような規制を課し、ゲートキーパーとしての役割を果たすことを期待することは、プラットフォームを資金調達者と投資者

55) III 5 参照。

をつなぐ導管にすぎないとみるクラウドファンディングの理念形からは外れることになるかもしれないが、現在のEUにおけるプラットフォームの実態をみる限り、それもやむを得ないように思われる。

V. むすび

本稿では、EUにおける投資型クラウドファンディングの実態と規制について、とくにプラットフォームに焦点をあててみてきた。EU、とくにイギリスでは、投資型クラウドファンディングが、スタートアップ企業の資金調達手段として機能し始めていることが分かった。プラットフォームは、掲載する投資案件を選別しているのが通例であることも明らかになった。

プラットフォームに対する規制の内容をみると、イギリス・フランス・ドイツで共通する部分と各国独自の規制といえる部分とがあることが分かった。規制内容の違いは、各国における投資型クラウドファンディングの実態（とくに投資の形式）の違いに由来する部分もあるが、各国の規制当局が、プラットフォームに対してどのような役割を果たすことを期待しているかが異なっていることも、規制内容に大きな影響を与えているように思われる。

具体的には、プラットフォームに対して、投資対象を選別するゲートキーパーとしての役割をどの程度期待するかという点が、国によって異なっているように思われる。フランスは、イギリス・ドイツに比べると、プラットフォームがゲートキーパーとしての役割を積極的に果たすことを期待している。他方、イギリス・ドイツでは、クラウドファンディングを通じて投資することができる投資者の範囲や投資額に制限を設けて、投資者保護を図ろうとしているが、フランスはそのような規制方法をとっていない。

このように、投資型クラウドファンディングについては、いくつかの規制手法を組み合わせ、スタートアップ企業の資金調達の円滑化と投資者保護のバランスをとることを模索しているようにみえるが、3カ国の状況を調査しただけでは、規制の方向性や傾向を読み取ることはできなかった。今後は、

さらに調査対象を広げるとともに、わが国での株式発行型クラウドファンディングの展開状況にも目を配りつつ、より望ましい規制の在り方を考えてい。

流通市場の投資家による証券訴訟の実態

後 藤 元

I. はじめに

筆者は、重要事項の不実開示¹⁾を行った発行会社に対する流通市場の投資家による証券訴訟について、このような訴訟がどの程度・どのような主体によって提起されており、それによって発行会社やその経営者にどのような影響が及んでいるのかについて調査したことがある²⁾。これは、重要事項の不実開示を行った発行会社の流通市場の投資家に対する損害賠償責任をめぐる立法論は、実際に提起されている証券訴訟の実態を踏まえた上で展開される必要があるとの問題意識に基づくものであった。

本稿では、前稿の分析結果を要約した上で、前稿で基準とした2016年（平成28年）8月以降、2018年（平成30年）7月までの情報について調査結果をアップデートするとともに、前稿では十分に扱うことができなかった発行会社の取締役・監査役・監査法人に対する証券訴訟の実態と、証券訴訟の被告となった発行会社やその役員等に対するD&O保険による保険給付の可能性とについて検討することとしたい。

1) 本稿では、簡略化のため、法定開示書類上の重要な事項についての虚偽の記載、記載すべき重要な事項の不記載、および、誤解を生じさせないために必要な重要な事実の不記載を併せて、「重要事項の不実開示」と記載する。

2) 後藤元「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の進路 江頭憲治郎先生古稀記念』（有斐閣、2017年）857頁。

Ⅱ. 前稿の分析結果

1. 発行会社に対する証券訴訟はどの程度提起されているのか

最初に、前稿の分析結果を要約しておこう。

まず、発行会社の流通市場の投資家に対する損害賠償責任が問題となった公判裁判例は、平成28年8月15日時点において、全部で58件存在しており、そのうちの57件は平成16年証券取引法改正の成立後に提起された訴訟に関するものであった³⁾。しかし、同一の発行会社による同一の不実開示についての異なる投資家による複数の訴訟を統合すると、被告となった会社の数は10社しかなく、西武鉄道・ライブドア・アーバンコーポレイションという3つの大規模な事件に関するもので、公判裁判例全体の77.6%（58件中の45件）、同一訴訟における上下審判決を統合した訴訟件数でも67.7%（31件中の21件）を占めていた⁴⁾。ここからは、重要事項の不実開示について発行会社の責任を問う訴訟は、平成16年証券取引法改正前に比べると確かに増加しているものの、特定の事案に集中しており、広範に拡大しているわけではないとの評価も可能である⁵⁾。

そこで、証券取引法21条の2または金融商品取引法21条の2の適用がある重要事項の不実開示に関して公的エンフォースメント（証券取引等監視委員会による課徴金納付命令の勧告と刑事告発および金融庁による課徴金納付命令）を受けた発行会社のうち、株主数・時価総額・総資産額の大きさから相対的に損害賠償請求訴訟が提起されやすいと考えられる東京証券取引所第一部上場企業について、新聞記事データベース・各社プレスリリース等により提訴の有無を調査したところ、提訴が確認されたのは、平成28年8月15日現

3) 後藤・前掲（注2）861-863頁。

4) 後藤・前掲（注2）863-864頁。

5) 後藤・前掲（注2）864頁。

在における対象企業23社のうち5社（IHI、アーバンコーポレーション、オリンパス、リソー教育、東芝）のみであった⁶⁾。ただし、提訴がなかった18社の中には、不実開示発覚後の倒産や、不実開示発覚前後の株価の下落率または発覚前の時価総額の小ささ等の事情により提訴がないことに一応の説明がつくもの（13社）、弁護士が証券訴訟を準備中に挫折したものや証券訴訟ではなく株主代表訴訟を提起することを選択したと考えられるもの（3社）も存在しており、提訴されるべき事案が提訴されていないとまでは断定できなかった⁷⁾。

2. 発行会社に対する証券訴訟はどのような投資家によって提起されているのか

発行会社に対する証券訴訟は、原告のタイプによって、機関投資家による訴訟、ウェブサイト等を通じた弁護士の呼びかけによって集まった投資家により結成された原告団による訴訟（準クラスアクション）、それ以外の個別の投資家による訴訟の3つのグループに分けることができる。

まず、機関投資家による訴訟は、その投資額を反映して請求額・認容（和解）額ともに大きくなる傾向にあるが、西武鉄道・ライブドア・オリンパス・リソー教育・東芝の5社のみに対して提起されており、社会的にも大きく報道されるスキャンダルに限られる傾向にあるようである⁸⁾。これに対して、準クラスアクションは、より多くの事案において提起されているが、あくまでオプトイン型であるために、機関投資家による訴訟との比較においても、またアメリカの証券クラスアクションとの比較においても、その規模は小さい⁹⁾。

準クラスアクションを主導している原告代理人には、複数の中小規模の事

6) 後藤・前掲（注2）865-866頁。なお、同期間中に重要事実の不実開示に関する公的エンフォースメントを受けた企業は、全部で100社存在する。

7) 後藤・前掲（注2）867-876頁。

8) 後藤・前掲（注2）877-881頁。

9) 後藤・前掲（注2）882-883頁。

務所に所属する弁護士が緩やかに連合して弁護団を結成しているタイプと、中小規模の事務所が単独で遂行するタイプの2通りが存在している。前者は、消費者問題等について従前から存在したものであるが、後者はビジネスモデルとして準クラスアクションを扱おうとする法律事務所の登場を示しているとも考えられ、今後の動向が注目される場所である¹⁰⁾。なお、準クラスアクションにおける弁護士報酬は、依頼時に着手金または実費の預託金として金銭の支払いを要求している点、および、成功報酬が控え目に設定されている（回収金額の10%という固定レートか、回収金額に応じた逓減レートが採用されている）点で、アメリカの証券クラスアクションにおけるそれと大きく異なっている¹¹⁾。

個別の投資家による訴訟は、件数は多く（平成16年証券取引法改正後に提起された公判裁判例のある訴訟31件のうち16件を占める）、また機関投資家による訴訟や準クラスアクションが提起されていない発行会社に対しても提起されているが、その請求額・認容額は相対的に小さい傾向にある¹²⁾。

3. 民事責任と公的エンフォースメントとの関係

平成28年8月15日までに証券訴訟の被告とされた発行会社12社のうち、刑事罰または課徴金による公的エンフォースメントを受けていないものは日本システム技術とアソシエントテクノロジーの2社のみであり（いずれも不実開示についての課徴金制度が導入される前の事案である）、これらに対する証券訴訟はいずれも個別投資家によって提起されたものである。このため、公的エンフォースメントではカバーされていない事案を補完するという証券訴訟の機能はあまり大きくないと言える一方で、勝訴の見込みのない証券訴訟が乱発されているという状況にはないと考えられる¹³⁾。

10) 後藤・前掲（注2）884-885頁。

11) 後藤・前掲（注2）885-888頁。

12) 後藤・前掲（注2）888-889頁。

13) 後藤・前掲（注2）890頁。

発行会社に対して公的エンフォースメントと証券訴訟の両方が存在する事案においては、証券訴訟による民事責任の追及は刑事罰・課徴金への上乗せとしての意義を持つことになるが、証券訴訟における請求認容額・和解額は、機関投資家による提訴がある事案においては公的エンフォースメントによる制裁額を大きく上回る傾向にある一方で（西武鉄道・ライブドア・オリンパス）、それ以外の事案においては、公的エンフォースメントによる制裁額を大きく下回ることも少なくない（IHI・シニアコミュニケーション）¹⁴⁾。

4. 発行会社の責任とその役員等のインセンティブへの影響

不実開示を実際に行い、また不実開示を防ぐための対策をとるのは、法人である発行会社自体ではなく、その役員や従業員である。したがって、発行会社の民事責任に不実開示を抑止する効果があると言えるためには、そのような責任を発行会社に課すことによって、不実開示を実行した発行会社の役員等に経済的負担が生じ、またその他の発行会社の役員等の不実開示を防止するための対策をとるインセンティブを与えられていることが必要となる。

役員等の責任が追及される場合としては、まず発行会社に対する証券訴訟においてその役員等が共同被告とされることが考えられるが、このようなケースは、西武鉄道とライブドアを別として、多くはない¹⁵⁾。特に、準クラスアクションにおいては、訴訟の長期化を避けるために役員等は被告としない方針を明言する原告代理人も存在することが注目される¹⁶⁾。このような傾向は、発行会社についても無過失の立証による免責を認めた平成26年金融商品取引法改正によって変わる可能性もあるが、同改正が適用される事案につ

14) 後藤・前掲（注2）890-891頁。

15) 後藤・前掲（注2）893頁。

16) 後藤・前掲（注2）894頁。なお、東芝事件株主弁護団による発行会社に対する準クラスアクションにおいては、同社の元取締役ら共同被告とされているが（東芝事件株主弁護団ブログ「第一次訴訟提起 東京地方裁判所12月7日 東芝粉飾事件」（2015年12月7日、http://xn--7rvn38bmnel13z.com/blogs/2015/12/07/toushiba_hunshyoku/））、この方針の理由は説明されていない。

いての訴訟はまだ現れていない¹⁷⁾。

この一方で、証券訴訟の被告とされた発行会社は、少なからぬ事案において、不実開示に関与した役員に対して何らかの金銭負担を求めている。しかし、オーナー経営者が不実開示に関与していた西武鉄道とライブドアにおいては相当高額の求償が行われているが、発行会社に対する証券訴訟の結論が出る前に、不実開示の調査費用や課徴金額（の一部）のみを求償している発行会社も少なくない（オリンパス、東芝、リソー教育、エナリス）¹⁸⁾。

また、西武鉄道およびライブドアをはじめとして、発行会社に創業者または創業家出身である経営者が存在した事案が少なくないが、これらにおいては、経営者が持ち株を第三者に譲渡していた場合や、発行会社が倒産状態にある結果として株式価値が既に失われている場合を除いて、発行会社による損害賠償責任の負担は株式価値の下落を通じて創業者等の経済的負担につながったと考えられる¹⁹⁾。

Ⅲ．2016年8月以降の動向について

1．発行会社に対する提訴・判決

まず、証券訴訟の提起の状況であるが、新たな公判裁判例として、オリンパスに対するものが1件²⁰⁾、IHIに対するものが1件²¹⁾、リソー教育に対するものが2件²²⁾存在している。これらは、いずれも前稿において既に把握

17) 東芝による不実開示は、平成26年改正金融商品取引法の適用前の事案である。

18) 後藤・前掲（注2）895-896頁。

19) 後藤・前掲（注2）897-898頁。

20) 大阪高判平成28年6月29日金融商事判例1499号20頁（大阪地判平成27年7月21日判時2283号92頁の控訴審）。

21) 東京高判平成29年2月23日資料版商事法務402号61頁（東京地判平成26年11月27日証券取引被害判例セレクトの控訴審）。

22) 東京地判平成29年3月28日金融商事判例1517号23頁およびその控訴審判決である東京高判平成29年9月25日金融商事判例1530号12頁。

されていた準クラスアクションに関するものである。これらを含めると、発行会社の責任に関する公判裁判例としては、発行会社11社に対する32件の訴訟について62件の判決があるということになる。

また、2016年8月から2018年7月末の間に、重要事項の不実開示を理由とする公的エンフォースメントを受けた東京証券取引所第一部上場の発行会社は、存在していない²³⁾。他方で、前稿で調査の対象とした23社の東京証券取引所第一部上場の発行会社については、東芝に対して、海外の機関投資家により7件（請求額は合計約1252億円）、国内の機関投資家により4件（請求額は合計約328億円）、準クラスアクション²⁴⁾または個別の投資家により9件（請求額は合計約4億5600万円）の訴訟が提起されているが²⁵⁾、その他の発行会社に対する新たな提訴は確認されなかった。

このほか、上記以外の発行会社に対する提訴の有無も調査したが、新たな訴訟は確認されなかった²⁶⁾。東芝以外の発行会社に対する新たな証券訴訟の提起が見られないのは、主として、この期間中に大規模な重要事項の不実開示に対する公的エンフォースメントがなかったからであり、平成26年金融商

23) なお、東京証券取引所第一部以外の市場の上場企業に対する重要事項の不実開示を理由とする公的エンフォースメントは、同期間中に5件存在する（メディックグループ、モジュール、ピクセルカンパニーズ、ソフィアホールディングス、五洋インテックス）。

24) 東芝に対して新たに準クラスアクションを提起した日比谷ステーション法律事務所は、その報酬について、受任時に着手金として請求金額にかかわらず一律50万円（税別）、および、手続実費の預託金として請求額の5%（裁判終了時に清算）を要求し、さらに成功報酬として実際に回収できた金額の10%（税別）を要求している（<http://www.kabunushi-sosyo.com/toshiba/>）。一律50万円と言う着手金額は他の準クラスアクションに比べて高額であり（同事務所は、対オリンパス訴訟および対リソー教育訴訟においては、300万円以下の請求については請求額の8%を着手金としている）、少額の依頼者を排除する効果を持つと考えられるが、このような着手金額が設定された理由は定かではない（なお、回収金額の10%という成功報酬は、他の準クラスアクションでもよく見られるものである）。後藤・前掲（注2）886頁の表4を参照。

25) 株式会社東芝のプレスリリース「当社に対する損害賠償請求訴訟の提起に関するお知らせ」（2018年2月23日、https://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/news/20180223_1.pdf）参照。

26) この調査は、新聞記事データベースである日経テレコンとインターネット検索サイトであるgoogle.comにおいて、「株主・弁護士・訴訟」と「機関投資家・訴訟」をキーワードとして検索することによって行った。この方法は、前稿において用いたものである（後藤・前掲（注2）890頁注70）。

品取引法改正によって発行会社は無過失の立証による免責が認められるようになったことの影響があるか否かは、現時点では判断できないと言わなければならない²⁷⁾。

以上からは、発行会社に対する証券訴訟がどの程度、またどのような主体により提起されているかという点について、前稿の分析結果からの大きな変化はないと言えよう。

2. 発行会社に対する訴訟の帰趨

証券訴訟による民事責任の追及が発行会社に対して与える影響は、請求認容額または和解額によって測定することになる。

オリンパスについては、既に機関投資家による訴訟のうち数件について、オリンパスが合計193億円超を支払う旨の和解が成立していたところであるが²⁸⁾、これに加えて、複数件提起されていた準クラスアクションのうちの1件について控訴審判決²⁹⁾が出されたことを契機として、おそらく同一の原告代理人（オリンパス株主弁護団）による複数の準クラスアクションについて、オリンパスが総額5億円以上を支払うこと等を内容とする裁判外の和解が成立したことが報道されている³⁰⁾。オリンパスに対して提起されていた他の2つの原告団による準クラスアクションについては、公判裁判例も和解に関する報道も発見されなかったが、そのうちの1つであるオリンパス株主被害弁護団のウェブサイトは既に閉鎖されており³¹⁾、同様に和解によって終結

27) 平成26年金融商品取引法改正後の同法21条の2が適用される不実開示事案に対する公的エンフォースメントは2018年7月末現在で4件存在するが（メディアビックグループ、モジュール、ピクセルカンパニーズ、五洋インテックス）、いずれも大きく報道された事案ではない。

28) 残る1件の機関投資家による訴訟については、判決または和解についてのプレスリリースは出されておらず、未だ訴訟係属中である可能性も存在する（当該訴訟の提訴時および他の機関投資家による訴訟の和解時には、プレスリリースが出されている）。

29) 大阪高判平成28年6月29日・前掲（注20）。

30) 日本経済新聞「オリンパス粉飾一斉和解 損害賠償株主5社・151人と」2017年2月14日西部朝刊社会面。なお、オリンパス株主弁護団のウェブサイト（<http://www.olympben.jp/>）は、既に閉鎖されている（2018年7月末現在）。

31) オリンパス株主被害弁護団（<http://www.olympus-higaibengodan-tokyo.jp/index.html>）

した可能性がある。

また、東芝のプレスリリースや報道を前提とする限り、東芝に対する訴訟はいずれも判決または和解に至っていないようであるが、機関投資家による提訴があったため、請求総額は約1740億円と非常に高額に上っており、認容額または和解額もかなりの金額となる可能性が少なからず存在する。

リソー教育については、準クラスアクションのうち1件において請求額の7割強（1323万5376円）を一部認容する控訴審判決が出されているほか³²⁾、機関投資家による訴訟もリソー教育が1億900万円を支払うことで和解したようである³³⁾。また、IHIに対する準クラスアクションでは、控訴審判決において、認容額が第一審判決から若干増額されて、5347万1700円となっている³⁴⁾。しかし、いずれの事案においても、課徴金額が証券訴訟による責任額を大きく上回っている状況にある（リソー教育は4億円強、IHIは16億円弱）。

以上からは、発行会社に対する証券訴訟が発行会社の経済的負担に与える影響についても、前稿の分析結果からの大きな変化はないと言うことができよう。

IV. 役員等の責任の追及

1. 発行会社の賠償額の株主代表訴訟による求償の可能性

前稿においては、不実開示の発覚後に不実開示に関与した役員等に何らかの金銭負担を求めている発行会社は少ないが、証券訴訟を受けて発行会

32) 東京高判平成29年9月25日・前掲（注22）。

33) 機関投資家による訴訟の和解についてのプレスリリースまたは報道は見当たらないが、2018年2月期に訴訟和解金として1億900万円を支払った旨が同社の有価証券報告書に記載されている。株式会社リソー教育「平成30年2月期有価証券報告書」（<https://riso-kyoi.kugroup.com/ir/pdf/2018/20180530.pdf>）8頁。

34) 東京高判平成29年2月23日・前掲（注21）。

社が投資家に対して支払った賠償額が求償の対象に含められたのは西武鉄道とライブドアのみであることを明らかにしつつ、発行会社自体による求償が行われない場合であっても、証券訴訟の原告となることができなかった発行会社の株主が、株主代表訴訟によって発行会社の賠償額についての取締役の責任を追及する可能性があることを指摘した³⁵⁾。

この観点からは、オリンパスおよびその株主による同社元取締役らに対する訴訟の第一審判決が、同社の不実開示を主導した3名を含む同社の元取締役らに最大588億円弱もの同社に対する損害賠償責任を認めたことが注目される³⁶⁾。この訴訟は、オリンパスの個人株主が、上場企業による不祥事について複数の株主代表訴訟を受任している「株主の権利弁護団」を代理人として、同社がその元取締役・元監査役らに対して提起した訴訟に共同訴訟参加するとともに、同社が被告としなかった者に対して株主代表訴訟を提起したものである³⁷⁾。オリンパス自体による当初の請求額は36億1000万円であり³⁸⁾、株主による共同訴訟参加の結果として、主導的役割を担った元取締役3名に対する請求額は大幅に増額されたことになる³⁹⁾。

しかし、この判決における請求認容額のうち587億円弱は、不実開示が行われている間になされた剰余金の配当と自己株式の取得が分配可能額規制に

35) 後藤・前掲（注2）894-896頁，896頁注86。

36) 東京地判平成29年4月27日資料版商事法務400号119頁。この判決が出される前に、一部の被告らとの間では裁判上の和解が成立している（オリンパス株式会社「当社旧取締役に対する損害賠償請求訴訟の一部和解に関するお知らせ」（平成28年3月24日，<https://www.olympus.co.jp/ir/data/announcement/pdf/td160324re.pdf>），「当社旧監査役に対する損害賠償請求訴訟の一部和解に関するお知らせ」（平成28年5月12日，<https://www.olympus.co.jp/ir/data/announcement/pdf/td160512.pdf>），「当社旧監査役に対する損害賠償請求訴訟の和解に関するお知らせ」（平成28年11月28日，<https://www.olympus.co.jp/ir/data/announcement/pdf/td161128.pdf>））。

37) 株主の権利弁護団「オリンパス株主代表訴訟事件」（<http://kabunushinokenri.com/7400/>）。判決に記載された原告株主の訴訟代理人の記載から判断すると、同弁護団の代表者は阪口徳雄弁護士の方である（東京地判平成29年4月27日・前掲（注36）185頁）。

38) オリンパス株式会社「取締役責任調査委員会の調査報告書の受領および当社現旧取締役に対する損害賠償請求訴訟の提起ならびに今後の当社の対応に関するお知らせ（平成24年1月10日）」（https://www.olympus.co.jp/ir/data/announcement/pdf/nr120110_03.pdf）。

39) なお、オリンパス自体が被告としなかった取締役らに対する株主代表訴訟による請求は、いずれも棄却されている。

違反したものであったことを理由とする会社法462条1項の責任として認められたものであり、残りの額も不実開示疑惑発覚後の不適切な対応による信用毀損と不実開示に対する課徴金および罰金の一部とについての責任であって、オリンパスが投資家に支払った損害賠償金は含まれていない。また、東芝の元取締役役らに対しても、同じく「株主の権利弁護団」を代理人とする個人株主が、東芝自身が提起した訴訟に共同訴訟参加するとともに、同社が被告としなかった者に対して株主代表訴訟を提起しているが⁴⁰⁾、東芝に対する証券訴訟はおそらくいずれも判決または和解に至っていないこともあって、その請求金額には、証券訴訟を受けて東芝が支払った賠償金は含まれていないようである⁴¹⁾。

以上からは、発行会社に対する証券訴訟が、株主代表訴訟を介して、不実開示を実際に行った、またはこれを防止しうる立場にあった発行会社の役員等の経済的負担につながっているとは評価できないと言えよう⁴²⁾。

40) 株主の権利弁護団「東芝株主代表訴訟事件」(<http://kabunushinokenri.com/7436/>)。

41) 東芝自身による請求額は、同社に対する74億円弱の課徴金と過年度決算訂正のための監査報酬20億円強のうち、被告とされた元取締役の任務懈怠との相当因果関係が認められると判断された32億円である(株式会社東芝「課徴金の納付等に伴う元役員に対する損害賠償請求に係る請求拡張の申立て等について」(2016年1月27日, https://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/news/20160127_2.pdf))。この請求額は、東芝による訴訟に共同訴訟参加した原告株主によって拡張されている可能性もあるが、課徴金額と追加監査報酬額以外の費目は追加請求されていないものと思われる(同じ原告が東芝の監査を担当した新日本有限責任監査法人に対して提起した株主代表訴訟の請求額は、課徴金額と追加監査報酬額の合計にほぼ等しい約105億である。日本経済新聞「『東芝に105億円賠償を』個人株主、監査法人を提訴」2016年9月21日朝刊38面)。なお、東芝が被告としなかった元取締役らに対する株主代表訴訟の請求額は、27億円とされているが、その費目の内訳は不明である(日本経済新聞「東芝社長らを株主提訴 会計不祥事27億円賠償求める」2016年5月21日大阪版朝刊社会面)。

42) 証券訴訟によって民事責任を追及されていない発行会社またはその株主が、不実開示により負担することとなった課徴金や追加監査費用を役員等に対して請求する事案は、複数存在している。会社自身による請求として、仙台地判平成27年1月14日 LEXDB25506081(京王ズホールディングス、課徴金相当額の請求、全部認容)と、東京地判平成28年3月28日判時2327号86頁(クラウドゲート、課徴金・調査費用・監査費用等相当額の請求、一部認容)の2件が、株主代表訴訟による請求として、名古屋地裁岡崎支判平成29年10月27日 LEXDB25548302(フタバ産業、課徴金額・調査費用・監査費用・上場契約違約金相当額の請求、一部認容)の1件がある。

2. 発行会社の役員や監査法人に対する証券訴訟

また、投資家が発行会社の役員や監査法人のみを直接提訴した事案としては、発行会社の取締役・監査役に対する請求が認容された事案として、アーバンコーポレイション（民事再生）に関する準クラスアクションが1件⁴³⁾、ニイウスコー（民事再生）の個別投資家による訴訟が2件⁴⁴⁾、そしてインネクスト（破産）の個別投資家による訴訟が1件存在する⁴⁵⁾。また、監査法人に対する訴訟としては、プロデュース（民事再生）の監査法人に総額6億1760万円の賠償責任が認められた準クラスアクションがあるほか⁴⁶⁾、監査法人に過失がないとして請求が棄却されたものとして、山一証券（破産）の監査法人に対する個別投資家による訴訟1件⁴⁷⁾と準クラスアクションであると思われる訴訟1件⁴⁸⁾、および、そしてニイウスコーの監査法人に対する個別投資家による訴訟2件がある⁴⁹⁾。これらは、いずれも発行会社が倒産しており、発行会社に対する訴訟が意味をなさない状態となっている事案に関するものである。

これに対して、流通市場の投資家に対する発行会社の責任を導入した平成16年証券取引法改正が適用される事案について⁵⁰⁾、発行会社が倒産していな

43) 東京地判平成24年6月22日金融商事判例1397号30頁（原告代理人はあおい法律事務所（<http://aoi-law.com/article/syudan/>）、認容額は不明）。

44) 東京地判平成26年10月21日2014WLJPCA10218008（認容額は1億7426万7041円）、および、東京高判平成27年11月4日2015WLJPCA11046002（認容額は882万0444円：原審は東京地判平成26年12月25日2014WLJPCA1225802）の2件である。

45) 東京地判平成27年8月28日LEXDB25534192（認容額は448万4289円）。

46) 東京高判平成30年3月19日資料版商事法務410号201頁（原告代理人は南青山M's法律会計事務所である。プロデュース株主の会「プロデュース株主訴訟及び弁護士説明会のお知らせ」（<http://produce-kabunushi.jp/>）を参照）。なお、同事件の第一審判決である東京地判平成29年7月19日資料版商事法務410号215頁は、損害額の立証がないとして請求を棄却していた。

47) 大阪地判平成17年2月24日判時1931号152頁。

48) 大阪地判平成18年3月20日資料版商事法務268号136頁（原告の数は81名）。

49) 東京高判平成27年11月4日・前掲（注45）、および、東京地判平成28年2月23日LEXDB25533316。

50) 平成16年証券取引法改正が適用されない事案に関するものとしては、西武鉄道の元代表取締役らに対する個別投資家による訴訟である東京地判平成19年10月1日判タ1263号331頁がある（損害額の立証がないとして請求棄却）。

いにも関わらず、投資家が発行会社を被告とせず取締役・監査役・監査法人のみを提訴した事案としては、ライブドアの元取締役らに対する訴訟が1件あるのみである⁵¹⁾。この訴訟の原告は、有価証券報告書における不実開示に加えて、発行会社の子会社が行なった組織再編の対価の算定に関する虚偽の情報開示をも問題として、平成17年改正前商法266条ノ3第1項（現会社法429条1項）に基づく責任を追及としており、このような構成を採るために発行会社を被告としなかったものであると考えられる。

以上からは、発行会社に対して金融商品取引法21条の2に基づく責任を追及できる場合に、投資家が取締役や監査法人等のみを被告として訴訟を提起することは、基本的に期待できないように思われる。

V. D&O 保険と証券訴訟

証券訴訟には、発行会社やその役員が不実開示に基づく損害賠償責任を履行し、また応訴費用を負担しなければならない可能性を通じて、発行会社の役員らの事前のインセンティブに働きかけることによって、不実開示を抑止する効果が期待されている。しかし、証券訴訟によって生じる発行会社やその役員の経済的負担は、発行会社およびその役員の損害賠償責任やこれらの者の応訴費用に対する会社役員賠償責任保険（D&O 保険）給付の有無により、大きく異なると考えられる⁵²⁾。

本稿では、インターネット上で約款を入手できる東京海上日動火災保険株式会社の D&O 保険を例に⁵³⁾、不実開示に関する発行会社やその役員の損害賠償責任や応訴費用等についての保険給付と保険者免責の範囲を分析することとしたい⁵⁴⁾。

51) 東京地判平成27年11月25日金融商事判例1485号20頁（原告は個別投資家、認容額は7800万円）。

52) 上場企業の8割から9割は、D&O 保険に加入していると指摘されている（日本経済新聞「企業不祥事の責任どこまで 役員賠償責任保険 割れる対応」2016年6月27日朝刊9面）。

1. 発行会社に対する保険給付

(1) 保険約款

まず、発行会社に対する不実開示に関するカバーは、普通保険約款ではなく情報開示危険担保特約条項によって提供されている。すなわち、保険者は、金融商品取引法・会社法その他の法令または証券取引所の規則によって開示が義務付けられている書類の記載不備（開示書類記載不備）に起因して、保険期間中に記名法人に対して損害賠償請求がなされた場合に、これに伴って記名法人が法律上の損害賠償金および争訟費用⁵³⁾を負担することによって被る損害に対して、保険金を支払うものとされている（情報開示危険担保特約条項1条・2条、普通保険約款2条）。この「法律上の損害賠償金」には、発行会社が負担した罰金や課徴金は含まれない（普通保険約款3条）。また、「争訟費用」は、記名法人に対する損害賠償請求に関する訴訟・仲裁・調停・和解等によって生じた費用（記名法人の役員または従業員に対する報酬・給与等を除く）で、保険者が妥当かつ必要と認めたものに限られている（普通保険約款3条）。

53) 東京海上日動火災株式会社「会社役員賠償責任保険の約款（2018年1月1日以降始期用）」(http://www.tokiomarine-nichido.co.jp/hojin/pdf/yakuin_yakkan_20180101.pdf)。同社は、おそらくこの会社役員賠償責任保険を前提としつつ、「従来のD&O保険の上位商品」として「D&Oマネジメントパッケージ（経営責任総合補償特約条項付帯会社役員賠償責任保険）」を提供するに至っているが（<http://tmn-do.jp/>）、その詳細な約款は公表されておらず、概要が示されているのみである（東京海上日動火災保険株式会社「D&Oマネジメントパッケージ（経営責任総合補償特約条項付帯会社役員賠償責任保険）の補償内容」（<http://tmn-do.jp/about/index01.html>））。また、三井住友海上火災保険株式会社も、比較的詳細なD&O保険のパンフレットを公開しているが（三井住友海上火災保険株式会社「株式会社向け会社役員賠償責任保険（D&O保険）標準契約プランのご案内」（https://www.ms-ins.com/pdf/business/indemnity/executive_corporation.pdf））、その約款は公表されていない。筆者が調査した限り、D&O保険の約款をインターネットで開示している国内大手損害保険会社は、この他には見当たらなかった。

54) 実際の証券訴訟においてD&O保険による給付がなされたか否かは、一般に開示されるものではなく、明らかにすることはできなかった。

55) 争訟費用以外の、提訴に至らない損害賠償請求にかかる初期対応の費用や、株主による提訴請求にかかる対応の費用については、特約によってカバーが提供されている（初期対応費用担保特約条項および訴訟対応費用担保特約条項）。

上記の保険給付の要件が満たされている場合であっても、記名法人等が法令に違反することを認識しながら行った（認識していたと判断できる合理的な理由がある場合を含む）開示書類記載不備に起因する損害賠償請求に関する損害については、保険者は免責されている（情報開示危険担保特約条項4条①⁵⁶⁾）。開示書類記載不備に関して「記名法人等」が刑を科されるべき場合（時効の完成等によって刑を科されなかった場合を含む⁵⁷⁾）も同様である（情報開示危険担保特約条項5条③）。

これらの免責規定にいう「記名法人等」とは、記名法人およびその役員（取締役・執行役・監査役並びにこれらに準ずるものとして保険証券欄の被保険者欄に記載された地位にある者であって、法令または定款の規定に基づいて置かれたもの）または会計参与をいうと定義されている（情報開示危険担保特約条項3条・普通保険約款3条）。そのため、発行会社の役員のうち誰か1人でも不実開示に故意で関与していた場合には、発行会社に対する保険給付が否定されることになる。この免責規定は、発行会社の財産の維持に関心を有する役員に対して、他の役員が不実開示に故意で関与していないかを監視するインセンティブを与えようと言えよう。

（2） 実際の証券訴訟への当てはめ

以上の約款規定を前提とした場合、発行会社の刑事責任が認められている西武鉄道・ライブドア・ニイウスコー・オリンパスや⁵⁸⁾、民事訴訟において

56) なお、記名法人等が法令違反を「認識していたと判断できる合理的な理由がある場合」とは、そのような認識があったと認定できるだけの証拠がある場合であるため、この括弧書きの存在によって保険者の立証上の負担が特に軽減されるものではないと指摘されている（山下友信編『逐条D&O保険約款』（商事法務、2005年）89-90頁〔洲崎博史〕）。

57) ここでいう「刑」は、刑法の定める刑の種類としての死刑・懲役・禁錮・罰金・拘留および科料とこれらに対する付加刑としての没収をいい、行政罰としての過料は含まれないと解されており（山下・前掲（注56）75頁〔山下友信〕）、課徴金も含まれないと考えられる。なお、刑を「科されるべき場合」には、起訴猶予となった場合も含むと解されている（山下・前掲（注56）76頁〔山下友信〕）。

58) 証券取引等監視委員会「証券取引等監視委員会の活動状況（平成29年8月）」226頁、228頁、241頁、242頁、246頁参照。

一部の取締役が不実開示を指示または容認していたことが認定されているアソシエントテクノロジーとシニアコミュニケーションは⁵⁹⁾、上記の免責規定によって、損害賠償金と争訟費用のいずれについても、保険給付を受けられないこととなる。

これに対して、IHI に対する準クラスアクションでは、発行会社の役員は共同被告とされておらず、判決においても不実開示を指示または容認していたことは認定されていないため⁶⁰⁾、IHI は損害賠償金と争訟費用について D&O 保険金を得られることになる。他方で、リソー教育については、裁判所によっては、発行会社の役員が不実開示を指示または容認していたことは同様に認定されていないものの⁶¹⁾、不実開示の発覚後に設置された第三者委員会の報告書において、一部の取締役が不適正な会計処理を黙認していたと指摘されており⁶²⁾、保険者が免責を主張する可能性はある⁶³⁾。

2. 発行会社の役員に対する保険給付

(1) 保険約款の規定

D&O 保険の普通保険約款は、保険者は、D&O 保険契約の被保険者が会社の役員としての業務につき行った行為（不作為を含む）に起因して、保険

59) 大分地判平成20年3月3日金融商事判例1290号53頁、63頁（アソシエントテクノロジー）、東京地判平成25年2月22日判例タイムズ1406号306頁、312頁（シニアコミュニケーション）。

60) 東京地判平成26年11月27日証券取引被害判例セレクト49巻1頁および東京高判平成29年2月23日資料版商事法務402号61頁を参照。

61) 東京地判平成29年3月28日・前掲（注22）および東京高判平成29年9月25日・前掲（注22）を参照。

62) 株式会社リソー教育委員会第三者委員会「報告書（要約）」（平成26年2月10日、<http://www.riso-kyoikugroup.com/ir/pdf/2014/20140210.pdf>）27頁。

63) ただし、D&O 保険市場における競争がある中で、役員が法令違反を認識していたと裁判所によって認定されているわけではない場合に、保険者が免責規定をどの程度積極的に援用しているのかは定かではない。なお、平成26年改正金融商品取引法の下では、不実開示についての発行会社の故意および過失の不存在が発行会社の免責事由とされているため（金融商品取引法21条の2第2項）、同改正法が適用される事案についての発行会社に対する判決では発行会社の役員らの故意の有無が認定されることになると考えられる。発行会社は、この点の認定が発行会社に対する D&O 保険給付の可否にも影響することを踏まえて、訴訟追行をすることになろう。

期間中に被保険者に対して損害賠償請求がなされた場合に、これに伴って被保険者が法律上の損害賠償金と争訟費用を負担することによって生じた損害に対して、保険金を支払うものとされている（普通保険約款1条・2条）。発行会社の役員に不実開示への関与や監視の懈怠があったとして、投資家により証券訴訟が提起された場合には、この規定によって保険カバーが提供されることになる。

しかし、法令に違反することを被保険者が認識しながら（認識していたと判断できる合理的な理由がある場合を含む）行った行為に起因する損害賠償請求については、保険者は免責されている（普通保険約款5条③）。被保険者の犯罪行為（刑を科せられるべき違法な行為をいい、時効の完成等によって刑を課せられなかった場合を含む）に起因する損害賠償請求についても、同様である（普通保険約款5条②）。もっとも、役員に対するカバーについては、これらの免責規定の適用の判断は「被保険者ごとに個別に行われる」ものとされているため（普通保険約款5条柱書）、自らが法令違反を認識していなかった役員は、他の役員にそのような認識があったとしても、保険給付を受けられることになる。

また、従来のD&O保険では、会社内部での馴れ合いや内輪揉めによる訴訟に対する保険カバーを排除するために⁶⁴⁾、被保険者が他の被保険者や記名法人から受けた損害賠償請求については、保険者は原則として免責されており（普通保険約款7条①）、会社訴訟一部担保特約を付した場合でも、株主からの提訴請求によらずに行われた会社の役員に対する損害賠償請求については、争訟費用のカバーが提供されるにとどまっていた（会社訴訟一部担保特約条項1条（2））⁶⁵⁾。これを前提とすると、不実開示の発覚により課徴金・追加監査費用・投資家への賠償金等を負担した発行会社が、株主による

64) 山下・前掲（注56）127頁〔洲崎博史〕、嶋寺基＝澤井俊之『D&O保険の実務』（商事法務、2017年）59頁。

65) なお、株主からの提訴請求を受けて会社が役員の責任を追及する場合には、損害賠償金と争訟費用の両方がカバーされる（会社訴訟一部担保特約条項1条（1））。

提訴請求を待たずに役員に対して上記の負担を求償した場合には、役員は賠償金について保険給付を受けられないことになる。

もっとも、株主による提訴請求がない場合であっても、例えば不実開示等の発覚後に設置された第三者委員会等の提言を受けて会社が役員の実責任を追及する場合には、馴れ合いや内輪揉めの懸念は当たらないと考えられる⁶⁶⁾。このような観点から、近時発売されている D&O 保険商品では、(第三者委員会等の提言によるものであるか否かを問わずに) 会社から役員への損害賠償請求についても、損害賠償金・争訟費用のいずれの保険カバーをも提供するものが現れている⁶⁷⁾。

ここで問題となるのが、発行会社自体が負担した罰金や課徴金に相当する金額をその役員に求償した場合に、当該役員にこの額について D&O 保険金が支払われるのかという点である。普通保険約款 3 条の文言解釈としては、同条の「法律上の損害賠償金」の定義から除外されている「罰金」や「課徴金」は発行会社の役員自身が課せられた罰金や課徴金に限られるとして、発行会社が負担した罰金・課徴金相当額についての発行会社に対する賠償金については保険給付の対象となると考えることも不可能ではない⁶⁸⁾。しかし、情報開示危険担保特約条項が保険給付の範囲から発行会社に対する罰金や課徴金を除外している趣旨が、刑事罰や課徴金に対して保険給付を行うことによって公的エンフォースメントの制裁機能が失われてしまうことを防ごうとする公益的要請にあるのだとすれば、発行会社から求償を受けた役員らに対する保険給付を認めることには疑問もある。

66) この点を指摘した経済産業省の研究会の報告書として、コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会「別紙 2 会社役員賠償責任保険 (D&O 保険) の実務上の検討ポイント」(2015 年 7 月 24 日, <http://www.meti.go.jp/press/2015/07/20150724004/20150724004-3.pdf>) 5-6 頁を参照。

67) 東京海上日動火災保険株式会社「D&O マネジメントパッケージ (経営責任総合補償特約条項付帯会社役員賠償責任保険) の補償内容」(<http://tmn-do.jp/about/index01.html>)。三井住友海上保険株式会社も、同様のカバーを会社訴訟補償特約として提供している (三井住友海上保険株式会社・前掲 (注 53) 7 頁, 12 頁)。

68) このような帰結を支持する実務家の見解として、嶋寺=澤井・前掲 (注 64) 143-144 頁がある。

(2) 実際の証券訴訟への当てはめ

以上の約款規定を前提とした場合、西武鉄道・ライブドア・ニイウス・オリンパスの役員であって個人としての刑事責任が認められた者は⁶⁹⁾、投資家からの証券訴訟についても、発行会社からの求償についても、保険給付は受けられないことになる。民事訴訟において不実開示を指示または容認していたことが認定されているアソシエントテクノロジーとシニアコミュニケーションの取締役も、同様である。これに対して、アーバンコーポレイションの取締役らに対する準クラスアクションの地裁判決では、これらの者が「相当な注意」を用いたとは言えないとされているものの、法令違反であることを認識していたとまでは認定されておらず⁷⁰⁾、保険者は免責されない可能性がある。

また、発行会社が倒産状態に陥っていない場合には、発行会社の役員に対する損害賠償請求訴訟の多くは（投資家による証券訴訟ではなく）発行会社による求償の形をとっている。東芝による同社の元取締役らに対する訴訟について報道されているように⁷¹⁾、従来はこの場合に D&O 保険給付が否定されることもあったようであり、発行会社の役員のインセンティブに少なからぬ影響を与えていたと考えられる。会社による役員の責任追及についても役員に対する保険給付を全面的に行うこととした D&O 保険の登場によって、この点が今後どのように変化するかが注目される場所である⁷²⁾。

他方で、倒産状態にある発行会社の役員らに対しては、投資家による証券訴訟が提起されることがある。この場合には、D&O 保険金の支払いに約款上の問題はないものの、発行会社の管財人が解約返戻金を目当てに D&O 保

69) 証券取引等監視委員会・前掲（注58）参照。なお、東芝とその役員に対しては、2018年7月末現在において、証券取引等監視委員会による刑事告発はなされていない。

70) 東京地判平成24年6月22日・前掲（注43）。

71) 日本経済新聞・前掲（注52）。

72) 少なからぬ事案において、発行会社による求償額のかなりの部分を発行会社が負担した罰金・課徴金額が占めていることから、仮にこの部分については保険給付が否定されるとの解釈を取るのであれば、大きな影響は生じないとも考えられる。

険契約を解除することもあるようである⁷³⁾。このような可能性の存在は、発行会社の役員らに不実開示が行われないように監視するインセンティブを与えるものとも考えられるが、D&O 保険が最も必要となる場面で使えなくなってしまうことをも意味している⁷⁴⁾。

VI. 終わりに

本稿の分析が、前稿と合わせて、わが国の証券訴訟についての実態を踏まえた議論の資料となれば幸いである。

73) 東京地判平成27年10月27日 LEXDB25531911では、不実開示を行っていたことを公表した後に破産したインネクストの元監査役らが、同社の破産管財人がD&O 保険を解約した後に個別投資家から損害賠償請求訴訟を提起されたために弁護士費用等の負担を余儀なくされたとして、同社の破産管財人に対して不法行為に基づく損害賠償を請求したが、保険契約上、解除に際して被保険者の同意は要求されておらず、また原告らも保険契約の継続を希望する旨を破産管財人に伝えていなかった等として、請求が棄却されている。

74) 生命保険契約および傷害疾病定額保険契約については、保険契約者が倒産した場合の破産管財人等による解除を制限する規定が保険法に設けられているが（保険法60-62条・89-91条）、他人のためにする損害保険契約については、そのような規定はなく、解除を防ごうとする被保険者は保険契約者の破産管財人等と個別に交渉せざるを得ない。

「適合性の原則」再論

同志社大学教授 川口 恭弘

I. はじめに

「適合性の原則」は、証券規制のなかで誕生し、発展してきたものである。他方で、わが国において、現行の金商法のみならず、他の業法においても、「適合性の原則」を規定するものも見られている。このことは、業者と顧客との関係において、「適合性の原則」の重要性が、証券規制に限らず、不偏性を持つものとして認識されてきたことを意味する。さらに、欧米でも、複雑でリスクの高い投資商品への投資で投資家が大きな損失を被った反省などから、「適合性の原則」に関するより精緻な規制の整備が進んでいる。

上記の事情を背景として、本稿では、あらためて、「適合性の原則」の論点を整理し、総合的な検討を行うこととしたい¹⁾。

1) 他の業法などで規定されている「適合性の原則」は、現行の金商法の内容（考慮すべき顧客の属性など）とはほぼ同様のものとして定められている。そのため、本稿では、金商法の定める「適合性の原則」の条文を中心に検討することとする。なお、本稿は金融商品取引法研究会（日本証券経済研究所）での報告をもとにするものである（その記録は、金融商品取引法研究会・研究記録54号に収録されている（本稿では、以下「研究会記録」という）。研究会の討論を踏まえて、本稿で報告内容を修正・補正した部分がある。

Ⅱ．規制の内容と沿革

1．条文

金商法40条1号は、「金融商品取引業者等は、業務の運営の状況が次の各号のいずれかに該当することのないように、その業務を行わなければならない。」とした上で、1号で、「金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがあること。」と定めている。

この規定については、以下の点に注目したい。第一に、「適合性の原則」は、「勧誘」に関する規制として定められている。つぎに、第二に、考慮すべき顧客の属性として、①知識、②経験、③財産の状況および④金融商品取引契約を締結する目的（投資目的）という4要素が挙げられている。さらに、第三に、勧誘行為自体を規制するものではなく、「業務の運営の状況」に関する規制として定められている。

2．沿革

「適合性の原則」は、昭和49年の大蔵省証券局長通達「投資者本位の営業姿勢の徹底について」で、証券会社に対して、「投資者に対する投資勧誘に際しては、投資者の意向、投資経験および資力等に最も適合した投資が行われるよう十分配慮すること」を要求したものが最初と言われている。そこでは、単に「適合した投資」ではならず、「最も適合した投資」であることが要求されている。他方で、当時は、不適合な勧誘を禁止するのではなく、業者に「十分な配慮」を要求するものとどまっていた。このことが、その後のわが国の規制のあり方に影響を与えるものとなっている。

1991年の証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則〔第四原則〕「顧

客に関する情報」のなかで、「業者は、サービスの提供にあたっては、顧客の資産状況、投資経験および投資目的を把握するように努めなければならない」と規定された。ただし、これは、「顧客情報の把握義務」すなわち、know your customer rule であり、顧客に適合した勧誘を要求するものではなかった。

IOSCO の行為規範原則を国内法化する際、当時の証取法では、「顧客を知る義務」でなく、先の大蔵省証券局通達の内容を踏まえたものが定められた。この点に関して、証券取引審議会不公正取引特別部会報告書「証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則の我が国への適用について」（平成3年6月）では、「昭和49年の証券局長通達『投資者本位の営業姿勢の徹底について』等において、その趣旨が明らかにされているが、これを『証券会社の健全性の準則等に関する省令』等に規定し、法令上の根拠を明確にすることが適当であると考えられる。」と述べている。

これを受けて、平成4年に改正された証取法54条は、「大蔵大臣は、証券会社の業務の状況が次の各号のいずれかに該当する場合において、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、その必要の限度において、業務の方法の変更を命じ、3月以内の期間を定めて業務の全部又は一部の停止を命じ、その他監督上必要な事項を命ずることができる。」とした上で、かかる行政処分の対象となるものとして、「有価証券の買付け若しくは売付け又はその委託について、顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがある場合」を規定した。

平成4年の改正では、顧客の適合性を考慮する要素として ①知識、②経験および③財産の状況が規定された。さらに、この規定は、違反の場合に、経営保全命令の対象となるものとして定められたことが注目される。

その後、平成10年の改正で、「適合性の原則」は、証取法43条として規定された。そこでは、「証券会社は、業務の状況が次の各号のいずれかに該当することのないように、業務を営まなければならない。」とした上で、その

一つとして、「有価証券の買付け若しくは売付け…について、顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがあること。」が規定された。平成10年の改正により、禁止すべき行為は保全命令の対象ではなく、証取法上の禁止行為として定められることとなった。

その後、平成18年の金商法では、「適合性の原則」は、証取法の規定が引き継がれ、前述の規定として定められることとなった（金商法40条）。その際、顧客の属性の考慮要素として、④金融商品取引契約を締結する目的（投資目的）が追加された。

3. 日本証券業協会の自主規制

ところで、アメリカにおいては、「適合性の原則」は、業者の自主規制として発展してきたことはよく知られている。当初は、顧客とのトラブルから自己を防衛するため、前もって、業者側で顧客のことを把握することから始まったと言われている。それが、NASDの規則やNYSEの規則といった自主規制に引き継がれている。

わが国でも、日本証券業協会が、比較的早い段階から、「適合性の原則」を取り入れた規制を採用してきた。現在の「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」（以下、「投資勧誘規則」という）3条2項は、「協会員は、顧客の投資経験、投資目的、資力等を十分に把握し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行うように努めなければならない。」と規定している。投資勧誘規則では、当初から、顧客の属性の考慮要素として、「投資目的」が規定されていた。さらに、「顧客情報の把握義務」も規定されていることに留意が必要である。

日本証券業協会の自主規制では、特定の取引について、勧誘開始基準（投資勧誘規則5条の2）²⁾ および取引開始基準（投資勧誘規則6条）³⁾ を定めている。加えて、近年には、高齢顧客に対する勧誘販売規制（投資勧誘規則5条の3）⁴⁾ を導入した。これらは、「適合性の原則」を具体化したものと

位置付けすることができる。

Ⅲ. 適合性の原則の前提となる義務

1. 「顧客を知る義務」

(1) 根拠

わが国では、業者が「顧客を知る義務」について、法令上、直接の規定は存在しない。もっとも、金融庁の「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（以下、監督指針という）Ⅲ－２－３－１」では、「顧客の情報」（属性等）と「顧客の取引実態」の把握をするための顧客管理体制の確立を業者に求めている。また、前述のように、日本証券業協会の投資勧誘規則では、「顧客情報の把握義務」を規定しているところ、そこでは、顧客情報を把握するため、顧客カードの整備義務（投資勧誘規則５条１項）を定めている。

ところで、近年、金商法以外でも「適合性の原則」が規定されるようになっていいる。その一例として、貸金業法16条3項は、「貸金業者は、資金需要者

-
- 2) 協会員は、①店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債に係る販売、②店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託に係る販売、③レバレッジ投資信託に係る販売、④審査規程等対象社債に係る販売の勧誘を個人（特定投資家を除く）に対して行うにあたって、勧誘開始基準を定め、当該基準に適合した者でなければ、当該販売の勧誘を行ってはならないと規定している。
 - 3) 協会員は、①信用取引、②新株予約権証券、③新投資口予約権証券、④有価証券関連デリバティブ取引等、⑤特定店頭デリバティブ取引等、⑥店頭取扱有価証券、⑦株式投資型クラウドファンディング業務に係る取引等、⑧株主コミュニティ銘柄の取引等、⑨その他各協会員において必要と認められる取引等を行うにあたっては、それぞれ取引開始基準を定め、当該基準に適合した顧客との間での当該取引等の契約を締結しなければならないと規定している。なお、この取引開始基準は、顧客の投資経験、顧客からの預り資産その他各協会員において必要と認める事項について定めなければならない（投資勧誘規則６条２項）。
 - 4) 協会員は、高齢顧客に有価証券等の勧誘による販売を行う場合には、当該協会員の業態、規模、顧客の分布および顧客属性ならびに社会情勢その他の条件を勘案し、高齢顧客の定義、販売対象となる有価証券等、説明方法、受注方法等に関する社内規則を定め、適正な投資勧誘に努めなければならないと規定している。これに関連して、日本証券業協会は、「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第５条の３の考え方（高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン）」を定めている。

等の知識、経験、財産の状況及び貸付けの契約の締結の目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って資金需要者等の利益の保護に欠け、又は欠けることとなるおそれがないように、貸金業の業務を行わなければならない。」と規定している。さらに、貸金業法では、「貸金業者は、貸付けの契約を締結しようとする場合には、顧客等の収入又は収益その他の資力、信用、借入れの状況、返済計画その他の返済能力に関する事項を調査しなければならない。」(貸金業法13条1項)という形で、顧客の調査義務を規定していることが注目される。

もっとも、金商法上は、顧客の調査義務は法定されていない。そこで、顧客を十分に調査せず、その結果、不適合な勧誘を行った場合、業者は「適合性の原則」違反に問われることになるのかが問題となる。この点については、顧客を知らなければ、その顧客に適合した勧誘をすることができないことから、顧客に適合した勧誘を行う前提として「顧客を知る義務」が存在していると解することができる。顧客に適合しない勧誘をした場合で、調査をしないほうが、調査をしたときと比べて免責の可能性が広がるという解釈は妥当ではない。

アメリカでは、「適合性の原則」は、「顧客を知る義務」として誕生したということは前述の通りである。このルールは、かつては、ニューヨーク証券取引所の規則で規定されていたが、現在は、FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) の規則に統一されている。FINRA rule2090は、「顧客に関する重要な情報を知る(および維持)するため、合理的な注意を尽くすこと」を業者に要求している⁵⁾。

さらに、ヨーロッパでも、「顧客を知る義務」が規定されている。EUは、2007年に金融商品市場に関する新たな指令 MiFiD (Market in Financial Instruments Directive) およびそれに関連する細則・指針などを策定した。同指令は、2014年に改訂され、MiFiD2となった⁶⁾。MiFiD2 Article25 section2は、業者は、投資助言または資産管理(portfolio management)を提供する際に、顧客または潜在的顧客に関する必要な情報を入手すべきもの

としている。ここで入手が必要な情報は、「知識および経験」、「損失の負担能力を含む財産状況」および「リスク耐久性を含む投資目的」である。また、同 section3は、これらの業務以外の投資サービスを提供する場合には、入手すべき情報は「知識および経験」で足りるとされている⁷⁾。

なお、金融庁は、平成29年3月に「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表した。これは、金融事業者が、この原則を踏まえて、顧客本位の業務運営を実現するための方針を策定し、当該方針に基づいて業務運営を行うことを求めるものである。同原則6【顧客にふさわしいサービスの提供】は、「金融業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである」としている⁸⁾。

-
- 5) 後述する FINRA rule2111が recommended という用語を使用していることから、「顧客を知る義務」が適用される場合は、わが国よりも狭いのではないかとの見解が述べられている。研究記録22頁（神作裕之発言）。FINRA の定義では recommendation に関する定義はない。解釈指針によれば、これに該当するかどうかは、客観的に見て、特定の証券または取引を誘引するものであったかどうか基準となる。金融商品取引所グループ金融商品取引法研究会「デリバティブ取引の投資勧誘規制【米国】」4頁（加藤貴仁報告）。したがって、解釈によっては、わが国の勧誘と同様のものも想定できる。アメリカにおいて、recommendation は広く解釈されていることについて、王冷然「米国における適合性の原則の原状—適合性原則の内容の深化について—」『現代消費者法』28号31頁参照。なお、rule2111は、推奨する商品が顧客に適合すると信じるに足る根拠を必要とするものである。本文で紹介した rule2090では、recommendation がなされたどうかを問題としていない（このことは、同 rule2111でも言及されている）。他方で、rule2090は、口座の開設および維持に関して規定するものであり、厳密には、勧誘の場面对象とするものではない。研究会記録26頁（松尾直彦発言）。
- 6) EU 加盟国は、MiFiD および MiFiD2の規定を国内法化することが義務づけられる。イギリスの規制について、金融商品取引所グループ金融商品取引法研究会「デリバティブ取引の投資勧誘規制【英国】」6頁以下（松井秀征報告）、上杉めぐみ「英国・EU 金融サービス指令における適合性の原則」『現代消費者法』28号46頁、ドイツの規制について、同研究会「デリバティブ取引の投資勧誘規制【ドイツ】」7頁（山下友信報告）、川地宏行「ドイツにおける適合性原則の判例・学説の状況」『現代消費者法』28号37頁参照。
- 7) FMiFiD2 aritle23 section 2では、顧客情報の入手の義務付けが投資助言および資産管理を行う場面についてのもので、この点でわが国の投資勧誘の場面よりも狭いものとなっている。研究会記録22頁（神作裕之発言）。もっとも、その他の投資サービスについても、section 3で、情報収集の義務自体は規定されている。

（２）顧客が情報提供を拒んだ場合

つぎに、業者に「顧客を知る義務」があることを前提として、顧客が情報提供を拒んだ場合の業者の対応が問題となる。すなわち、この場合に勧誘が不適合であっても業者は免責されるのか、もしくは、業者は顧客の属性を知ることができず、「適合性の原則」の遵守ができないことから、勧誘を中止すべきかが論点となる⁹⁾。

適合性の原則の遵守のために業者が顧客の情報を求めたにもかかわらず、顧客がその提供を拒んだ場合、結果として、勧誘した投資商品が当該顧客に不適合なものであったとしても、業者に責任を負わすことは妥当でないようにも思われる。もっとも、EU 指令では、情報を十分に得ることができない場合は、「業者は、顧客または潜在的顧客に対して投資サービスや投資商品の勧誘を行ってはならない」としている点が注目される（Commission Directive 2006/73/EC（10 August 2006）Article 35 section5）。これは、顧客の無知識・無経験を前提とすべきという考えによるもので¹⁰⁾、顧客保護に厚い政策と評価できる。

なお、金融庁のパプコメでは、「業者が相当の努力を尽くしたにもかかわらず、当該顧客の姿勢に変化がなく、業者が顧客の適合性を確認することができないような場合には、業者は『適合性の原則』（金商法40条1号）に則して当該顧客との間の取引を拒むこともできる」と述べている。そこでは、「拒むことができる」とされており、「拒まなければならない」とはされていない。医者診察と異なり、業者には、取引の応じる義務はないはずである。

8) 金融庁は、本原則を採択し、取組方針を公表した金融事業者のリストを公表した（平成29年6月30日（8月1日更新））。業態別に分類した結果は、都市銀行等50、地方銀行等101、協同組織金融機関等6、保険会社等74、金融商品取引業者等238の合計469であった。原則を採択した金融機関では、それぞれ、顧客情報の入手につとめ、適切な商品・サービスの提案を行うように努める旨の基本方針が明らかにされている。

9) 前述のように、日本証券業協会の自主規制で「顧客カード」の整備が義務づけられている。ここでは、「資産の状況」を記載する欄がある。もっとも、実際には、業者に対して資産の状況を伝えたがらない顧客も多いと言われている。

10) 角田美穂子『適合性の原則と私法理論の交錯』（商事法務、2014年）203頁。

ただし、そこでは、取引の拒否をするには、情報の把握について一定の努力義務を尽くすことが前提とされている。この点については、金融機関の公共性を考慮したものとの指摘がなされている¹¹⁾。もっとも、「公共性」の意味するところは不明である。預金を受け入れる銀行であれば、預金の受け入れを拒否できないとの考えもあり得る。預金は投資物件であると同時に、国民にとって安全な資産の保管手段となっているからである。しかし、証券投資、特に、高いリターンを求める投資は、国民生活にとって不可欠なものではなく、証券会社のほうで取引の応諾をしなければならない義務まで認めることは難しい。

(3) 顧客が虚偽の情報を伝えた場合

顧客が業者に虚偽の情報を伝えた場合、業者がそれを知り得ない状況では、業者に責任を課すことは妥当ではない。前述の EU 指令では、情報が古い場合、または不正確であることを知り得た場合を除き、業者は、顧客からの情報を信頼することができるとされている (Commission Directive 2006/73/EC Article 35 section5)。アメリカの FINRA の解釈でも、情報が不正確であることを示す「危険信号 (red flags)」がない場合、業者は、基本的には、顧客の情報を信頼することができることとされ、その場合、顧客を知ることに関して、合理的な注意を尽くしたものと解されている¹²⁾。わが国でも、業者が顧客からの情報を確認する行為を行い、明確に不正確であるという確信が得られない場合には、顧客からの情報を信頼できると解して良いと思われる。

(4) 情報の劣化

「顧客の情報」は、時間が経過すると劣化し、新たな勧誘段階における適合性の判断に適さないことも考えられる。

11) 座談会「金商法法令・内閣府令パブリックコメントを読み解く (下)」『金融法務事情』1817号 22頁 (松尾直彦発言)。

12) FINRA, Regulatory Notice 12-25 (May 2012).

FINRA rule2090では、口座開設時およびそれを維持するうえでも、顧客情報を入手する努力を求めている。口座の維持については、「顧客との関係が継続する間」という解釈も示されている。そのため、情報の収集は継続して行うことが求められる。さらに、SEC 規則（Rule 17a-3）では、顧客記録の更新を3年に1度行うことを求めている。しかし、SECは、事情によっては、これ以上に顧客情報を更新する必要がある場合もあるとの立場を明らかにしている¹³⁾。そのため、実務上、顧客情報の収集の頻度がどの程度のものであるのかが問題となっている。

わが国でも、一般論として、古い情報では現在の顧客の適合性の判断はできないため、情報の更新が必要であることに異論はないと思われる。この場合、以前と同じ投資商品の勧誘であっても、顧客の財産状況が変わっていることが想定できるため、その都度、顧客から情報を入手することも考えられる。しかし、現実には、取引の都度、情報を集めることは難しい。そのため、顧客の状況に変化が生じたことを推察できる場面で、その状況を問うというのが現実的な対応であろう。また、以前とは異なるリスクのある投資商品であれば、顧客の適合性を判断する必要性は、さらに高まるものと考えられる。

なお、前述の監督指針では、「顧客の申し出に基づき、顧客の投資目的・意向が変化したことを把握した場合には、顧客カード等の登録内容の変更を行い、変更後の登録内容を金融商品取引業者と顧客の双方で共有するなど、投資勧誘に当たっては、当該顧客属性等に則した適正な勧誘に努める…」とされている。ここでは、顧客の申し出に基づく場合に、登録内容の変更を求めるのみで、業者側からの積極的行動は要求していない。また、顧客の属性については、「投資目的・意向」の変化のみが対象とされており、最も重要と思われる「財産の状況」の変動は対象外とされている。

13) SEC Release No. 34-44992.

2. 「商品を知る義務」

顧客に適合した勧誘であるためには、顧客を知ることに加えて、勧誘する商品・取引の内容を十分に理解していることが必要である。

アメリカでは、業者は、勧誘する取引などが顧客に適合したものであると信じる合理的根拠を有していなければならないというルールが存在する。かつては、NASD rule 2310がこれを規定したが、現在では、FINRA rule2111として定められている¹⁴⁾。このルールの特徴は、顧客に適合した勧誘を求めるのではなく、勧誘する投資商品が顧客に適合していると信じるに足りる合理的な根拠を求めている点にある。この点について、つぎの適合性が必要であるとされている¹⁵⁾。第一に、①投資商品が少なくとも一定の投資家に適合していることを求めるものである（これを「合理的根拠適合性（reasonable-basis suitability）」という）。この適合性について、FINRA より、「投資商品の性質を理解する義務がある」「投資商品の性質を理解できない場合、それが特定の投資家に適合していても、適合性原則に違反する」という見解が明らかにされている。第二に、②投資商品が顧客に適合していることを求めるものである（これを、「特定顧客適合性（customer-specific suitability）」という）。第三は、業者が顧客口座を支配している場合に適用されるもので、取引が全体として量的に適合していることを求めるものである（これを「量的適合性（quantitative suitability）」という）。

ここで注目されるのは、②特定顧客適合性の点で適合していても、①合理的根拠適合性の点で不適合であれば、適合性の原則違反になるとされていることである。すなわち、勧誘する投資商品が、結果的に、特定の顧客に適合していても、業者がその投資商品の性質を理解できていない場合には適合性の原則に違反することになる。

14) この規則の分析について、金融商品取引所グループ金融商品取引法研究会・前掲（注5）3頁以下（加藤貴仁報告）、王・前掲（注6）28頁参照。

15) FINRA Rule 2111.05.

業者が商品内容を理解できていない場合でも、結果として、顧客に不利益が生じていないならば、違反に問う必要性はないようにも思われる。他方で、商品内容を理解できなければ、ある顧客にたまたま適合したに過ぎず、多くの場合、顧客に不適合な勧誘となる危険性は高い。わが国の金商法が定める「適合性の原則」は、「顧客に適合しない勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており又は欠けることとなるおそれがないように、その業務を行わなければならない」と定めている。このことから、役職員が販売する商品を理解しないような業務体制は、「不適當な勧誘を行い投資者の保護に欠けることとなるおそれがあるもの」に該当するという解釈も可能と思われる。

なお、近年、日本証券業協会の自主規制で、投資勧誘規則の改訂が行われた。そこでは、「協会員は、当該協会員によって新たな有価証券等（…）の販売（…）を行うに当たっては、当該有価証券等の特性やリスクを十分に把握し、当該有価証券等に適合する顧客が想定できないものは、販売してはならない」と規定した（投資勧誘規則3条3項）。この規制は、業者に販売する投資商品の理解を要求するもので、前述のアメリカの①「合理的根拠適合性」と同趣旨のものと考えることができる。そこでは、「新たな有価証券等」を販売する場面に限定されているものの、実際には、その射程は、アメリカの規制と変わらない¹⁶⁾。

IV. 考慮すべき顧客の属性

1. 顧客の属性

金商法40条1号では、「知識」、「経験」、「財産の状況」および「契約締結

16) 「新たな有価証券」という文言について、「顧客にとって初めて」という意味か「業者にとって初めて」という意味かが問題となるが、規制の趣旨は、後者（「これまで販売したことのない新しい性格の商品をこれから当社で扱おうとするときには、それを販売するのに適合した顧客がいないのであれば、それは販売してはならないという趣旨」）であると説明されている。研究会記録20頁（三森肇発言）。

の目的（投資目的）」に照らして不適当と認められる勧誘が禁止される。この4要素の適合性は勧誘の段階で判断される。

アメリカのFINRA rule2111では、「顧客のプロファイル」により得た情報をもとに、顧客に適合した勧誘であると信じる合理的根拠が必要としている。「顧客のプロファイル」は、「年齢、他の投資物件、財産の状態・必要性、納税状況、投資目的、投資経験、投資期限、流動性のニーズ、リスクの寛容度、その他顧客が勧誘に際して業者に開示したその他の情報」と規定されている。このような詳細な例示は、NASD時代の規則ではなく（NASD rule 2310(b)）、FINRAの規則でより詳細な規定が置かれた。もっとも、FINRAの規則では、適合性を判断するために収集・分析すべき情報としてこれらの例示がなされていることに注意が必要である。そこでは、これらのプロファイル自体が顧客に適合している必要があるとはされていない。

また、EUのMiFID2 Article 25 section2では、投資助言やポートフォリオの管理を行うにあたって、業者が必要な情報を入手すべきものとし、入手が必要な顧客情報として、「知識と経験」「財産状況」「投資目的」が規定されている。これらの要素は、わが国の金商法で規定されている要素と同じである。ただし、ここでも、4要素に適合した勧誘を義務づけるのではなく、適合した勧誘を行う際に入手が必要な情報として規定されている点はFINRAと同様である。なお、MiFiD2では、「財産状況」「投資目的」に関して、「リスクの許容性」と「損失負担能力」を重視する旨が定められている点が注目される。また、前述のように、投資助言などを行うものでなければ、入手が必要な情報は「知識と経験」のみに限られていることにも留意が必要である。

2. 4要素の内容

わが国の金商法が定める「適合性の原則」で、考慮すべき顧客の属性とされる「知識」「経験」「財産の状況」は、「顧客の実情」を表すものである。また、「契約締結の目的（投資目的）」は「顧客の意向」を表すものである。

まず、「知識」と「経験」については、前述のように、MiFid2では一つのカテゴリとして規定されている。「知識」「経験」は、業者による情報提供・説明により、不適合性が治癒する可能性があるものである。したがって、「知識」「経験」のない者に対して、すべて、勧誘が禁止されることにはならないように思われる。顧客にとって初めての投資商品であれば、これに関して、通常、事前の「経験」はない。これに対して「財産の状況」は、いかなる情報提供・説明があっても不適合性は治癒されないものである。MiFid2では、特に、「損失負担能力」の適合性を重視していることは既述の通りである。

「契約締結の目的（投資目的）」とは、たとえば、「老後資金の安全運用」、「余剰資金の積極運用」などといったものが考えられる。MiFid2では、「リスクの許容性」としてこの点が重視されている。なお、情報提供・説明により投資目的が変わる可能性もある。たとえば、比較的裕福で株式投資の経験しかないものが、情報提供を受けて、よりリスクの高い投資運用を選択することも考えられる。したがって、投資目的が不適合な場合に、一切の勧誘が禁止されるとまでいうべきではない。この点からも、「リスクの許容性」が重要な判断ファクターとなる。

なお、適合性の考慮が必要な場面は、これら4要素に限らない。「顧客の理解力」も考慮要素とすべきという主張が有力になされていた。この点については、実務上の判断が困難という理由で金商法には盛り込まれなかった¹⁷⁾。もっとも、他の法律では、顧客の判断力を考慮要素としているものも見受けられる。平成17年に特定商取引法の改正がなされ、訪問販売等における禁止行為として、「適合性の原則」が規定された。そこでは、「顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘を行うこと」（施行規則7条3号）とともに、「老人その他の者の判断力の不足に乘じ、訪問販

17) 証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討〔I〕』（別冊商事法務308号）9頁（黒沼悦郎報告）。この点、「広義の適合性の原則により顧客の理解力に応じた説明が求められ、その違反から損害賠償責任が生じることからすると、顧客の理解力は、既に狭義の適合性原則の判断基準に含まれている（いくら説明しても理解できないときは販売してはならない）と解することもできる」との見解もある。黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣、2016年）530頁。

売に係る売買契約又は役務提供契約を締結させること」(同2号)が規定されている。特定商取引法の改正は、住宅リフォームに関するトラブルを契機になされたもので、その際、特に、老人などの高齢者が被害にあったという点が重視された。この規定の適用については、一般人の通常の判断能力があれば、およそ締結しないような悪質な内容の契約が念頭に置かれている¹⁸⁾。

なお、前述のように、FINRA では、「量的適合性」を問題としている。この点については、わが国では、顧客にとって過剰量の取引(過当取引)は、顧客に対する誠実義務(金商法36条1項)違反になると思われる。さらに、「顧客の意思を確認することなく、頻繁に顧客の計算において取引をしている状況」は是正命令の対象となる(金商法40条2号・金商業等府令123条1号)。なお、自主規制として、「顧客カード等により知り得た投資資金の額その他の事項に照らし、過当な数量の取引等の勧誘」が禁止行為とされている(日証協・従業員規則7条3項7号)。

最後に、適合性の原則に関する民事裁判では、「具体的な商品の特性を踏まえて、これらとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要がある。」とするものがある¹⁹⁾。不法行為の成否の判断において、4要素を総合的に判断するという考えは妥当と思われる。他方で、金商法40条1号では、顧客への適合性が問題となる4要素は「及び」で繋がれている(「又は」ではない)。そのため、4要素のうち一つでも欠ければ勧誘は禁止されるのかが問題となる。この点、条文では、4要素に「照らして不適合」と規定しているため、4要素は、考慮要素を列挙しているに過ぎないと解される²⁰⁾。したがって、「適合性の原則」に違反するものとして行政処分を行う場合でも、4要素を総合的に考慮することが許される²¹⁾。

18) 「特定商取引法に関する法律等の施行について」(平成25年2月20日)(消費者庁次長等から各経済産業局長・内閣府沖縄総合事務局長あて)。

19) たとえば、最判平成17年7月14日民集59巻6号1323号。

20) 研究会記録21頁(前田雅弘発言)。

V. 「適合性の原則」の適用範囲

1. 「勧誘」の有無

わが国の適合性の原則は、「勧誘」規制として規定されている。そのため、「勧誘」がない場面では、適合性の原則の適用はないこととなる。この点に関して、①顧客の依頼に応じてその限りで商品の説明を行う場合、②顧客の個別の依頼に応じて受動的に単に販売用資料を顧客に交付する場合、③「勧誘」を他の業者に委託して多数の顧客を集めた説明会において商品の内容を説明する場合などは、基本的に「勧誘」に該当しないと解されている²¹⁾。もっとも、これらに加えて、「いかがでしょう?」「どうですか?」と付け加えた場合は勧誘行為があったと解すべきである²²⁾。

また、顧客から店頭に出向き、特定の商品について積極的な購入希望が出された場合、その注文を受け付けるだけの行為は、勧誘に該当しない。もっとも、顧客の属性を熟知し、購入希望の商品が不適合であれば、勧誘がないものとして「適合性の原則」に違反しないものの、無条件に販売する行為は、「顧客に対する誠実義務」（金商法36条1項）に違反すると考えられる。この場合、誠実義務の履行の一環として、業者として、不適合であることを警告した上で、それでもなお購入希望があれば、販売は許されると解するべきである。MiFiD2 article25 section3（投資助言・ポートフォリオ管理以外の投資サービスを提供する場合の規制）は、投資商品が顧客に適合しない場合の

21) この点、4要素の1つを欠く場合、勧誘が禁止されると解せざるを得ないとした立場（研究会記録15頁）を修正する。金融庁・証券取引等監視委員会「金融商品取引法の疑問に答えます」（平成20年2月21日）では、「例えば、顧客がリスクをよく理解した上で自ら判断する旨を証券会社・金融機関に明示した場合には、財産の状況等を把握できなくても、顧客の知識や経験等を考慮して、取引することが可能と考えられます」としている。

22) 松尾直彦『金融商品取引法〔第4版〕』（商事法務、2016年）425頁。

23) 研究会記録17頁15頁（川口報告）、28頁（松尾直彦発言）。

警告義務を規定している。

なお、取引後に、顧客の事情が変わり、商品・サービスが不適合となった場合、取引の中止・商品の売却の推奨義務があるかが問題となる。この場合、勧誘行為はないため、「適合性の原則」の適用はない。さらに、「顧客に対する誠実義務」を問うことも困難なように思われる。このような責任が発生するのは、顧客との間に、高度の信頼関係がある場合など例外的な場合に限られるのではないと思われる²⁴⁾ ²⁵⁾。

2. プロ投資家に対する適用

「適合性の原則」は、特定投資家について適用されない（金商法45条1号）。不適合な特定投資家は存在しないという考え方からかもしれない。しかし、適合性の原則を適用した上で、その原則が適用される投資家はいないという構成でも同じ結果となる。もっとも、特定投資家の幅は広く、投資商品によっては、不適合な特定投資家は存在すると思われる。

FINRA のルールにおいても、既述の適合性の分類のうち、②特定顧客適合性について、「機関投資家」は基本的には適用が除外される。もっとも、⑦機関投資家が投資リスクを評価する能力がある（業者がそのように信じる合理的根拠がある）場合、④機関投資家側で、独立した判断を行っていると積極的に表明している場合に、適用が除外される。④については、2011年の改正で新設されたものである。特定投資家でも不適合な投資で不利益を被る可能性は否定できない。この点で、アメリカのように、適用除外の条件をすることは検討の価値がある。

24) 研究会記録34頁（太田洋発言）は、このような場面でも、誠実義務により顧客を救済すべきとする。なお、「顧客本位の業務運営に関する原則」を採択し、取組方針を公表した会社のなかには、「お預かりしている資産に関して適切に状況報告を行うとともに、金融商品や取引に関する情報提供を継続的に行い、必要に応じて見直しのご提案を行います」とするものがある（野村證券）。もっとも、この場合も、取引が継続されている状況が前提であると思われる。

25) ドイツでは、ユニバーサルバンキング・システムが採用され、銀行は幅広い金融業務を行うことができる。そこでは、顧客が銀行に信頼を寄せる状況において、黙示の助言契約が認められるとされている。川地・前掲（注6）37頁。

他方で、FINRA では、①合理的根拠適合性および③量的適合性は適用除外とならない。①に関して、業者に金融商品についての知識がなく、投資家は機関投資家として当該金融商品のリスクが判断できるという場合でも、適合性原則違反となる。

なお、わが国の金商法では、「規制の柔構造化」の一つとして、一定の一般投資家（特定投資家以外の投資家）は特定投資家に移行することが認められている。このような移行について、業者が一般投資家に勧誘することが考えられる。この勧誘に適合性の原則が適用されると解されている²⁶⁾。もっとも、移行の勧誘に金商法の「適合性の原則」が適用されるのか疑問もある。すなわち、「適合性の原則」は「金融商品取引行為」についての勧誘として規定されており、「特定投資家への移行」の勧誘は「金融商品取引行為」ではないため、直接には適用できないと考えられるからである²⁷⁾。

監督指針Ⅲ－２－３－１(1)③では、「金商法第34条の3第1項の規定に基づき、『一般投資家』である顧客より「特定投資家」への移行の申出を受けた際には、顧客の知識、経験、財産の状況、投資目的に照らして『特定投資家』として取り扱うことがふさわしいか否かを考慮した上で、承諾の可否について判断しているか。」とされているものの、これが、適合性の原則に基づくものであるのかは明らかではない。

26) 立案担当者から、その際は、「適合性の原則（金商法40条1号）が適用されることに留意が必要である」との見解が明らかにされている。より具体的には、バブコメのコメントで、「例えば、知識・経験・財産の状況に照らして『特定投資家』として取り扱うことがふさわしくない顧客から『特定投資家への移行』の申出を受けた場合には、適合性の原則（金商法40条1号）により、当該申出を承諾してはならないものと考えられます。」とされている（金融庁・考え方196頁5番）

27) 証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討〔Ⅰ〕』（別冊商事法務308号）162頁（川口恭弘発言）。この点について、「金融商品取引契約の締結の勧誘」（金商法38条3号参照）ではなく、「金融商品取引行為」についての勧誘に適用されるものであるから、文言上、一般投資家から特定投資家への勧誘にも適用できるとの見解がある。伊藤靖史「適合性の原則と勧誘」同志社法学61巻2号294頁。もっとも、「金融商品取引行為」は「第2条第8項各号に掲げる行為をいう」と定義されており（金商法34条）、特定投資家への移行の勧誘はこれに含まれない。

VI. 違反の場合の行政処分

「適合性の原則」に違反した場合、法令違反として、金融商品取引業者に對する監督上の処分（金商法52条1項6号）、業務改善命令（金商法51条）の対象となる。さらに、法令違反の場合、外務員に對する監督上の処分も可能である（64条の5第1項2号）。もっとも、「適合性の原則」は、業務の状況に関する規定として定められているため、違反した外務員をこれにより処分することは難しい。このほか、投資勧誘規則に違反したものとして、日本証券業協会によって協会員に對する処分（金商法68条の2・日証協定款28条）が行われる。この場合は、協会の規則違反として従業員に對する処分も可能である（従業員規則9条以下）。

ところで、これまで、「適合性の原則」に違反したとして、行政処分や自主規制による処分がなされた例は極めて少ない²⁸⁾。この理由としては、適合性の判断には幅があり、行政などが判断することが難しいことが考えられる。また、顧客情報を正確に把握することは事実上困難であり、このような状況で、不適合な勧誘があったとして、処分を行うのは難しいという判断があるのかもしれない。さらに、金商法の規定が、「業務の運営の状況」についてのものであることから、社内の管理態勢が不十分で「適合性の原則」の遵守が期待できないような状況しか対応できない可能性もある²⁹⁾。この点に関して、金商法40条1号の「適合性の原則」に関するものではないものの、同じ

28) 民事責任が追及された例については、金融商品取引所グループ金融商品取引法研究会・前掲（注5）「デリバティブ取引の投資勧誘規制」5頁（黒沼悦郎報告）参照。

29) これまでに、生計を主に年収に頼っており、株式の信用取引の経験さえない顧客に、リスクの高いオプション取引を勧誘した証券会社に対して、①取締役社長以下経営陣主導のもとに、日経225オプション取引を積極的に勧誘していた、②オプション取引の知識が不十分なまま顧客に勧誘する営業員が多数いたにもかかわらず、これらの営業員に対してオプション取引の仕組みについての十分な知識の付与を行わずにいるなど、営業員により顧客に適合しない不適当な勧誘が行われていることを未然に防止するための管理体制を整備しなかったとして、業務停止命令と業務改善命令が出された事例がある（平成16年3月12日）。

く「業務の運営の状況」（当時は「業務の状況」）に関する2項について、その趣旨が「個別の行為が発生したこと自体をもって、即違法となるものではない。ただし、そのような行為が頻繁に発生するような状況が放置されることは好ましくないことから、業務の是正等、当局が必要な措置を講じるものである。」とする立案担当者の見解がある³⁰⁾。

なお、金商法では、「適合性の原則」は、「業務の運営の状況」についての禁止行為として規定されているものの、他の法律においては、「適合性の原則」に違反する勧誘自体を禁止するものもある³¹⁾。既述のように、金商法上の「適合性の原則」が「業務の運営の状況」に関するものとして規定されたのは沿革によるものである。もっとも、それを禁止する趣旨からは、他の法律と同様に、「適合性の原則」に違反する勧誘自体を禁止行為とするほうが適切なように思われる。

30) 尾崎輝宏他「改正証券取引法の12月施行に伴う関係政省令改正の概要」『旬刊商事法務』1718号25頁。証取法時代、登録金融機関に関する行為規制は、証券会社に関する規制を準用するものとして規定されていた（平成18年改正前証取法65条の2第5項）。そこでは、現行の40条に該当する規定が準用されていた（当時は「経営保全命令」の対象とされていた）。上記の記述は、これに関するものである。

31) たとえば、商品先物取引法（215条）は、「商品先物取引業者は、顧客の知識、経験、財産の状況及び商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って委託者等の保護に欠け、又は欠けることとなるおそれがないように、商品先物取引業を行わなければならない。」、貸金業法（16条3項）は、「貸金業者は、資金需要者等の知識、経験、財産の状況及び貸付けの契約の締結の目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って資金需要者等の利益の保護に欠け、又は欠けることとなるおそれがないように、貸金業の業務を行わなければならない。」、さらに、信託業法（24条2項）は、「信託会社は、委託者の知識、経験、財産の状況及び信託契約を締結する目的に照らして適切な信託の引受けを行い、委託者の保護に欠けることのないように業務を営まなければならない。」と規定している。

米国における投資助言業者 (Investment Adviser)の負う信託義務

萬 澤 陽 子

I. はじめに

米国においては、当事者の法律関係から当然に（当事者間で合意がなくても）、相手からの信頼を受け（相手に関する）権限を行使できる者に、受認者として、相手の利益を念頭において行動したり助言しなければならない義務（信託義務）が認められてきた。典型的には、信託の受託者と受益者、後見人と被後見人、代理人と本人等においてである。ただし、受認者として信託義務を負うといっても、どんな義務を負うのかは個別の事案を見てみないとわからない。連邦最高裁判所の SEC v. Chenery Corp.¹⁾ 判決で、Frankfurter 裁判官が述べているように、「ある者が受認者（fiduciary）であると述べることは、単に分析のはじまりに過ぎない。すなわち、それはさらなる調査を要求する²⁾。」のである。すなわち、「その者は誰に対する受認者なのか、受認者としてどのような義務を負っているのか³⁾。」が問題となる。本稿では、投資助言業者（investment adviser）の負う具体的な信託義務について、検討することを目的とする。

投資助言業者（investment adviser）とは、投資助言業者法（Investment Adviser Act of 1940、以下 IAA という。）202（a）（11）で、「報酬を得て、

1) 318 U.S. 80 (1943).

2) Id, at 85.

3) Id.

直接または出版物・書面を通して、証券の価値または証券に対する投資、購入もしくは売却の推奨度について、他者に助言をする業に従事する者、報酬を得て、本業の一部として、証券に関する分析またはレポートを発行しまたは公表する者」と定義されている⁴⁾。このような投資助言業者には、判例法上および制定法上、信認義務（fiduciary duty）が課せられている。判例法の信認義務とは、コモン・ローおよびエクイティによって発展してきたものであり、制定法上の信認義務とは、IAA206条⁵⁾ および投資会社法（Investment Company Act of 1940, 以下 ICA）36条（b）⁶⁾ に基づくものである。判例法主義が取られている米国においては、制定法の規定の解釈をめぐって判例法の発展がしばしば大きな影響を与えることから、以下、制定法の条文がどう解釈されてきたかを中心に、判例法上および制定法上の信認義務について検討していく。

Ⅱ．投資助言業者の負う投資助言業者法（IAA）上の信認義務

IAA 上、投資助言業者の負う信認義務の根拠となるのは、206条（1）（2）⁷⁾ である。この規定は、詐欺を禁ずる一般条項であり、信認義務という文言は条文上使用していないものの、判例を通じて、連邦信認基準（Federal fiduciary Standard）を定めるものと解釈されるに至っている。このリーディング・ケースは、1963年の連邦最高裁判決 SEC v. Capital Gains Research Bureau であり、この事案から紹介する。

4) ただし、同規定で、銀行等、本業に付随して上記のようなサービスを行う弁護士、公認会計士等、ブローカー・ディーラーとしての業に付随して上記のようなサービスを行っており、かつそれについて特別な報酬を得ていないブローカー・ディーラー、新聞、雑誌等を善意で（bona fide）出版する者は、同条で除外されている。

5) 15 U.S.C. §80b-6 (2014).

6) 15 U.S.C. §80a-35 (2014).

1. SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.⁸⁾ 判決

① 事案

Y は、月に一度、年間18ドルの購読料で、5,000人ほどの購読者に対して投資助言のレポートを送っていた。その際、Y は、レポートの中で購入を勧める証券と同じ銘柄の証券を事前に購入していた。そして、レポートが公表され、その銘柄の証券の市場価格および取引量が上昇したところで、Y は事前に購入してあった証券を売却し利益を得ていた。Y はこれらの取引について顧客または潜在顧客に何ら開示しなかった。

これに対し、SEC は、Y の行為はIAA206条（2）に違反するとして、暫定的差止命令（preliminary injunction）を求めた。その内容は、ある証券を勧めるレポートを公表する直前に同一銘柄の証券を自分自身で購入し、レポートが公表された直後に当該証券を売却する意図を有しているということに関する重要事実を、今後はレポートの中でY は開示しなければならないというものであった。

第一審のニュー・ヨーク南部地区連邦地裁は、IAA の「詐欺」という用語を技術的意味のものと捉え、SEC はY が顧客に損害を与える意図を有していたことや顧客に実際損害が生じていることなどを立証しなければ責任は肯定されないとして、請求を棄却した。控訴審の第二巡回区連邦控訴裁判所

7) 15 U.S.C. 80b-6 (2014). 同規定は、以下のように規定する。『投資助言業者による禁止される取引』投資助言業者が、郵便または州際通商に関する何らかの手段を使って、以下のことをすることは違法である。（1）既存顧客または潜在顧客を欺罔のための何らかの策略・計略を使うこと、（2）既存顧客または潜在顧客に対して詐欺となる取引・実務・業務に従事すること、（3）顧客に対して証券を売却する、または顧客から証券を購入することを認識しながら、自分自身の口座について本人として行為すること、または顧客の口座のための証券の売却または購入を執行することを認識しながら、当該顧客以外の者のためにブローカーとして行為すること、かつ、当該顧客に当該取引の完了前に書面で自分が行為している立場を開示せずに、および当該取引について顧客の同意を得ていないこと。ただし、ブローカー・ディーラーが当該取引に関して投資助言業者として行為している場合に限る、（4）詐欺的または相場操縦的な行為・実務・業務に従事すること。SEC はこれについてルールで明確化することが要求される。

8) 375 U.S. 180 (1963).

も、5対4で、地裁の制限的な解釈に同意した。控訴審における法廷意見は、不実表示がYのレポートに含まれているとか、投資助言の根拠が薄弱であるとか、Yは賄賂を得て自分の考えと反対の証券をうまく売りつけたとか、レポートは価値のない証券を処分するための枠組みだった等、Yが自分の保有する証券を高値で売却できるようにするために、市場を人工的に上昇させる試みとして証券を勧めたとの立証がなければ、法違反はないと結論付けた。連邦最高裁は、裁量上訴（certiorari）を受理した。

② 判旨

本件で問題となっているのは、（1）議会が顧客または潜在顧客に詐欺となる行為を禁ずる権限を裁判所に与える⁹⁾にあたり、技術的意味での詐欺を（顧客に損害を与える意図などを含め）SECに立証させることを意図していたか、（2）議会は、当該規定について重要な不開示を含め広範囲に救済を与える解釈をすることを意図していたか否かである。

IAAは、証券業界において相当程度存在した、1929年の株式市場の大暴落および1930年代の大恐慌を引き起こしたとされる、悪習を排除することを目的とした一連の制定法¹⁰⁾の最後のものである。これらの基本的な、すべてに共通する目的は、十分な開示哲学を「買主注意せよ」の哲学にとって代え、証券業界の業者の高い倫理基準を実現することである。

SECが公表した報告書¹¹⁾は、投資助言業者およびSECが共有しているある認識を示している。それは投資助言業者が、投資のまっとうな運用に関する、顧客個人にとって意味のある、公正で継続的な助言を顧客にするという基本的な業務を完全に行うためには、投資助言業者と顧客の間の利益相反をすべて除去する必要がある、というものである。報告書は、投資助言業者が投資銀行や会社と関係することは、公平で客観的な、または重要な姿勢の障害になることを強調する。この懸念は、金銭的利益を得ようとする意図と

9) 15 U.S.C. 80b-6 (2) (2014).

10) Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, Public Utility Holding Company Act of 1935, Trust Indenture Act of 1939 and Investment Advisers Act of 1940を指す。

いった意識的な動機付けに限られず、無意識的な動機付けにも及ぶ。

SEC のこの報告書は、投資助言業者の個別的な性質のサービスを維持しながら、一般的な投資者と誠実な投資助言業者に対するセーフ・ガードとして、投資助言業者と顧客の間の利益相反を排除することを望んでいたことを示している。IAA は、投資助言業者が、公平ではない助言を——意識的または無意識的に——投資助言業者に与える気にさせる可能性のあるあらゆる利益相反をなくすために、または少なくとも明らかにするという議会の意図同様、投資助言業者と顧客の間に細かな気遣いをする信託性という本質があるという議会の認識を反映している。私たちが IAA の当該規定について顧客に損害を与える意図の立証を SEC に要求していると判断することは、この IAA の明確な目的をくじいてしまう。

この結論は、地裁および控訴裁判所の法廷意見が示すように、コモン・ロー上の詐欺を否定しているわけではない。コモン・ロー上は、欺罔の意図や損害の発生が損害賠償請求訴訟で重要な要件とみなされているが、本件はそのような訴訟（action）ではない。本件は「穏健な予防（mild prophylactic）」を求める暫定的差止請求の訴訟（suit）である。すなわち、受託者（fiduciary）に顧客に対して自分の保有する証券のみならず、投資の推薦をした直前と直後に、推薦した証券を取引することも開示することを求めているのである。コモン・ローの詐欺の内容は、求められる救済、当事者間の関係性、問題となった商品によって変化することから、エクイティ上の、予防的救済を求める訴訟では、金銭的賠償を求めるのに必要な要件をすべて立証する必要はないのである。

11) この報告書は、Investment Trusts and Investment Companies, Report of the Securities and Exchange Commission, Pursuant to Section 30 of the Public Utility Holding Company Act of 1935, on Investment Counsel, Investment Management, Investment Supervisory, and Investment Advisory Service, H.R. Doc. No. 477, 76th Cong., 2d Sess., 1を指している。これは、「インベストメント・トラスト」（“investment trust”）および「投資会社」（“investment companies”）の機能及び活動の調査を SEC にするよう命じる Public Utility Holding Company Act of 1935 の 30条を受けて、SEC が「投資カウンセラー」（“investment counsel”）および「投資助言業」（“investment advisory services”）も含め、徹底した調査をして公表したものである。

次に、本件で問題となっている行為は、議会がIAAの適用対象となることを意図したものか否かの検討に移る。顧客が興味を持った証券を投資助言業者が自己の口座で取引することは、潜在的な利益相反となり、排除されるべきであると論じうる。SECは利益相反の開示を求めているだけゆえ、これ以上論じる必要はない。被上訴人のように、自分のした推薦によって影響を受けた市場でひそかに取引する投資助言業者は、長期間で価格が上昇する可能性があるという理由（利益を得るのは顧客）ではなく、投資助言業者の推薦から予測される行動に反応して短期的に価格が上昇する可能性のあるという理由（利益を得るのは投資助言業者）で、意識的または無意識的に証券を推薦する動機付けを有しているかもしれない。投資者は、適切な開示を通じて、投資助言業者が二人のマスターに仕えている（serving two masters）かただ一人のマスターなのかを（特にその一つが経済的な自己利益である場合には）判断するに際して、そういった重なり合う動機づけを評価できるようにされるべきである。

③ 検討

本件でSECは、投資助言業者のレポートに虚偽表示が含まれているとか、レポートの内容の根拠が薄弱であるとかではなく、ただ、投資助言業者が公表するレポートで勧める証券を、当該助言業者は事前に購入しており、レポート公表後に当該証券を売却する意図を有していたのに開示しなかったといった行為が、IAA206条（2）に該当するということを主張していた。連邦最高裁判所は、投資助言業者と顧客の間の利益相反が歴史的に大きな問題であり続けたことに言及し、本質的に顧客に対して信託的立場に立つ投資助言業者が、公平ではない助言を意識的または無意識的にする気にさせる可能性のある、顧客の利益と相反するものを全て排除することを、議会は意図していたとして、上記の投資助言業者の不開示の行為が206条（2）の禁ずる詐欺に当たることを認めた。

このCapital Gains判決をIAA206条（1）（2）を投資助言業者の行為に関する連邦信託基準（Federal Fiduciary Standard）を打ち立てたものとし

て解釈したのは、Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis¹²⁾ 判決である¹³⁾。これは、Mortgage Trust of America 社（Trust 社）の株主が、Trust 社、個人の受託者および Trust 社の投資助言業者等に対して、株主代表訴訟およびクラスアクションを提起した事案であり、株主は、投資助言業者と Trust 社の間の助言契約は違法であること、投資助言業者の関連会社からリスクの高い証券を購入していることから Trust 社に対する信託義務違反があること、投資助言業者の関連会社の利益のために、利益を生む投資の機会を流用していることを主張して、投資助言契約の履行に関する差止め、契約解除、手数料および Trust 社によって支払われた対価の現状回復、違法な利益の吐出しおよび損害賠償を求めた¹⁴⁾。これに対して、連邦最高裁判所は、議会が投資助言業者に信託義務を課すことを意図していたことは立法史から疑いがないとして、連邦最高裁も206条が投資助言業者の行為を規制するための「連邦信託基準」（Federal fiduciary standard）を打ち立てようとするものと以前から認めてきたと、Capital Gains 判決を引用して明確に述べたのである¹⁵⁾。

12) 444 U.S. 11 (1979).

13) SEC, Study on Investment Advisers and Broker-Dealers, pp21-22 (Jan. 2011) [<https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>]. この報告書は、Dodd-Frank Act913条を受けて、SEC が、投資家に証券に関する個人的な投資助言をするときの、ブローカーにも投資助言業者にも明示的に統一して適用される——IAA206条（1）および（2）のもと投資助言業者に現在適用されるのと同様に厳格な信託義務基準の——ルールの設定を提言するものである。

14) この事案では、IAA が私的訴権を認めているか否かが争われた。第一審裁判所は、IAA は私的訴権を認めていないとして却下、第二審では IAA のもと適切な原告になる者に有利になるように差止訴訟及び損害賠償訴訟で私的訴権が認められることは議会の目的を実現するために必要であるとして原審を破棄し、最高裁は議会が当該規定が私人によって提起される民事訴訟で使われることを意図していたか否かでそれが決せられるべきとし、IAA215条について私的訴権を認めた（206条については私的訴権を否定し、206条の執行については、IAA217条の刑事手続か、同209条の SEC による民事手続か、同203条の SEC による行政手続で執行されるべきと述べている）。

15) IAA によって投資助言業者の「連邦信託基準」を打ち立てるという議会の意図についてはより早い時期に論じたのは、Transamerica 判決が引用する Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S.462, 472 n11 (1977) である。

2. 投資助言業者に課せられた信認義務の具体的内容——IAA206条のものと「連邦信認基準」とは？

IAA206条は、私的訴権は否定されると解釈されたため¹⁶⁾、IAA217条の刑事手続か、同209条の SEC による民事手続か、同203条の SEC による行政手続で執行される¹⁷⁾。よって、上記の「連邦信認基準」が何を意味するのかを考察するためには、これらの手続による具体的事案を検討する必要がある。本稿では、これらの事案のうち、最も数の多い SEC による行政手続で投資助言業者にどのような信認義務¹⁸⁾ が課せられているのかを考察する。IAA206条は、詐欺を禁ずる規定であることから、詐欺の責任が認められる要件である積極的不実表示がある事案と積極的不実表示が認められない事案に分けて、以下、事例を紹介する。

（1）積極的不実表示が問題となった事案¹⁹⁾ ——Gray L. Hamby 審決²⁰⁾

Hamby は SEC に登録する投資助言業者のプレジデントであった。Hamby は、顧客の資金のほんのわずかな割合しか損失のリスクのあるものに投資しないという投資ストラテジーをとっていると述べていたが、実際は相当大きな額をハイリスク商品に投資していた。また、ファンドの取引から生じた収益は他のファンドと合わせて証券市場に投資すると述べていたが、実際はまったくしていなかった。これらに関する不実表示および不開示は IAA206 条（1）（2）違反に当たる。

16) Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis, 444 U.S. 11 (1979). 本稿注14) 参照。

17) IAA206条は、損害の立証が必要ないとされている（Monetta Financial Services, Inc. v. SEC, 390 F.3d 952 (7th Cir. 2004)）。また、欺罔の意図の立証については、206条（1）では必要であり、206条（2）では必要ないとされている（Steadman v. SEC, 603 F.2d 1126 (5th Cir. 1979)）。IAA206条（1）（2）は、それぞれ33年法17条（a）の（1）と（3）を参考に制定されていることから、欺罔の意図の要件もそれと同じに解釈されるべきとして、206条（2）は（17条（a）（3）と同様）欺罔の意図は必要ではないが、IAC206条（1）は（17条（a）（1）と同様）欺罔の意図が要求されるとした）。

（２） 不開示が問題となった事案

通常、詐欺の責任が肯定されるためには、上記 Hamby 審決のような積極的不実表示の存在が不可欠であるが、連邦最高裁の Capital Gains 判決で述べられたように、投資助言業者が顧客の利益の（潜在的）犠牲のもとに自分または関係者を利させる（可能性のある）行為を隠すといった不開示がある場合には、積極的不実表示がなかったとしても IAA206条（１）（２）違反に当たると解釈された。以下、不開示が問題となった事案について、開示されなかった内容に分けて紹介する。

18) SEC が2011年に公表した報告書（本稿注13参照）で、投資助言業者の負う信託義務の内容を、忠実義務（投資助言業者が、顧客の利益を自分の利益より下位に置かない義務も含め、その顧客の最善の利益に資することを要求する）と注意義務（投資助言業者が著しく不正確または不完全な情報に顧客への助言を基づけていないと判断するための合理的な調査をすることを要求する）に分け、具体的にはその内容として以下のものを挙げる（同 SEC 報告書22頁）。信託義務の一つ目は、利益相反の開示（投資助言業者は、公平ではない助言を——意識的または無意識的に——投資助言業者に与える気にさせる可能性のあるあらゆる利益相反をなくすために、または少なくとも知らせるために、すべての重要な情報を十分開示しなければならない・同 SEC 報告書22-24頁）、二つ目は適合性および合理的な基礎（投資助言業者は、提供する投資助言が顧客の経済的状況及び投資の目的に基づいて、顧客に適していると合理的に決定できなければならない、また、投資助言業者は、著しく不正確または不完全な情報に顧客への助言を基づけていないと決定するための合理的な調査をしなければならない・同 SEC 報告書27-28頁）、三つ目は最良執行義務（投資助言業者は、顧客の取引を執行するためにブローカー・ディーラーを選択する責任があるときには、顧客の証券取引について最良執行を求めなければならない・同 SEC 報告書28-29頁）、四つ目は広告規制（投資助言業者は、顧客に対するあらゆる伝達において誤動的であることを禁ずる（Rule206（４）-1では、さらに助言サービスを提供する書面（電子的媒体も含む）または放送によって、重要事実について不実表示または誤動的表示をすることが禁じられる）・同 SEC 報告書29-32頁）、五つ目は議決権代理行使（投資助言業者は、顧客の最善の利益と一貫する方法で議決権を代理行使しなければならないし、顧客の利益を自分の利益の下位においてはならず（忠実義務）、また、議決権の代理行使の権限を有する投資助言業者は、会社における出来事をモニターし議決権を代理行使しなければならない（注意義務）・同 SEC 報告書39頁）である。

19) これ以外にも、In the Matter of George F. Fahey, Investment Advisers Act Release No. 2196 (Nov. 24, 2003); In the Matter of Hennessee Group LLC, Investment Advisers Act Release No. 2871 (Apr. 22, 2009); In the Matter of Justin S. Mazzon d/b/a American Blue Chip Investment Management, Investment Advisers Act Release No. 2145 (July 14, 2003); In the Matter of Warwick Capital Management, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2694 (Jan. 16, 2008) 等がある。

20) In the Matter of Gray L. Hamby, Investment Advisers Act Release No. 1668 (Sep. 22, 1997).

- ① 収益を生む（可能性のある）投資の機会から生じる利益相反の開示²¹⁾ —— Ronald Speaker and Janus Capital Corp. 審決²²⁾

Janus は SEC に登録する投資助言業者、Speaker はその被用者で Janus が投資助言者を務める MF のヴァイスプレジデントであった。Speaker は、顧客（またはファンドの代わりにこの投資の機会を放棄する権限を与えられている Janus の利害関係のない被用者）に開示せず、および事前の同意を得ずに、Time Warner 社の社債に有利に投資する機会をうばうことによって、信託義務に違反した（IAA206条（1）および（2）等違反）。

- ② 関係性から生じる利益相反の開示²³⁾

- i) Mark Bailey & Co. and Mark Bailey 審決²⁴⁾

Mark Bailey & Co. (Bailey 社) は SEC に登録する投資助言業者、Bailey は Bailey 社のプレジデントで支配株主である。Bailey 社の顧客の75%はあるブローカー・ディーラーからの紹介（referrals）で、その顧客との間に締結した投資契約は助言者に顧客の取引をどこに指示するかの裁量を与えていた。Bailey が顧客の最良執行を得るという利益と Bailey の今後も紹介を受けたいという利益の潜在的な利益相反を有していたのにそのことを開示しなかったことは、IAA206条（2）に違反する²⁵⁾。

21) これ以外にも、In the Matter of Joan Conan, Investment Advisers Act Release No. 1446 (Sep. 30, 1994); In the Matter of Nicholas-Appelgate Capital Management, Investment Advisers Act Release No. 1741 (Aug. 12, 1998); In the Matter of Timothy J. Lyons, Investment Advisers Act Release No. 1882 (June 20, 2000); In the Matter of Nevis Capital Management, LLC, Investment Advisers Act Release No. 2214 (Feb. 9, 2004); In the Matter of Dreyfus Corp., Investment Advisers Act Release No. 1870 (May 10, 2000); Monetta Financial Services, Inc. v. SEC, 390 F.3d 952 (7th Cir. 2004); In the Matter of Kidder Peabody & Co., Inc., et al., Advisers Act Release No. 232 (Oct. 16, 1968) 等がある。

22) In the Matter of Ronald Speaker and Janus Capital Corp., Investment Advisers Act Release No. 1605 (Jan. 13, 1997).

23) これ以外にも、In the Matter of Morgan Stanley & Co., Inc., Investment Advisers Act Release No. 2904 (July 20, 2009); In the Matter of Jamison, Eaton & Wood, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2129 (May 15, 2003); In the Matter of Fleet Investment Advisers, Advisers Act Rel. No. 1821 (Sep. 9, 1999) 等がある。

24) In the Matter of Mark Bailey & Co. and Mark Bailey, Investment Advisers Act Release No. 1105 (Feb. 24, 1988).

ii) Dawson-Samberg Capital Management, Inc. 審決²⁶⁾

Dawson-Samberg (Dawson) は SEC に登録する投資助言業者、Mack は Dawson のソフト・ダラー・プログラムを運営する担当者であった。Dawson は顧客に開示されていない費用（個人的な旅行、調査に関係のないその他の旅行、調査に関係のない運営費、新規顧客を獲得するための営業費等）にソフト・ダラー・クレジットを不正に使っており、その額は資産の増大とともに増加していったが、それに応じて適切に開示することができていなかった。助言業者の顧客の手数料がソフト・ダラー・クレジットを生むことから、ソフト・ダラーの利益は顧客の資産である。Form ADV はソフト・ダラー・クレジットを使って支払われる商品やサービスについて開示したとしても、Dawson は個人的な旅行などにソフト・ダラー・クレジットを使っていたことを開示していない。IAA206条違反が認められる。

iii) Deutsche Asset Management, Inc. 審決²⁷⁾

Deutsche Asset Management (DeAM) は SEC に登録する投資助言業者で、ミューチュアル・ファンド (MF) に投資助言サービスを提供していた。Deutsche Bank Securities (DeBS) は DeAM に関係するブローカー・ディーラーであり、HP 社が Compaq 社と合併することに関する助言者として HP

25) Mark 審決のように、関係を維持したいブローカー・ディーラーに便宜を図る（取引執行を指示する等）ことによって、顧客に対する最良執行義務にも違反すると述べた事例として、In the Matter of Fidelity Management Research Company, Investment Advisers Act Release No. 2713 (Mar. 5, 2008) ; In the Matter of Portfolio Advisory Services, LLC, IA Release No. 2038 (June 20, 2002) 等がある。なお、登録をした投資助言業者が、手数料を支払って助言業者のために顧客を勧誘してもらうためには、勧誘者に潜在顧客に一定の開示をすることを要求する書面の同意を投資助言業者と勧誘者の間で交わさなければならないとし、勧誘者が当該同意を遵守しているかを確かめるための誠実な努力をする義務が投資助言者に課されている (IAA Rule206 (4)-3)。投資助言業者は、顧客との投資助言契約締結前か締結時に、勧誘者の書面による開示書類（受領したとの署名及び日付入り）を顧客から受け取らなければならないとされている (Requirements Governing Payments of Cash Referral Fees by Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. 615 (Feb 2, 1978))。

26) In the Matter of Dawson-Samberg Capital Management, Inc., Advisers Act Rel. No. 1889 (Aug. 3, 2000).

27) In the Matter of Deutsche Asset Management, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2160 (Aug. 19, 2003).

社に雇われていた。HP 社は、DeBS に報酬として100万ドル（合併が承認されればさらに100万ドル）を支払うことに同意していた。DeAM は、その助言する MF において HP 社の株式を1700万ドル保有しており、はじめはその合併に反対するよう議決権の代理行使をすると決定したが、その後、賛成する決定をした。このように、自分の関係者が HP の合併の提案にかかわっており、DeAM の議決権代理行使の決定過程に関与してくる状況を開示せずに、顧客の議決権を代理行使することは、IAA206条（2）に違反する。その不開示が顧客に実際損害を与えていなくても、結論に変わりはない。

- ③ 自分の助言によって顧客が行為することから生じる利益相反の開示²⁸⁾——Valentine Capital Asset Management, Inc. and John Leo Valentine 審決²⁹⁾

VCAM は SEC に登録する投資助言業者、Valentine は VCAM のプレジデントであった。Valentine は、顧客にシリーズ A 株からシリーズ B 株に交換することを勧めることが自分の受け取る手数料を増加させることに気付いていたにもかかわらず、それを十分開示しなかった。ファンドの目論見書や資料に交換することについての情報が書いてあるが、それでも VCAM および Valentine には交換を勧めることについての利益相反をすべて開示する必要があった。IAA206条（2）違反が認められる。

（3）検討

このように、IAA206条（1）（2）のもと、投資助言業者に積極的な不実表示があった場合のみならず、投資助言業者が顧客の利益とは別の自己（またはその関係者の）利益を有しているのにそれを開示しない場合には、不開示であっても詐欺の責任が認められた。これらのことから、IAA206条（1）

28) これ以外にも、In the Yanni Partners, Inc., Investment Advisers Act Release No. 2642 (Sep. 5, 2007); SEC v. Capital Gain Research Bureau, 375 U.S.180 (1963) 等がある。

29) In the Matter of Valentine Capital Asset Management, Inc. and John Leo Valentine, Investment Advisers Act Release No. 3090 (Sept. 29, 2010).

（２）で投資助言業者に求められたことの中核は、情報の開示をすることであったと言える。これに対し、次に紹介する投資会社法（ICA）は、これとは異なる性質の信認義務を投資助言業者に課していると言える。次章で検討する。

Ⅲ．投資助言業者の負う投資会社法（ICA）上の信認義務

１．投資助言業者に対する投資会社法（ICA）の制定当初の規制

IAA が詐欺を禁ずる規定に判例法上発展してきた信認義務を読みこんで、投資助言業者に課したのに対し、ICA では36条（b）で投資助言業者に明文で信認義務を課している。しかし、同規定は制定当初から存在していたわけではなかった。制定当初、ICA は現在の36条（a）の部分のみを規定しており³⁰⁾、同規定では、ICA の適用対象となる投資会社³¹⁾に関し、「重大な違法行為」（“gross misconduct”）または「信託の重大な濫用」（“gross abuse of trust”）行った投資助言者、取締役その他の者に対して、SEC が訴訟を提起する権限を与えていた³²⁾。

この規定（およびICA）の背景には、投資助言業者が投資会社—具体的にはミューチュアル・ファンド（以下、ファンド）—を設定および運営して

30) 制定当初のICA36条（a）は以下のように規定していた。「SEC は、以下の立場の者——オフィサー、取締役、投資助言委員会のメンバー、投資助言業者または預かり主（depositor）、引受人——が、この規定の制定後で訴訟開始時に5年経っていない場合に、登録投資会社に関して重大な違法行為（gross misconduct）または信託の重大な濫用（gross abuse of trust）を犯した（guilty）ことを主張して、適切な地方裁判所…に訴訟を提起できる。SEC の当該重大な違法行為または信託の重大な濫用の主張が立証されるなら、裁判所はそれらの者が当該立場で行為することを永久にまたは適切と判断される期間、禁じなければならない。」15 U.S.C. §80a-35 (a) (1970). このように、36条（a）は、投資助言業者の信認義務について文言上規定していない。

31) ICA が適用される投資会社（investment company）とは、「証券に投資、再投資または取引することを業として行うことに主に従事する（ことを目的とする）者またはそのように表示する者」等と定義されており（15 U.S.C. §80a-3 (a) (1) (A)）、主要なものとして、分散投資でオープン・エンド型の投資会社、すなわちミューチュアル・ファンド等が挙げられる。

おり、事実上ファンドを支配する立場にあったことがある。すなわち、投資助言業者は、ファンド運営のためのオフィスの場所を提供し、ファンドのオフィサーおよび取締役を選任し、資金の運用その他の業務を提供する対価として、運営契約または投資助言契約のもと、（典型的には運営するファンドの総資産の平均の一定の割合の）報酬を受け取る場所、ファンドと投資助言業者の間では対等な当事者間でなされる交渉が機能せず、過大な報酬等の利益をしばしば受け取っていたという事情があったのである。

連邦議会は、こういったファンド（投資会社）に対して、1933年の証券法（Securities Act of 1933）および1934年の証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）による情報開示を中心とする規制では不十分として、1940年にICAを制定し、より実体的な規制を課した。具体的に、ICAは、ファンドの取締役会メンバーの最低40%を投資助言業者から独立している者（オフィサーでも被用者でも投資助言業者に関連する者でもない者（“unaffiliated”³³⁾）にすることを要求し³⁴⁾、投資助言契約の締結には株主による承認を要求し、さらに契約の更新の際には独立取締役による承認も必要とし³⁵⁾、ファンドと関係者（“affiliates”）の間の取引をSECによる事前の承認がなければ禁じるとした³⁶⁾。また、業界に関与することが禁じられた者はファンドの取締役・オフィサー等になれないとし³⁷⁾、発行できる証券の種類を制限し、投資会社の資本構造を全体的に規制³⁸⁾した、その上、投資会社の資産を故意に流用したり盗んだりすることを連邦法の犯罪にした³⁹⁾。前述

32) ここでの記述の多くは、以下に拠っている。Clarke Randall, *Fiduciary Duties of Investment Company Directors and Management Companies under the Investment Company Act of 1940*, 31 Okla.L.Rev. 635-670(1978); William K. Sjostrom, Jr., *Tapping the Reservoir: Mutual Fund Litigation under Section 36(a) of the Investment Company Act of 1940*, 54 U.Kan.L.Rev. 251-306 (2005).

33) “unaffiliated” は、1970年改正で “non-interested” という用語に取って代わられた。

34) 15 U.S.C. §80a-10 (a) (1970).

35) 15 U.S.C. §80a-15 (a) (1970).

36) 15 U.S.C. §80a-17 (1970).

37) 15 U.S.C. §80a-9 (1970).

38) 15 U.S.C. §80a-18 (1970).

の36条（a）も、こういった取組みの中で規定された。

2. ICAの1970年改正——36条（b）の制定

上記のようなICAの規制は、（ICAを制定させる原因ともなった）甚だしき不誠実な慣行を排除することに成功したとされる一方で、経営を支配する者がファンドの外部に存在する（投資助言業者が支配する）構造は維持したことから、ファンドと投資助言業者の間の不可避の利益相反について、より対応の難しい問題が顕在化した。それは、ファンドに独立取締役（unaffiliated directors）がいてもなお、投資助言業者が受益者（株主）の利益の犠牲のもとに過大な助言料等という形で自己利益を得てしまっているということであった。独立取締役といっても、投資助言業者によって選任される立場にあり、事実上、投資助言業者の支配下にある者だったのである⁴⁰⁾。

この過大な助言料の問題に対して、ICA36条（a）等を根拠に投資助言業者の信託義務違反を肯定する事例も存在するが⁴¹⁾、全体的に、裁判所はICA36条を根拠に投資助言業者の責任を認めたがらないという傾向があったようである。すなわち、同条の規定する「重大な違法行為」または「信託の重大な濫用」は判例法上概念的に狭く解釈されてきており、裁判所がこれを基に連邦コモン・ローを発展させることについて気が進まなかっただけでなく、同条を適用することで被告に「信託の重大な濫用」を犯した（guilty）というスティグマを負わせ、場合によっては、当該業界で経営に携わることを永久に禁じてしまうことは厳しすぎるとして、その適用を躊躇したことが

39) 15 U.S.C. §80a-36 (1970).

40) 1960年代半ばに、この問題について広範な調査をした有名なレポートとして、Wharton School of Finance and Commerce, A Study of Mutual Funds, H.R.Rep. No. 2274, 87th Cong., 2d Sess. (1962) と Securities Exchange Commission, Public Policy Implications of Investment Company Growth, H.R.Rep. No. 2337, 89th Cong., 2d Sess. (1966) がある。

41) Alfred Investment Trust v. SEC, 151 F.2d 254 (1st Cir. 1945); Brown v. Bullock, 294 F. 2d 415 (2nd Cir. 1961).

指摘されている⁴²⁾。

その一方で、いくつかの過大な手数料問題に関する訴訟は、エクイティの一般原理に基づいて州裁判所に提起された⁴³⁾。しかし、そこでも原告が救済を得ることは容易ではなく⁴⁴⁾、その結果、手数料が業界の平均程度で株主に開示されているのなら、事実上、手数料を争うことはできなくなってしまうていた。

そこで、1970年改正で追加されたのが、現在の ICA36条（b）の部分である⁴⁵⁾。すなわち、投資助言業者に対し、ファンドから受領する報酬について信認義務を負わせると明示的に規定した条文である。さらに、制定当初から存在した ICA36条（現在の ICA36条（a）の部分）⁴⁶⁾ も改正され、SEC が提訴できる場合を、投資助言業者等が「重大な違法行為または信託の重大な濫用を犯した」（“guilty...of gross misconduct or gross abuse of trust”）時としていたのを、投資助言業者等が「個人的な違法行為を含む信認義務違反を構成する行為または慣行に関与しようとしている」（“is about to engage in any act or practice constituting a breach of fiduciary duty involving personal misconduct”）時（または関与していた時）とし、信認義務という言葉が挿入された。また、裁判所が（違法行為をした）投資助言者等に対して、当該立場で行為することを禁ずるためのインジャンクションの命令を発

42) Randell, *supra* note 32, at 649. たとえば、同論文は、SEC v. Midwest Technical Development Corp, CCH Fed. Sec. L. Rep. 91,252 (D. Minn. 1963) 判決が、取締役のファンドポートフォリオの証券の不正取引が ICA17条違反（利害関係のある者による取引の禁止を規定）としたが、ICA36条の適用を否定したことについて、「信託の重大な濫用」を肯定するには、取締役があまりに信用できないため、他の会社においてもその立場で行為することが許されるべきではないという証拠に基づくべきであると述べていることを指摘する。また、ICA36条ではなく、コモン・ローの信認義務の観点から投資助言者が投資会社への業務を終了する時の義務を論じた事案として、Rosenfeld v. Black, 445 F. 2d 1337 (2nd Cir. 1971) がある。

43) 過大な手数料問題に関する訴えを、ICA ではなく一般的なエクイティ原理に基づいて提起したものと、Meiselman v. Eberstadt, 170 A.2d 720 (Del. Ch.1961) 判決や Saminsky v. Abbott, 185 A.2d 765 (Del. Ch.1961) 判決がある。

44) たとえば、Saxe v. Brady, 184 A. 2d 602(Del.Ch.1962); Acampora v. Birkland, 220 F.Supp. 527 (D.Colo. 1963) 等。

することについて裁量を与えた点もこの改正で修正された⁴⁷⁾。

ICA36条（b）が制定された後、過大な手数料問題は同規定に基づいて、争われることになる。以下、判例の流れを紹介する。

3. ICA36条（b）上の信認義務について

（1）Gartenberg 判決の基準

すでに論じた過大な手数料問題は、1970年改正後、ICA36条（b）に基づいて訴訟が提起されるようになった。まず、そのリーディング・ケースから紹介する。これは後に連邦最高裁によって支持されることになる、第二巡回区連邦控訴裁判所の Gartenberg 判決である。

- ① Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc., 694 F.2d 923 (2nd Cir. 1982).

45) ICA36条（b）は以下のように規定する。「登録している投資会社の Investment adviser は、本条において報酬など当該投資会社または証券保有者から助言者または助言者の関係者に対して支払われるものの受領について、信認義務を負う者とみなされなければならない。SEC または（当該投資会社に代わって）投資会社の証券保有者は、当該投資助言者またはその関係者、本条の（a）で列挙される報酬に関して信認義務を負う者すべてに対して、当該投資会社または証券保有者から投資助言者等に支払われた報酬に関する信認義務違反を主張する訴訟を提起できる。（1）被告が個人的な違法行為（personal misconduct）に関与していたことを立証する必要はないが、信認義務違反の立証責任は原告が負う。（2）報酬や支払い、それに関する契約や同意について、投資会社の取締役会が承認したこと、株主によって当該報酬や支払い、それらを提供する契約や同意を追認または承認したことは、裁判所があらゆる状況下で適切とみなすなら、訴訟において考慮されなければならない。（3）報酬や支払いを受領したもの以外の者に対しては訴訟は提起できないし、損害賠償その他救済も命じられない。訴訟開始前1年より前の期間は損害賠償として回復できない。受領者に対して命じられた損害賠償は、信認義務違反から生ずる実際の賠償（actual damages）に限られ、またいかなる場合も投資会社から受領した報酬または支払いの額を超えてはならない。」

46) ICA36条（a）は以下のように規定された。「SEC による民事訴訟 SEC は現在、以下の立場——オフィサー、取締役、助言委員会のメンバー、投資助言者または Depositor、引受人——にある者（または不正行為が行われた当時以下の立場にあった者）が、登録している投資会社に関して、個人的な不正も含めた信認義務違反を構成する行為または慣行に関与しようとしている、または訴訟開始時に5年たっていない時期に関与していた場合に、訴訟を提起できる。」改正前の規定は本稿注30) 参照。

47) また、36条のタイトルが「信認義務違反」(Breach of Fiduciary Duty) となった。制定当時の36条は、「重大な濫用に対するインジャンクション」(“Injunctions against Gross Abuse”) というタイトルであった。

i) 事案

マネー・マーケット・ファンド（以下、MMF）の株主である原告は、同 MMF が投資助言・運用者に支払う手数料が36条（b）の信託義務違反を構成するほど不釣り合いに大きいとして、同 MMF とその関係者である、同 MMF の投資助言・運用者（以下、運用者）、ブローカーに対して株主代表訴訟を提起した。運用者は助言手数料を MMF の総資産の一日当たりの価値の平均にある割合をかけて計算しており（5億ドルまでは0.5%）、それを定める手数料計算表（Fee schedule）およびその改正（5億から7.5億は0.425%、7.5億から10億までは0.375%、10億を超えたら0.35%）は、ファンドの取締役（8人中6人が利害関係のない取締役であった）により交渉および承認されていた。

第一審の連邦地裁（Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc., 528 F. Supp. 1038 (SDNY, 1981)）は、36条（b）は手数料が合理的か否かではなく、ファンドおよび株主に対して不公正か否かが基準となり、それを決定する際の考慮要素は7要件〔与えられたサービスの性質、品質、程度/規模の経済や共同運用の程度/相応の手数料が運用者によって他の顧客に課せられているか、その手数料はファンド業界において普通か/ファンドが受けている他の利益の価値/取締役および株主の承認があるか/運用者によってすべての適切な情報が開示されているか/取締役が形式的ではなく実体的に熟慮できたか〕とし、それらを審査して、報酬は公正と判断した。これに対し、原告が控訴したのが本件である。

ii) 判旨

運用者が36条（b）によって課せられる信託義務を履行したと判断できるための「合理的な」基準について、議会は、運用者が、提供する業務についてファンドから利益を得ることを禁じていないし、コストプラス計算式を要求することを意図していなかったことを立法史は示している。要するに、議会は、信託義務の違反の有無を決定する確定的な基準を設定しようとしていないのである。

したがって、36条（b）のもと責任を負うためには、投資助言業者は、提供するサービスと合理的な関係がないほど、そして対等な当事者での交渉の産物とはなり得ないほど、不釣り合いに大きい手数料を得ていなければならないと解釈する。この決定のために、すべての適切な事実が検討されなければならない。

原審で、手数料の公正さを評価するにあたり、他の同様の運用者がファンドを運営するときに得る手数料を主要な検討事項にすることが述べられているが、私たちは同意できない。投資助言業者のファンドビジネス間での競争は事実上存在しないからである。ファンドは助言者・運用者を容易に変更することができないから、ファンドビジネスを行う投資助言者間に競争がないのである。むしろ、他の要素がより重要と考えている。それは、サービスを提供する運用者のコスト、サービスの性質・品質がどのようなものか、ファンドが大きくなるにつれて規模の経済を運用者がどの程度享受しているか、運用者が処理しなければならない注文の量はどのくらいかである。

原審でも認めているように、ファンドから独立した受託者の意見も、当該受託者および投資助言業者が36条（b）のもと信託義務違反になるか否かを決める重要な要素となる。すなわち、それらが運用者による業務やそれに対する手数料に関するすべての事実を十分に知っていたか、それらが義務を履行する際の注意義務や誠実性がどの程度であったかが審査されなければならない。もっとも、当該受託者が責任ある方法で行為するよう努力していたとしても、運用者の報酬は36条（b）の違反になるほど不釣り合いに大きくなり得る。また、欺罔の意図は36条（b）違反には必要ない。

本件で原告は、これらの要素について、投資助言業者がファンドに課す手数料が36条（b）の意味する信託義務違反に該当するほど過大または不公正であったと立証できていない。

iii) 検討

Gartenberg 判決は、過大な手数料問題について、36条（b）上の信託義務違反が認められるためには、「投資助言業者は、提供するサービスと合理的

な関係がないほど、そして対等な当事者での交渉の産物とはなり得ないほど、不釣り合いに大きい手数料を得ていなければならない」として、他の類似したファンドの手数料というよりむしろ、与えられたサービスの性質・品質、コスト、規模の経済、運用者の処理すべき注文量、ファンドから独立した取締役が十分情報開示を受けた上で判断したか等を考慮要素として重視すべきと述べた。

同判決は、30年近く経って、連邦最高裁判所で支持されることになる。その連邦最高裁とは、Jones 判決である。

② Jones v. Harris Associates L.P., 559 U.S. 335 (2010).

i) 事案

原告は、被告（投資助言業者）によって運用されている三つの異なるミューチュアル・ファンド（以下、MF）の株主で、被告が、提供する業務とは釣り合わない、あらゆる状況を考慮しても対等な契約当事者間で交渉される範囲外となるような手数料を得ていると主張して、損害賠償、差止め、助言契約の解除を求めて提訴した。

連邦地裁は、被告に有利なサマリージャッジメントを下した。すなわち、原告は、被告が他の顧客（機関投資家）から得ている手数料と比較して MF の手数料が過大になっていること、被告が受領する報酬について運用者と交渉し毎年手数料の一覧表を承認していた受託者は、絶望的なほど被告と利害関係を有していたことなどを主張したが、Gartenberg 判決の基準を適用して、裁判所は、原告が「手数料が…対等な当事者間での交渉の結果とはなり得ないほど、不釣り合いに大きい」ことについてトライアルに付すべき事実を示していないとしたのである。

第7巡回区連邦控訴裁判所は、Gartenberg 判決のアプローチを明確に否定して、信託法からアプローチした。すなわち、受託者は交渉において公正（candor）義務を負う一方で、信託を成立させるとき、自分の利益のために交渉し、委託者が支払うと同意したものを受け入れるのであり、信託義務は十分な開示を要求するし、不正は許されないが、報酬の上限を受けるもので

はないことから、助言者の報酬の額は、詐欺がなされているまたは決定権限を持つ者がその権限を放棄していると推論できるくらい普通ではない場合のみ問題にできる、というのである。これに対し、連邦最高裁が、裁量上訴（certiorari）を受理した。

ii) 判旨

本件で、私たちは、MFの投資助言業者がICAの36条（b）によって課される、「業務の報酬の受領に関する信認義務」の違反をしたことを示すために、MFの株主が立証しなければならないものについて検討する。

議会が1970年にICAを改正してから、投資助言業者の信認義務の基準は私たちの裁判所で未解決の問題であったが、原審が出る以前は、25年以上前のGartenberg判決で述べられた基準がコンセンサスのようなものとして発展してきた。この基準は他の連邦裁判所によっても採用され、SECによってもGartenberg的要素がとられてきた。

ICA36条（b）の言及する、サービスに関して受け取る報酬について負う「信認義務」の意味は、議会によって定義されず、ほとんど明確ではないが、Gartenberg判決は、36条（b）の要求する基本的な枠組みを適切に示した。すなわち、36条（b）のもと責任を負うためには、投資助言者は、提供するサービスと合理的な関係がないほど、そして対等な当事者での交渉の結果とはなり得ないほど、不釣り合いに大きい手数料を得ていなければならない、ということである。

36条（b）の文言からまず考えると、第7巡回区控訴裁判所の言う通り、信託法の基準を組み込むとしても、本件と似たような状況での信認義務の意味について論じているPepper v. Litton判決⁴⁸⁾が、36条（b）の信認義務の意味するところを表現していると信じる。Gartenberg判決で、Pepper判決で述べられた信認義務の理解が完全に組み込まれたのである。

48) 取締役（または支配株主）と会社との契約または同意が問題となっているときは、厳格な審査に服し、取引の誠実さを立証する責任のみならず、会社またはその利害関係者の視点から内在的な公正さを立証する責任を取締役が負う、とした判決である。

ICA 上、投資助言業者の報酬を十分に情報を得た MF の取締役会によって審査させることは MF 内の利益相反をコントロールする試みの中核にあり、ICA は MF と投資助言業者の間に独立した番犬として利害関係のない取締役を介在させた（Burks 判決）。取締役が報酬を審査し、株主が 36 条（b）のもと提訴することは、利益相反をコントロールするために、相互に補完するが独立したメカニズムとなっている。

私たちは、顧客の異なるタイプ（自由な離脱がしにくい MF の株主と機関投資家のような独立した顧客）の手数料の比較について、カテゴリーのルールがあるとは考えない。与えられているサービスが十分に異なっているなら、裁判所はそのような比較を否定しなければならない。たとえ、本件で、独立した顧客に提供するサービスと手数料（との比較）が適切だったとしても、裁判所は、ICA が MF と機関投資家との間の手数料の公平性を保証したわけではないことは心に留めるべきである。同様に、他の投資助言者の MF から得る手数料の比較に大きく依存するべきでもない。その手数料も、対等な当事者間での交渉による産物とは限らないからである。

最後に、投資助言業者の信託義務の審査にあたって、裁判所は手続き及び実体を考慮しなければならない。投資助言業者の報酬を交渉し審査する取締役会の手続きが強固であれば、それを審査する裁判所は、交渉の結果に相応の尊重を与えなければならない。すなわち、利害関係のない取締役が適切な要素を考慮したなら、たとえ裁判所が当該要素を異なったように評価したとしても、その決定は簡単に覆されるべきではない。

36 条（b）の信託義務違反の基準は、情報を得た取締役会の決定を裁判所が Second-guessing する（後知恵で批判する）ことを要求していない（Daily Income Fund 判決）。もっとも、すべての適切な情報を有している取締役が交渉したとしても、手数料は過大であるかもしれない。しかしそのように言うためには、手数料が、提供されているサービスと合理的な関係がなく、また対等な取引の産物ではありえないほど不釣り合いに大きいという証拠に基づいていなければならない。

また、36条（b）のもと報酬を審査する際に、ICAは裁判所が対等な当事者間の交渉で手数料がいくらになるかの計算をすることを要求していない。裁判所は、それに適した場所ではない。

第7巡回区連邦控訴裁判所は、開示の要件にすべてを集中させている点で誤っている。Gartenberg判決は分析上明確性を欠いているが、私たちはそれは36条（b）に具体化された妥協〔Gartenberg判決で述べられている内容で、手数料の割合について規制するのを避けるが、誠実で公正な開示を伴う、市場で受け入れられる程度にとどめる〕を正確に反映しており、30年近く機能してきたと信じる。

iii) 検討

このように、Jones判決は、原審の第7巡回区連邦控訴裁判所を否定し、Gartenberg判決で述べられた「36条（b）のもと責任を負うためには、投資助言者は提供するサービスと合理的な関係がないほど、そして対等な当事者での交渉の結果とはなり得ないほど、不釣り合いに大きい手数料を得ていなければならない」という意見に明示的に同意した。その際の判断には、基本的には利害関係のない取締役で構成される取締役会の判断が尊重されるべきであり、裁判所が後知恵で批判するものではないと論じた。ただし、取締役会の判断が適切に情報が与えられた上になされたものであっても、手数料が提供されるサービスと合理的な関係がなく、また対等な取引の産物ではありえないほど不釣り合いに大きいと言えるような場合には、ICA36条（b）が課す投資助言業者の信認義務に違反することを認めたのである。

（2） Gartenberg 判決の基準の適用

2010年の連邦最高裁による Jones 判決によって支持された Gartenberg 判決の基準は、実際どのように適用されていったのだろうか。本稿では、それについて比較的具体的に論じていると思われる4つの事案を取り上げ、これらの事案が、具体的に検討している以下の6つの要素についてどう論じているかを紹介する⁴⁹⁾。4つの事案とは、Schuyt v. Rowe Price Prime Reserve

Fund, Inc.⁵⁰⁾, Krinsk v. Fund Asset Management Inc.⁵¹⁾, Kalish v. Franklin Advisers, Inc.⁵²⁾, In re American Mutual Funds Fee Litigation⁵³⁾ である。6つの要素とは、提供される業務の性質・品質、投資助言業者の収益性、副次的利益、規模の経済、独立取締役、費用の割合および助言手数料の比較である（検討要素は各事案ごとに若干違いがあるが、その中でも多く検討されていると思われる要素を取り上げる）。

① 事案

4つの事案は、若干の違いはあるものの、いずれも、ファンドの株主が同ファンドを運営する投資助言業者に対して、当該投資助言業者の得る手数料等が過大であることがICA36条（b）に違反すると主張して、訴訟を提起するものである⁵⁴⁾。

② 判旨

i) 提供される業務の性質・品質について

〈Schuyt 判決〉

投資助言業者が提供していたのは、投資サービスと投資以外のサービスであり、前者は次の4つに分けられる——調査、ポートフォリオ運用、取引、管理・統制。後者は次の4つに分けられる——株主関係、ファンドの計算、法規制の要求、マーケティング。証拠から、幅広い業務をよく行っており、品質のランクも上位にあるといえる。

〈Krinsk 判決〉

同ファンドは56のプライムマネーファンドの中で3番目にいいパフォーマンスを出していた（業界の中で、利回りの平均が年8%のところ

49) この種の事案は、ほとんどがサマリー・ジャッジメントで処理されてしまっており、議論されている事案自体が少ない。また、これらの事案の全てにおいて、原告の請求が棄却されているように、過大な手数料の問題で投資助言業者に36条（b）上の信託義務違反が認められた事例は、筆者が調べた限り存在しなかった。

50) 663 F.Supp. 962 (SDNY, 1987).

51) 875 F.2d 404 (2nd Cir. 1989).

52) 742 F.Supp. 1222 (SDNY 1990).

53) 2009 U.S.Dist. LEXIS 120597 (C.D.Cal., 2009).

8.4%)。原告は、ファンドがハイリスク商品に投資をすることから、ファンドのパフォーマンスはリスク調節がなされたものを基礎に分析されるべきとする（そうすればパフォーマンスは平均以下になるであろう）。しかし、専門家はSECも業界もその基準を採用していない。

〈Kalish 判決〉

投資助言業者は、複雑でさまざまな高い質のサービスをファンドの株主に提供しており、株主はMFの業界の中で最も低い手数料で最も高い収益を得ていた。このことは、他のファンドと比較すると明らかであり、当該ファンドの手数料の合理性を強く支持するものといえる。

〈American Mutual 判決〉

原告は、ファンドがすでにパフォーマンスを悪化させるほど資産が増大しているときに、さらにファンド資産の増大を促進しようと Rule 12b-1 の手数料⁵⁵⁾を膨大に使うことは、36条(b)に違反すると主張するが、こ

54) ICA36条(b)について、請求は株主代表訴訟で提起されるべきと解されており(In re Salomon Smith Barney Mutual Fund Fees Litigation, 441 F.Supp. 2d 579 (SDNY, 2006)), この点、一度も株式を所有したことの無いファンドについて株主代表訴訟は提起できない(In re Alliancebernstein Mutual Fund Excessive Fee Litigation, 2005 U.S.Dist. LEXIS 24263 (SDNY, 2005))が、提訴するときに株式を有している必要はなく(In re Mutual Funds Investment Litigation, 519 F.Supp. 2d 580 (D.M., 2007); In re Lord Abbett Mutual Funds Fee Litigation, 407 F.Supp. 2d 616 (D.N.J., 2005)), 自分の有しているクラスのみならず、同じファンドの他のクラスについても当事者適格があるとされている(In re American Mutual Funds Fee Litigation, 2009 U.S.Dist. LEXIS 12059 (C.D.Cal., 2009))。また、訴訟は、報酬を受領した者又はその関係者に対してのみ提起できる(Milton Pfeiffer v. Integrated Fund Service, Inc., 371F.Supp. 2d 502 (SDNY, 2005); Zucker v. AIM Advisors, Inc., 371 F.Supp. 2d 845 (D.S.D.Tex. 2005); Goodman v. J. P.Morgan Investment management, Inc., Fed.Sec.L.Rep. (CCH) P99,029 (D.S.D.Ohio, 2016); In re Dreyfus Mutual Funds Fee Litigation, 428 F.Supp. 2d 342 (S.D.Penn. 2005))と解され、実際の損害(actual damages)とは、被告の違反行為によって生じた損害、すなわち、被告が意図的にもしくはむこうみずに過大な手数料を課したこと、またはその手数料を誠実に交渉しなかったことの結果、ファンドが支払った手数料となる(In re mutual funds investment litigation, 681 F.Supp. 2d 622 (D.D.MD 2010))。訴訟を提起した後に被った損害は回復できないというのが一般原則であるが、ICA36条(b)(3)は、訴訟を提起した後に被った損害を請求することを排除していないと解釈されている(Dumond v. Massachusetts Financial Services Com., 2007 U.S.Dist. LEXIS 12304 (D.D.Mass. 2007); Forsythe v. Sun Life Financial, Inc., 475 F.Supp. 2d 122 (D.D.Mass. 2007); Vaughn v. Putnam Investment Management, LLC, 2007 U.S.Dist. LEXIS 12303 (D.D.Mass. 2007))。

れは、12b-1の手数料を誤って使用していると述べているにすぎない。ICA36条（b）は投資助言者とファンドの間の支払いの契約の交渉及び執行のみ対象にしており、投資助言者がファンド資金の不適切に使用しているか否かは対象にしていない。同様に、アンダーパフォーマンスであるという主張だけでは助言手数料が過大であることを主張したことにならない。その手数料の対価として提供されるサービスの性質・質について証拠を提出しなければならない。

ii）投資助言業者の収益性

〈Schuyt 判決〉

評価が最も難しいが、問題となっている期間の助言者の税引後利益は29%から38%程度である（本件では過大とは言えない）。

〈Krinsk 判決〉

高い利益率というだけでは助言手数料が過大であることの証拠にならない（それを肯定した事案を原告は引用できていない）。

〈Kalish 判決〉

投資助言業者がただあまりに多くのお金を稼いでいるということを主張するだけでは法違反にはならない。投資助言業者に対するファンドの税引後利益は35%を超えていない。Schuyt 判決で税引き後利益が38.6%でも過大とみなさなかった。またパフォーマンスがよいことは比較的高い手数料を正当化できる。

55) ICA の12条（b）は、オープン・エンド型投資会社が、自ら発行者である証券の販売することは引受人を通じて行う以外にできない、と規定しており、それを受けて1980年に制定された Rule 12b-1（17 CFR 270.12b-1）は、MF 会社が以下の条件を満たせば、自分の発行する証券の販売者として行為できると規定する。ここでいう、販売者として行為するとは、投資会社の発行する株式を販売することを主要な目的とした活動に資金を投入することを意味し、その中には、広告したり、引受人、ディーラー、販売担当者に報酬を与えたりすることを含む（Rule 12b-1（a）（1）（2））。販売者として行為できる条件とは、販売に関する資金源に関するすべての重要な事実を記載した書面の計画に従って支払いがなされ、プランの履行に関するすべての合意が書面によること（12b-1（b））、そして同計画は、その開始時と1年に1度取締役会によって承認され、取締役は、少なくとも3か月に1度、支出の額と目的に関する書面による報告を審査し同計画は会社および株主にとって利益がある可能性が合理的に存在すると結論付けることである。

〈American Mutual 判決〉

「投資助言者は利益を取得する権利を有する。法案の中にそうではないことを含意することを意図する部分はない」(S.Rep.No.91-184, at 5 (1970), *reprinted in* 1970 U.S.C.C.A.N. 4897, 4902.) 被告の収益性が、他の同様の投資助言業者と同等かそれ以下であるということは、被告の収益性が適切な判例法の中で合理的であるという結論を支持することになる。

iii) 副次的利益

〈Krinsk 判決〉

原告はこれを広くとらえているが、投資助言業者またはその関係者が株主を勧誘できる事実なしには得られなかったであろう、投資助言業者またはその関係者によって受領される手数料を指す (Gartenberg 地裁判決を引用)。

〈American Mutual 判決〉

これはファンドの存在なしには生じなかった、助言業者に対する利益である。原告は、副次的な利益の量を定め、コストと相殺する分として適切な分け前を証明しなければならない。

iv) 規模の経済

〈Schuyt 判決〉

同ファンドの手数料計算表⁵⁶⁾は業界の中でも最も低い部類に入る。広く規模の経済を共有すべく Fee break を低く設定し、ファンドに利益を生んでいる。

〈Krinsk 判決〉

ファンドの取引にかかるユニットごとのコストが、取引の数が増加するほど減少するとき規模の経済が存在する。原告はこれを示す証拠を出していない。被告は、ファンドのユニットごとのコストはファンドが大きく

56) このファンドの手数料は、何度か改正されているが、一番新しいもので、10億ドルまで0.4%、15億まで0.35%、20億まで0.275%、20億を超えたら0.25%とされていた（ファンドの取締役会によって承認されている）。

なっても一般に減少しない証拠を提出している。被告の主張が不合理でない限り、原告が立証できていないとした地裁の判断は誤っていない。

〈Kalish 判決〉

原告は、まずファンドに規模の経済が存在していることを立証しなければならないが、それはファンドの規模が増大するにつれ、ユニットごとのコストが減少していることを証明しなければならない。

〈American Mutual 判決〉

原告は、ファンドをめぐる取引の各要素を、長期間にわたって、活動の異なるレベルについて、詳細に分析しなければならない。このことは、助言業者及びその関係者のユニット当たりの管理コストがファンドの規模が増加するにつれて減少していると証明することを原告に要求する（per unit cost analysis）。そして原告は、規模の経済が投資者と十分に共有されていないことを証明しなければならない。

v) 独立取締役

〈Schuyt 判決〉

同ファンドの独立取締役は、高い教育を受け、経歴も素晴らしく、評判もいい。その上、定期的に十分情報を得ていた。義務を履行するうえで、注意深く分析し、議論し、積極的に質問し、情報を要求したりしていた。

〈Krinsk 判決〉

利害関係のない取締役の意見、それらが十分情報を得ていたか否か、それらが義務の履行の際に注意と誠実性をどの程度持っていたかが、36条(b)における報酬の合理性を評価するうえで調査されるべき最も重要な要素である（Gartenberg, 694 F.2d at 930）。原告は受認者が独立していなかったこと、および慎重に行為していなかったことを主張するが、受認者は独立しており、慎重に熟慮していたことを示す証拠が多くある。例えば、受認者は投資助言業者の用意した収益性に関する調査に満足せずやり直しを命じたこと、受認者が承認した12b-1の手数料は、銀行ファンドが販売され資産が約25%流出してしまったときに、それを回復させるために導入

が決定したもので、ファンドのパフォーマンスを向上させることを目的としたものであったこと等である。

〈Kalish 判決〉

ファンドの独立取締役は信託義務を履行するのに十分資質があり、被告から十分な情報を、そのカウンセルから適切な助言を得て、誠実に注意深く行為しており、本件で問題となっている運営手数料を承認した。法は、ファンドの取締役会の判断について後知恵で批判することを、裁判所に許していない。これに対して、12b-1の手数料は最も問題がある点であるが、証拠から取締役が不正に行っていたことは結論付けられない。

〈American Mutual 判決〉

利害関係のない取締役の意見、それらが十分情報を得ていたか否か、それらが義務の履行の際に注意と誠実性をどの程度持っていたかが、36条(b)における報酬の合理性を評価するうえで調査されるべき最も重要な要素である。手数料体系は、利害関係のない取締役による責任のある判断を無視しては維持できないのである。

議会は、裁判所が、運用手数を交渉し承認する際の、ファンドと利害関係のない取締役によるビジネスジャッジメントを「後知恵で批判する」(“second-guess”)ことを意図していない。

ファンドと利害関係のない取締役の教育および専門知識は、重要な検討事項であり、本件ではこれが満たされていた。取締役会において、利害関係のない取締役が十分独立しており、独立したカウンスルによって常に助言を受けていた。また、助言手数料の評価に関連する膨大な量の情報を得ていた。

vi) 費用の割合及び助言手数料の比較

〈Krinsk 判決〉

原審は、ファンドの費用割合および助言手数料が業界で一般的であるのみならず、MFで最も低い部類に入るとした。原告は、同規模のファンドとの比較が重視されるべきと主張するが、原告が挙げているファンドは本

件のファンドとは異なる。

〈Kalish 判決〉

ファンドの手数料は他より高いが、その収益性とコストの割合は業界トップである。

〈American Mutual 判決〉

これは Gartenberg 控訴審判決では考慮要素として否定されたが、限定的ではあるが考慮する価値がある。被告の課す手数料は、第三者機関（Morningstar）によってはかられる同等のファンドより低い。

③ 検討

以上、過大な手数料問題について、36条（b）上の信託義務違反が認められるための Gartenberg 判決の基準が、その後の事案でどのように解釈されてきたかを概観した。

具体的に、各事案で裁判所は、提供される業務の性質・品質について、投資助言業者がどのような業務をどの程度、どのレベルで提供しているか、その業務はどの程度複雑かなどを考慮するとした。投資助言業者の収益性については、高い収益率というだけで手数料が過大であることの証拠にはならないことを強調した上で、税引後利益の具体的な数値を他のファンドと比較した。副次的利益については、ファンドの存在なしには生じなかった、助言業者に対する利益と定義づけ、被告が具体的にどの程度それを受け取っていたかを原告が立証しなければならないと述べた。規模の経済については、原告が、規模の経済が存在すること、およびそれが投資者に適切に共有されていないことを証明する必要があると論じた。独立取締役については、独立取締役の資質がどのようなものか、それらに適切に情報が開示されていたか、およびそれらが義務を履行する際の注意義務・誠実性がどの程度のものであったかについて具体的に検討した。費用の割合および助言手数料の比較については、他のファンドとの比較は一定の価値があるとしたものの、他のファンドより手数料が高くても収益性やコストの割合も考慮すべきと論じた。

このように、ICA 上の信託義務は、IAA とは異なり、単に情報の開示を

要求するものではなく、より実体的に義務が履行されているかを問うものとして解釈された。よって、投資助言業者が得る手数料は情報が開示され同意が得られていたとしてもなお、手数料が過大であるとして、ICA36条（b）のもと、信認義務違反が肯定される可能性があるのである。

IV. おわりに

以上論じてきたように、投資助言業者には、IAA 上および ICA 上信認義務が課せられるが、その性質は異なるものであった。すなわち、IAA 上の信認義務は、投資助言業者に顧客に対して十分な情報を開示をすることを求めることがその核心にあったが、ICA 上では、情報を開示することはその一つの要素に過ぎなかった。すなわち、受益者に対して、あるいは受益者を保護する役割を担う者に対して、十分な情報開示をしたとしても、開示自体があまり意味をなさないような場合には、開示だけでは不十分で、より実体的に受認者に信認義務を履行させるよう、解釈・発展してきたのである。

金融商品取引法とコーポレートガバナンス・コード

神 作 裕 之

I. はじめに

コーポレートガバナンスに係る金融商品取引法（以下「金商法」という）上の規制は、開示規制を中心としつつ、委任状勧誘規則や公開買付規制のように実質的に会社法の規制目的・対象に近いルールをも含んでいる。コーポレートガバナンス・コードのようなソフトロー上の規範も含め、「金商法と会社法の交錯」、とか「金商法の会社法化」と呼ばれる現象は、確実に進行しているように思われる。コーポレートガバナンスに関する開示規制に関していえば、金商法は、有価証券届出書や有価証券報告書等においてコーポレートガバナンスに関する事項を広く開示することを求めている¹⁾。他方、会社法は事業報告においてコーポレートガバナンスに関する開示を求めている。しかし、金商法上の開示と一部重複する部分があることから、その調整が図られ、開示の一元化は着実に進んできた²⁾。

コーポレートガバナンスに関する任意開示としては、金商法上の自主規制機関である東京証券取引所の定める開示ルールが重要である。東京証券取引所は、平成18年から上場会社に対して「コーポレートガバナンスに関する報告書（以下「コーポレートガバナンス報告書」という）³⁾」において所定の事

1) 企業内容等の開示に関する内閣府令8条1項1号第二号様式記載上の注意(57)、第三号様式記載上の注意(37)等参照

2) 内閣官房・金融庁・法務省・経済産業省「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示のための取組について」参照。<<http://www.meti.go.jp/press/2017/12/20171228003/20171228003-1.pdf>>

項の開示を義務付けている（有価証券上場規程204条12項1号・211条12項1号）⁴⁾。東京証券取引所は、平成27年に、有価証券上場規程の別添としてコーポレートガバナンス・コード⁵⁾を組み込み（有価証券上場規程419条1項、436条の3、445条の3）、コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施しない場合にはコーポレートガバナンス報告書においてその理由を説明しなければならないとする。なお、コーポレートガバナンス報告書においては、経営戦略や株式の政策保有株式の保有目的などについて一般的に開示することが求められており、コンプライ・オア・エクスプレインの規範を超えて一定の事項について開示規制を課している点に留意する必要がある。

コーポレートガバナンス・コードの諸原則は、コンプライ・オア・エクスプレインの規範を基礎とするソフトローにすぎない。しかしながら、同コードが会社内の権限分配や組織構造などについてベスト・プラクティスとして提示する規範は、少なくとも相当の事実上の拘束力を有していると考えられる。たとえば、コーポレートガバナンス・コードは、原則として独立社外取締役2名以上の設置を求めているが、同コードの施行後、独立社外取締役の人数は急速に増加した⁶⁾。コーポレートガバナンス・コードの遵守率はかなり高

3) コーポレートガバナンス報告書においては、①コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方および資本構成、企業属性その他の基本情報、②経営上の意思決定、執行および監督に係る経営管理組織その他のコーポレートガバナンス体制の状況、③株主その他の利害関係者に関する施策の実施状況、④内部統制システム等に関する事項等が記載される。

4) 金商法上の有価証券報告書等におけるコーポレートガバナンスに関する開示と、東証のコーポレートガバナンス報告書における開示とをどのように整理し位置付けるかは、重要な論点である。

5) コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(平成27年3月5日) <<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf>>。事務局による解説として、油布志行ほか『『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説 [I]～[IV・完]』商事法務2062号47頁、2063号51頁、2064号35頁、2065号46頁以下（いずれも2015年）がある。

6) 2016年7月14日の時点で社外取締役を選任している会社は、東証上場会社のうち95.8%と2014年7月14日時点の64.4%から大幅に増加した。独立社外取締役を選任している会社は、88.9%（前回調査では46.7%）、コーポレートガバナンス・コードの原則4～8で求められる2名以上の独立社外取締役を選任している会社は60.4%（前回調査では13.0%）であった（株式会社東京証券取引所「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2017」74頁。<<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/tvdivq000000uu99.pdf>>）。

く、その事実上の拘束力はかなり高いと評価できよう⁷⁾。

本稿では、コーポレートガバナンス・コードが東京証券取引所の有価証券上場規程に取り込まれたことを契機として、金商法および金融商品取引所のルールとコーポレートガバナンスの関係について若干の検討を試みたい。次の2点について検討をする。第1は、コーポレートガバナンスと金商法の関わりである。第2は、金融商品取引所の自主規制としてのコーポレートガバナンス・コードの位置付けである。金商法と会社法の交錯が進展する中で、会社法による規律と金商法上の規制の関係や役割分担、協働関係などについても改めて検討する必要がある。

以上の2点の検討に先立ち、コーポレートガバナンス・コードが世界的に急速に普及している理由について、それが資本市場における規範であり、法的拘束力のないソフトローであるという2つの特徴から考えてみる（Ⅱ）。コーポレートガバナンス・コードの概要を確認した後（Ⅲ）、金商法とコーポレートガバナンスの関係について概観する（Ⅳ）。最後に、金商法上の制度である金融商品取引所の自主規制としてのコーポレートガバナンス・コードが、何を根拠にどのような規範性とその構造を有するかを検討する（Ⅴ）。今後の課題に触れて、結びとする（Ⅵ）。

7) 東京証券取引所の市場第一部・第二部の2,540社についてコードへの対応状況は、全73原則をコンプライ（“実施”）している会社（25.9%（659社））と90%以上の原則を実施している会社（74.1%（1,881社））とを足すと9割近くに達し、90%未満しか実施していない会社は11.1%（282社）にすぎず、遵守率は高いといえる。とくに市場第一部に上場している2,021社に限ると、全原則を実施している会社は31.6%（638社）、9割以上の原則を実施している会社は61.4%（1,241社）と合わせて93%に達する。株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2017年7月14日時点）」（2017年9月5日）2頁。<<https://www.jpex.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np5n-att/nlsgeu000002np88.pdf>>

Ⅱ. 資本市場におけるソフトローとしての コーポレートガバナンス・コード

1. コーポレートガバナンス・コードの特徴

株式市場におけるソフトロー上の規範であるコーポレートガバナンス・コードが採用され、また、日本のみならず多くの国において普及しているのはなぜであろうか。コーポレートガバナンス・コードには、資本市場における規範であって、法規範ではないけれども事実上相当強い拘束力を有しているという共通の特徴がある。以下、コーポレートガバナンス・コードに共通する特徴に絞って、その利害得失を検討する。すなわち、第1に、コーポレートガバナンス・コードは資本市場における規範であること（2.）。第2に、同コードは、ソフトローであること（3.）。第3に、同コードは通常コンプライ・オア・エクスプレインという規範を伴い、それは第1の特徴である資本市場に適合的な規範であることである（4.）。

2. 資本市場における規範

第1に、コーポレートガバナンスの質の向上は、投資家の保護に資するだけでなく、資本コスト⁸⁾を低減させ株式市場へのアクセスを容易にする点で発行企業にとっても利益になり得る。コーポレートガバナンス・コードは、資本コストの低減を目指すものと言えよう。株式市場の国際的な競争あるいは株式市場のその他の金融商品や投資対象等に係る市場との競争が激しくなり、株式市場の魅力を高めることが取引所の盛衰に直結するという状況の中で、コーポレートガバナンス・コードは今や100以上の国や地域で採用されている⁹⁾。

第2に、資本市場のグローバル化を指摘できよう。最も効率的かつ流動性の高い株式市場においては、規範の標準化ないし共通化の要請は極めて強い。

そこで形成される規範は、少なくとも長期的な観点から見れば、公的機関や当該市場で支配的な力をもつ企業などにより操作されることが少なく、もっぱら市場の要請に基づいた、各種の権力から独立した自律的な規範となる可能性が生じる。というのは、一方で、グローバルな資本市場に関わる関係当事者とりわけ機関投資家は、国家よりも、問題とリスクを早期に発見し、それを適切かつ迅速に解決しようとする意思と能力を有している可能性が高く、他方で、市場自体が絶えず厳しい競争にさらされているからである。さらに、資本市場においては、公認会計士や格付機関、証券業者など、資本市場において取引される金融商品・金融サービスを監視し、市場取引自身にコントロールを及ぼすゲートキーパーや専門家が存在する。とくに、グローバルな資本市場において取引される商品・サービスが標準化されている場合には、相互に比較することが容易になり、市場の評価による規律付けが一層働きやすくなることが期待される。

第3に、特に分散所有型の株式市場を有する場合には、株主によるコーポレートガバナンスには大きな限界があり、ガバナンスの質の確保について深刻な問題が惹起される。その典型が英国である。英国では、一方では機関投資家の責任というスチュワードシップ責任につながる議論が発展しスチュ

8) 2018年のコーポレートガバナンス・コード改訂により、原則5-2に「自社の資本コストを的確に把握した上で、」という字句が新たに追加され、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、収益力・資本効率等に関する目標を提示することとされた。同様に、政策保有株式についても、毎年、取締役会において、個別の政策保有株式について、「保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである」とされた（原則1-4）。こうして、「資本コスト」という概念がコーポレートガバナンス・コードに明示的に導入された。同改訂については、田原泰雄・渡邊浩司・染谷浩史・安井桂大「コーポレートガバナンス・コードの改訂と『投資家と企業の対話ガイドライン』」商事法務2171号4頁（2018年）以下参照。資本コストの概念とその明確化の必要性等について、「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書（平成26年8月）36-49頁参照。＜<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>>

9) ECGI (European Corporate Governance Institute) のウェブサイトには、各国・各地域や国際機関のコーポレートガバナンス・コードのリストが掲げられている。＜<http://ecgi.global/content/codes>>

ワードシップ・コードが策定され、他方でガバナンスを担う最も重要な当事者である発行会社の側についても一定の規律づけ、すなわちコーポレートガバナンス・コード等によるソフトローとしての規律づけを求めることになった。株式の所有構造によって、スチュワードシップ責任やコーポレートガバナンス・コードに関して温度差が生じる可能性がある。

第4に、コーポレートガバナンスの議論に際し、市場を通じたコントロールもまた、会社法による内部的なコーポレートガバナンスに加えて重要な一翼を占める。いわゆる会社支配権の市場を通じたガバナンスのメカニズムである。株式市場が存在し、そこで株式について価格づけが行われる。その価格を見て、場合によってはその株式を買い占め、敵対的買収を行う積極的な投資家が存在することにより、会社支配権の市場を通じたコーポレートガバナンスのメカニズムが機能し得る。会社支配権の市場を通じた、典型的には敵対的買収を通じてコーポレートガバナンスに関する市場による規律付けが働き得るという考え方があり、この考え方はたとえば経営判断原則の根拠として挙げられることがあるなど会社法の議論にも影響を与えている。

3. ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンス・コードが法的拘束力のないいわゆるソフトローとして定められていること、とりわけ、コンプライ・オア・エクスプレインの考え方を採用していることは、コーポレートガバナンス・コードの大きな特徴である。コンプライ・オア・エクスプレインについては、次節で詳しく論じることとし、ここではソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コードの特徴を挙げる。

第1に、コーポレートガバナンス・コードの策定主体は様々であるが、取引所がコーポレートガバナンス・コードを策定する例は多い。その理由は、株式市場の魅力を高めることに対し取引所が大きな利害関係とインセンティブを有しているのみならず、コードを策定し運用する専門的知識・能力をもっているためであると思われる。金融商品取引所による自主規制のメリッ

トとしては、市場の仕組みや実態に精通しており国家制定法より優れたルールを策定し得ること、ルールの執行と監督についても実効性を期待し得ること、迅速かつ柔軟な対応が可能であることなど、一般に自主規制のメリットとされる点を挙げることができる。

第2は、すべての上場会社に一律に妥当するコーポレートガバナンスに係る規範が存在するわけではないということが広く認められている中で、コンプライ・オア・エクスプレインの規範を採用した上で、それ自体法的拘束力のないコーポレートガバナンス上の規範をベストプラクティスとして提示するという手法が採用されている点である。そもそも株式市場にどのような株式を上場させるかに関する適切な上場基準を確立することは、株式市場で行われる取引に係るルールの質を確保することと並んで、コーポレートガバナンスの枠組みにとって重要な要素である。ところが、良いコーポレートガバナンスについて共通の要素を挙げることはできるものの、すべての上場会社に一律に妥当するコーポレートガバナンスに係る規範が存在するわけではないことも広く認められている。コンプライ・オア・エクスプレインの規範は、個々の上場会社が最適のコーポレートガバナンスを実現することを可能としつつ、ベストプラクティスを基本形として提示するものであり、ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コードが瞬く間に普及した理由の1つはこのような手法をとる点にある¹⁰⁾。

第3に、金融商品取引所について免許制が採用されており、金融商品取引所の自主規制は国家による規制と連結している。国家の法とソフトローがそれぞれの短所を補完し、協調することにより、より良いルールの形成を目指すものであり、社会規範の「法化」の一局面といえよう。グローバルな資本市場においては、ソフトローのメリットが発揮されやすく、それを法規範と結合させることにより、規範の発展を自動的に法規範に反映させることが可

10) 神作裕之「コーポレートガバナンス・コードの法制的検討－比較法制の観点から」商事法務2068号15－19頁（2015年）参照。

能となり、発展可能性と柔軟性を確保できる¹¹⁾。専門性と詳細さ、ニーズと実務の変化に迅速に応える柔軟性というソフトローの長所が、国家の法と連結することにより、ソフトローの欠点を補いつつ、発揮されるであろうと期待されている¹²⁾。

第4に、金融商品取引所の自主規制という形態をとり、国家による直接的・間接的な監督が及ぶものとされている背景には、金融商品取引所の一種の利益相反問題がある。これには、金融商品取引所の組織形態の変遷が影響していると考えられる。営利獲得を目的とする株式会社形態を採用する金融商品取引所は、他の取引所や取引システムとの競争の中で多数の上場会社を誘致したいという誘因から、自主規制の策定と運用が甘くなる可能性がある。コーポレートガバナンス・コードが、真にその目的に沿った内容のものになっているか、その執行と制裁が適切になされているのかどうかについて、すべてを民間に委ねることはできず、金融商品取引所の規制当局である金融庁は、同コードの策定・改訂・執行・制裁等について一定のコントロールを及ぼす必要があると考えられる¹³⁾。

4. コンプライ・オア・エクスプレイン

コンプライ・オア・エクスプレインとは、コーポレートガバナンスの発展のための車の両輪に例えられるコーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードを最初に整備した英国において、両コードについて適用される規範である。日本のコーポレートガバナンス・コードは、東京証券取引所の有価証券上場規程と上場契約に基づき、上場会社に対しコンプラ

11) Tim Büthe & Walter Mattli, *THE NEW GLOBAL RULERS*, Princeton University Press, p.204 (2011).

12) 日本におけるソフトローに関する先駆的研究として、藤田友敬・松村敏弘「社会規範の法と経済—その理論的展望」ソフトロー研究1号(2005年)59-104頁参照。

13) コーポレートガバナンス・コードは、金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする有識者会議において、パブリック・コメント手続等を踏まえて策定されたコーポレートガバナンス原案を、東京証券取引所が有価証券上場規程として採用した。この間の経緯と規範としての性格につき、神作裕之「日本版ステュワードシップ・コードの規範性について」黒沼悦郎・藤田友敬編『江頭憲治郎先生古稀記念 企業法の進路』(有斐閣, 2017年)1016-1018頁参照。

イ・オア・エクスプレインを義務付けている（Ⅲ．１．参照）。すなわち、「プリンシプルベース・アプローチ」と「コンプライ・オア・エクスプレイン」の第12は、「本コードの対象とする会社が、全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではないことには十分な留意が必要であり」、「『実施しない理由』の説明を行う際には、実施しない原則に係る自らの対応について、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう工夫すべきであり、『ひな型』的な表現により表層的な説明に終始することは『コンプライ・オア・エクスプレイン』の趣旨に反するものである」と述べる¹⁴⁾。このように、コードの定める原則を必ず遵守しなければならないわけではないけれども、コンプライしない場合には、特に株主等を中心とするステークホルダーの理解が十分に得られるように実施しない理由と対応について十分に説明することが期待されている。

コンプライ・オア・エクスプレインのルール of 利害得失として、次の点が指摘されている。長所の第1は、コーポレートガバナンス・コードの提示する各原則は、全ての企業にとって最善ではない、すなわちベストプラクティスは1つとは限らないという考え方に基いており、柔軟性を有する点である¹⁵⁾。コンプライ・オア・エクスプレインの考え方は、コードの定めるベスト・プラクティスを強制するものではなく、one-size-fits-all という考え方がコーポレートガバナンスの分野では必ずしも妥当しないことを正面から認めるものである¹⁶⁾。

第2に、求められる開示やコンプライをしなかった場合の理由の説明を求

14) コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(平成27年3月5日) 4頁。
<<https://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf>>

15) 英国では、原則に従わない理由を十分かつ詳細に説明している会社のパフォーマンスは良好であるとの実証研究がある (Sridhar Arcot & Valentina Bruno, One Size Does Not Fit All, After All: Evidence From Corporate Governance (1st Annual Conference on Empirical Legal Studies, 15th. January 2007 <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=887947>))。

16) Marc Moore, “Whispering Sweet Nothings”: The Limitations of Informal Conformance in UK Corporate Governance 9 JCLS 95, p.101 (2009).

めることによって、コーポレートガバナンスに関する情報が発行体から発信され、それによりガバナンスの透明性が高まることが期待される。コンプライしなかった場合のエクспレインによってガバナンスの透明度が高まる。

第3に、エクспレインについて、市場関係者は、場合によっては経営陣との対話等を通じてさらに理解を深め、評価を行う¹⁷⁾。

第4に、コンプライ・オア・エクспレインのルールには、コンプライされずにエクспレインされたことが市場関係者によって高く評価される場合には、コードの定める各原則の改善や内容の改訂の契機となり得る。このようにコンプライ・オア・エクспレインのメカニズムを内在したコードは、国家制定法と異なり、システム内在的に規範を発展させる契機を含んでいる¹⁸⁾。コーポレートガバナンス・コードの内容がベスト・プラクティスを表したものではない可能性がある。多くの企業が遵守している原則に関しても、ある会社による当該原則から乖離した実践が評価され、実務に変化が生じ、規範自体が見直されることも、理論上は起こり得る。コード策定・改廃の権限を有する機関や見直しの手続が定められていれば、比較的容易に見直し得るであろう。コーポレートガバナンス・コードにおけるコンプライ・オア・エクспレインのメカニズムには、ソフトロー上の規範を自ら内在的に発展させていく契機が含まれている点は、重要な長所であると考えられる。

これに対し、コンプライ・オア・エクспレインの規範に対する批判も少なくない。デメリットとしては、第1に、発行会社が期待されたようにコードを解釈・適用せず、形式的にのみコンプライする可能性がある。

第2に、発行会社によって有益または意味のある情報が提供されない危険

17) 英国においては、機関投資家のスチュワードシップ活動とリわけ経営陣とのエンゲージメントは、コンプライ・オア・エクспレインを実質化するために重視されている (Andrew Keay, *Comply or Explain in Corporate Governance Codes: In Need of Greater Regulatory Oversight?* 34 *Legal Studies* 282 (2014))。

18) David Seidl, Sanderson Paul & John Roberts, *Applying the “comply -or-explain” principle: Discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance*, *Journal of Management and Governance*, 17(3), pp.791 – 826 (2012).

がある。つまり、形式的な説明しかなされないため¹⁹⁾、説明により期待される長所が発現されず、遵守しない理由と対応について明確かつ意味のある説明がなされない危険性が高いと指摘されている²⁰⁾。

第3に、説明を評価する投資家の側も、遵守しない説明を理解し、評価するのではなく、遵守していること自体を単純に評価する傾向が生じ得る²¹⁾。そうだとすると、コンプライ・オア・エクスプレインに期待される前述したメカニズムは機能しないであろう²²⁾。コーポレートガバナンス・コードが国ごとに存在し、その内容を理解しエンゲージメントを行うのに必要なコストと、それによって生じる便益とを比較するならば、機関投資家がそのような形式的・外形的な評価を行うことには理由があるとされる²³⁾。

第4に、コンプライ・オア・エクスプレインの規範は、説明だけで終わるのではなく、機関投資家との対話を通じたコミュニケーションの重要性が説かれる。ところが、市場関係者等の一部が、例えば株主との対話に乗じてこの制度を濫用するおそれがある。具体的には一部のヘッジファンド等が株主との対話等に乗じて自己の私的利益を追求し投資先企業の中長期的な企業価値を損なうなどの濫用的な行為をするといった弊害が指摘されている²⁴⁾。

コンプライ・オア・エクスプレインの規範については、上述したように批

19) EU加盟国におけるコーポレートガバナンス・コードに係る「コンプライ・オア・エクスプレイン」ルールに基づく説明が不十分であるとの批判につき、RiskMetrics Group, Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, pp.79-97 and 168-187 (23 September 2009) 参照。<http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf>

20) Konstantinos Sergakis, Deconstruction and Reconstruction of the “Comply or Explain” Principle in EU Capital Markets, Account. Econ. Law 2014, 1, p.6.

21) Moore, supra note 16, p.103.

22) Keay, supra note 17, pp.280-281.

23) Marco Becht, ‘Comply or Just Explain?’ in FRC, ‘Comply or Explain 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code’ (FRC, November 2012), p.13 <<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Comply-or-Explain-20th-Anniversary-of-the-UKCorpo.aspx>>

24) とくに短期的な観点から投資を行うアクティブ・ファンドについて、そのような弊害が語られることもあるが、それに反対する議論も多い。近時の議論を概観する論文として、白井正和「アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス」商事法務2109号38-41頁参照。

判も少なくないが、改善の努力がなされており²⁵⁾、コンプライ・オア・エクスプレインの規範そのものを改めるべきであるという段階には至っていない。コーポレートガバナンスの分野では、国家制定法のような硬直的・画一的な規範ではなくベスト・プラクティスの体系を提示するとともに、それと異なる行動をとる場合には説明を求め透明性を確保した上で、多くの市場関係者がそれを評価することにより、ベスト・プラクティスをさらに洗練させていこうという考え方自体は、多くの支持を得ていると考えられる。コーポレートガバナンス・コードという手法が全世界にまたたく間に普及したのも、コンプライ・オア・エクスプレインの規範が採用されている点が大きいと考えられる。開示を通じて透明性を高め、場合によっては市場関係者とのエンゲージメント等を通じて、市場においてコーポレートガバナンス・コードのエンフォースメントを図るコンプライ・オア・エクスプレインの考え方は、資本市場に親和的であると言える。

コンプライ・オア・エクスプレインは、とくにコーポレートガバナンス・コードのエンフォースメントと自己の規範としての発展性を確保するために重要な役割を果たし得ることから、コンプライしなかった場合の「エクスプ

25) コーポレートガバナンス・コードの最先進国である英国においても、コンプライ・オア・エクスプレインの規範の実効性を高める努力がなされている。英国 FRC は、「意味のある説明」が必要であるとして、①説明は、従来の経緯と沿革を踏まえてなされなければならない、②当該会社が採択した解決策を説得的に説明するものでなければならず、当該会社が当該解決策をとることにより生じ得るリスクを解消するために採用したリスク緩和措置があればそれについても分析するとともに、さらにはコードの規定の遵守のレベルを上げるために採用した措置があればそれについても分析しなければならない、③会社は不遵守の期間が限定的であることを説明するとともに、コードの規定をいつ遵守しようとするかを説明しなければならないとする報告書を公表した (Financial Reporting Council, What constitutes an explanation under 'comply or explain'? Report of discussions between companies and investors (February 2012) <<https://www.frc.org.uk/getattachment/a39aa822-ae3c-4ddf-b869-db8f2ffeb61/what-constitutes-an-explanation-under-comply-or-explain.pdf>>)。また、欧州委員会は、2014年4月に、アクションプラン「欧州会社法とコーポレートガバナンス」(COM (2012) 740final) を実行に移すため、「企業経営に関する報告『コンプライ・オア・エクスプレイン』の質の向上のための勧告」(C (2014) 2165) を発出した。この勧告には法的拘束力はないものの、コンプライの場合についても最重要の項目については適用の実態を記載するとともに、遵守していないときは良い企業経営のためにそれに代替する措置を講じているのであれば当該措置について説明することを推奨する。

レイン」については、より拘束力の強いソフトローに格上げされたり、法的義務へとハードロー化されたりしている²⁶⁾。さらに、コンプライ・オア・エクスプレインの規範を超えて、コーポレートガバナンス・コードの原則を遵守している場合であっても、質の高い説明と開示を行うことが、市場から強い信頼を獲得するゆえんであるとして、コンプライ・アンド・エクスプレインという規範が形成されつつある²⁷⁾。金融庁が平成30年に策定した「投資家と企業の対話ガイドライン」においても、その旨が明らかにされている²⁸⁾。

Ⅲ. コーポレートガバナンス・コードの概要

1. コーポレートガバナンス・コードの規範性とその根拠

コーポレートガバナンス・コードは、東京証券取引所の有価証券上場規程の別添として規定されている。東京証券取引所は、内閣総理大臣の免許を受けて金融商品市場を開設する金融商品取引所である（金商法80条1項）。有価証券上場規程としてのコーポレートガバナンス・コードは、金融商品取引所の規則であって、ただちに法的拘束力を有するものではない。コーポレー

26) 欧州では、EU 指令上、上場企業は、どのコーポレートガバナンス・コードを適用しているかをコーポレートガバナンス報告書において開示しなければならない（Directive 2013/34/EC, Article 20 Para.1. 前身は2006/46/EG, Article 46a）。ドイツの場合は、2009年改正商法によりこの規律を法的義務として国内法化した（ドイツ商法289a 条1項）。ドイツでは、それに先立ち、2002年にドイツ・コーポレートガバナンス・コードを策定し、同コードの勧告について「コンプライ・オア・エクスプレイン」すべきことを法的義務として課している（株式法161条）。

27) Financial Reporting Council, UK Corporate Governance Code. <<https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/uk-corporate-governance-code>>

28) スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードが求める持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめた「投資家と企業の対話ガイドライン」は、「企業がコーポレートガバナンス・コードの各原則を実施する場合（各原則が求める開示を行う場合を含む）」にもその趣旨を踏まえることを期待するとともに、自らの具体的な取組みについて積極的に説明を行うことが有益であると指摘する（金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」（平成30年6月1日）1頁。<<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180601/01.pdf>>。同ガイドラインについては、田原ほか・前掲（注8）参照。

トガバナンス・コードは、基本的にコンプライ・オア・エクスプレインの規範を採用しており、それに従わないことを許容しつつも、従わない場合にはその理由の説明を求めるものである（東京証券取引所有価証券上場規程436条の3）。しかし、同コードの遵守率はかなり高く、その事実上の拘束力はかなり高いと評価できることは、前述したとおりである²⁹⁾。コーポレートガバナンス・コードの規範性は、何によってもたらされているのであろうか³⁰⁾。

コーポレートガバナンス・コードは、東京証券取引所の有価証券上場規程の別添として定められているが、同上場規程とは、「有価証券の上場、上場管理、上場廃止その他上場有価証券に関して必要な事項を定める」ものである（同上場規程1条）。同上場規程は、上場内国株券の発行者は、コーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神を尊重してコーポレートガバナンスの充実に取り組む努力義務を定めるとともに（同上場規程445条の3）、同コードの各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由をコーポレートガバナンスに関する報告書において説明するものと規定する（同上場規程436条の3）。コーポレートガバナンスに関する報告書は、東京証券取引所が求める報告書である。

上場会社と取引所との間には上場契約が締結される。すなわち、上場会社は取引所との間に上場契約を締結する（東京証券取引所有価証券上場規程203条1項・2項、同施行規則202条1項）。上場契約書において、上場会社は有価証券上場規程を含む取引所の現在および将来の諸規則等を遵守し、諸規則等に基づいて取引所が行う上場株券に対する上場廃止、売買停止その他の措置に従うことを包括的に約している（東京証券取引所の内国株券上場契約

29) 前掲（注7）参照。

30) 自律的・自発的に形成されたソフトローが関係当事者によって遵守されるメカニズムを分析した文献として、藤田友敬＝松村敏弘「自律的秩序の経済学」中山信弘編集代表・藤田友敬編『ソフトローの基礎理論』（有斐閣、2008年）13－41頁参照。資本市場におけるソフトローについて、神作裕之「グローバルな資本市場におけるソフトローと日本法への影響」長谷部泰男ほか編『岩波講座 現代法の動態 4 国際社会の変動と法』（岩波書店、2015年4月）67－94頁参照。

書につき、同有価証券上場規程施行規則第1-1号様式参照)。他方、有価証券上場規程は、業務規程の一部として金商法上の監督に服している。こうして、ハードローと結びついた有価証券上場規程の遵守を上場契約書に基づき契約上義務付けるという「公け」と「私的秩序」とを結ぶ複層的な構造になっている。上場会社は、上場契約書に基づき、上場に伴い東証のソフトローとしての諸規則等に自動的に拘束される仕組みになっているのである。

コーポレートガバナンス・コードは、上場契約書に基づき上場会社を民事法的に拘束するという側面と、金商法上の自主規制機関である金融商品取引所の策定した有価証券上場規程の一部として監督官庁の監督に服するという公法的側面を併有しており、このことが同コードの定める各原則が相当に強い規範性を有し、上場会社によって高い割合で遵守されている所以であると考えられる。なお、コーポレートガバナンス・コードの金融商品取引所の自主規制としての側面については、Vにおいて検討する。

2. コードの構成と適用範囲

コーポレートガバナンス・コードは、規範のレベルにより階層化されており、5つの基本原則、30の原則、38の補充原則の計73項目から構成されている。3つのレベルに分かれている意義は、各原則の適用範囲を画する点にある。すなわち、コーポレートガバナンス・コードが適用される対象会社は、市場第一部および第二部に上場する会社、マザーズおよびJASDAQの上場会社であるが、マザーズおよびJASDAQに上場している会社については、エクスプレインの対象は基本原則に限定されている（東京証券取引所有価証券上場規程436条の3（2））。原則を3つに階層化することにより、市場に応じて段階的にソフトローを適用することを可能にしているのである。

コーポレートガバナンス・コードはプリンシプルベース・アプローチを基本的に採用しているものの、相当具体的かつ詳細なルールに近い規範も提示している。プリンシプルとしての抽象度・一般性の高いものから、より具体性・個別性の強いルールのものへと、順に、基本原則、原則、そして補充

原則と、規範の抽象度に応じた整理がなされている。したがって、これらの原則は、基本原則のほうが原則よりも優位にある、原則は補充原則よりは優位な規範であるというような関係に立つのではなく、それぞれが独立してコンプライ・オア・エクスプレインの対象になる。プリンシプルとしての抽象度・一般性が高いか低いかという観点から区別されており、規範としての優越性を示しているわけではないのである。

次に、規範の対象により日本のコーポレートガバナンス・コードを分類すると、同コードは、①株主の権利・平等性の確保、②ステークホルダーとの適切な協働、③情報開示と透明性の確保、④取締役会等の責務、および⑤株主との対話の5章に分けて原則を定めている。2015年11月に改訂されたG20/OECDのコーポレートガバナンス原則は、健全なコーポレートガバナンスの枠組みの主要な構成要素を明示し、国レベルで実施するための実践的なガイダンスを提供するものである³¹⁾。同原則は、Ⅰ) 有効なコーポレートガバナンスの枠組みの基礎の確保、Ⅱ) 株主の権利と公平な取扱いおよび主要な持分機能、Ⅲ) 機関投資家、株式市場その他の仲介者、Ⅳ) ステークホルダーの役割、Ⅴ) 開示および透明性、Ⅵ) 取締役会の責任の6つの項目から構成されている。日本のコードは、G20/OECDのガバナンス原則より先に策定されものであるが、G20/OECDのガバナンス原則と比較すると、総論にあたるⅠ)がなく、Ⅳ)のコーポレートガバナンスにおける株主の役割の章を欠いている。しかし、前者については主として会社法により対応しており、後者については、コーポレートガバナンス・コードが策定される1年前の2014年に日本版スチュワードシップ・コードにおいて機関投資家のベスト・プラクティスが定められている。日本のコーポレートガバナンス・コードの策定および2017年の改訂に当たり、G20/OECDの原則の改訂とそれに向けて行われた議論を踏まえており、その構成と基本的な考え方において根

31) G20/OECD Principles of Corporate Governance, Preface. <https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en>

本的な違いはないと考えられる。

3. 開示

コーポレートガバナンスに関する開示については、上場規程の436条の3により、上場内国株券の発行者は、別添「コーポレートガバナンス・コード」の各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由をコーポレートガバナンスに関する報告書において説明しなければならないものとされる。上場会社は、上場契約書において、取引所の定める業務規程や有価証券上場規程などの諸規則を包括的に遵守し、取引所の措置に従うことを約定している。エクспレインの対象となる原則の範囲は、本則市場とマザーズ・JASDAQとで異なることについては、前述した（Ⅲ2参照）。

上場会社は、「コーポレートガバナンスに関する報告書の記載要領」に基づき、資本構成や企業属性などの基本情報や経営上の意思決定、執行および監督に係る経営管理組織その他のコーポレートガバナンス体制の状況、株主その他の利害関係者に関する施策の実施状況、内部統制システム等に関する事項など一定の事項を開示する³²⁾。

「コーポレートガバナンスに関する報告書 記載要領」別添1で、「コードにおいて特定の事項を記載すべきとする原則」については、コーポレートガバナンス報告書において説明しなければならない。すなわち、コーポレートガバナンスについての会社の取組みに関する基本的な方針（原則3-1）のほか、政策保有株式に関する方針（原則1-4）、関連当事者間の取引（原則1-7）、経営陣に対する委任の範囲の概要（補充原則4-1①）、3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える場合の取組みの方針（原則4-8）、独立社外取締役の独立性判断基準（原則4-9）、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性および規模に関する考

32) コーポレートガバナンス・コードへの対応状況については、前掲（注7）に引用した東京証券取引所の資料を参照。

え方（補充原則4-11①）、役員の兼任状況（補充原則4-11②）、取締役会全体の実効性について分析・評価の結果の概要（補充原則4-11③）、取締役・監査役に対するトレーニングの方針（補充原則4-14②）、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針（原則5-1）を開示しなければならない。そのほか、コンプライ・オア・エクスプレインのルールに基づき、コーポレートガバナンス・コードの各原則のうち、実施しないものがある場合には、当該原則を実施しない理由を記載しなければならない³³⁾。このように、コンプライ・オア・エクスプレインと言っても、多層構造的な開示規制がなされている。

なお、会社法上の論点として、コーポレートガバナンス・コードの施行によって、株主総会の説明義務の範囲が拡大し得るか、あるいは会社法上要求されている事業報告の記載事項がコードによって影響を受けるかという問題が生じ得る。具体的な解釈論としては、会社法施行規則128条1項にいう「重要な事項」の解釈が、コードの施行によって変わり得るかが問題となる。もし「重要な事項」の解釈に影響が生じるとすれば、ここでも会社法の規律と金商法上の規制とが相互に作用し得るということになる³⁴⁾。

4. エンフォースメント

コーポレートガバナンス・コードの実効性は、どのようにして確保されるのであろうか。コンプライ・オア・エクスプレインに反して説明をしなかったことに対しては、大きく4つのエンフォースメントの手段がある。第1が改善報告書の提出（有価証券上場規程502条）、第2が公表措置（同508条）、

33) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書記載要領（2018年6月改訂版）」。
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008j85-att/201806_01.pdf> なお、同要領は、実施しない理由として、自社の個別事情を記載することや、今後の取組み予定・実施時期の目途がある場合はそれらを、また、代替手段によってコードの趣旨を実現している場合にはその旨を記載することなどが考えられると述べる。

34) なお、有価証券報告書のコーポレートガバナンスに関する法定開示事項とその充実化の方向については、後掲（注40）および（注42）参照。

第3が上場契約違約金（同509条）、第4が上場廃止である（同601条）。

東京証券取引所は、コーポレートガバナンス・コードに基づくサンクションが発動されるのは、同コードの原則を遵守していないことが客観的に明らかであるのに、その理由の開示を拒んだり虚偽の開示をしたりする場合に限定されるとしている³⁵⁾。そもそもコードの各原則には解釈の余地が大きい点に留意する必要がある。

コンプライ・オア・エクスプレインに反して説明をしなかった場合における上場廃止については、有価証券上場規程601条1項各号に掲げる上場廃止事由のうち第12号の「上場契約違反等」に該当し得る。場合によっては上場廃止という非常に重いサンクションが課され得るという点は、契約上の義務であるとともにソフトロー上の規範であるコンプライ・オア・エクスプレインという規範の実効性を確保する上で重要である一方、上場廃止は株主の利益に反する場合が多く³⁶⁾、コーポレートガバナンス・コードに係るコンプライ・オア・エクスプレインの規範に違反しただけで上場廃止とすることは現実的ではないであろう³⁷⁾。一般に上場廃止の措置は株主の利益に反する場合が多いため、東京証券取引所は、平成25年8月の有価証券上場規程の改正により、開示書類の虚偽記載について、「その影響が重大であると当取引所が認める場合」としていた規定を「直ちに上場を廃止しなければ市場の秩序を維持することが困難であることが明らかであると当取引所が認めるとき」と改めている。このように、上場廃止の要件を絞ったことに鑑みても、法定開示制度ではないコーポレートガバナンス・コードの開示義務違反により上場

35) 佐藤寿彦「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の整備の状況」商事法務 2065号（2015年）57頁，59頁参照。

36) Eddy Wymeersch, The Enforcement of Corporate Governance Codes, 6 JOURNAL OF CORPORATE LAW STUDIES 113, p.131 (2006).

37) 実際に、海外の事例も含めてコーポレートガバナンス・コード違反により上場を廃止した例はないようである。ホプト教授は、コーポレートガバナンス・コードに基づく開示の正確性について判断することは困難であり、かつ、上場廃止の決定について取引所の責任が生じ得るためであると分析される（Klaus J. Hopt, Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation, Working Paper N° .170/2011, January 2011, p.67）。

廃止がなされないと考えることは、現実的ではないであろう。

IV. 金融商品取引法とコーポレートガバナンス

1. 金融商品取引法の目的とコーポレートガバナンス

金商法は、「有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし」、「有価証券の流通を円滑にする」こと、および「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り」、窮極的には「国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資する」ことを目的とする（金商法1条）。資本市場の機能を保護し、市場の公正な価格形成による効率的な資源配分を実現することが、国民経済の健全な発展に資するとともに投資者保護にも資するゆえんであると考えられる。投資者保護という窮極的な目的は、会社法の目的である株主・社債権者保護と共通するが、金商法の投資家保護は将来の投資家をも含む点で、より広範である。

上場会社のコーポレートガバナンスの実効性は、株式市場における株式の円滑な流通や公正な価格形成と密接に関連する。というのは、投資家は、専ら市場関連情報と個々の会社の将来見通しや業績に関する情報の比較検討を通じて発行会社を評価し投資行動を決定するからである。したがって、株主の投資判断やエンゲージメントを含む議決権行使において、公正かつ効率的な価格形成と市場情報への自由で公平なアクセスは、きわめて重要である。そのような観点からすれば、金商法上の規制の柱である開示規制や財務監査に係る規制、さらには証券市場における取引の公正性を確保するための不正取引規制は、上場会社のコーポレートガバナンスを支える重要かつ基本的な要素であると言える。さらに、資本市場におけるプレーヤーである金融商品取引業者や金融商品取引所などの監督規制も、広い意味では、実効的なコーポレートガバナンスを支える規制であると言えよう。

金商法上の規制のエンフォースメントは、監督法ないし業規制の部分が多

く、主として金融庁や証券取引等監視委員会による行政による監督が中心となる点に特徴がある。この点は、民事制裁を中心とする会社法の規律と対照的である³⁸⁾。

2. 金融商品取引法上の制度とコーポレートガバナンス

(1) 金商法におけるコーポレートガバナンスに密接に関連する制度

会社法上の規制と接近ないし交錯するという観点から、コーポレートガバナンスにとくに密接に関連する金商法上の規制として、以下のものが挙げられる。

第1に、有価証券報告書等におけるコーポレートガバナンスに関する開示規制がある。金商法は、コーポレートガバナンスに関する開示項目を定め、それを順次拡充・充実させている。有価証券報告書を例にとると、第4【提出会社の状況】6【コーポレートガバナンスの状況等】に掲げられた項目が開示される。具体的には、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方、企業統治の体制等、内部監査および監査役監査、社外取締役および社外監査役、会計監査の状況、役員の報酬等ならびに株式の保有状況等が記載される³⁹⁾。2017年3月31日以後に終了する事業年度から、有価証券報告書において経営方針・経営戦略等の開示が求められている⁴⁰⁾。また、【役員の状況】も、コーポレートガバナンスの中心的な事項である。男女別の人数、略歴、所有株式数、2親等内の親族関係があるときはその旨、社外取締役・社外監査役であるときはその旨等が記載される⁴¹⁾。コーポレートガバナンスの状況等の

38) 松尾直彦『金融商品取引法〔第5版〕』（商事法務、2018年）11頁。

39) 企業内容等の開示に関する内閣府令（第二号様式記載上の注意）(57)。

40) 有価証券報告書については、第2【事業の状況】の3に記載されていた【経営方針、経営環境及び対処すべき課題等】の項目を冒頭の1に立てることとし、経営方針・経営戦略等（経営理念やビジネスモデル、経営計画など）を定めている場合にはその内容、経営上の目標の達成状況を判断するための客観的な指標（KPI）等がある場合にはその内容、経営環境ならびに事業上および財務上の対処すべき課題の内容・対処方針等を具体的に記載することとされている（企業内容等の開示に関する内閣府令（第二号様式記載上の注意）(30) 経営方針、経営環境及び対処すべき課題等）。

41) 企業内容等の開示に関する内閣府令（第二号様式記載上の注意）(56)。

記載事項については、平成30年6月28日に公表された「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて－」において、さらなる拡充と充実が提言されている⁴²⁾。なお、Ⅲ1において前述した東京証券取引所が要求するコーポレートガバナンス報告書では、経営理念、経営戦略、収益力・資本効率性の目標、政策保有株式に係る政策保有の方針等、役員指名・報酬決定の方針・手続、経営陣への委任の範囲、対話の体制整備に関する方針等の記載が求められている。有価証券報告書におけるコーポレートガバナンスの状況等の開示と、コーポレートガバナンス報告書の開示の記載内容の整理等も重要な論点である。上述したワーキング・グループの報告は、今後の投資家と企業との間の対話等において、両書類の特色を踏まえ、望ましい情報提供のあり方についての意見交換が行われ、それを踏まえた情報開示の工夫が積み重ねられることが期待されると述べており⁴³⁾、当面は対話の実務に委ねつつ、状況に応じて必要な調整が図られることになろう。

第2は、内部統制報告書・確認書制度である。米国SOX法を参考として、金商法は、平成18年改正により内部統制報告書・確認書制度および内部統制監査報告書制度を導入した。もっとも、米国と同様、日本においても内部統制体制一般を対象にしているのではなく、「当該会社の属する企業集団及び当該会社に係る財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するため

42) 平成30年6月28日に公表された「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて－」は、投資家と企業との対話をより建設的で実効的なものとしていく観点から、より充実したガバナンス情報が提供されるとともに、提供方法が改善されることが求められるとして、役員報酬、政策保有株式、取締役会や委員会等の構成（名称、人数、メンバー、社内・社外役員の別、委員長の属性等）、委員会等の設置目的、権限等について開示を求めている。また、取締役会や委員会の議論の内容を含む具体的な活動状況については、さしあたりコーポレートガバナンス報告書で開示することを提唱する。また、同報告は、現在「コーポレート・ガバナンスの状況等」と別項目とされている「役員の状況」をコーポレートガバナンス情報の総覧性を高める観点から、「コーポレート・ガバナンスの状況等」の中に整理することを提言している。同報告11－16頁。<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20180628/01.pdf>

43) 「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告」・前掲（注42）16頁。

に必要なものとして内閣府令で定める体制」すなわち「財務計算に関する書類その他の情報」の適正性を確保するために必要な体制に対象が限定されている。

第3は、公開買付規制である。日本では、金商法に公開買付規制が存在する。米国法における公開買付制度にならって開示規制から出発したという沿革によるものと考えられる。しかしながら、義務的公開買付けや全部買付・勧誘義務の導入によって、公開買付規制の位置付けは、純粋な開示規制から会社支配権の取得と株主保護というより会社法の目的に接近した規制へと変質してきた。公開買付規制は、伝統的な証券取引法とはその目的・趣旨を異にすると考えられる。

第4は、大量保有報告制度である。この制度も開示を目的とした開示規制の一種である。大量保有報告制度は、大量保有報告により開示を求められる事項が株価に影響を与え得るという考え方に基づいて、市場に対する情報提供という目的の下に、純粋な開示規制として導入された。ところが、大量保有報告制度も、公開買付制度の位置づけの変化等に伴って、支配権に関する開示という側面にその重心を移しつつあり、規制の意味が変質してきたように思われる。

第5の委任状勧誘規則は、会社法に最も関係が深いと考えられる。なぜなら、委任状勧誘は金融商品取引とは直接関係のない行為であり、会社法上の制度である議決権代理行使制度に基礎を置くものであるからである。さらに、機能的には会社法上の制度である書面投票制度と類似している。おそらくそのような事情を反映して、会社法は、金商法に基づく委任状勧誘を行っている場合には会社法上の議決権書面行使制度の適用を除外する等の手当てを行っている。これは、委任状勧誘と議決権書面行使制度が機能的に同等であることを会社法が認めているためであると解される。委任状勧誘規則の違反と株主総会の決議取消しとの関係が問題となった事案において、委任状勧誘規則違反は決議の方法に関する瑕疵とはいえず、決議取消事由ではないと判示した裁判例がある⁴⁴⁾。裁判例においては、議決権の代理行使の勧誘は事実

行為にすぎないとして、委任状勧誘規則と会社法上の総会決議の瑕疵とを切り離して考える傾向が強いように思われる。しかし、委任状勧誘規則は金融商品取引という観点からは説明しづらい制度であり、機能的には書面による議決権行使制度と非常に接近しているため、学説においては、委任状勧誘規則の違反を決議取消事由と解するべきであるという批判も強い。

第6に、金商法は金融商品取引所制度を定めており、機関設計や取締役会・社外取締役の役割、敵対的買収防衛策⁴⁵⁾などコーポレートガバナンスに深く関連する事項について金融商品取引所が自主規制であるコーポレートガバナンス・コードの策定と運用を通じてソフトローにより規律する状況が生じている。金融商品取引所の自主規制としてのコーポレートガバナンス・コードの性質と規範性については、Vで検討する。

(2) 金商法の会社法化とその限界

一般に金商法の会社法化が指摘される一方、その限界も指摘されている。

44) 東京地判平成17年7月7日判例時報1915号150頁は、「議決権の代理行使の勧誘は、株主総会の決議の前段階の事実行為であって、株主総会の決議の方法ということとはできないから、代理行使勧誘内閣府令の規定をもって、株主総会の決議の方法を規定する法令ということとはできない」と判示し、決議取消事由には当たらないとした。

45) 企業買収のための選択肢として金商法上の公開買付制度があるが、敵対的買収防衛策にどのように対応するかという問題がある。東京証券取引所は、企業の長期的利益を保護し、もって株主・投資者の利益に資するよう適切に敵対的買収防衛策が活用されることはあり得るものの、投資者・市場への配慮に欠ける防衛策が導入される状況は望ましくないとして、「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項」(平成17年4月21日)を公表し、①投資家・市場に対する十分な開示、②防衛策の発動、解除及び維持の条件が不透明でないこと、および③買収者以外の株主・投資者に不測の損害を与える要因を含むものでないことに留意する必要があるとしている。コーポレートガバナンス・コード原則1-5は、「買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならない。その導入・運用については、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。」と定める。なお、第三者割当増資も買収防衛の効果をもたらし得るが、東京証券取引所は、第三者割当による募集株式等の割当により当該第三者の議決権比率が25%以上となる場合等には、原則として、①経営者から一定程度独立した者による当該割当ての必要性および相当性に関する意見の入手、または、②当該割当てに係る株主総会決議などによる株主の意思確認を必要としている(東証有価証券上場規程432条)。

江頭教授は、金融庁設置法3条・4条1号・26号を根拠に、投資情報を金融商品等の価格に迅速に反映させる政策の立案は可能であるけれども、資金の効率的配分を超えてコーポレートガバナンスに係る政策立案をすることはそもそも金融庁の任務・所掌事項を超えるものであると指摘された。金融庁設置法3条は、「金融庁は、我が国の金融の機能の安定を確保し、預金者、保険契約者、有価証券の投資者その他これらに準ずる者の保護を図るとともに、金融の円滑を図ることを任務とする」と規定する。同じく金融庁設置法4条は、同法3条を受けて、「金融庁は、前条の任務を達成するため、次に掲げる事務をつかさどる」と定め、4条1号において「国内金融に関する制度の企画及び立案に関すること」、同条26号において「金融の円滑化を図るための環境の整備に関する基本的な政策に関する企画及び立案並びに推進に関すること」を掲げる。江頭教授は、金商法による投資家保護は、投資情報の株式等の価格への迅速な反映を図ることに尽きており、資金の効率的配分を超えてコーポレートガバナンスに係る政策立案をすることはできないと指摘されたのである⁴⁶⁾。

公開会社法制の整備を主張されてきた上村教授は、金融庁が主導して、開示・会計・監査・内部統制といった問題を超えて独立役員のような問題についてもルール化していることをどのように受け止めるべきか重要な問題であると指摘される⁴⁷⁾。上村教授は、この間に対し、金融庁・東証ルールは金商法1条の目的との関係、すなわち金商法のミッションである公正な価格形成、投資家による投資物件の真実価値の把握等の理念との関係で、あるいは市場の現場での処理の必要性といった証券市場に固有の要請の観点から論じられるべきであると説かれる。資本市場規制のミッションを実現させるために必要な事項であれば、金商法がコーポレートガバナンスについて言及すること

46) 江頭憲治郎「会社法制の将来展望」上村達男編『企業法制の現状と課題』123頁（日本評論社、2009年）。

47) 上村達男「会社法と金融商品取引法－その現状と課題－」法制審議会会社法制部会第8回会議参考資料18（2010年12月22日）参照。

は当然である。資本市場法の目的は、主として公正な価格形成であるとされ、会計・監査・内部統制までは公正な価格形成に資することは明らかであるが、内部統制の統制環境として位置づけられるべきガバナンスとは何か、という視点が必要であると指摘される。もっとも、少額募集等にかかる有価証券報告書（金商法24条2項、開示府令15条1号ロによる第3号の2様式）提出会社を適用外とし、連結会計をしている有価証券報告書提出会社に限定することには合理性があると示唆される。上村教授は、内部統制の統制環境として位置づけられるべきガバナンスという観点を指摘され、コーポレートガバナンスについてどこまで実体的な規制を金商法により行うことを正当化し得るかについて検討する際の基本的視座を提供する。もっとも、内部統制の統制環境としてどこまでが金商法上許容されるコーポレートガバナンスの事項であるかは、具体的に明確化されているわけではない。

（3）金融商品取引所の自主規制

金商法が取引所の自主規制を通じて上場会社のコーポレートガバナンスに介入することの是非と範囲等が問題になる。この論点について、自己責任原則の前提を確保する以上の保護を投資者に与え、投資者の損失を補填するものと評価される場合に問題になるという議論がある。論者は、取引所のコーポレートガバナンス・コードの各原則に違反しても投資家がそれに基づき上場会社の取締役や支配株主の責任を追及できるわけでもなく、他方、取引所がそのエンフォースメントを怠っても取引所の悪意または重過失を立証できる場合を除き取引所に対する損害賠償請求も困難であるとして、投資家が自己の自由な判断に基づいて行った投資に基づき被った損害の補填を受けることを制度的に保証するものではないとして、投資者の自己責任原則との抵触はないとする⁴⁸⁾。金融商品取引所の自主規制に監督官庁のコントロールが及

48) 温笑侗「取引所のコーポレート・ガバナンス規制と金商法」岩原紳作・山下友信・神田秀樹編集代表『会社・金融・法』（商事法務、2013）382～383頁。

び得る点については、投資者が投資活動から期待する合理的な利益を保護するために、上場会社のコーポレートガバナンス規制を通じて証券市場に流通する金融商品の品質を確保する必要がある、そのことは、証券市場に対する行政管理機能を果たす金商法の公的性質に合致するとする⁴⁹⁾。金融商品取引所の自主規制としてのコーポレートガバナンス・コードについて次に検討する。

V. 金融商品取引所の自主規則としての コーポレートガバナンス・コード

1. 金融商品取引所の自主規制

コーポレートガバナンス・コードは、金融商品取引所の自主規制である有価証券上場規程の一部である。コーポレートガバナンス・コードの金商法上の位置付けを明らかにすることが、同コードがどのような性質をもつ規範であるのか、同コードによって規律すべき事項や提示すべき各原則の内容等を検討するための前提になると考えられる。

金融商品取引所にとって、自己の証券市場に上場する会社のコーポレートガバナンスの向上や透明性の確保は、とくに国際的な競争の進展により、ますます重要になっている。したがって、金融商品取引所がコーポレートガバナンス・コードを策定し運営することには大きな理由がある。上場会社を対象にするコーポレートガバナンス・コードは、上場会社のコーポレートガバナンスの向上を目的としており、上場基準や上場管理に深く関連している。

金融商品市場を開設するには内閣総理大臣の免許を得る必要がある（金商

49) 温・前掲注（48）397頁。なお、温准教授は、取引所のコーポレートガバナンス規制は、金商法の規制の有無により、純粋な自主規制として法の欠缺を補完するために取引所が自律的に導入したものと、制定法上の根拠をもち直接的な政府規制よりもふさわしい規制方法として位置付けられるものとに大別されるとする（温・同掲箇所）。

法80条1項)。金融商品取引所の法形態は、金融商品会員制法人または所定の資本金額と機関を有する株式会社でなければならない(金商法83条の2)。免許申請書には、定款、業務規程および受託契約準則等を添付しなければならない(金商法81条2項、金融商品取引所等に関する内閣府令4条1項・2項)。定款においては、株式会社の場合には、目的、商号、本店所在地、設立に際して出資される財産の価額、取引参加者の法令、法令に基づく行政官庁の処分もしくは定款その他の規則または取引の信義則の状況の調査に関する事項、規則の作成や取引所等の金融商品市場に関する事項等が定められる(金商法103条)。添付書類である業務規程とは、金融商品取引所がその開設する取引所金融商品市場ごとに、当該取引所金融商品市場における取引参加者に関する事項、有価証券の上場および上場廃止の基準および方法、市場デリバティブ取引の種類および期限、受渡し・決済方法等のルールを定めた規則である(金商法117条)。受託契約準則は、取引所金融商品市場における有価証券の売買または市場デリバティブ取引の受託の条件や顧客との受渡し・決済方法等のルールを定める(金商法133条)。金融庁長官は、免許の付与に際しその法令適合性等を審査することになる(同法82条1項1号)。

金融商品取引所の定款、業務規程または受託契約準則の変更は、監督官庁である金融庁の認可事項である(金商法149条1項)。定款、業務規程または受託契約準則の変更について認可を受けようとする金融商品取引所は、認可申請書に①変更の内容および理由を記載した書面、②定款を変更する場合にあっては、その決議を行った総会または株主総会の議事録その他必要な手続があったことを証する書面等を添付して金融庁長官に提出しなければならない(金融商品取引所等府令110条)。

有価証券上場規程は、上場基準・上場廃止基準等を含んでおり、業務規程として免許申請書に添付すべき書類・記録に該当すると解される(同法81条2項・3項)。金商法上の業務規程としての有価証券上場規程は、その変更にも金融庁長官の認可を要することになる(同法149条1項)。こうして、金融庁は、金融商品取引所に対する監督権限を用いて間接的にコーポレートガ

バナンス・コードをコントロールすることが可能な構造になっている。

さらに金融庁は、金融商品取引所に対し業務規程等の変更命令等を発する権限を有する（金商法153条）。金融商品取引所の役員が金融庁の処分等に違反した場合には、金融庁はこれら役員を解任する権限を有する（金商法150条1項）。金融庁の金融商品取引所に対する包括的な監督権限（金商法152・153条等）に基づきコーポレートガバナンスに関し金融商品取引所に一定の要請をすることも考えられる⁵⁰⁾。

金融商品取引所は自主規制機関でもある。すなわち、金融商品取引所は、法令定款その他の規則に従い、取引所金融商品市場における有価証券の売買および市場デリバティブ取引を公正にし、投資者を保護するため、自主規制業務を適切に行わなければならない（同法84条1項）。自主規制業務とは、①金融商品取引所について行う金融商品等の上場および上場廃止に関する業務であって、内閣府令で定める適用除外にあたらないもの、②会員・取引参加者の法令、法令に基づく行政官庁の処分もしくは定款その他の規則または取引の信義則の遵守の状況の調査のほか、取引所金融商品市場における取引の公正を確保するために必要な業務として内閣府令で定めるものである（同条2項）。内閣府令では、③上場する有価証券の発行者が行う当該発行者に係る情報の開示または提供に関する審査および上場する有価証券の発行者に対する処分その他の措置に関する業務⁵¹⁾、④上記①②③（以下①②③を一括して「特定自主規制業務」という）に関する業務規程その他の規則（上場および上場廃止に関する基準ならびに会員等の資格の付与に関する基準を除く）の作成、変更および廃止、⑤金融商品等の上場および上場廃止に関する

50) 平成16年5月24日に金融庁は、東京証券取引所に対し業務改善命令を発した。当該命令においては、問題となった上場会社の業務のためには、宅建免許の取得が必要となり、同社の上場審査に当たっては、宅建法に規定する有効期間および同法に基づく免許取消事由の有無を確認する必要があるものと認められるのに、東証の上場審査においてはそうした手続が課されていなかった。このことは、当時の証券取引法とか東京証券取引所の諸規則に違反するものではないが、投資者の信頼を損ないかねないものであり、東証の上場審査および上場管理業務体制を早急に是正する必要があるとして、業務改善命令が下された。＜<https://www.fsa.go.jp/news/newsj/15/syouden/f-20040524-1.html>>

基準ならびに会員等の資格の付与に関する基準に関する定款の変更を除く特定自主規制業務に関する定款の変更に係る総会または株主総会の議案の概要の作成が定められている（金融商品取引所等府令7条4号～6号）。

金融商品取引所は、金融庁長官の認可を受けて自主規制法人に自主規制業務の全部または一部を委託できる（金商法85条1項）。平成18年改正により、金融商品取引所の自主規制業務が整備されその定義規定が置かれ（金商法84条）、自主規制法人および自主規制委員会制度が新設された（同法102条の2から102条の39および同法105条の4から106条の2まで）。この背景には、平成12年改正により証券取引所に株式会社形態が認められ、株式会社の営利性と証券取引所の公共性との間の利益相反問題が指摘され、それに対処するために取引所における自主規制機能が他の業務から独立して遂行されるべきであると考えられたという事情がある⁵²⁾。

金融商品等の上場または上場廃止業務は、上述したように金融商品取引所の自主規制業務とされているが（金商法84条2項）、会員等の資格の付与に関する基準に係る定款の変更とともに上場基準・上場廃止基準に係る業務規程等の規則の作成・変更・廃止は自主規制業務から除外されている（取引所等府令7条5号・6号）。これらは、金融商品取引所の運営方針そのものに

51) 上場する有価証券の発行者が行う当該発行者に係る情報の開示または提供に関する審査および上場する有価証券の発行者に対する処分その他の措置に関する業務としての自主規制業務として、金融商品取引所は上場会社に対し規律機能を及ぼし得るとする見解として、松尾直彦「金融商品取引法の役割と課題」商事法務1865号26頁（2009年）参照。なお、松尾弁護士は、取引所金融商品市場の開設者としての金融商品取引所は、当該市場における有価証券の売買を公正かつ円滑にし、投資者を保護するために（金商法82条1項1号・110条参照）、自らの取引所金融商品市場における上場商品の品質を確保する観点から要件を定めることになるとする（松尾・前掲31頁）。これに対し、神田教授は、立法論としては、金融商品取引所の権限を金商法上明確にすることが望ましいとされる（神田秀樹「上場会社法制のポイント」商事法務1865号9頁（2009年））。なお、神田教授は、上場会社法制のもっとも重要なポイントは、会社法の規律と金商法の規制を足し合わせて適用したときに過不足はないかを点検する作業であり、「過」があれば調整し、「不足」があれば埋めるべきであると主張される（神田・前掲6頁）。

52) 金融審議会金融分科会第一部会「投資サービス法（仮称）に向けて」（平成17年12月22日）参照。
<https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20051222_d1sir/b.pdf#search>
神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編著『金融商品取引法コメンタール3』（商事法務、2012年）222～228頁参照。

関係し経営判断が入る余地が大きいとして、自主規制法人等に委託することを認めていないのである⁵³⁾。

委託金融商品取引所は、当該金融商品取引所の業務規程その他の規則に定める事項のうち自主規制業務に関連するものとして内閣府令で定めるものの変更または廃止をしようとするときは、上場および上場廃止に関する業務を自主規制法人に委託している場合には、受託自主規制法人の同意を得なければならない（金商法102条の32）。内閣府令では、受託自主規制法人に委託している上場および上場廃止に関する基準や特定自主規制業務に関連する業務規程その他の規則を定めている（金融商品取引所等府令35条1項3号）。したがって、上場基準または上場廃止基準に係る業務規程の変更には、受託自主規制法人の同意を要することになる⁵⁴⁾。なお、東京証券取引所は、日本取引所自主規制法人に上場および上場廃止に関する業務や特定自主規制業務を委託しており、日本取引所自主規制法人は、具体的には上場を希望する会社が上場基準に適合しているかを審査する新規上場審査と、すでに上場している会社を対象に上場廃止基準に達していないかどうか、上場廃止までには至らないものの問題が生じておりそのことを投資者に知らせる必要があるかどうかを調査・審査する上場管理を行っている。

2. コーポレートガバナンス・コードの規範性

東京証券取引所は、有価証券上場規程の別添としてコーポレートガバナンス・コードを定め、上場契約上および事実上の拘束力を有する実体的なコーポレートガバナンス上の規範を定め、コンプライ・オア・エクスプレインの規範の下にそれを運用している。

コーポレートガバナンス・コードの提示する各原則に対しては、コンプラ

53) 藤倉基晴「自主規制委員会型の自主規制－大阪証券取引所のケース」資本市場282号6頁（2009年）。

54) 自主規制法人と金融商品取引所との権限分配とその理由については、前田雅弘「取引所の自主規制業務－自主規制法人と自主規制委員会」法学論叢164巻1－6号253頁（2009年）以下参照。

イ・オア・エクスプレインのルールが基本的に採用されている。すなわち、コーポレートガバナンス・コードの原則に従わない場合にはその理由を説明するものとされている。なお、コンプライしているかどうかにかかわらず説明を求められる事項もある⁵⁵⁾。しかし、いずれも開示を求めるものであるため、コーポレートガバナンス・コードは開示規制にとどまるという見方でもできる。

しかしながら、コーポレートガバナンス・コードの各原則は、上場会社のベスト・プラクティスを提示するものであり、上場契約および有価証券上場規程に基づく制裁を伴うかなり強い拘束力を有していることは疑いない。そうであるとなると、有価証券上場規程は、単なる開示規制とは言い切れない面がある。他方、コーポレートガバナンス・コードの「プリンシプルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクスプレイン」第10において、「本コード（原案）で使用されている用語についても、法令のように厳格な定義を置くのではなく、まずは株主等のステークホルダーに対する説明責任等を負うそれぞれの会社が、本コード（原案）の趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定されている」と記載されている。すなわち、コーポレートガバナンス・コードの解釈主体はコードの適用を受ける上場会社であって⁵⁶⁾、裁判所が解釈する法令とは大きく異なる。

監督当局が東京証券取引所の業務規程の承認や認可を通じて一定のコントロールを及ぼすことが可能になる点において、コーポレートガバナンス・コードは金商法と密接に結びついたソフトローであると言える。金商法は、金融庁が金融商品取引所の業務規程等の承認や認可等を通じて間接的に上場会社のコーポレートガバナンスに影響を及ぼすことを想定しているのである。そして、金融商品取引所が上場審査および上場管理の一環としてコーポ

55) コーポレートガバナンス・コードの原則1-4、1-7、2-6、3-1、補充原則4-1①、原則4-9、補充原則4-11①～③、補充原則4-14②および原則5-1である。

56) コーポレートガバナンス・コード原案・前掲（注5）『「プリンシプルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクスプレイン」』第9項および第10項、3-4頁。

レートガバナンス・コードを策定し運用することには、十分なインセンティブと専門性がある一方、取引所の利益相反等の問題から、国家によるコントロールに服するという重層的な構造が採用されているものと考えられる。このことは、コーポレートガバナンス・コードの特徴やエンフォースメントを含む同コードが果たす機能、さらには会社法による規律との役割分担や協調関係等について検討する際に重要である。とりわけ、国家制定法による規律には大きな限界がある「攻めのガバナンス」、すなわち企業価値の増加のためのベスト・プラクティスや仕組みを考える上で重要であると考えられる。

3. 金融商品取引所の自主規制と会社法の協調－平成26年会社法改正

社外取締役の設置強制の是非をめぐる平成26年改正会社法において、会社法には社外取締役の設置を強制する規定は置かず、東京証券取引所の自主規制において社外取締役を1名選任するよう努力すべきことを定めることを前提に、有価証券報告書提出会社において社外取締役が存在しないときは事業報告において、また存在しないことになるのに社外取締役を選任する議案が含まれていないときは参考書類および株主総会において、社外取締役を置くことが相当でないことに係る説明義務を法的義務として課した（会社法327条の2、会社法施行規則124条の2、会社法施行規則74条の2第1項・2項）。ここで興味深いのは、平成26年改正会社法は、社外取締役を置くことが望ましいという規範もしくはベスト・プラクティスを会社法自身において打ち出しているわけではなく、金融商品取引所の自主規制との連携を前提にしている点である。

東京証券取引所は、独立社外取締役という概念を設け、コーポレートガバナンス・コードの原則4－8において、一定の資質を備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである旨を定める。さらに、「業種・規模・事業特性・機関設計・会社を取り巻く環境等を総合的に勘案して、3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える」会社は、「十分な人

数の独立社外取締役を選任すべきである」と定める（原則4－8）⁵⁷⁾。

コーポレートガバナンス・コードは、社外取締役を2名以上設置することを原則としているが、あくまでもコンプライ・オア・エクスプレインのルールの下においてであって、設置を強制するものではない。ところが、東証の有価証券上場規程において、上場会社については社外取締役の設置に関して、次のような複雑な規範が形成されている。すなわち、東証の上場規程は、独立役員⁵⁸⁾を1名以上確保する義務を上場会社に課するとともに（東証上場規程436条の2第1項）、取締役である独立役員を少なくとも1名以上確保する努力義務（東証上場規程445条の4）および独立役員が期待される役割を果たすための環境を整備する努力義務を定める（東証上場規程445条の5）。さらに、独立役員に関して記載した独立役員届出書の提出を義務づけ、それを公衆の縦覧に供している（東証上場規程施行規則436条の2）。このように、東京証券取引所の自主規制の中で、義務、努力義務およびコンプライ・オア・エクスプレインの規範が適用されるベスト・プラクティスという規範性の強弱のレベルが異なる規範が複層的に形成されているのである。

以上の背景には、法制審の次の附帯決議が實際上影響力を持ったと考えられる。すなわち、「社外取締役に関する規律については、これまでの議論及び社外取締役の選任に係る現状等に照らし、現時点における対応として、本要綱に定めるもののほか、金融商品取引所の規則において、上場会社は取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める旨の規律を設ける必要がある」。「(こ)の規律の円滑かつ迅速な制定のための金融商品取引所での手続において、関係各界の真摯な協力がされることを要望する」。この附帯決議

57) 平成30年6月のコーポレートガバナンス・コードの改訂により、「そのための取組み方針を開示すべきである」という文言が、「十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである」に改められた。

58) 独立役員とは、一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役（会社法第2条第15号に規定する社外取締役であって、会社法施行規則（平成18年法務省令第12号）第2条第3項第5号に規定する社外役員に該当する者をいう。）または社外監査役（会社法第2条第16号に規定する社外監査役であって、会社法施行規則第2条第3項第5号に規定する社外役員に該当する者をいう。）と定義されている。

を受けて、東京証券取引所は、有価証券上場規程を改訂し、独立役員である者で、かつ取締役である者を1名以上置くことを努力義務として定めた。さらに、東京証券取引所は、コーポレートガバナンス・コードを策定し有価証券上場規程の別添とした。コーポレートガバナンスに係る会社法改正において、金融商品取引所の自主規制との連携が図られた興味深い一例である⁵⁹⁾。

VI. 結び

金融商品取引所がコーポレートガバナンス・コードを定めることの意義の1つは、前述したように有価証券上場規程に取り込まれているコーポレートガバナンス・コードに対し金融庁が監督を及ぼすことを一定の範囲で可能であるというハードローとソフトローの交錯と連携にある。さらに、社外取締役に関しては、会社法も、有価証券上場規程が提示するベスト・プラクティスを前提とした開示義務および説明義務を課している。他方、コーポレート

59) 平成26年会社法改正の際に「検討条項」が付され、施行後2年を経過した時点において、社外取締役を置くことを義務づけることが必要かどうかについて検討を加え、必要があれば社外取締役の設置を義務づける等所要の措置を講じるものとされた。この間、会社法および東京証券取引所の自主規制によって、社外取締役の導入に関する規範が強化され、東京証券取引所の全上場会社における社外取締役の選任比率は大きく上昇した(前掲(注6)参照)。このような状況のもと、会社法によって社外取締役の設置を強制すべきかどうかについて、法制審議会会社法制(企業統治等関係)部会では消極的な意見と、現状では社外取締役一名の設置を強制しても負担は大きくないのではないか、社外取締役を法律で設置強制するということも必要である、という意見に分かれ、「会社法制(企業統治等関係)の見直しに関する中間試案」では、「監査役会設置会社(公開会社であり、かつ、大会社であるものに限る。)であって金融商品取引法第24条第1項の規定によりその発行する株式について有価証券報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないものは、社外取締役を置かなければならないものとする」A案と、「現行法の規律を見直さないものとする」B案が両論併記され、パブリック・コメントに付された(同中間試案第1部第2の3)。パブリック・コメントの意見も分かれている。中間試案に対する意見の分布と概要については、『会社法制(企業統治等関係)の見直しに関する中間試案』に対して寄せられた意見の概要112-119頁、会社法制(企業統治等関係)部会資料18参照。<<http://www.moj.go.jp/content/001263834.pdf>>金融商品取引所の自主規制として、コーポレートガバナンス・コードが策定され、さらに平成26年改正により東証の自主規制を前提とした開示義務や説明義務が課され、コンプライ・オア・エクスプレインと機関投資家によるエンゲージメントの実践が始まったばかりの現時点において、ハードロー化することには慎重であるべきであると思われる。

ガバナンス・コードの提示する有価証券上場規程の遵守は、上場契約によって民事法上も基礎付けられている。このように、異なる性格の規範とその複層的な構造を通じて、コーポレートガバナンス・コードは、金商法のみならず会社法の一定の法規範と結びついたソフトローとして位置づけることが可能である。エンフォースメントを含む同コードが果たす機能のメカニズム等について研究が深められる必要がある。

コーポレートガバナンスは、会社経営に対するコントロールの仕組みである以上、広範かつ体系的なものである。そうだとすると、コーポレートガバナンス・コードが広範な射程をもち、会社法上の制度・法規範と整合的で、かつ、コード自身が一貫した考え方で策定され、運用もまた一体的になされることが望ましいと考えられる。他方、コーポレートガバナンス・コードの示す具体的な原則、たとえば独立取締役2名以上の選任、株価を反映した経営者報酬制度、政策保有株式の削減、敵対的買収防衛策に対する消極的な立場などについては、上述した企業価値の中長期的な増大という目的に資するものであるのかどうかという観点から、政策としての合目的性および相当性を個別に検討する必要がある。とくに上場会社を対象とするコーポレートガバナンスの枠組みは、経済的パフォーマンス全体への影響、市場の信頼性、市場参加者のインセンティブ、透明性のある機能的な市場の育成という観点から策定すべきであるとする G20/OECD のコーポレートガバナンス原則の指摘⁶⁰⁾は重要である。

また、コーポレートガバナンス・コードが提示する各原則の適用対象やエンフォースメントのメカニズムについて体系的な理解が可能となるように明確に規定することが、市場の信頼を得るために必要である。というのは、ソフトローとしての規範は、コーポレートガバナンスの改善に重要な役割を果たしている一方で、株主やその他のステークホルダーにとっては、その規範の地位付けや、エンフォースメントのメカニズムについて不明確性や不確実

60) OECD, Principles of Corporate Governance, supra note 31, Ch. I A.

性が高いからである。コーポレートガバナンス・コードがプリンシプル・ベースであるとされながら、相当に具体的な規範を提示しているのは、そのような観点から正当化できると考えられる。本稿でも指摘したソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コードの弱点とりわけコンプライ・オア・エクスプレインの規範の短所のほか、コーポレートガバナンス・コードの策定の手続の民主性、その正統性をどのように確保するかといった問題についても十分に認識する必要がある。

コーポレートガバナンス・コード等を定めることによって、金融商品取引所が上場会社に対する一種の権力機関化することになるとする指摘がある。取引所による取引所ルールの運用については、基本的には取引所の判断に委ねられ、行政当局が取引所の個別判断に事前に介入することはなく、行政当局は取引所に対し事後的に監督を行うにとどまることから、金融商品取引所の判断が重要な機能を果たすことになるため、金融商品取引所は、その判断内容の公正性および判断に至る手続の公正性・透明性を一層確保することや、その実務対応能力・体制を一層強化することが求められるとの指摘である⁶¹⁾。このような指摘に十分に耳を傾ける必要があろう。

61) 松尾・前掲(注38)17-18頁。松尾弁護士は、立法論として、「金融商品取引所の一般的な義務として、誠実公正義務に類する義務を定めることが考えられる」と主張される(松尾・18頁)。もっとも、だれに対する義務であるのか、違反に対する法的効果とエンフォースメント等、課題は多いと思われる。

上場会社による種類株式の利用 —AA型種類株式の発行が提起した問題—

加藤 貴 仁

I. 本稿の目的

本稿では、2015年にトヨタが発行したAA型種類株式を題材にして、上場会社による種類株式の利用を巡る規制上の課題を検討する¹⁾。本稿の筆者

1) なお、本稿の元になった研究会の報告の後に、特にアメリカにおいて Dual-Class Stock に関する論争が活発になったように思われる。Dual-Class Stock とは上場会社による種類株式の利用の一形態である。Dual-Class Stock では、通常、A 種類株式と B 種類株式が発行され、A 種類株式の株主は 1 株につき 1 個の議決権しか行使できないが、B 種類株式の株主は 1 株につき 10 個の議決権を行使できる。そして、A 種類株式のみが上場され、創業者等が非上場の B 種類株式を保有することによって支配株主となる。加藤貴仁「議決権種類株式に関する規制の背景にあるものとは何か?—国際比較からの示唆」証券アナリストジャーナル11月号(2014年)16頁。アメリカにおける Dual-Class Stock の歴史は古く、20世紀初頭から活発に利用され、規制の要否及び手法に関する研究や上場会社の企業価値に与える影響を対象とした実証研究の蓄積が存在する。加藤貴仁『株主間の議決権配分—一株—議決権原則の機能と限界—』第2章第2節(商事法務、2007年)(以下「議決権配分」と引用する。)。近年、機関投資家の間で Dual-Class Stock に対する批判が高まりつつあった中で、2017年に Snap 社が NYSE に無議決権株式のみを上場させたことをきっかけとして、機関投資家を中心として Dual-Class Stock に関する証券取引所の規制等の見直しを求める動きが活発になったように思われる。実際に機関投資家の要望を受けて、国際的に著名なインデックスの算定者が、Dual-Class Stock を利用する上場会社の株式について、インデックスを構成する銘柄に含めるための条件の見直し (FTSE Russell)、インデックスからの除外 (S&P Dow Jones)、ウェイト付けの見直し (MSCI) を行った。

See Keith M. Townsend, Carrie A. Ratliff, Zachary L. Cochran, and Zack Davis, *Stock Indices Take Action to Exclude Multi-Class Share Structures* (August 7, 2017), <https://www.kslaw.com/attachments/000/005/182/original/ca080717.pdf?1502111524>. また、比較的最近、SEC の委員 (commissioner) が相次いで、Dual-Class Stock に対する否定的な評価を公表した。See Kara M. Stein, *Mutualism: Reimagining the Role of Shareholders in Modern Corporate Governance* (February 13, 2018), <https://www.sec.gov/news/speech/speech-stein-021318>; Robert J. Jackson, Jr., *Perpetual Dual-Class Stock: The Case Against Corporate Royalty* (Feb. 15, 2018),

は、別稿において、AA型種類株式の評価は、①我が国の上場会社の株式保有構造の現状、②上場会社が自らの株主構成に介入することの是非、③AA型種類株式という方法、の3つの観点から行う必要がある、と述べた²⁾。本稿では、別稿で十分に検討できなかった点を中心にして、改めて上場会社による種類株式の利用を巡る規制上の課題を検討することを試みる。

以下では、まず、現行法におけるAA型種類株式の位置づけを明確にするために、AA型種類株式の内容とその発行目的を確認した後に、AA型種類株式の現行法（会社法・証券取引所の上場規則）における取扱いを確認する。その後、トヨタ自身が明示しているわけではないが、トヨタによるAA型種類株式の発行の真の目的は株主の短期主義（short-termism）への対抗策であることを踏まえ、AA型種類株式の発行によって株主の短期主義に対処することの妥当性を検討する。最後に、以上の検討を踏まえて、上場会社が種類株式の発行等によって自らの株主構成に関与することを対象とした規制の枠組みを検討する。

II. 現行法におけるAA型種類株式の位置づけ

1. AA型種類株式の内容とその発行目的

AA型種類株式の主な特徴は以下の通りである³⁾。第1に、譲渡制限株式

https://www.sec.gov/news/speech/perpetual-dual-class-stock-case-against-corporate-royalty#_ftnref3。その一方、現在、これまで Dual-Class stock に否定的な態度をとってきた香港とシンガポールの両証券取引所が、アリババの上場を逃したことなどを契機として、Dual-Class stock を利用する会社の上場を認める方向で上場規則の改正作業を行っている。See Emma Dunkley, *Lure of Tech IPOs Spurs Asian Exchanges to Seek Dual-Class Listings*, Financial Times (January 23, 2018), <https://www.ft.com/content/8403cd18-ffea-11e7-9650-9c0ad2d7c5b5>。本稿ではAA型種類株式の発行を主たる検討対象としたため、Dual-Class Stock を巡る最新の状況を十分に分析することができなかった。この点は今後の検討課題とする。

2) 加藤貴仁「上場会社による種類株式の利用」ジュリスト1495号（2016年）19頁。

3) 太田洋「上場会社による種類株式の活用と課題〔下〕」商事法務2086号（2015年）28頁〔図表〕。

（会社法2条17号）であり、非上場株式である。第2に、非参加型優先株であり、優先配当の額は、1年目は発行価格の0.5%、2年目以降は毎年0.5%ずつ段階的に増加し、5年目以降は2.5%に固定される。第3に、普通株式の株主と同じく、株主総会において議決権を行使できる⁴⁾。第4に、普通株式を対価とする取得請求付株式（会社法2条18号）であり、株主は、2020年10月以降、AA型種類株式1株を普通株式1株に転換することを会社に請求できる。また、現金を対価とする取得請求権付株式および取得条項付株式（会社法2条19号）であり、株主は2020年9月以降に、会社は2021年4月以降に、それぞれ現金償還を請求できるようになる。現金償還の対価の額は発行価格を下回ることにはないように定められている。

トヨタは、AA型種類株式の発行目的を以下のように説明する⁵⁾。

「このたび、次世代技術へ投資し、新たな成長フェーズを創出していくにあたり、これまで以上に中長期の視点は欠かせないものであると認識するに至りました。その結果、次世代技術のための研究開発資金の調達にあたっては、研究開発投資が当社の業績に寄与するまでの期間と、株主の皆様当社へ投資していただく期間とをできるだけ合わせる事が望ましいと判断し、中長期の保有を前提とした議決権のある譲渡制限付種類株式として、AA型種類株式を発行することといたしました。

AA型種類株式の発行によって、投資家の方々に、そのスタイルに合わせた投資機会を新たに提供させていただくとともに、株主権を行使していただくことで、当社の事業サイクルと株式保有サイクルを合わせた中長期の視点から、株主の皆様によるガバナンス効果を経営に取り入れていくことができると考えております。」

トヨタは、AA型種類株式の発行計画と合わせて、普通株式の希薄化を回

4) トヨタは、AA型種類株式を発行することによって、種類株式発行会社（会社法2条13号）となった。本報告において「普通株式」とは、トヨタがAA型種類株式を発行する前から発行していた株式のことを指す。

5) トヨタ「第1回AA型種類株式の発行、AA型種類株式の新設に係る定款一部変更および第1回AA型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」2頁（2015年4月28日）。

避するために、発行する AA 型種類株式と同数の普通株式を取得することを公表しており、実際に普通株式を取得した⁶⁾。そのため、AA 型種類株式の発行の目的は純粋な資金調達とはいえないと思われる。トヨタ自身もプレスリリースなどで示唆していることだが、AA 型種類株式の発行の目的は、普通株式の株主の一部を AA 型種類株式という特殊な株式に興味関心を持つ投資家に転換することにあると思われる。流動性を重んじる機関投資家にとって AA 型種類株式は魅力的とはいえず、後者の投資家として主に想定されるのは、日本の個人投資家である⁷⁾。トヨタは、AA 型種類株式の発行について、当初から国内における一般募集しか行わないことを前提としており、実際に国内における一般募集しか行っていない⁸⁾。そして、トヨタ自身が AA 型種類株式を取得する投資家の中心は国内の個人投資家になる可能性が高いことを認めていた⁹⁾。

2. 会社法における AA 型種類株式の位置づけ

上場会社（公開会社）が種類株式を利用することに対して、会社法には以下のような制約がある。第1に、株主が選任できる取締役または監査役について内容の異なる種類株式を発行することはできない（会社法108条1項但書）。第2に、株主総会において議決権を行使することができる事項が制限されている株式（議決権制限株式）の数は、発行済株式総数の2分の1を超えることはできない（会社法115条）。

これに対して、AA 型種類株式に付される議決権は普通株式と同じである

6) トヨタ「自己株式の取得状況および取得終了に関するお知らせ」（2015年11月5日）。

7) 太田・前掲注3）29頁・31頁、大崎貞和「AA 型種類株式が投じた一石」証券アナリストジャーナル53巻11号（2015年）59頁。AA 型種類株式の発行に関する定款変更議案等に対する Institutional Shareholder Service (ISS) のレポート（以下「ISS レポート」）でも、同様の指摘がなされている。ISS レポート24頁。

8) トヨタ「第1回 AA 型種類株式の発行および第1回 AA 型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」3頁（2015年6月16日）。

9) トヨタ「AA 型種類株式に関する Q&A」4頁（2015年6月16日更新版）。

から、上記の制約は及ばない。しかし、AA型種類株式と普通株式は、1個の議決権に対応する株主としての経済的権利の内容が大きく異なる。AA型種類株式は「『議決権の付された利率ステップアップ型劣後転換社債』とでもいべきものであり、5年間の譲渡制限を課す代わりに株主に取得請求権を付与することで事実上の元本保証を付している点が斬新である」と評されている¹⁰⁾。

なお、その是非はともかく、会社法は議決権と株主としての経済的権利の対応関係の不均衡自体を問題とする規定を有していないし、1議決権あたりの株主としての経済的権利の同質性を要求していないように思われる。その結果、1株に複数の議決権が付された株式は認められないと解されているにも関わらず¹¹⁾、種類株式ごとに異なった1単元の株式数を定めることによって、たとえば、X種類株式（1単元の株式数10株）の株主が1株につきY種類株式（1単元の株式数100株）の株主の10倍の議決権を行使できる状況を作り出すことができると解されている¹²⁾。このような仕組みは、複数議決権方式または議決権種類株式（複数議決権方式）と呼ばれている¹³⁾。

3. 東京証券取引所の上場規則におけるAA型種類株式の位置づけ

AA型種類株式の発行によってトヨタは上場廃止となっていない。したがって、東京証券取引所は、AA型種類株式の発行がトヨタの普通株式の上場廃止事由に該当するとは考えていないようである。しかし、AA型種類株式に類似する株式を上場会社が発行することが、東京証券取引所の上場規則において全く問題がないとはいい切れない。以下では、東京証券取引所の上

10) 太田・前掲注3) 31頁。

11) 江頭憲治郎『株式会社法 第7版』（有斐閣、2017年）146頁。

12) 加藤・議決権配分・前掲注1) 31頁、東京証券取引所・種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」（2008年1月16日）9頁。

13) 戸嶋浩二「複数議決権方式による種類株式上場の実務と展望」商事法務2032号（2014年）81頁、加藤貴仁「議決権種類株式は資本市場を破壊するのか？」神作裕之責任編集＝資本市場研究会編『企業法制の将来展望－資本市場制度の改革への提言（2015年度版）』（2015年1月）142頁。

場規則のうち AA 型種類株式に関連すると筆者が考える規定を紹介しておく。

東京証券取引所の上場規則によれば、上場会社が新たに種類株式を発行すること等が「株主の権利及びその行使が不当に制限されているとして施行規則で定める場合」に、上場廃止事由が存在することになる¹⁴⁾。その中で AA 型種類株式及びそれに類似する株式の発行との関係が問題となるのは、「上場株券等より議決権の多い株式（取締役の選解任その他の重要な事項について株主総会において一個の議決権を行使することができる数の株式に係る剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等が上場株券等より低い株式をいう。）の発行に係る決議又は決定（株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと当取引所が認めるものに限る。）」が上場廃止事由とされていることである¹⁵⁾。

以下では、AA 型種類株式及びそれに類似する株式が「議決権の多い株式」に該当する可能性があるか否かを簡単に検討する。トヨタは、外部の専門機関に AA 型種類株式の公正価値の評価を依頼したり、AA 型種類株式の発行価格の下限（発行価格決定日の普通株式の市場価格の120%）を設定するなど AA 型種類株式の発行価格が「公正かつ相当な水準」になるように配慮している¹⁶⁾。AA 型種類株式の実際の発行価格（募集価格）は1株につき10,598円で、発行価格（募集価格）決定日（2015年7月2日）のトヨタ普通株式の市場価格（東京証券取引所）の終値（8,153円）を、約30%上回る¹⁷⁾。

仮に東京証券取引所が、AA 型種類株式の発行価格が普通株式の市場価格

14) 東京証券取引所・有価証券上場規程601条1項17号、東京証券取引所・有価証券上場規程施行規則601条14項。

15) 東京証券取引所・有価証券上場規程施行規則601条14項5号。

16) トヨタ「第1回 AA 型種類株式の発行、AA 型種類株式の新設に係る定款一部変更および第1回 AA 型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」I.4.(2)第1回 AA 型種類株式の発行条件等の公正性および相当性。

17) トヨタ「第1回 AA 型種類株式の発行価格等の決定および第1回 AA 型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」1-2頁（2015年7月2日）。

を上回ることをのみを根拠として、AA型種類株式は「議決権の多い株式」に該当しないと考えたのであれば、そのような解釈が「議決権の多い株式」の発行を上場廃止事由とした趣旨と整合的か否かが問われるべきである。少なくとも上場規則の文言に照らせば、このような解釈は、発行後に「剰余金の配当請求権その他の経済的利益を受ける権利の価額等」が変動することを十分に考慮していないとの批判が当てはまるように思われる¹⁸⁾。

Ⅲ. 株主の短期主義（short-termism）への対抗策としてのAA型種類株式

1. 分析の方針

トヨタ自身が明示しているわけではないが、AA型種類株式の発行は上場会社による株主の短期主義（short-termism）への対応策として位置づけられているようである¹⁹⁾。トヨタが公表したAA型種類株式の発行目的からは、

18) ある株式が「議決権の多い株式」に該当するか否かについて、筆者は別稿において以下のように述べた。「議決権種類株式（複数議決権方式）が利用される場合で、種類株式の間で剰余金の配当請求権等の内容が同じであれば、議決権の多い株式か否かを判定することは容易である。これに対して、AA型種類株式と普通株式のように、剰余金の配当請求権等の内容が異なる場合には、各種類株式の剰余金の配当請求権等の価値を算定する必要があるため、議決権の多い株式か否かを判断することが困難な場合が生じ得るように思われる。」「東証は、上場会社が種類株式を発行していない場合をあるべき状態と考え、上場会社が種類株式を利用することで、議決権と剰余金の配当請求権等の価値の均衡関係が著しく損なわれることを防止することを目指しているように思われる。AA型種類株式は、剰余金の配当請求権等の内容が多様化すると、前述した均衡関係の維持を目的とした規制の構築および運用が困難になることを示している」。加藤・前掲注2）20頁。

19) たとえば、「トヨタによるAA型種類株式発行の最大の意義は…株主ブロックの一部を、ヘッジファンドや一部機関投資家等の短期的利益志向の強い投資家から中長期的に経営をサポートする個人投資家に入れ替える点にあると思われる」との指摘（太田・前掲注3）31頁）や「トヨタは研究開発に年間1兆円を投じる。自動車技術が転換期を迎えるなか、2030～50年に花開くとされる人工知能（AI）には数千億円単位で資金を投じる。『株式市場が強めるショートターミズムとどう向き合うかが重要度を増した』と幹部は言う」との新聞報道（「揺れる企業統治（下）「安定株主」トヨタも悩む。」日本経済新聞。2016年7月10日、朝刊）などが存在する。

中長期保有のコミットメントにより、株主が中長期の観点からトヨタの経営を評価するようになることへの期待がうかがわれる²⁰⁾。トヨタは投資家に対して、会社法に基づき譲渡が制限されているAA型種類株式を取得するという形で、一定期間、株式を継続的に保有することのコミットメントを求めているということである。

株主の短期主義が企業価値及び株主全体の利益に与える影響は国際的な論争的となっているが、その中でもアメリカにおける議論が最も活発であるように思われる。その理由は、株主の短期主義的な行動の代名詞である hedge fund activism が、アメリカにおいて最も活発に行われているからではないかと推測される。AA型種類株式の発行が株主への短期主義の対応策であるならば、その是非を論じる際には、我が国において株主の短期主義が現実的な脅威となっているのか、また、将来的に脅威となりえる可能性があるのかを論じる必要があろう。

また、株主の短期主義に対する対応策の是非を検討する際には、短期主義の深刻さに加えて、その対応策の効能と副作用を考慮した上で処方箋として適切といえるか否かも分析の対象とする必要がある²¹⁾。前述したように、AA型種類株式の発行は、上場会社が自らの株主構成を変化させることによって、株主の短期主義へ対抗しようとするものといえる。上場会社の意思決定は様々な利害関係人の関与を通じて行われるが、その中でも取締役会と株主が重要な役割を果たしている。したがって、取締役会と株主の関係が変化すれば、上場会社が行う意思決定の内容又はその傾向も変化する可能性がある²²⁾。取締役は株主総会によって選任されることを踏まえると（会社法329条1項）、上場会社の株主構成の変化は取締役会と株主の関係を変化させ、

20) 加藤・前掲注2) 19頁。

21) 田中亘「上場会社のパラドックス」江頭憲治郎先生古稀記念論文集『企業法の進路』（有斐閣、2017年）54～55頁。

22) 加藤貴仁「コーポレートガバナンスと2つのコード—スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード」法の支配186号（2017年）82頁。

上場会社のコーポレートガバナンスを変化させる可能性が高いように思われる²³⁾。

一般論として、個々の上場会社にとって最適な株主構成（資本構成）が存在するのであれば、そのような株主構成を達成することを目的として上場会社が種々の施策を実施することは当然に否定されるべきではない²⁴⁾。たとえば、venture capital や private equity fund が投資先企業の企業価値に貢献してきたことを例に挙げつつ、上場企業でも、投資家と投資先企業の正しい組み合わせが企業価値にとって重要である可能性を指摘する見解が存在する²⁵⁾。比較的最近、CYBERDYNE 社による議決権種類株式（複数議決権方式）の発行が注目を集めたが、この事例は上述した観点から正当化できるように思われる²⁶⁾。

23) 「コーポレートガバナンス」の定義には様々なものがあるが、本稿では、東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(2015年6月)の「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」というコーポレートガバナンスの定義を前提としている。

24) 最適資本構成に関する研究は、Modigliani & Miller を起源とするものであるが、それは企業にとって最適な負債と資本の組み合わせを探索するものといえる。現在では、レバレッジの比率だけでなく、負債に関しては貸し手の属性や信用供与契約の内容について、資本に関しては株式保有の集中の程度、敵対的企業買収、取締役会の構成についても論じられるようになっている。その目的は、企業の内部者（経営者など）と外部者（投資家など）の情報の非対称性によって生じる種々の問題を解決することにあると言われている。その中には、経営者と株主のエージェンシー問題の解決も含まれる。加藤貴仁「グループ企業の経済的意義と法規制の役割」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編著『会社・金融・法〔上巻〕』（2013年11月、商事法務）524-525頁。

25) Edward B. Rock, *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, 97 CORNELL L. REV. 849, 851 (2012).

26) 加藤・前掲注13) 171-174頁。また、我が国の上場会社と株主の関係は、前注23) で言及したコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード（「『責任ある機関投資家の諸原則』〈日本版スチュワードシップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」(2017年5月改訂)）という2つのコード（以下「ダブルコード」という）が制定されたことによって、大きく変容しつつあるように思われる。ダブルコードの下では、上場会社と株主、特に機関投資家の対話を通じて、上場会社の企業価値及び株主全体の利益が向上することが期待されている。加藤・前掲注22) 85-86頁。このような状況において、ダブルコードが想定するような役割を果たすことができる者は機関投資家の中でも限られるとして、「投資家も経営者に選ばれる」時代になったと主張する見解がある。江口高顕「エンゲージメントの時代における機関投資家の役割—日本における新しい投資家像構築を目指して—」商事法務2109号（2016年）28頁、30頁。

そこで以下では、まず、アメリカにおける hedge fund activism の議論を参照しつつ、我が国において株主の短期主義が上場会社の企業価値及び株主全体の利益を害する状況が存在するのか及びそのような状況が生じる可能性があるのかを検討する。その後、上場会社が株主の短期主義への対抗策として AA 型種類株式の発行及びそれに類似する手法を利用することが、コーポレートガバナンスに与える影響を検討する。

2. 短期主義の代名詞としての Hedge fund activism

(1) Hedge fund Activism とは何か？

我が国においても、株主の短期主義が取り上げられることが増えつつあるように思われるが、その定義自体に争いがあるように思われる。学界においてすら共通認識があるかどうか疑わしいが、少なくとも国際的に株主の短期主義に対する規制上の対応の要否を検討する際には、株式投資において長期的に得られる利益よりも短期的に得られる利益のほうを高く評価することを短期主義と考えることが一般的ではないかと思われる。短期主義とは将来の利益を現在価値に割り引く際の割引率が伝統的な機関投資家が用いる割引率よりも高い傾向のことであると説明されることもある²⁷⁾。重要なのは、投資家が株式を保有する期間が短いことは短期主義と同義ではないということである²⁸⁾。

前述したように、アメリカにおける短期主義に関する論争の中で、株主に

27) John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 J. CORP. L. 547, 573 (2016). ある株主が利用する割引率が他の多くの株主が利用する割引率よりも著しく低い場合、会社が前者の株主の要求に従うことは、後者の株主の利益を害することは明らかであろう。また、我が国の学説では、会社が株主利益の最大化を目指して経営されることが企業価値の最大化につながる場合が多いことは広く受け入れられているが、ここで言う株主利益とは中長期的な株主利益を指すと理解されている。田中亘『会社法』（東京大学出版会、2016年）256頁。このような指摘は、株主以外のステークホルダーとの関係で株主利益最大化原則が妥当する範囲は、株主が利用する割引率の高低によって制約される可能性があることを示唆しているように思われる。

28) 田中亘「株式保有構造と会社法—『分散保有の上場会社のジレンマ』を超えて」商事法務2007号（2013年）36頁、田中・前掲注21）57頁注54）。

よる短期主義的な行動の代名詞と呼ばれているのが、hedge fund activism である。Hedge fund activism とは、hedge fund が会社（以下、hedge fund activism の対象となる会社を「対象会社」という）に対して、株主利益の向上に資すると考える施策の実施を積極的に求めること（以下「activist campaign」という）で短期的に高い収益を上げる手法をいう。Activist campaign には、CEO と取締役会議長の分離の提案など穏当なものから、会社の売却、CEO の解任または事業部門の売却の提案などより干渉的なものが含まれる²⁹⁾。

アメリカでは、hedge fund activism が対象会社および経済全体に与える影響について活発な議論が行われている³⁰⁾。たとえば、Activist campaign が Schedule 13D（我が国の大量保有報告書に相当）の提出により明らかになることによって対象会社の株価が短期的に上昇することは、多くの実証研究によって明らかにされているし、hedge fund activism に批判的な論者も認めている³¹⁾。これに対して、hedge fund activism に批判的な立場は、その主たる根拠として、activist campaign によって短期的に対象会社の株価は大幅に上昇し、hedge fund は高値で売り抜けることができるが、他の株主は長期的に対象会社の収益力の減少という不利益を被るという状況が生じていることを挙げる³²⁾。ただし、このような主張に反論し、hedge fund activism に好意的な立場をとる見解も有力である³³⁾。

（2） Hedge fund activism の手段としての wolf pack

アメリカにおける株主の短期主義及び hedge fund activism の脅威を巡る

29) Coffee & Palia, *supra* note 27, at 553–554.

30) Coffee & Palia, *supra* note 27, at 549; Lucian A. Bebchuk, Alon Brav, and Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COLUM. L. REV. 1085, 1093–95 (2015). 日本語による紹介として、白井正和「アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス」商事法務2109号（2016年）39–40頁。

31) Bebchuk et al., *supra* note 30, at 1121–23.

32) Coffee & Palia, *supra* note 27, at 549; Bebchuk et al., *supra* note 30, at 1093–95.

33) Bebchuk et al., *supra* note 30, at 1117 & 1130.

議論の背景には、実際に hedge fund activism が活発に行われており、上場会社や経済全体に対する影響を無視することができないことがある。仮に我が国でも、今後、hedge fund activism が活発になる可能性があるならば、上場会社が株主の短期主義及び hedge fund activism の脅威を根拠として種々の施策をとることの是非が検討されるべきであろう。しかし、その前提として、我が国において株主の短期主義及び hedge fund activism の脅威が、現在及び将来において、どの程度存在するといえるのかが明らかにされるべきように思われる。アメリカでは hedge fund activism が増加した原因を考察する研究も存在するが、本稿では、その原因の 1 つとして “wolf pack” を挙げる見解を紹介する³⁴⁾。

“Wolf pack” とは、hedge fund が 1934 年取引所法 13 条 (d) (3) の group (我が国の共同保有者に相当) を形成することを意図的に避けつつ緩やかな協調行動をとることと定義されている³⁵⁾。株主が group を形成する場合、持株割合が 5 % を超えるか否かは group を構成する株主全員の持株数が合算されて判断され、group を構成する株主全員を名宛人として Schedule 13D の提出義務が課される。Activist campaign を行おうとする hedge fund から情報提供を受けた hedge fund が group を形成すると評価されると、株式を秘密裏に買い集めることが制限されることになる。しかし、同じ目的を持って同時並行的に行動するに過ぎないのであれば、たとえ hedge fund の間で遣り取りが行われていたとしても、group を構成するとは評価されないと解する見解が有力である³⁶⁾。

“Wolf pack” が成功すると、hedge fund が Schedule 13D を提出し activist campaign を行うことを公表した時点で、既に対象会社の多くの議決権が hedge fund および activist campaign に賛同する他の株主によって確保されているという状態が生じ得る³⁷⁾。対象会社の経営者がポイズンピルを利用す

34) Coffee & Palia, *supra* note 27, at 550.

35) *Id.* at 562.

36) *Id.* at 568.

ることができれば、activist campaign を行う hedge fund 及びその賛同者が多くの議決権を確保する前にポイズンピルを利用することにより、ある程度の余裕を持った状態で hedge fund に対峙することが可能である。しかし、“wolf pack” が成功すれば、このような時間的及び精神的余裕がない状態で、対象会社の経営者は hedge fund に対峙しなければならないことになる³⁸⁾。

(3) 日本における wolf pack の可能性

これに対して日本では、大量保有報告制度およびインサイダー取引規制によって、アメリカと比べると、“wolf pack” を行うことが困難となっているように思われる。

第1に、日本とアメリカは、大量保有報告書及び Schedule13D の提出義務が生じる持株割合は5%と同じであるが、提出義務の期限が日本は5営業日以内であるのに対して、アメリカは10日以内となっている。したがって、アメリカの方が、持株割合が5%を超過した後に大量保有報告書または Schedule13D の提出期限が到達する前に株式を買い増すことができる期間が長い。

第2に、日本では、公開買付け（金商法27条の2第1項）だけではなく対象会社の総株主の議決権数の5%以上を買い集める行為が公開買付けに準ずる行為とされ、その実施又は中止に関する事実がインサイダー取引規制の対象となる（金商法167条1項、金商令31条）。これに対してアメリカでは、公開買付けに向けた重要な行動と評価されない限り、インサイダー取引規制の

37) たとえば、Third Point が Sotheby's に仕掛けた activist campaign では、Third Point の持株比率は9.62%であったが“wolf pack”に参加する hedge fund の参加者をあわせると、その持株比率は32.86%であったようである。Id. at 567.

38) 議決権行使助言会社の反対により、上場会社が hedge fund による大量株式取得行為が開始される前にポイズンピルを導入することは著しく困難となったと言われている。Id. at 563 note 68. “Wolf pack” が成功した場合、既に hedge fund 及びその賛同者による大規模買付行為は完了しているわけであるから、対象会社の経営者がポイズンピルを利用する機会が失われることになる。Id. at 564.

対象にはならない³⁹⁾。そのため、アメリカでは、activist campaign を行おうとする hedge fund から持株割合が5%を超える取引を実施する予定であることを伝達された他の hedge fund が株式を秘密裏に買い集めても、インサイダー取引規制に違反しないことになる。

3. 日本における短期主義

(1) hedge fund activism とは異なる短期主義の脅威とは？

我が国では、少なくとも現在において、hedge fund activism がアメリカほど活発に行われてはいるわけでないように思われる。また、現在の大量保有報告制度およびインサイダー取引規制を踏まえると、近い将来に hedge fund activism が活性化するようにも思われない⁴⁰⁾。したがって、我が国において短期主義への対応策の是非を論じる際には、株主の短期主義として、hedge fund activism に代わり、具体的に何が問題とされているかを明らかにすることが必要となる。本稿では、株主の短期主義の脅威と関連する問題として、以下の2点を取り上げる⁴¹⁾。

第1の問題は、資本市場の参加者が株主還元の強化を強く求めることの是非である。この問題は、上場会社の手元資金の活用方法に関する経営者と株

39) *Id.* at 566-567.

40) 大量保有報告制度およびインサイダー取引規制は、hedge fund activism だけではなく、スチュワードシップ・コードに基づき機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすために行う活動（以下「スチュワードシップ活動」という）の制約要因にもなる。そのため、金融庁は、平成26年にスチュワードシップ・コードを策定するのと同様に、「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を公表し、大量保有報告制度およびインサイダー取引規制はスチュワードシップ活動を妨げるものではないことを示そうとした。加藤・前掲注22) 92頁注41)。将来的にスチュワードシップ活動を促進する観点から大量保有報告制度の見直しなどが行われる際、その影響はスチュワードシップ活動だけではなく hedge fund activism にも及ぶように思われる。

41) なお、この他に株式市場の効率性に対する疑問が株主の短期主義と関連して取り上げられることもある。この点に関しては、「非効率的な株式市場は、会社の長期的利益を短期的利益に比べて過少に評価することもあれば、逆に過大に評価することもある。市場がシステムティックに長期的利益を過少に評価する（それが、短期的志向の意味である）と信じる理由は必ずしも存在しない」（田中・前掲注28) 36頁）との重要な指摘がある。

主の見解の不一致と言い換えることもできる。

第2の問題は、安定株主の減少である。大規模な上場会社では、機関投資家による株式保有比率の上昇と安定株主比率（「株主総会決議で会社側提案を支持してくれることが期待できる株主が保有する議決権数の全議決権数に対する比率」）の減少が同時に生じている⁴²⁾。

以下、順に検討する。

（2） 上場会社の手元資金の活用方法に関する経営者と株主の対立

アメリカでも、hedge fund activism 自体およびそれを契機として、hedge fund に限らず多くの資本市場の参加者が以前よりも剰余金の配当や自己株式の取得を対象会社に強く求めることになったといわれている⁴³⁾。Hedge fund activism に批判的な論者は、対象会社は activist campaign によって R&D 投資などの減少を迫られ長期的な利益を犠牲にせざるを得なくなっていると主張する⁴⁴⁾。これに対して、上場会社の経営者は一般的に事業規模の拡大を求めて非効率的な投資を行う誘因を持っている（いわゆる empire building）として、R&D 投資などの減少は肯定的に評価され得る可能性のあることを示唆する見解もある⁴⁵⁾。この見解に対しては、empire building に対する懸念は経営者の報酬の主たる部分が金銭であった場合は大きかったが、報酬の大部分がストック・オプションと株式になった現代においては、経営者には規模の最大化を追及する誘因は存在しないとして、疑問を呈する

42) 田中・前掲注28) 32頁、商事法務研究会「株主総会白書2015年版－制度改正対応からみえる変化の兆し－」商事法務2085号（2015年）82頁。

43) Coffee & Palia, *supra* note 27, at 580–581.

44) 2015年に公表された研究によれば、activist campaign が成功した対象会社の R&D 投資の額が売上高に占める割合が、activist campaign の対象となったこと以外は共通した特徴を有する会社と比べて、長期的に下落傾向にあることが示された。See Yvon Allaire & Francois Dauphin, *Hedge Fund Activism: Preliminary Results and Some New Empirical Evidence*, INST. FOR GOVERNANCE OF PUB. & PRIVATE ORG. (Apr. 1, 2015), http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150401_Allaire.pdf.

45) Bebchuk et al., *supra* note 30, at 1136 & 1137 note 103.

見解がある⁴⁶⁾。

我が国においても上場会社が資本市場の参加者の要望を受けて株主還元を強化しているが、このことは株主の短期主義によって上場会社の長期的な利益が犠牲にされていることを示しているのかが問題となる。この点を詳細に論じることは紙幅の都合上できないが、個々の会社ごとに株主還元を強化している理由は異なっているように思われる。そして、上場会社が株主還元を強化する理由が資本コストを上回る投資案件を有していないことにあるならば、株主還元の強化は企業価値を毀損するものとは評価できないように思われる。

(3) 安定株主の減少

上場会社がどのような株主を安定株主として計算しているのかは、必ずしも明らかとはいえないように思われる。ただし、我が国の伝統的な株式保有構造を踏まえると、株式持合を初めとした政策保有目的で株式を保有する法人株主が典型的な安定株主ではないかと推測される⁴⁷⁾。このような株主は取引関係などが継続する限り株式を継続保有するので、その保有期間は中長期に及ぶ場合が多いといえよう。これに対して、機関投資家を初めとする純投資目的の投資家は株式を継続保有すること自体が目的ではないから、収益を上げることができると判断すれば保有期間が短い場合であっても株式を売却することを躊躇しないであろう。したがって、安定株主比率が減少し機関投資家による株式保有比率が増加するということは、上場企業の株主構成において、株式保有期間が短期である株主の割合が増加することを意味するように思われる。

トヨタがAA型種類株式を発行したのは2015年であるが、2015年3月期有価証券報告書によれば、2015年3月31日現在で、金融機関（30.25％）と

46) Coffee & Palia, *supra* note 27, at 593-594.

47) 宮島英昭「日本企業の株式保有構造－歴史的進化と国際的特徴」商事法務2007号（2013年）17頁。

外国法人等(31.12%)が保有するトヨタ株式の割合を合計すると約60%であった⁴⁸⁾。このような状況において、トヨタはAA型種類株式を発行することによって、機関投資家など流動性を重んじる株主が保有していた普通株式の一部を、中長期保有のコミットメントをしなければならないAA型種類株式に転換することにしたわけである⁴⁹⁾。その際、トヨタは、中長期保有の株主を開拓するということはコーポレートガバナンス・コードの原案とも一致すると説明している⁵⁰⁾。確かに、コーポレートガバナンス・コードは「本コード(原案)は、市場における短期主義的な投資行動の強まりを懸念する声が聞かれる中、中長期の投資を促す効果をもたらすことをも期待している。市場においてコーポレートガバナンスの改善を最も強く期待しているのは、通常、ガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができず中長期保有の株主であり、こうした株主は、市場の短期主義化が懸念される昨今においても、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在である。」と述べている⁵¹⁾。しかし、コーポレートガバナンス・コード原案が想定する中長期保有の株主とは、短期的な株価の変動ではなく中長期の観点から企業価値を評価し、その結果として中長期間にわたり株式を保有することが期待される株主のことを指しているように思われる。

中長期保有の株主は、会社が将来、生み出すことが予想されるフリーキャッシュフローを資本コストで現在価値によって割り引くことにより得られる株式の本源的価値と市場株価を比較して行動する。したがって、市場株価が株式の本源的価値を下回っている場合には、その株式を購入し、継続保有することになる⁵²⁾。中長期保有の株主は、本源的価値が市場株価に反映されるよう経営改善の要求など様々な働きかけを会社に行うが、その成果が出ない場

48) トヨタ2015年3月期有価証券報告書59頁。

49) 前注7)とその本文。

50) コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「『コーポレートガバナンス・コード原案』序文」(2015年3月5日)8.。

51) トヨタ「AA型種類株式に関するQ&A(平成27年6月16日更新版)」A-1。

52) 田中・前掲注21)56-57頁。

合には持株を売却することも考えられる。このような場合、結果として保有期間が短期となっても、そのような株主は短期的な利益を追求しているとは評価されるべきではないように思われる⁵³⁾。

アメリカのように、株主の短期主義が上場会社の企業価値及び株主全体の利益を害しているか否かは、実証研究によって明らかにされるべき問題である。しかし、我が国では少なくとも現在において、株主の短期主義が上場会社の経営に大きな影響を与えているという状況すら観察されていないように思われる。しかし、このような状況は、現在の法制度及び資本市場を前提とするものであるから、安定的とは限らないことに留意すべきである⁵⁴⁾。

4. AA型種類株式の発行によって生じる株主構成の変化がコーポレート・ガバナンスに与える影響

(1) 株主構成がコーポレートガバナンスに与える影響

AA型種類株式の発行は株主構成の変更を通して、トヨタのコーポレートガバナンスに影響を生じさせる可能性がある。ただし、トヨタが2015年に発行したAA型種類株式（以下「第1回AA型種類株式」）の数は4710万株であるのに対して、2017年3月31日現在のトヨタの普通株式の発行済株式総数は32億6,299万7,492株である⁵⁵⁾。すなわち、発行済株式総数に占める第1回AA型種類株式の総数は約1.44%に過ぎない⁵⁶⁾。そのため、現時点では、AA型種類株式がトヨタのコーポレートガバナンスに著しい影響を与えているようには思われない。

53) 加藤・前掲注2) 19頁、江口・前掲注26) 29頁。

54) 前注40)。

55) トヨタ2017年3月期有価証券報告書第4【提出会社の状況】1【株式等の状況】(1)【株式の総数等】②【発行済株式】。

56) トヨタの定款には、普通株式の発行可能種類株式総数100億株、第1回AA型種類株式～第5回AA型株式種類株式のそれぞれについて各5,000万株が発行可能種類株式総数として定められているが、第1回AA型種類株式～第5回AA型種類株式の発行可能種類株式総数の合計は1億5,000万株を超えないものとする旨も定められている（トヨタ定款第5条）。

理論的な観点からは、AA型種類株式及び類似した種類株式の発行が上場会社のコーポレートガバナンスに与える影響は、それらを保有する株主がどのような観点から株主として行動するかによって決まるように思われる。別の言い方をすれば、AA型種類株式等を保有する株主が企業価値及び株主全体の利益の観点から望ましい行動をすることが期待できるかが問われるべきである。

AA型種類株式の株主の行動に影響を与える要因としては、まず、AA型種類株式の内容が挙げられる。剰余金の配当を受ける権利等について普通株式と内容が異なる種類株式の株主は、普通株式の株主と異なる観点から株主として行動する可能性がある。

株式の内容に加えて、AA型種類株式を保有する株主の属性も株主の行動に影響を与える可能性がある。AA型種類株式は主に個人投資家が取得することを念頭に置いて設計された株式であり、2017年3月31日現在、第1回AA型種類株式の発行済株式総数の約60%を個人が保有している⁵⁷⁾。したがって、AA型種類株式の発行が上場会社のコーポレートガバナンスに与える影響を分析する際には、個人がどのような観点から株主として行動するかにも着目する必要がある。以下、順に検討する⁵⁸⁾。

(2) AA型種類株式の内容が株主の行動に与える影響

第1に、Ⅱ. 1. で紹介したように、AA型種類株式は剰余金の配当を受

57) トヨタ2017年3月期有価証券報告書第4【提出会社の状況】1【株式等の状況】(6)【所有者別状況】。

58) なお、AA型種類株式を発行する目的は個人株主による株式の中長期保有を促進することにあるが、一定期間、株式を継続保有した株主を優遇する仕組みが明示的に採用されているわけではない。国際的には、主に議決権の数について、保有期間の長い株主を優遇する仕組みの是非が議論されている。太田洋「上場会社による種類株式の活用と課題〔上〕」商事法務2084号(2015年)7-9頁、武井一浩=石崎泰哲「上場企業法制における企業の中長期的利益とショートターミズムとの調整〔下〕—最近の欧米の議論の諸相から—」商事法務2098号36頁以下(2016年)40-42頁。このような仕組みは既に株主優待制度の中で広く利用されており、本稿の筆者はこの問題について別稿で検討を試みたことがあるが、重要なのは、そのような仕組みによってどのような属性を持つ者による株式保有が促進されるかである。加藤貴仁「株主優待制度についての覚書」江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』(有斐閣、2017年1月)136-138頁。種類株式について同様の仕組みを利用することは是非については、今後の検討課題としたい。

ける権利の内容（非参加型優先株であること）、取得請求権及び取得条項の存在、譲渡制限の存在など様々な点でその内容が普通株式と異なる。したがって、AA型種類株式の株主は、普通株式の株主とは異なる観点から行動する可能性が高い。以下では、AA型種類株式の内容のいくつかについて、検討を試みる。ただし、AA型種類株式と普通株式の間に存在する相違点は、個別的にAA型種類株式の株主の行動に影響を与えるだけでなく、複数の要素が複合的にAA型種類株式の株主の行動に影響を与える可能性にも留意されるべきである。

株主の多くは純投資目的で株式を取得すると思われるので、株主の行動に影響を与える株式の内容としては、会社から得ることができる経済的利益に関する権利が重要であると思われる。このような観点からは、まず、AA型種類株式が社債に類似した特徴を有していることが問題となる。

我が国の会社法には、株主に企業価値及び株主全体の利益の観点から望ましい行動をとることを義務付ける規定は存在しないが、その理由は、株主は会社利益に対する残余権者であるから、株主が自らの保有する株式価値の最大化のために行動することが企業価値及び株主全体の利益の向上につながる場合が多いことにあると思われる⁵⁹⁾。AA型種類株式は社債に類似した特徴を有しているのであるから、その株主は残余権者とはいえない。したがって、AA型種類株式の株主が自らの保有する株式価値の最大化のために行動することが企業価値及び株主全体の利益の向上につながる場合が多い、とはいえなくなる⁶⁰⁾。これに対して、AA型種類株式は譲渡が制限されていることから、特に業績悪化局面において、自己の利益を守るために積極的に議決権行

59) 得津晶「2つの残余権者概念の相克」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編集代表『会社・金融・法〔上巻〕』（商事法務、2013年）111－112頁。

60) 得津晶「種類株式」法教444号（2017年）22－23頁。なお、ISSレポート・前掲注7）25頁では、AA型種類株式は社債に類似した特徴を有していることからその株主はリスク回避的であることが問題視されている。リスク回避的であるということは、結局、AA型種類株式の株主には、企業価値及び株主全体の利益の向上につながるような行動を期待できないということと同義であると思われる。

使等を行うことも期待できるとの反論がなされている⁶¹⁾。ただし、この反論は、業績が悪化する前の段階からAA型種類株式が議決権を行使できることを正当化することはできない⁶²⁾。

AA型種類株式が譲渡制限株式であることに対しては、流動性の欠如は株主がAA型種類株式を保有することによって得られる経済的利益を現在価値に割り引く際の割引率（資本コスト）の上昇につながるもので、むしろ、短期主義的な行動を促すとの指摘がある⁶³⁾。Ⅲ．2．で述べたように、株主が採用する割引率の上昇は、まさに、長期的に得られる利益よりも短期的に得られる利益を高く評価することを意味するのである⁶⁴⁾。

（3） 個人株主の増加とコーポレートガバナンス

第2に、個人がどのような観点から株主として行動するかについて、一般的にいつて、集合行為問題のために、個人株主が会社経営にとって意味のある行動をすることは期待できないように思われる。機関投資家による株式保有を減らし個人株主による株式保有を増加させることは、資本市場による経営者の規律を緩めると評価せざるをえないように思われる⁶⁵⁾。これに対して、個人株主は持合株主等と異なり発行会社との間に株主としての権利行使を妨げる利害関係を持たない⁶⁶⁾、個人株主であれば常に経営陣をサポートするというわけではない⁶⁷⁾、といった反論がなされている。

61) 大崎・前掲注7) 61頁、太田・前掲注3) 31頁。

62) 得津・前掲注60) 23頁。

63) 田中・前掲注21) 57-58頁。

64) なお、AA型種類株式の譲渡制限は、同株式を対象とする公開買付を通じた譲渡には及ばない（トヨタ定款21条2項）。譲渡制限の意味は株主名簿の名義書換請求をするために取締役会の承認が必要となることである。したがって、トヨタ取締役会の同意を得ない買収者、すなわち、敵対的買収者も、公開買付によってAA型種類株式を取得すれば、株主名簿上の株主となり、議決権等を行使できるようになる。トヨタは、この点を理由の一つとして、AA型種類株式は買収種防衛策ではないと説明する（トヨタ「第1回AA型種類株式に関するご説明資料」6頁（2015年6月16日））。

65) 加藤・前掲注58) 133-134頁。

66) 大崎・前掲注7) 61頁。

AA型種類株式の発行等によって個人株主が保有する持株比率が増加することが上場会社のコーポレートガバナンスに与える影響は、個人株主がどのような観点から権利行使をすることを期待できるかによって決まるように思われる。確かに、個人株主は、取引関係の維持といった純投資とは異なる目的で株式を保有する者よりも、企業価値及び株主全体の利益の向上を強く求める可能性がある。しかし、個々の個人株主の持株比率は機関投資家に比べて著しく低いことを踏まえると、個人株主が集合行為問題を克服することは機関投資家よりも著しく困難ではなかろうか。したがって、AA型種類株式の発行については、AA型種類株式を取得する個人株主の属性が特殊で、集合行為問題を克服して意味のある権利行使を期待できるといった事情が存在しない限り、経営者に対する株式市場の規律を緩める効果があることは否定できないように思われる⁶⁸⁾。

Ⅳ. 上場会社による株主構成への関与を対象とした 規制の枠組み

AA型種類株式の発行は会社法の規律にも違反していないし、証券取引所の規律にも違反していない。さらに、上場会社がみずからの事業活動にとって望ましいと考える株主構成を追求すること自体は否定されるべきではないと思われる。しかし、AA型種類株式の発行がトヨタの事業活動にとって望

67) 太田・前掲注3) 31頁。

68) 加藤・前掲注58) 134頁。なお、AA型種類株式の発行によって経営者の規律が緩むとの指摘に反対する見解は、AA型種類株式が取得請求権付株式であることに基づく規律の存在もその根拠として挙げている。具体的には、普通株式の株価がAA型種類株式の発行価格を下回っているとAA型種類株式の株主の多くが普通株式への転換ではなく現金による償還を請求し会社から多額の財産が流出することになるため、経営者は普通株主の利益を無視することはできないことが指摘されている。大崎・前掲注7) 61頁、太田・前掲注3) 31頁。しかし、このことは、AA型種類株式が発行された後も、トヨタの経営者は普通株式の株価を通じた規律から逃れることはできないことを意味しているので、AA型種類株式の発行が株主の短期主義への対抗策として合理的であったのか疑問を生じさせるように思われる。

ましい株主構成を達成するための手段として適切であったのか疑問の余地がある。

これまでの検討を踏まえると、上場会社が種類株式などを利用して株主構成に何らかの影響を与えようとする際に、それが本当に企業価値及び株主全体の利益に好ましい影響を与えるものなのかどうかを選別する仕組みを考えていく必要があるように思われる。上場会社による対応は経営者のイニシアティブによって行われる場合が多いから、経営者が自分の都合のよいように株主構成に介入するのではないかと懸念を払拭することはできないからである。このような仕組みを構築する際には、少なくとも、以下の2点が検討される必要がある。第1に、上場会社にとって何が望ましい株主構成を明らかにする基準が存在するかである。第2に、種類株式の発行等について株主総会決議を経ていることをどのように評価するかである⁶⁹⁾。本格的な検討は将来的な課題であるが、以下では順に、予備的な検討を試みる。

第1の点について、上場会社にとって何が望ましい株主構成かを判断する基準が存在すれば、経営者が自分の都合のよいように株式保有構造に介入する危険が減るように思われる。なぜなら、そのような基準に従って株主や投資者は種類株式の発行等を評価することができるので、経営者が仮にその基準によれば否定的な評価となる種類株式を発行しようとしても、株主総会が承認しない可能性があるし、資本市場でも否定的に評価されるからである。別の言い方をすれば、何が望ましい株主構成かを判断する基準が明らかではないと、種類株式の発行等が経営者による自己保身の手段として利用される可能性が高まるということである⁷⁰⁾。さらに、そのような基準が存在しない場合には、株主総会による規律が上手く機能しない可能性もあるように思われる。

第2の点について、株主全体の利益を保護する仕組みとして株主総会をど

69) 加藤・前掲注2) 19頁。

70) 江口・前掲注26) 28頁。

の程度信頼できるかは、証券取引所による規制の必要性及び合理性と密接な関係がある。上場会社による議決権の多い株式の発行等が上場廃止事由とされている理由として、上場会社が既に上場している株式より議決権の多い株式を発行すると、既に上場されている株式の株主の権利が害されるおそれがあることが挙げられる⁷¹⁾。これに対して、株主総会が議決権の多い株式等の発行によって議決権の希釈化を補うことができる利益が会社に生じると判断した場合には、このような判断は尊重されるべきとの反論が考えられる。

この問題を考える際には、現在の証券取引所による規制が形成されるに至った歴史的経緯を踏まえる必要がある。上場会社による議決権の多い株式の発行等を対象とした規制は、アメリカの証券取引所の規制を参考にしたものと思われる。アメリカの証券取引所の規制は、1980年代に上場会社が様々な手法を用いて株主全体の利益を害するような種類株式の利用を株主に承認させてきたという事実認識がその背景にある⁷²⁾。すなわち、上場会社による種類株式の利用を制約する証券取引所の規則は、株主総会を通じた規律では不十分であることを前提に構築されているということである⁷³⁾。

そして、トヨタによるAA型種類株式の発行について、このような株主総会を通じた規律が上手く機能したのか否か評価が分かれている。たとえば、トヨタが2015年6月17日に提出した臨時報告書によれば、行使を確認できた議決権数に対して、AA型種類株式の発行に必要な株主総会決議案に賛成の割合は75%であるが、その他の決議案のほとんどでその割合は95%を超えていた。このことは、AA型種類株式に対する投資家の消極的な評価を示唆しているように思われる。しかし、トヨタですら75%の賛成しか得られなかったことは、トヨタと類似した株主構成を持つ他の会社では、AA型種類株式に類似した仕組みの利用が株主全体の利益の向上につながるか否かを株主総

71) 松尾健一「議決権種類株式上場に関する取引所規制の検討」阪大法学64巻3＝4号（2014年）321頁。

72) 加藤・議決権配分・前掲注1）117－123頁。

73) 加藤・前掲注2）19頁。

会が十分に選別できるとの評価もあり得るように思われる⁷⁴⁾。これに対して、2016年6月1日に開催された第8回スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（2016年6月1日）では、「それから、スチュワードシップ・コードを受入れた機関投資家がこれを真摯に実行しているか疑問を感じる。例えば、昨年、ある会社の種類株式発行が株主総会で承認されたことがあったが、スチュワードシップ責任を負った機関投資家株主の多くが賛成したことは理解できないといった意見が寄せられているところでございます。」との発言が事務局からなされている⁷⁵⁾。

上場会社による種類株式の利用に関する規整としては、証券取引所の上場規則が重要な役割を現に果たしている。証券取引所の上場規則は上場会社を取り巻く状況の変化に応じて見直しが行われるべきであるが、その際には株主総会を通じた規律がどの程度信頼に値するかを慎重に検討する必要がある。第1の点で指摘した基準の不明確さは、証券取引所による規制が十分に機能することを妨げる可能性がある。したがって、証券取引所による規制が株主総会による規律よりも常に優れているとは限らない。もちろん、スチュワードシップ・コードが導入されたからといって、我が国の株主総会が、企業価値及び株主全体の利益にかなう種類株式の発行とそうではない発行を選別できるようになったとは断言できない。我が国において、株主総会を通じた規律の実質化がどの程度進むのか、継続的に検証されるべきであろう。

74) 加藤・前掲注2) 20頁（注23）。

75) 第8回スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（2016年6月1日）議事録（金融庁・田原企業開示課長）。

平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制¹⁾

中 東 正 文

I. 序論

本稿は、平成26年会社法改正によってキャッシュ・アウト法制が大きく改正されたことを受けて、キャッシュ・アウトの実務や法解釈がどのように変化したかを分析することを課題とする。

平成26年会社法改正は、社外取締役の設置の促進などコーポレート・ガバナンスに関するものが中心であるが、組織再編についても、一般的な差止請求権が認められるなど大きな実質的な改正がなされた（会社法784条の2・796条の2・805条の2）。平成17年の会社法制定時と発想が異なっている点は、第一に、事後救済から事前救済に重点を移したこと、第二に、規制の非対称性を相当に是正したことにある²⁾。規制の非対称性が相当に解消されたことにより、キャッシュ・アウトに用いることができる手法の選択肢が、実務的には拡大した。

1) 本稿の執筆にあたっては、慶應大学の久保田安彦教授、名古屋大学の松中学准教授、ARQIS法律事務所のTobias Nogami Kamerling 弁護士との議論から有益な示唆を得た。心からお礼を申し上げる。

2) 中東正文「組織再編法制」ジュリスト1495号63頁（2016年）。船津浩司教授は、平成26年会社法改正は、全部取得条項付種類株式や株式併合の制度が締め出し目的で利用されることを念頭に、株式併合について反対株主の株式買取制度を導入したほか、事前開示を導入して情報開示を組織再編と同程度まで充実させるとともに、組織再編と同様に差止請求制度も導入するなど、締め出しに用いることができる制度間の規律の非対称を一定程度解消するものであるとされる。船津浩司「キャッシュ・アウト——全部取得条項付種類株式・株式併合」神田秀樹編『論点詳解 平成26年改正会社法』172-173頁（商事法務、2015年）。

以下では、平成26年会社法改正によって、キャッシュ・アウトのために利用されるスキームがどのように変化したかを分析する。その上で、この分析を通して浮き上がる幾つかの課題について、順次、検討していく。

キャッシュ・アウト手法の利用状況については、公開買付届出書などの開示書類を基礎としているため、本稿は、上場会社を念頭に扱うことにする。

Ⅱ. キャッシュ・アウト手法の利用状況

1. 調査方法

平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト方法の利用状況については、飯田秀総准教授による先行研究がある。平成28年1月1日から同5月31日までに上場廃止となった11件の事例を分析したもので、いずれも、①公開買付で90%以上を取得すれば、特別支配株主の株式等売渡請求（以下、単に「株式売渡請求」または「売渡請求」という。）、②90%未満の取得にとどまれば、株式併合が用いられているとされる³⁾。

本稿のために行った調査結果は、「図表」の通りであり、飯田准教授が示された分析と同様の結果が得られた。ここでは、平成27年1月1日から平成28年7月31日までの間に、公開買付届出書が提出された事例を集計している。

EDINET, eol を用いて、該当する事案を特定するとともに、公開買付報告書、臨時報告書、取引所の適時開示などでディールの進行を確認した。時間の経過と対応した取引手法の変化を分かりやすくするため、B列では、公開買付届出書の提出日を記載し、古い案件から新しい案件の順に整理した。A列には、便宜上、案件順の番号を付した。F列からI列では、公開買付届

3) 飯田秀総「キャッシュアウトの合理性を活かす法制度の構築」ジュリスト1495号58-59頁（2016年）。

A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
番号	提出日	提出者	対象者	対象者の市場	第2段取引(予定)				買付け等を行った後における株券等所有割合	備考
					特別支配株主の株式売渡請求	全部取得条項付種類株式	株式の併合	その他(方法が明示されているものに限る)		
1	270204	CK ホールディングス	日立機材	東証第二部		○ [実施]			97.47	MBO
2	270205	兼松エレクトロニクス	日本オフィス・システム	JASDAQスタンダード		○ [実施]			96.54	
3	270206	緑	スターホールディングス	JASDAQスタンダード		○ [実施]			95.66	MBO MOM(過半数)
4	270224	BCJ-22	雪国まいたけ	東証第二部		○ [実施]			77.48	
5	270309	三光合成	積水工機製作所	東証第二部		○ [実施]			93.36	完全子会社化
6	270313	中西金属工業	富士ホーニング工業	非上場		○			84.64	完全子会社化・実施(方法不明)
7	270324	JWD ホールディングス	日本風力開発	東証第二部	△(可能性)	○	△(可能性) [実施]		67.55	MBO MOM(2/3)
8	270414	フジツルハホールディングス	レディ薬局	JASDAQスタンダード		○			64.53	第1回公開買付(異なる買付価格)→270602届出書
9	270501	マーレジャパン	国産電機	東証第二部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 [実施]	△(90%未満の場合)	○(90%未満の場合)		90.12	完全子会社化
10	270501	野村不動産ホールディングス	メガロス	JASDAQスタンダード				○簡易株式交換 △略式(可能性) [簡易略式・実施]	94.33	完全子会社化
11	270513	テンブスタッフ	P&P ホールディングス	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定 [実施]		○(90%未満の場合)		95.25	完全子会社化
12	270520	栄光ホールディングス	栄光ホールディングス	東証第二部	◎(90%以上の場合) 取締役会承認予定		○(90%未満の場合)			完全子会社化 第1回公開買付(異なる買付価格:自社株) →270619届出書
13	270602	ツルハホールディングス	レディ薬局	JASDAQスタンダード		○	△(可能性) [実施]		97.41	第2回公開買付(異なる買付価格)←270414届出書

A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
14	270619	ZE ホールディングス	栄光ホールディングス	東証第二部	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		96.18	完全子会社化 第2回公開買 (異なる買付価 格・他社株) ←270520届出書
15	270731	EG インベ ストメント	エコグリー ン	TOKYO PRO Market		○			100	MOM (2/3) 少数株主の全 ての応募が事 前に同意
16	270810	FT ホール ディングス	日本バイ リーン	東証第一部			○ 〔実施〕		93.21	フロイデンベル グ (75%) と スレ (25%) と の合併会社化
17	270814	高島	小野産業	JASDAQ スタンダー ド	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		94.15	完全子会社化
18	270827	スキャンボ ファーマ合 同会社	アールテッ ク・ウエノ	JASDAQ スタンダー ド	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		97.52	米国事業会社 による買収 MOM (過半数)
19	270909	QAON 合 同会社	ビットアイ ル	東証第一部	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		96.83	米国事業会社 による買収 MOM (過半数)
20	270914	NCSC ホール ディングス	情報技術開 発	JASDAQ スタンダー ド			○ 〔実施〕		96.06	MBO
21	271016	アルピコ ホールディ ングス	マツヤ	JASDAQ スタンダー ド	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		95.28	完全子会社化
22	271028	イオンデ ライト	白青舎	JASDAQ スタンダー ド	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		95.4	完全子会社化
23	271102	ビッグモ ーター	ハナテン	東証第二部	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		97.51	完全子会社化
24	271109	日本生命保 険相互会社	三井生命保 険	非上場	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		96.34	完全子会社化
25	271112	モスト・ ユー	ウライ	JASDAQ スタンダー ド	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定		○(90%未満 の場合) 〔実施〕		89.28	MBO MOM (過半数)

A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
26	271126	アスパラントグループ SPC 2号	駐車場総合 研究所	東証マザーズ	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		95.7	MBO
27	271127	楽天	ケンコーコ ム	東証マザーズ	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		90.42	完全子会社化
28	271216	ヤフー	一休	東証第一部	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		94.32	完全子会社化
29	280107	東洋銅鉄	富士テクノ カ宮津	JASDAQ スタンダー ド	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定		○(90%未満 の場合)		86.14	第1回公開買 (異なる買付価 格)→280224届 出書
30	280129	MV ジャパ ン	モリテック バス	東証第一部	◎(90%以上の 場合) 条件等が適 正と判断す れば承認予 定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		92.65	
31	280204	大阪製鐵	東京銅鐵	JASDAQ スタンダー ド			○ 〔実施〕		97.68	大阪製鐵(90%) と阪和興業 (10%)との合 弁会社化
32	280208	アイセイ ホールディ ングス	アイセイ薬 局	JASDAQ スタンダー ド	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		90.33	
33	280224	東洋銅鉄	富士テクノ カ宮津	JASDAQ スタンダー ド	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		99.02	完全子会社化 第2回公開買 (異なる買付価 格)←280107届 出書
34	280310	バンダイナ ムコホール ディングス	ウィズ	JASDAQ スタンダー ド	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定		○(90%未満 の場合)		55.02	第1回公開買 (異なる買付価 格)→280415届 出書
35	280322	合同会社 HSH	卑弥呼	JASDAQ スタンダー ド	◎(90%以上の 場合) 取締役会承認 予定 〔実施〕		○(90%未満 の場合)		98.59	
36	280331	コロブラ	エイティン グ	東証マザーズ				○簡易株 式交換 △略式 (可能性)	68.19	完全子会社化 第1回公開買 (異なる買付価 格)→280519届 出書

A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
37	280415	バンダイナムコホールディングス	ウィズ	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合)取締役会承認予定		○(90%未満の場合) [実施]		87.38	完全子会社化 第2回公開買付(異なる買付価格)←280310届出書
38	280502	富士通	ニフティ	東証第二部	◎(90%以上の場合)条件等が適正と判断すれば承認予定 [実施]		○(90%未満の場合)		96.74	完全子会社化
39	280511	エヌ・ティ・エー・データ	エヌジェーケー	東証第二部	◎(90%以上の場合)取締役会承認予定 [実施]		○(90%未満の場合)		95.79	完全子会社化
40	280512	大崎電気工業	大崎エンジニアリング	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合)取締役会承認予定 [実施]		○(90%未満の場合)		96.02	完全子会社化
41	280513	ハウス食品グループ本社	ギャバン	JASDAQスタンダード	◎(90%以上の場合)取締役会承認予定 [実施]		○(90%未満の場合)		98.61	完全子会社化
42	280516	Mipox	日本研紙	東証第二部	◎(90%以上の場合)取締役会承認予定		○(90%未満の場合) [実施]		86.15	公開買付+第三者割当て TUOに類似(利用せず)?
43	280519	コロブラ	エイティン	東証マザーズ				○簡易株式交換 △略式(可能性) 〔簡易略式・実施〕	92.47	完全子会社化 第2回公開買付(異なる買付価格)←280331届出書
44	280719	VGホールディングス第一号	鬼怒川ゴム工業	東証第一部	◎(90%以上の場合)取締役会承認予定 [実施]		○(90%未満の場合)		91.83	日本政策投資銀行による非公開化 MOM(過半数)
45	280726	アクティオホールディングス	共成レンテム	東証第二部	◎(90%以上の場合)取締役会承認予定 [実施]		○(90%未満の場合)		94.33	完全子会社化 MOM(2/3)

出書において、第二段取引の方法として予定されていると開示があるものを示した。「○」は、予定と記載されているもの、「△」は、可能性があると考えられているもの、「◎」は、公開買付後の議決権割合が90%以上になることを条件として、他の手法に優先して実施する予定であることが記載されている

ものである。実際に第二段取引として利用された手法には、その下に「実施」と記載して、網掛けをした。J列は、公開買付報告書において示された「公開買付後の株券等所有割合」を掲げた。90%以上の案件については、網掛けをした。

2. 利用される手法の変化の概要

(1) 平成26年改正会社法施行「前」に開始された公開買付

「図表」において「8番」までの案件は、平成26年会社法改正が施行された平成17年5月1日よりも前に公開買付届出書が提出されており、全てで全部取得条項付種類株式による全部取得（以下、単に「全部取得」という。）が予定されている。「会社法の一部を改正する法律の施行期日を定める政令（政令第16号）」は、平成27年1月17日に制定・公布されており、公開買付の期間にもよるが、公開買付の終了日が改正会社法の施行日よりも後（または施行日に近い）場合には、改正法によるキャッシュ・アウト手法を先取りすることも可能ではあったろう。

もっとも、平成27年3月9日に公開買付届出書が提出された三光合成による公開買付については（5番）、買付期間は、「3月9日から4月20日まで（31営業日）」とされており、また、平成27年3月13日に提出された中西金属工業による公開買付については（6番）、買付期間が「3月13日から4月9日まで（20営業日）」とされており、公開買付の終了日が改正会社法の施行日よりも相当に前になっている。

他方で、平成27年3月24日に提出されたJWDホールディングスによる公開買付については（7番）、買付期間は「3月24日から5月8日まで（30営業日）」とされており、改正会社法の施行が見込まれているため、二段階買収に関して、以下の記載がなされている。

また、上記の各手続き〔一連の全部取得〕に代えて、改正会社法……に基づき、対象者普通株式の併合を議案とする臨時株主総会の開催を対象者に要請し、

株式の併合によって対象者の株主（公開買付者を除きます。）の保有する株式の数を1株に満たない端数とする方法により、本完全子会社化を実施する可能性があります。……

また、上記一連の手続きについては、本公開買付けの結果、公開買付者が対象者の総株主の議決権の10分の9以上を保有し、……特別支配株主となる場合には、……株式等売渡請求により対象者の発行済普通株式及び本新株予約権……の全てを取得する可能性もあります。

（２）平成26年改正会社法施行「後」に開始された公開買付

平成26年改正会社法が施行されると、ほぼ例外なく同改正法で利用が容易になった手法が予定され、実施されている。

すなわち、第一に、公開買付によって対象会社の株式の90%以上を取得した場合には、改正法で導入された売渡請求が予定され、実際にも実行されている⁴⁾。支配株主による株式売渡請求を用いると、残余の株式の取得のために、対象会社が取締役会設置会社である場合に、同社の取締役会決議による承認で足り（会社法179条の3第1項・3項）、株主総会を開催する時間と費用が必要ではなくなる。この点は、改正前の全部取得では得られなかった利点であり、改正前であっても、略式組織再編（とりわけ略式株式交換）を用いれば得られた利点ではあるが、課税上の問題もあり利用され難かった手法である（法人税法2条12号の16参照⁵⁾）。

興味深いことは、売渡請求における対象会社の取締役会の意見が、第一段階の公開買付届出書でも示されていることが大多数であり、公開買付者が90%以上の株式を取得することになれば、会社法上の売渡請求についても対

4) 平成29年度税制改正によって（平成29年10月1日施行）、金銭対価の株式交換であっても、一定の場合には組織再編税制上の適格要件を満たし得ることになるため、とりわけ簡易株式交換の要件を満たす場合には（すなわち、買収者においても株主総会決議を省略することができる場合には）、株式交換の利用も選択肢になると考えられている。塚本英巨＝田中良「キャッシュ・アウトに関する税制改正の概要と実務への影響〔下〕」商事法務2138号26頁（2017年）。

5) 平成29年度税制改正による組織再編税制の改正の概要については、塚本英巨＝田中良「キャッシュ・アウトに関する税制改正の概要と実務への影響〔上〕」商事法務2137号17頁（2017年）参照。

象会社の承認が得られることが予定されていることである。

例えば、P&P ホールディングスの平成27年5月13日付け意見表明報告書においては（11番）、「当該公開買付けに関する意見の内容」として、次のように記載されており（下線は筆者）、これと呼応する叙述が同日付けのテンプスタッフの提出にかかる公開買付届出書にも記載されている。

当社の普通株式……及び新株予約権に対する公開買付け……に関して、賛同の意見を表明するとともに、当社の株主の皆様に対しては、その保有する当社株式を本公開買付けに応募することを推奨する旨、及び新株予約権者の皆様に対しては、その保有する本新株予約権を本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議をいたしました。……当社は、公開買付者よりかかる株式等売渡請求がなされた場合には、当社の取締役会にてかかる株式等売渡請求を承認する予定です。

第一段階の公開買付と第二段取引との連続性ないし一体性を前提とすれば、自然な見解が表明されている理解することができるであろうが、この点については、売渡請求に対する対象会社の取締役の義務との関係で、改めて検討することにしたい。

第二に、公開買付によって対象会社の株式の90%以上を取得できなかった場合には、株式併合の利用が予定されており、実際にそのような例がみられる（13番、25番、37番、42番）。

他方で、改正会社法の施行後に開始された公開買付で、全部取得が予定されている事案は2例しかなかった。

1つの例では、実際には株式併合が用いられたが（13番）、公開買付を2回に分けて実施し、第1回の公開買付では資本業務提携に利害関係のある株主から低い価格で、第2回の公開買付では少数株主から高い価格で株式を取得するというスキームであり、第1回の公開買付は平成27年4月14日に開始されており、これにかかる公開買付届出書に売渡請求を第二段取引で利用することが予定されていなかったという事情がある（8番）。

もう1つの例では、全ての少数株主との間で応募契約が締結されており、

公開買付者が実質的に対象会社の株式の100%を取得することになっており(15番)、実際にも全ての応募があったという特別な事情が存在していた。

(3) 平成26年会社法改正と手法の変化の理由

上述のように、二段階買収におけるキャッシュ・アウトの手法としては、公開買付後の株式所有割合(議決権ベース)によって、特別支配株主の売渡請求権が優先して用いられ、その要件を満たさない場合には、株式併合が用いられる事例が主流になっている⁶⁾。

このような変化が生じることは、多くの実務家からも予想されていた⁷⁾。手法の選択にあたって考慮すべき要素を分析した上での予想であるから、多くの実務家が同様の分析をすれば、実務の実践において同じ選択がなされることも自然ではある。

株式売渡請求の要件が満たされている場合に、これをキャッシュ・アウトの手法として用いることが第一の選択肢になることは、実務でも異論がないと思われる⁸⁾。実際にも、「図表」でも示されているように、公開買付届出書でも二段階取引の選択肢として記載されており、かつ、株券等所有割合(新株予約権付社債などを含む。金商法27条の2第8項・27条の13第1項、他社株府令31条・第六号様式)と議決権割合は厳密には必ずしも一致しないが、買付後の株券等所有割合が90%以上であるにもかかわらず、別の手段を選んだ例は存在しない。

株式売渡請求の利用には、次のようなメリットがあるとされている⁹⁾。

第一に、対象会社の株主総会決議や端数処理手続が必要でないため、先行

6) 同様の調査結果を示す先行研究として、十市崇＝江本康能「特別支配株主の株式等売渡請求の実務上の留意点」商事法務2083号5頁(2015年)がある。

7) 小島義博「キャッシュ・アウトの手法」ビジネス法務2015年8月号153頁、内田修平＝李政潤「キャッシュ・アウトに関する規律の見直し」商事法務2061号31～33頁(2015年)、松尾拓也ほか『スクイーズ・アウトの法務と税務』69～71頁(中央経済社、2015年)。

8) 小島・前掲注(7)153頁、内田＝李・前掲注(7)31頁、松尾ほか・前掲注(7)69～70頁、内田修平「キャッシュ・アウト等に関する改正」月刊監査役647号58～59頁(2015年)。

公開買付からキャッシュ・アウトの完了までの手続を1か月程度に短縮することができる。全部取得を用いる場合には、数か月が必要となっており、先行公開買付に応募しない株主が長期間不安定な立場に立たされ、公開買付の強圧性が高まるという問題が、相当に軽減される¹⁰⁾。

第二に、株式のみならず、新株予約権や新株予約権付社債も売渡請求の対象となるため（会社法179条2項）、新株予約権者などの個別的な同意を得ずに、新株予約権などを処理することができるため、法的安定性が高まる。

第三に、税務上も、全部取得による場合と同様に、対象会社の含み益課税（時価評価）が生じない（法人税法62条・62条の9などを参照）¹¹⁾。

他方で、デメリットも存することも指摘されている。

第一に、継続開示義務が負担となる可能性もあったが、開示府令の改正によって、実務上の負担は大きく限定された¹²⁾。この点については、全部取得、株式併合、組織再編のいずれもが対象会社の株式の全てを取得するために利用することができるにもかかわらず、それらの場合における対象会社の継続開示義務（金商法24条1項3号）の帰趨が異なるという規制の非対称について、批判がなされていた¹³⁾。

この点に関しては、平成27年の開示府令の改正¹⁴⁾によって、会社法の施

9) 小島・前掲注(7) 154頁、内田=李・前掲注(7) 23頁、25頁、松尾ほか・前掲注(7) 69-70頁、内田・前掲注(8) 59頁。なお、平成29年度税制改正を受けて、簡易略式株式交換が選択肢となり、これとの比較については、塚本=田中・前掲注(5) 26-31頁。同論文は、「金銭対価の株式交換の利用可能性があるものの、税制改正後も依然として株式等売渡請求が多く利用される可能性が高いと思われる」とする（同31頁）。

10) 内田=李・前掲注(7) 25頁。キャッシュ・アウトまでの期間が長いと構造的な強圧性を高めることについて、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔中〕」商事法務1876号10頁（2009年）。

11) 平成29年度税制改正による組織再編税制改正の概要と影響について、塚本=田中・前掲注(5)、塚本=田中・前掲注(4)を参照。

12) 内田=李・前掲注(7) 32頁、代宗剛『Q&A 株式・組織再編の実務1——キャッシュ・アウト制度を中心に』101-102頁（商事法務、2015年）。

13) 久保田安彦=中東正文「少数株主の縮出しと金融商品取引法上の継続開示義務の帰趨」金融・商事判例1397号2頁（2012年）。

14) 会社法の一部を改正する法律及び会社法の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律の施行に伴う金融庁関係内閣府令の整備に関する内閣府令。

行に合わせて、継続開示義務の中断申請のための要件が改正された（開示府令16条3項1号）。すなわち、株主名簿に記載または記録された株主数が25名未満の計算の基準日が、「基準事業年度の末日」から「申請時又は基準事業年度の末日」に改正され、キャッシュ・アウトの効力が生じた事業年度においても中断申請を行うことが可能となり、当該事業年度にかかる有価証券報告書の提出義務を免れることができることとなった。中断申請、その後の金融庁長官への株主名簿等の提出（施行令4条3項）などの手続は必要であるが、実務上の負担は大きく軽減された¹⁵⁾。

第二に、株式売渡請求を用いると、友好的な株主をそのまま存続させたい場合であっても、その者が有する株式もいったん全て買い取る必要があり、当該者に譲渡損益が生じる可能性がある」と指摘されている¹⁶⁾。このデメリットは、現実にも生じているようであり、「図表」では、2社の合併会社にするための事例があり（16番、31番）、日本バイリーンを対象者とする公開買付届出書でも（16番）、「本公開買付けの概要」として、以下のように述べられている（下線は筆者）。

フロイデンベルグ エスイー……（以下「フロイデンベルグ」といいます。）は、本書提出日現在、対象者の普通株式（以下「対象者普通株式」といいます。）を17,647,412株（所有割合……33.40%）所有しており、対象者の筆頭株主でありその他の関係会社です。東レ株式会社（以下「東レ」といいます。）は、本書提出日現在、対象者普通株式を9,242,083株（所有割合17.49%）所有しており、対象者の主要株主であり第二位株主です。この度、公開買付者は、対象者の株主を公開買付者、フロイデンベルグ及び東レのみとした上で、最終的に対象者

15) 内田＝李・前掲注（7）32頁、代・前掲注（12）101－102頁。また、谷口達哉「株式等売渡請求に関する金融商品取引法上の諸論点」商事法務2114号33－34頁（2016年）を参照。なお、篠原倫太郎＝藤田知也「キャッシュ・アウトおよび組織再編における株式買取請求等」商事法務19659号29頁（2012年）では、「本制度〔株式売渡請求制度〕の利用の推進の観点からは、売渡請求による株券等の取得の効力が発生した後は、当該株券等に係る有価証券報告書の提出義務が消滅するよう、金商法上の手当てがなされることが期待される」と説かれていた。

16) 松尾ほか・前掲注（7）70頁。

の株式をフロイデンベルグ及び東レが75%及び25%の割合で所有することを目的として、対象者普通株式及び本新株予約権に対する本公開買付けを実施することを決定いたしました。

公開買付者は、本書提出日現在はフロイデンベルグの完全子会社ですが、本覚書……に従い、本公開買付けにおける買付け等の期間……中に、フロイデンベルグが所有する公開買付者株式の一部を東レに譲渡し、フロイデンベルグが75%、東レが25%の割合で公開買付者の議決権を所有する予定です……。

本公開買付けは、公開買付者が対象者普通株式の全て……を取得することにより、対象者普通株式を非公開化し、対象者の株主を公開買付者、フロイデンベルグ及び東レのみとするための一連の取引……の一環として実施されます。

この「一連の取引」においては、株式の移動を最小限にするために、第二段取引として、株式併合が予定され、実施されたものであると考えられる。

Ⅲ．二段階取引における株式交換の利用

1．略式簡易株式交換の利用例

2例ながら、平成26年改正会社法施行後に公開買付届出書が提出されたもので、第二段取引として、簡易株式交換を予定し、さらに公開買付によって略式の要件を満たせば「略式かつ簡易の株式交換」を行うと開示し、簡易略式で実行されている。

いずれも買付者は東証一部の上場会社であり、上場会社である会社を完全子会社化する事例である。野村不動産ホールディングスによる事例では（10番）、1回の公開買付の後に、株式交換による完全子会社が予定されている。

他方で、コロプラによる事例では（36番+43番）、第二回公開買付の後に、株式交換が予定されている。公開買付を2回実施するのは、対象者の支配株主からは第一回公開買付で低い価格（309円）で買い付け、他の一般株主からは第二回公開買付で高い価格（758円）で買い付け、価格を異なるよう

にするためである。そこで、「買付け等の価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本件両公開買付けの公正性を担保するための措置」について、次の記載がなされている（平成28年3月31日付け公開買付届出書）。

当社は、対象者の支配株主かつ主要株主である筆頭株主であり、対象者の代表取締役社長である藤澤知徳氏（株式所有割合53.17%）、対象者の主要株主である第2位株主であり、対象者の常務取締役である豊嶋真人氏（株式所有割合14.06%）、及び藤澤知徳氏がその発行済みの普通株式の全てを、藤澤知徳氏の親族が議決権制限株式である発行済みの甲種類株式の全てを所有するエーイング（株式所有割合0.95%）が当社との間で本応募契約を締結しており、応募予定株主と対象者の一般株主との利害が必ずしも一致しない可能性があることに加え、第一回公開買付けが成立した場合には、第二回公開買付け実施時には当社が対象者株式の過半数を所有するに至る可能性が高く構造的な利益相反構造が生じ得ること、及び、その後の第二回公開買付け及び対象者の完全子会社化手続は一連の行為として第一回公開買付けと一体のものとみなされることに照らし、当社及び対象者は、本件両公開買付けを含む本取引の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等として、以下に述べる措置を講じております。

いずれの事例でも、いわゆる第二段取引の株式交換においては、完全親会社となる買付者の株式が対価として交付されることが予定されている。したがって、公開買付に応募しなかった者は対象会社の株主の地位を失うが、本来的なキャッシュ・アウトではない。上場会社を買付者である完全子会社化の事例（39番、41番など）でも、株式売渡請求または株式併合が予定されている例も多い。当事会社の規模の違い、買付者の株主構成の変化、財務への影響、課税の違いなどが、個別的に判断されたからであると思われる¹⁷⁾。

2. 株式交換、株式併合および株式売渡請求の比較

(1) 比較の視点

個別的なキャッシュ・アウト手法の選択にも関係して、ここでは、株式交換との比較において、株式併合と株式売渡請求との制度設計の違いについて、若干の考察を行う。

比較の視点としては、①対価の種類、②株主総会決議の要否、③取引当事者、④事後的に取引を争う方法について、以下では、中心に扱う。このほか、⑤取引の完了時期の違いもあるが、ここでは取り扱わない¹⁸⁾。

このうち、株主総会決議の要否(②)については、株式交換が略式でなされるか否かに異なることになる。また、課税上の理由で、現金を対価とする株式交換が利用される事例は少ないと思われるが¹⁹⁾、取引当事者の違い(③)

17) 継続開示義務については、株式併合、株式売渡請求の場合と同様に、中断申請が認められる。

なお、パナソニックによるパナホームの完全子会社化において(所有割合は、54.18%)、当初は株式対価の株式交換が予定されながら、公開買付と株式併合が用いられた(パナホーム「支配株主であるパナソニック株式会社との株式交換契約の合意解約並びに同社による当社株式に対する公開買付けに関する賛同意見及び応募推奨に関するお知らせ」(平成29年4月21日))。平成29年度税制改正の影響が大きいと思われ、同リリースでも、「平成29年2月3日に所得税法等の一部を改正する等の法律案が国会に提出される等、現金を対価とするスキームでも課税繰り延べ措置の適用を受けることが可能となる確度が相当程度高まったことを受け、公開買付者としては、現金を対価として交付するスキームでも課税繰り延べの措置の適用が受けられるのであれば、本株式交換よりも本取引〔公開買付+株式併合〕によるスキームの方が、公開買付者の資本構成を維持することにより株主資本コストの削減や株主資本利益率の向上といった財務上のメリットを享受できパナソニックグループの財務戦略上より望ましく、公開買付者の株式の希薄化を防止することにより公開買付者の普通株式……の1株当たりの純利益の増加を見込むことができ公開買付者の株主の利益にも資すると考えるに至り、平成29年3月上旬、公開買付者は、当社に対して、本株式交換から本取引へのスキームの変更を提案したとのことです」と開示されている。

18) 松尾ほか・前掲注(7) 65頁。株式売渡請求と株式交換では、効力発生日にキャッシュ・アウトが完了するが、株式併合と全部取得では、効力発生後、端数処理が終わるまで完了しない。

また、対象会社の新株予約権の処理についても、どの手法によるかによって異なる。売渡請求制度を用いれば、金銭による新株予約権の取得が可能となり、全部取得や株式併合にはない大きなメリットであるとされる。柴田寛子「キャッシュ・アウトの新手法——株式等売渡請求の検討——」商事法務1981号19-20頁(2012年)、石綿学「会社法改正後の世界におけるキャッシュ・アウト」金融・商事判例1442号1頁(2014年)。株式交換を用いると、対象会社の新株予約権を処理することができるが、完全親会社となる会社の新株予約権を割り当てることが必要となる(会社法768条1項4号参照)。

と事後に争う方法（④）の検討において、組織再編行為の例として比較の対象として、理論的な考察に用いる。

（２） 対価の種類

平成17年の会社法制定によって、組織再編の対価の種類が限定されないことが法文上も明確となった。現金対価の略式株式交換という手法の内実と相当に近い発想を取り込むことで、平成26年会社法改正にあたっては、株式売渡請求制度の導入や設計に役立ったと思われる。

これらの一連の法改正のうち、組織再編の対価の柔軟化に関して、船津浩司教授は、「金銭対価組織再編を許容することが、対価の種類間の優劣を一切消滅させることまでも含意するわけではない」と考える可能性を示唆しつつ²⁰⁾、「全部取得条項付種類株式を締出しに利用可能であるとする論拠を、組織再編の対価の柔軟化により対価の種類間の優劣がなくなり、投資の継続は保護に値しなくなったことに求める限りは、むしろ、当該種類の対価を交付すれば理由の積極的な開示は必要ないというような『優れた』対価はもはや存在しないと解するのが整合的」であるとされている²¹⁾。

そこで、船津教授は、「対価の種類を選択理由を正面から問題として開示する必要がある」と主張され、このことは、キャッシュ・アウトではない通常の組織再編にも実務上の影響を及ぼすことになる」と説かれる²²⁾。

全部取得によるキャッシュ・アウトの場合には、現金という種類の反対給

19) 平成29年度税制改正後の手法の選択に関して、塚本＝田中・前掲注（４）参照。同論文が述べるように、簡易株式交換の要件を満たすことが不可欠であり（同27頁、31頁）、MBOの事例では要件は満たされることが通例であると思われるから、完全子会社の事例において選択肢になる可能性があるに留まるであろう。同論文も、総合的な分析の結果、株式交換を利用するメリットは格段に大きい訳ではないとしており、先行公開買付の後の議決権割合にかかわらず、第二段階のキャッシュ・アウトは株式交換となるので、当事会社の準備が一定程度は軽減され、株主や投資家にとっても分かりやすいという面があり、「一連の手続・作業の流れも踏まえ、事案の性質に応じて株式交換を利用する余地もあると思われる」とする（同34－35頁）。

20) 船津・前掲注（２）179－180頁。

21) 船津・前掲注（２）180頁。

22) 船津・前掲注（２）185頁。

付を選択した理由が相当でなければならないと解釈して、事前開示事項のうち「取得対価の相当性に関する事項」における「取得対価として当該種類の財産を選択した理由」（会社法171条の2、会社法施行規則33条の2第2項2号）には、少数株主が端数になるような大きさの対象会社株式を選択することの「相当性」についての開示が求められていると解することができると思われる²³⁾。

また、株式併合を用いたキャッシュ・アウトでは、対価が当然に現金ということになるが、この場合にも、株式併合という手法を選択したことの合理性が、現金という対価を選択した理由（対価の相当性）という観点から問題とされる余地があるとされる（会社法182条の2、会社法施行規則33条の9第1項1号口²⁴⁾）。

（3）株主総会決議の要否

株式交換、全部取得などをキャッシュ・アウトの手法として用いると、原則として対象会社の株主総会の特別決議が必要となる（会社法171条1項・783条1項・309条2項3号12号）。他方で、株式交換であっても、略式の要件を満たしているときには、対象会社の取締役会が株式交換契約の承認をすれば足り、株主総会決議は必要とされない（会社法784条1項）。また、株式売渡請求が用いられる場合にも、対象会社が取締役会設置会社であれば、株主総会決議は必要ではなく、取締役会の承認で足りる（会社法179条の3第1項3項）。共通しているのは、特別支配会社（略式組織再編）または特別支配株主（株式売渡請求）が存在している場合であり、総株主の議決権の90%を特定の者が有している場合である（会社法179条1項・468条1項）。

以下では、便宜上、特別支配会社または特別支配株主が満たすべきこの要件を、「90%基準」と呼ぶ。90%基準を満たしていなくて、例えば、ある株

23) 船津・前掲注（2）182頁。

24) 船津・前掲注（2）185頁。

主が議決権の67%を保有していれば、その支配株主は株主総会の特別決議で自らが望む結果を得ることは可能である。とすれば、なぜ株主総会決議を省略することができる基準が90%であるのか、一つの謎となる。

実務感覚に基づく応答としては、キャッシュ・アウトが実施されるようになった初期の頃に、藤縄憲一弁護士は、90%は「安全サイドに立った実務感覚」であるとしつつ、次の理由などがあると思われるとされていた²⁵⁾。すなわち、①先行公開買付の買付価格の妥当性を説明しやすいこと、②特別決議を必ず可決することができる3分の2に、(念には念を入れて)残りの3分の1の3分の2を加えると9分の8(88.89%)となり、これを丸めると90%となること、③〔当時の〕東京証券取引所のルールでは、特定株主が90%の株式を取得した場合には、即時に上場廃止となること、④少数株主の排除を明文で認めている諸国においては、おおむね90%以上の賛成が必要とされていることが、示されていた。

このうち、②の「念には念を入れて」の部分には、MOM (majority of minority) の発想が現れているとも思われる。なお、「図表」のK列の「備考」には、公開買付届出書において、MOMが公開買付の成立の条件とされている場合に、その旨を記載した。MOM条項は、利益相反回避措置として積極的な評価がなされる傾向にあるが²⁶⁾、少数派に拒否権を与えるものでもあるから、濫用されると、企業買収を阻害するなどの弊害があることも指摘されている²⁷⁾。実際にも、本報告で参考にした公開買付届出書においても、次のような説明がなされている例が散見される(23番)。

公開買付者は、本公開買付けにおいて、買付予定数の下限を設定しておりま

25) 藤縄憲一「企業再編における実務上の課題と取組み〔下〕」商事法務1656号83頁(2003年)。

26) 白井正和「現状を踏まえた利益相反回避措置に関する検討」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付——制度と実証』183-185頁(有斐閣、2016年)、加藤貴仁「MBOと親会社による子会社の非公開化の規制は同一であるべきか?」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編・同217-218頁ほか。

27) 石綿学＝福田剛「第4章へのコメント」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編・前掲注(26)191頁。また、加藤・前掲注(26)222頁も参照。

せん。これは、上記「3 買付け等の目的」の「(1) 本公開買付けの概要」に記載のとおり、本書提出日現在、公開買付者の所有割合は70.60%であるため、本公開買付けにおいて、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)を買付予定数の下限として設定すると、本公開買付けの成立を不安定なものとし、かえって本公開買付けに応募することを希望する少数株主の利益に資さない可能性があるものと考えているためです。もっとも、公開買付者としては、本公開買付けにおいては、いわゆる「マジョリティ・オブ・マイノリティ」(Majority of Minority)を買付予定数の下限として設定しておりませんが、本公開買付けの公正性を担保するための上記①乃至⑥の措置を通じて、少数株主の利益には十分配慮がなされていると考えております。

加藤貴仁准教授は、MBO か完全子会社化か、さらに完全子会社化であっても親会社がキャッシュ・アウトに必要な議決権を有していたか否かによって、非公開化の規制は当然に同一ではないとされ、買収者が既に支配を有している場合には、MOM が利用されない限り、公開買付に応募した株主の数を条件の公正性を推察させる事実と評価することには慎重な姿勢であるようである²⁸⁾。MOM がなければ、少数株主の意思決定は結果に影響を与えないので、公開買付に応募したとしても、条件の公正性の故であるとは理解できないから²⁹⁾、理論的に説得的であろう。他方で、実務上は、先の開示例のように、MOM がかえって少数株主の利益に資さない可能性もあり、MOM を利用せずに公正性を担保するための仕組みの更なる工夫が必要となろう。

また、「なぜ株主総会決議を省略することができる基準が90%であるのか」という問いに対する実質的な応答としては、船津教授が、次のように分析されている³⁰⁾。すなわち、①全部取得、株式併合などをキャッシュ・アウトのために用いることは、なお、制度の転用として評価すべきであること、②株主総会によるコントロールの必要性があると法が考えていることであり、株主総会の決議を要求することを通じて、キャッシュ・アウトの効力そのもの

28) 加藤・前掲注(26) 218-220頁、224-226頁ほか。

29) 加藤・前掲注(26) 224頁参照。

を否定する可能性を残すという意味があるとされる。

（４）取引の当事者の違い

株式交換、株式併合、株式売渡請求を比べると、直接の取引の当事者が各々異なっている。

株式交換は、完全親会社となる会社（株式会社または合同会社）と完全子会社となる会社（株式会社）との間の契約に基づく組織再編行為の一種である。すなわち、買取者と対象会社との間の契約という取引がなされて、その効果に対象会社の全ての株主が拘束される。

株式併合は、対象会社の内部の意思決定によって行われる。買取者は対象会社の支配株主として、実質的には対象会社の意思決定を掌握しているが、取引の直接的な当事者ではない。

株式売渡請求は、特別支配株主から対象会社の株主に対して行われる。一種の形成権の行使であり、売渡株主の個別の承諾を要することなく、売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じる³¹⁾。対象会社が取引の当事者にならないという点で、株式売渡請求は公開買付と類似しており、公開買付における対象者の意見表明報告書（金商法27条の10第1項）の提出と、株式売渡請求の対象会社の取締役会の承認の手続は、取締役のあり方について連続性が存する³²⁾。

30) 船津・前掲注（２）175頁。後藤元准教授は、平成26年会社法改正を顧みて、「90%へいくと総会をやらなくていいというのは所与のものとしてつくっています。先ほど藤田先生がおっしゃったように、なぜ90%だとやらなくていいのか、90%ない場合には3分の2を持っている人がいても総会をやらなければいけないのはなぜなのかという問題は、棚上げしているところに一番の問題があるのかもしれませんが。ただ、立法するときには、既に略式手続制度がそうになっている以上、そこにはきっと何かしらの意味があるのだらうということではしかなかったというのが正直なところではございます」とされる。金融商品取引法研究会編『平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制（金融商品取引法研究会研究記録第59号）』30頁〔後藤発言〕（公益財団法人日本証券経済研究所、2017年）。

31) 坂本三郎編著『一問一答 平成26年改正会社法〔第2版〕』254頁（商事法務、2015年）。

32) 飯田秀総「特別支配株主の株式等売渡請求」神田編・前掲注（２）148頁。取締役会の承認がないと株式売渡請求は効力を生じない点では異なる（同148-149頁）。

これらの当事者の違いは、取引の性質（ないし法的構成）の違いを反映したものである。この違いから、取引の効力を事後に争う方法も変わってくる可能性があり、この点については、後述する（Ⅲ 2.（5））。

以下では、平成26年会社法改正の国会審議において議論された点であるが³³⁾、株式売渡請求制度において、売渡の対価が株主に支払われるかの懸念について、若干の検討を行う。

全部取得の場合には、財源規制が課せられていることもあり、不払いの可能性は相対的に小さいであろう（会社法461条1項4号・462条1項3号）。また、現金対価の組織再編行為がなされる場合には、債権者異議手続が予定されており（会社法789条ほか）、株主が公正な対価を受けるための仕組みが存在する。このような手当てが可能となるのも、対象会社が取引の当事者になっているからであると理解することもできる。

他方で、株式売渡請求は特別支配株主が行うものであり、特別支配株主と対象会社の株主との間での売買類似の法律関係を生じさせるものである。そのため特別支配株主が対価を実際に交付するか否かが対象会社の株主にとっては重要になる。そこで、第一に、特別支配株主には、株式売渡請求は、「株式売渡対価……の支払のための資金を確保する方法」を定めて行うこととされた（会社法179条の2第6号、会社法施行規則33条の5第1号）。また、第二に、対象会社の事前開示事項としても、「第33条の5第1項第1号に掲げる事項〔支払のための資金を確保する方法〕についての定め相当性その他の株式売渡対価……の交付の見込みに関する事項」が要求されている（会社法179条の5第1項4号、会社法施行規則33条の7第2号）。

対象会社の事前開示〔第2点〕に関して、取締役会（取締役）は、対価の交付の見込みを判断するにあたって、特別支配株主の資金確保の方法〔第1点〕だけではなく、その負債の面をも含めて、対価を交付することが合理的

33) 概要については、森本大輔「株式等売渡請求を利用したキャッシュ・アウト制度の新設」ビジネス法務2014年11月号86頁を参照。

に見込まれるか否かを確認しなければならない³⁴⁾。取締役会がこの判断を誤った場合には、売渡株主に対して損害賠償責任を負う可能性があり（会社法429条1項）、このような形で、開示規制の実効性が一定程度は担保される仕組みになっている³⁵⁾。

（５） 事後的に取引を争う方法

売渡株主が、対価に不満を持つ場合、あるいは、対価が交付されない場合において、取得日後に事後的に救済を受ける手段としては、前述のように、対象会社の取締役の責任を追及することも考えられる（会社法429条1項）。もっとも、取締役の悪意・重過失を証明することは容易でないであろうし、また、取締役の資力が十分であるとは限らない。

法形式上も、売渡株主の救済のためには、株式売渡請求制度の当事者である特別支配株主との関係が重要となる。

売渡株主が売買価格に不満を有する場合には、価格決定の申立てをして、裁判所に公正な価格の決定を求めることができる（会社法179条の8第1項）。これに係る裁判費用も障害となるであろうし、さらには、裁判所から価格を引き上げる決定を得ても、この価格が支払われるか否かは、特別支配株主の資力に依存することになる。かりに株式併合によるキャッシュ・アウトが選択されていれば、会社が株式買取請求の相手方となるから、相応の資力があることが一般的であると思われる。

公正な価格が支払われないのであれば、対象会社の株主としては、売買の効力を否定して、原状回復を目指すことになろうが、この手段としては、①売渡株式の取得の無効の訴えの提起（会社法846条の2）、また、②個別的な解除が考えられる。

34) 坂本編著・前掲注(31) 272頁。具体的には、資金確保の方法としては、特別支配株主の預金残高証明や金融機関からの融資証明書などを、また、特別支配株主の負債については、特別支配株主の貸借対照表などを確認することが想定されている（坂本編著・同前）。

35) 坂本編著・前掲注(31) 273頁（注3）参照。

売渡株式の取得の無効の訴え(①)については、無効事由の解釈が問題となるが、株式発行や組織再編よりも広く考えてよいと理解されている³⁶⁾。これは、売渡請求がされた場合には、④全ての株式の取得を目的としていることから、提訴期間内に売渡株式が転々流通する可能性は低く、取引の安全を考慮する必要性は高くなく、また、⑥対象会社の株式の移転が生じるに留まり、対象会社の財産に移転はないため、取引後の財産関係を前提に法律関係が形成されることはなく、巻き戻しが容易であるという事情が存するからであろう³⁷⁾。そこで、売渡株式の大部分について対価が支払われなければ、無効事由にあたると解する見解が有力である³⁸⁾。

個別解除(②)については、これが可能であるかについては、議論がある。立案担当者は、売渡株式等の全部の取得の無効は訴えをもってのみ主張することができるとされていることから(会社法846条の2第1項)、解釈論に委ねられるとしつつ、法制審議会会社法制部会での議論などを踏まえると、個別の売渡株主が対価の支払いを受けることができないことを理由に売買契約の個別解除を妨げられない解釈も成り立つとしている³⁹⁾。いずれの解釈もあ

36) 坂本編著・前掲注(31)283頁。

37) 坂本編著・前掲注(31)284頁注(1)参照。高橋美加ほか『会社法』494頁〔笠原武朗〕(弘文堂、2016年)は、「売渡株式等の取得の場合には特別支配株主が売渡株式等を保有したままであるのが通常であるし、譲渡等をしていた場合も……金銭による処理がなされるに過ぎない(株式の効力自体が否定されてしまう募集株式の発行等とは異なる)。したがって、事後的に無効とされても利害関係人に与える影響は定型的に小さ」とする。また、椋川泰史「キャッシュ・アウトの無効——売渡株式等の無効の訴えを中心に——」丸山秀平ほか編『企業法学の理論と体系』(永井和之先生古稀記念論文集)560頁(中央経済社、2016年)は、「認容判決が確定しても、株主構成以外の会社の権利義務には直接変動をもたらさない。しかも売渡請求は9割以上の株式を特定の株主が支配するに至った場合でなければ行われなければならないから、会社支配の構造をさほど大きく変えるものではない」ことから、無効とされることの影響は会社の組織に関する行為の無効の訴え(会社法828条1項各号)の認容判決よりも相当に小さいとする。

38) 坂本編著・前掲注(31)283頁、内田＝李・前掲注(7)28頁。江頭憲治郎『株式会社法〔第6版〕』282頁注(2)(有斐閣、2015年)参照〔不履行が著しい場合は無効事由となる〕。他方で、支払いの一部遅滞は無効原因にならないとするものとして、椋川・前掲注(37)582-583頁。なお、個別解除が認められるとすれば、無効事由に該当しないとする解釈も考えられるとするものとして、長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス 会社法』234頁(商事法務、2016年)。

39) 坂本編著・前掲注(31)283-284頁。

り得るとされているが、個別解除を認めるとの見解が多数になりつつある⁴⁰⁾。他方で、偶発的な一部の不履行のために一部の取得の効力が喪失することを認めると、制度目的を阻害することから、個別解除は認められないと解する見解もある⁴¹⁾。売買契約の効力を失わせる方法を無効の訴えに限定するとすれば、法的安定性という観点からになるうが⁴²⁾、上記①と②などに鑑みると、さほど懸念すべきではなく、形成権行使の結果として生じた売買類似の関係において、売買代金の支払いがなされない場合の処理と同様に、個別の解除を認めるのが自然であると考えられる⁴³⁾。

なお、無効の訴え（①）による場合と、個別解除（②）による場合とでは、理屈の上では、遡及効の有無に違いが生じるとも思われる。すなわち、売渡株式の取得の無効の訴えが確定すると、将来に向かって効力を失うことになり（会社法846条の8）、遡及効は存しない。これに対して、個別解除がなされると、原則として、遡及的に原状回復義務が生じる（民法545条1項本文）。

この違いがどれほど実際に大きいかは定かではないが、キャッシュ・アウトの手法における株主総会決議の要否にも関係することには留意すべきかもしれない。すなわち、対象会社の株主の救済手段に関する規制の非対称という視点からは、次のような差異が生じそうである⁴⁴⁾。

⑦株式併合であれば、株主総会の決議取消の訴えが用いられる場合が多いと考えられ、提訴期間は決議の日から3か月となり、認容する判決が確定す

40) 内田＝李・前掲注（7）28頁、飯田・前掲注（32）163頁、弥永真生『リーガルマインド 会社法〔第14版〕』108頁注（125）（有斐閣、2015年）、龍田節＝前田雅弘『会社法大要〔第2版〕』311頁注（23）（有斐閣、2017年）。

41) 江頭・前掲注（38）280頁注（7）。

42) 江頭・前掲注（38）281－282頁参照。

43) 売渡対価の支払確保という観点からは、株式売渡請求の場面のみならず、組織再編の場面についても、効力発生日に株式が移転や消滅するとしている枠組みが望ましいのかが問われる余地もある。加藤貴仁はか「＜座談会＞平成26年会社法改正の検討」ソフトロー研究24号137－141頁（2014年）〔藤田友敬発言、神作裕之発言、田中亘発言〕。

44) 提訴期間の平仄が合っていないことを指摘するものとして、福島洋尚「株式併合によるキャッシュ・アウト」上村達男ほか編『企業法の現代的課題』（正井章作先生古稀祝賀）484－485頁（成文堂、2015年）。

ると、遡及効が生じる（会社法831条1項柱書）。

①略式でない株式交換であれば、「株主総会の決議の瑕疵を争う場合」には、決議取消の訴えを提起して、株式交換の効力発生後は、株式交換の無効の訴えに訴えの変更がなされ则认为されている⁴⁵⁾。このような立場によれば、提訴期間は株主総会の決議の日から3か月となり、認容の確定判決に遡及効はない（会社法839条・会社法831条1項柱書）。

②略式の株式交換であれば、株式交換の無効の訴えは、提訴期間が効力発生日から6か月となり、認容されても遡及効はない（会社法839条・828条1項11号）。

③株式売渡請求であれば、売渡株式等の取得の無効の訴えは、提訴期間が取得日から6か月となり、認容の確定判決に遡及効はない（会社法846条の2第1項・846条の8）。

これらの規制の非対称は改められるべきであろうが、①の場合について、いわゆる併存説を採ることとして⁴⁶⁾、「株主総会の決議が争われる場合か否か」で規律が変わると整理することが可能ではあろう。

3. 株式交換における対象会社の取締役の義務

第二段取引として株式交換を実施するためには、対象会社の取締役会の承認を経て株式交換契約が締結される必要があるが、「Ⅲ1.」で取り上げた2つの事例では（10番、36番+43番）、株式売渡請求を予定している事例とは異なって、対象会社の取締役会が承認することを予定していることは記載されていない。

株式交換を予定している公開買付について、対象会社は賛同意見を表明し、応募の推奨をしており、これらの点は公開買付届出書でも記載されているこ

45) 江頭・前掲注(38) 369-370頁注(8) 参照。株主総会決議に無効事由があるときには、さらに複雑な非対称が生じる（船津・前掲注(2) 187-189頁参照）。

46) 江頭教授は、解釈論として、吸収説では株主などが救済されない場合には、組織再編行為の効力発生後も、遡及効のある訴えは無効の訴えに吸収されずに存続すると解すべきであるとされる。江頭・前掲注(38) 370-371頁注(8) 参照。

とから、実質的には、株式交換契約の締結について取締役会としては賛成であることが記載されているとみることができよう。

株式交換は組織再編であり、株式売渡請求は形成権であるという法形式の違い、また、取引の当事者の違いは存するものの、対象会社の取締役会の承認がなければ取引を進めることができないことから、対象会社の少数株主にとっては、取締役会の承認が鍵となることに変わりはない⁴⁷⁾。

また、株式売渡請求との関係では、対象会社の取締役の意見表明報告書における意見表明における取締役のあり方は、株式売渡請求における対象会社の取締役の承認手続と連続性があることが示されている⁴⁸⁾。

とすると、先述のように、株式売渡請求に対する対象会社の承認の場面と同様に、対象会社の取締役の義務の内容が検討される必要があり、この点について次に検討する。

Ⅳ. 対象会社の取締役の義務

1. 先行公開買付との連続性

先行公開買付と株式売渡請求その他のキャッシュ・アウト取引との間には、連続性が存することが指摘されている。

すなわち、飯田准教授によれば、「公開買付けに対して、対象会社の取締役は意見表明報告書……を提出しなければならない、そこで賛同・反対・中立の意見表明や、意見の留保がされるという手続がある。本制度〔特別支配株主の株式等売渡請求制度〕における対象会社の取締役会の承認の手続は、公開買付規制の意見表明報告書における対象会社の取締役のあり方と連続性がある」⁴⁹⁾。

47) 福島・前掲注(44) 483-484頁参照。

48) 飯田・前掲注(32) 148頁。

49) 飯田・前掲注(32) 148頁。

飯田准教授は、さらに、「本制度〔特別支配株主の株式等売渡請求制度〕は、既存の組織再編・全部取得条項付種類株式の取得による企業再編、および、公開買付規制と連続性があり、本制度の個別の論点の解釈にあたっても、これらの制度との関係を明確にすることが有益と思われる」とされる⁵⁰⁾。

このような理解は、本稿で取り上げた事例においても実務で意識されていると思われるし、また、一連の取引の最終的な目的がキャッシュ・アウトを用いて全株式を取得することにあることからしても、妥当であると考えられる。

そこで、以下では、まず、株式売渡請求がなされた場合において、対象会社の取締役が負う義務に関する議論状況を概観する。その上で、一連のキャッシュ・アウト取引における対象会社取締役の義務について検討する。

2. 株式売渡請求と取締役の義務

株式売渡請求がなされた場合に、対象会社の取締役会は、これを承認するか否かの決定をして、その決定の内容を特別支配株主に対して通知しなければならない（会社法179条の3）。問題は、取締役会が承認するか否かの決定をなすにあたって、取締役はどのような義務を負うかである。

この点については、対象会社の少数株主（すなわち、売渡株主）の利益を配慮すべきことについて、理解が共有されていると思われる。

例えば、立案担当者は、「対象会社の取締役は……売渡株主等の利益に配慮し、株式等売渡請求の条件等が適正といえるか否かを検討する役割を担う」、「取締役、善管注意義務をもって、株式等売渡請求の条件等が適正といえるか否かを検討することを要」と述べている⁵¹⁾。この検討の内容には、例えば、交付される対価の相当性、対価の交付の見込みが含まれるとされている⁵²⁾。

50) 飯田・前掲注（32）149頁。

51) 坂本編著・前掲注（31）271頁。義務違反によって売渡株主に損害を与えた場合には、会社法429条1項の責任を負う可能性があるとする（同頁）。

52) 坂本編著・前掲注（31）272頁。

学説や実務家の見解も、対象会社取締役は、売渡株主にとって条件等が適正であるか否かを判断する義務を負うという点で、異論はないように思われる⁵³⁾。もっとも、義務の具体的な内容については（最善の買収価格を得るために合理的な努力を尽くす義務を負うか）、見解が定まっている訳ではないが⁵⁴⁾、本稿では検討の対象とはしない。

とすると、形式の違いはあっても実質的には、キャッシュ・アウトがなされようとしている場面に、その手法が株式売渡請求であるか、その他の手法であるかによって、対象会社の取締役の義務は異なるのか否かが問われることになる。

飯田准教授が説かれているように、「現在の日本の議論においては、企業買収に際して、対象会社の取締役の任務の1つに、買収対価の適切性について判断することが含まれていることについては、現在の議論でコンセンサスが出来つつある。それは平成26年の会社法改正にも現れている」⁵⁵⁾と理解することができよう。

53) 飯田・前掲注(3) 60頁、福島・前掲注(44) 484頁、田中亘『会社法』606頁（有斐閣、2016年）、内村＝李・前掲注(7) 26頁、柴田・前掲注(18) 20-21頁、太子堂厚子「監査等委員会設置会社への移行後の実務課題」商事法務2111号24頁（2016年）、長島・大野・常松法律事務所編・前掲注(38) 226頁、大江橋法律事務所編『実務解説 平成26年会社法改正』119-120頁（商事法務、2014年）ほか。

54) 飯田・前掲注(3) 60-61頁、田中・前掲注(53) 607頁、柴田・前掲注(18) 21-22頁、大江橋法律事務所編・前掲注(53) 121頁ほか。実務家の間では、最善の買収価格を得るために合理的な努力を尽くす義務までは負わないとする見解が多いように思われる。他方で、田中・前掲注(53) 606頁は、「株主の共同の利益を図るように……、買収対価その他の買収条件に関する買収者との交渉や決定を行う義務を負うと解すべき」であるとする。また、同様に、「買主である特別支配株主の側からも一定の情報を徴求し、説明を求めたうえで、当該会社の株式の公正な価格を判断し、当該公正な価格以上で売却がなされるように努力する義務がある」と説く見解もある（加藤ほか・前掲注(43) 143頁〔神作発言〕）。さらに、後述の「IV 3.」も参照。

55) 飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務」フィナンシャル・レビュー121号136頁（2015年）。対象会社の株主総会の要否で区分されているが、略式組織再編の手法が用いられる場合を考えると、実質的には、対象会社が当事者になるか否かで区分されていると理解してよいであろう。

3. 一連のキャッシュ・アウト取引における対象会社取締役の義務

このような問題意識からであろう、取締役の義務に関して、飯田准教授は、次のように2通りの理解があると整理されている⁵⁶⁾。

すなわち、第一に、株式売渡請求制度における取締役の義務は、この制度においてのみ認められる特有の義務なのであって（創設規定）、株主総会を経て実施するキャッシュ・アウトの場合にはそのような義務は存在しないという理解であるとされる。第二は、企業再編一般の場合の取締役の義務の内容が、明文上明確に現れたに過ぎない規定であり（確認規定）、株主総会を経て実施するキャッシュ・アウトの場合であっても、同様の取締役の義務は存在しているという理解である⁵⁷⁾。

この点について、検討を試みた論者の大多数は、上記の第二の見解を支持していると思われ、妥当であると考えられる。

例えば、飯田准教授は、「株主利益最大化原則の観点から、企業再編の実施が望ましい……と判断すれば、当該対価の公正性について取締役は無頓着でよいかという、そういうわけにはいかない。企業再編を実施する際には、公正な対価で行うことが取締役の義務に含まれると解するべきである」⁵⁸⁾とされる。

また、白井正和教授は、「取締役の行為が、会社の利害を通すことなく、株主の利害に直接影響を与えることになる合併や株式交換・株式移転の場面では、買収対象会社の株主の利益を確保するためには、取締役には株主共同の利益に配慮する義務があると考えなければならない」⁵⁹⁾とされる。

田中亘教授は、キャッシュ・アウトの各種の手法を横断する形で、「対象会社の取締役が、公開買付……、キャッシュ・アウト……あるいは組織再編

56) 飯田・前掲注(32) 150頁。

57) 加藤ほか・前掲注(43) 141-144頁〔藤田発言、田中発言、神作発言〕参照。

58) 飯田・前掲注(32) 152頁。

59) 白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』99頁（商事法務、2013年）。

……等による買収の対価の額を巡って買収者と交渉する場面では、取締役の職務執行は、会社の利益を通さず直接に株主の利益に影響を与える。このような場合、取締役は、株主共同の利益を図るように、善良な管理者の注意を尽くして、買収対価そのたの買収条件に関する買収者との交渉や決定を行う義務を負うと解すべき」⁶⁰⁾であるとされる。

このような見解が主流となっていることから、法制審議会の会社法制部会での審議にあたって藤田友敬教授が深慮された点、すなわち、「現在のキャッシュ・アウトの実務に合理的な制限をかけたかった。ただ仮にこの新しい制度に反対して導入を阻止したところで、全部取得条項付種類株式を用いたキャッシュ・アウトを禁止するような改正が通るとは思えない。そこで、むしろ特別支配株主の売渡請求の制度を導入した上で、取締役の公正価格移転義務を前提とした取締役会の承認という規律を組み込むことで、全部取得条項付種類株式を使った場合も含めて、キャッシュ・アウトに関する取締役の行為規範を構築していく、正確に言えば構築していくための足がかりを用意する方が、実際のだと思った」⁶¹⁾という狙いが実現しつつあると思われる。

このような立場からは、二段階取引によってキャッシュ・アウトが目指されている場合の一連の取引において、先行公開買付においては、次の飯田准教授の見解を支持すべきであろう。すなわち、「2段階買収によって企業価値が向上し、かつ、その対価が適正であると判断したのみ、賛同意見……を表明すべきである。……/逆に、2段階買収によって企業価値が減少すると判断した場合、または2段階買収によって企業価値が向上するものの、その対価が不適切であると判断した場合には、反対意見……を表明すべきである」⁶²⁾。本稿で取り扱った事例においても、この飯田准教授の見解が支持されるべきとの実務的な感覚が一般的であることが推察される。

60) 田中・前掲注(53) 606頁。

61) 加藤ほか・前掲注(43) 142-143頁〔藤田発言〕。

V. トップ・アップ・オプション

1. トップ・アップ・オプションとは

トップ・アップ・オプションとは、主に二段階買収を利用したキャッシュ・アウトの場面において、先行公開買付のみでは第二段階の取引手法に必要な議決権割合を確保できない場合に備えて、対象会社が買収者に不足分を補う数の株式を取得する権利を与えるものである⁶³⁾。

トップ・アップ・オプションは、米国で普及していたものであるが⁶⁴⁾、2013年に施行されたデラウエア一般会社法（Delaware General Corporation Law）の改正によって、これを用いる必要性はなくなったとされている⁶⁵⁾。

すなわち、デラウエア一般会社法251条（h）項が新設されたため、一定の要件を満たせば、先行公開買付後に90%基準を満たさなくても、略式合併と同様に、対象会社の残余の株式を対象会社の株主総会決議を経ずに取得することができることになった⁶⁶⁾。

わが国においては、デラウエア一般会社法251条（h）項に相当する会社法の規定がないため、トップ・アップ・オプションの利用可能性が課題となる。わが国では、トップ・アップ・オプションはまだ利用されていないとされている⁶⁷⁾。

62) 飯田・前掲注（32）158頁。

63) 松中学「公開買付前後の第三者割当てをめぐる法的問題の検討」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編・前掲注（26）139頁、松尾ほか・前掲注（7）117－118頁、石綿学ほか「トップ・アップ・オプションの法的枠組みと我が国への導入可能性〔上〕」金融・商事判例1481号2－3頁（2016年）、三苫裕＝小田望未「会社法改正要綱をベースに検討する株式等売渡請求制度の概要とトップ・アップ・オプションの活用可能性」経理情報1328号29頁（2012年）、高橋衛「トップ・アップ・オプションに関する若干の考察」北九州市立大学法政論集40巻4号175－177頁（2013年）参照。

64) 松中・前掲注（63）139頁、石綿ほか・前掲注（63）3－4頁。

65) 石綿ほか・前掲注（63）4頁。

66) 要件の骨子については、石綿ほか・前掲注（63）4頁を参照。

67) 松中・前掲注（63）139頁参照。

2. 類似する事例

本稿が調査対象とした事例でも、トップ・アップ・オプションが利用されたものはなかった。

他方で、これに類似する事案というべきか、第二段階取引、つまりはキャッシュ・アウトが可能になる形で、公開買付に加えて第三者割当増資をも予定している事例は存在している（42番）。

公開買付者は、JASDAQに上場している Mipox であり、公開買付届出書では、次のような計画が述べられていた（「本公開買付けの概要」（下線は筆者））。

当社は、平成28年5月13日開催の取締役会において、株式会社東京証券取引所……市場第二部に上場している対象者の普通株式……に対する公開買付け及び第三者割当の方法により対象者が発行する新株を当社が引受けること……により、対象者の発行済株式の全て……を取得し、対象者を当社の完全子会社とする取引（以下「本取引」といいます。）の一環として、本公開買付けを実施することを決議いたしました。なお、当社は本書提出日現在、対象者株式を所
有しておりません。

……

当社は、本公開買付けにおいて買付予定数の下限……を5,784,000株（所有割合：56.59%）に設定しており、本公開買付けに応募された株券等（以下「応募株券等」といいます。）の数の合計が買付予定数の下限（5,784,000株）に満たない場合には、応募株券等の全部の買付け等を行いません。買付予定数の下限（5,784,000株）は、本公開買付けが成立し、本第三者割当増資の払込完了後に当社が所有することとなる対象者株式の議決権が3分の2以上となるように設定しています。……

本公開買付けにより、当社が対象者株式の全て……を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立及び本第三者割当増資の払込み完了後、後記「（3）本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載のとおり、当社が対象者株式の全て（ただし、対象者が所有する自己株式を除きます。）を取得し、対象者を当社の完全子会社とすることを予定しております。

そして、「本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」としては、以下のように記載されている（下線は筆者）。

当社は、……本公開買付けが成立したものの、本公開買付けにより対象者株式の全て……を取得することができなかった場合には、本公開買付けの成立及び本第三者割当増資の払込み完了後、以下の方法により、当社が対象者株式の全てを取得することを予定しております。

さらに、当社は、本第三者割当増資非実施時においても、当社が所有する対象者の議決権の数の合計が対象者の総株主の議決権の90%以上に至った場合には、後記「①株式売渡請求」に記載された手続きを実行し、当社が所有する対象者の議決権の数の合計が、対象者の総株主の議決権の90%以上に至らなかった場合には、後記「②株式併合」に記載された手続きを実行するものとしますが、後記「②株式併合」に記載された対象者の臨時株主総会において株式併合に係る議案が否決された際には、対象者を当社の完全子会社とする手続きは実行されないことになります。

本件では、公開買付けの結果、買付者は株券等保有割合が86.15%となった⁶⁸⁾。公開買付が成立したので、予定されていた第三者割当増資が行われ、同年7月1日（公開買付の決済の開始日、第三者割当増資の払込期日）の異動後の買付者の所有株式数は、議決権所有割合で89.37%となる⁶⁹⁾。

その後、キャッシュ・アウトのための株式併合が、対象会社である日本研紙の株主総会（平成28年9月1日開催）によって承認され、次の日程で取引が進められた⁷⁰⁾。

- | | |
|--------------|---------------|
| ① 株主総会基準日公告日 | 平成28年7月4日（月） |
| ② 株主総会基準日 | 平成28年7月19日（火） |
| ③ 取締役会決議日 | 平成28年7月25日（月） |

68) 平成28年6月27日付けの Mipox の公開買付報告書。

69) Mipox「日本研紙株式会社（証券コード5398）に対する公開買付けの結果及び子会社の異動に関するお知らせ」（平成28年6月25日）。

70) 日本研紙「株式併合及び定款の一部変更に係る承認決議に関するお知らせ」（平成28年9月1日）、同「当社株式の上場廃止のお知らせ」（平成28年9月23日）。

- ④ 臨時株主総会開催日 平成28年9月1日（木）
- ⑤ 整理銘柄指定 平成28年9月1日（木）
- ⑥ 当社普通株式の最終売買日 平成28年9月23日（金）
- ⑦ 当社普通株式の上場廃止日 平成28年9月26日（月）
- ⑧ 株式併合の効力発生日 平成28年9月29日（木）

興味深いことは、第一に、もしも第三者割当増資後に総株主の議決権の90%以上を取得することになっていれば、株式売渡請求が用いられたか、また、もしも用いられたとすれば、この第三者割当増資が適法であると判断されるかである。また、第二に、連続する問題であるが、89.37%まで取得しているにもかかわらず、市場買付等を用いて、議決権割合を90%以上にして、株式売渡請求制度を利用しなかったことである。

3. 日本法における課題

トップ・アップ・オプションを日本で用いるとすれば、①適法性の問題とあわせて、②実務的な利便性の両面を検討する必要がある。本稿では、とりわけ適法性の問題（①）は今後の課題として、要点のみを述べることにする。

第一に、適法性の問題としては（①）、⁷¹⁾ ①90%基準の潜脱ではないか、⁷²⁾ ②株主の議決権を侵害しないか、⁷³⁾ ③株式・新株予約権の不正発行に該当しないか、⁷⁴⁾ ④先行公開買付の買付条件を引き下げる効果を有しないか、

71) 石綿ほか・前掲注（63）9－10頁、松中・前掲注（63）144－147頁（株主総会決議が不要となること自体に問題がある訳ではなく、第一段階において買い付ける株式数を減らすことで、公開買付価格が下がる可能性が問題である）参照。また、飯田・前掲注（32）167頁は、差止めのあること、払込価格を公開買付価格と同じにすれば通常は有利発行にあたらないと解されること、価格決定の手続で対価の妥当性を争うことができることから、脱法的行為として当然に非難すべきとは限らないとする。他方で、船津・前掲注（2）176頁は、キャッシュ・アウト手法の間で規制の非対称が残っているならば、重い規律を回避するために第三者割当などを用いて90%基準を充足することを安易に認めるべきではなく、締め出しを実施することを主たる目的として買収者の議決権比率を高めさせる行為に対しては何らかの歯止めの解釈論または立法的な手当てが必要であるとする。

72) 石綿学ほか「トップ・アップ・オプションの法的枠組みと我が国への導入可能性〔下〕」金融・商事判例1482号2－3頁（2016年）。

㉔先行公開買付に強圧性が生じないか⁷⁵⁾、㉕価格決定手続において決定される価格を引き下げる効果を有しないか⁷⁶⁾、㉖キャッシュ・アウトの差止請求権に対する萎縮的効果が生じないか⁷⁷⁾、といった点が問題となるが、いずれも実務的な工夫で適法に設計することも可能であると思われる⁷⁸⁾。

第二に、実務的な利便性に関する課題として、㉗トップ・アップ・オプションを利用できるだけの授権枠が実際に存在するかという問題がある。公開会社における4倍規制(会社法113条3項)を踏まえると、発行可能株式総数の残り枠(授権枠)が最大限に存在している場合でも、少なくとも対象会社株式を60%以上保有していなければ、トップ・アップ・オプションの目的を達成することができない⁷⁹⁾。議決権割合を増やすためには、分子を増やすことが必要であるが、トップ・アップ・オプションを利用すると、分母も増えるから、議決権割合を劇的に増加させることは難しい。議決権割合を1%増加させるためには、10%の発行が必要である⁸⁰⁾。

また、㉘株式の発行に伴う登録免許税の負担もある。会社の資本金が増加するため、その増加額の0.7%の登録免許税を納付しなければならない⁸¹⁾。実務上の負担は大きいであろう。日本法のもとでは多額の登録免許税を負担し

73) 石綿ほか・前掲注(72)3頁。

74) 石綿ほか・前掲注(72)3-4頁(少数株主に生じるかもしれない不利益の程度が許容できないものであるとは考えにくい)、松中・前掲注(63)147-148頁(公開買付価格への影響について一定の対処が可能であれば、懸念は払拭されて利用が正当化される。事前の差止めと事後の取締役の対第三者責任によって、対価が下がった分を争うことは一応は可能ではある)。

75) 石綿ほか・前掲注(72)4-5頁。

76) 石綿ほか・前掲注(72)5-6頁(トップ・アップ・オプションの利用にあたっては、その行使後、速やかに株式売渡請求を行うことを決定し、公表することが望ましい)。

77) 石綿ほか・前掲注(72)6-7頁(対象会社の1株あたりの経済的価値の希釈という不利益が生じないように考慮することが必要であり、現金の払込を伴わない方法(相殺方式[noteによる払込を行い、払込請求権と別に約定する金銭消費貸借による支払請求権を相殺]など)では金銭債権の目的が確実に実現されることを担保するための措置を講じることなどが考えられる)。

78) 本文で掲げた課題について、金融商品取引法研究会編・前掲注(30)25-35頁における討議も参照。

79) 石綿ほか・前掲注(63)8頁。

80) 松中・前掲注(63)142頁。

81) 石綿ほか・前掲注(63)11頁注(24)。

てまでトップ・アップ・オプションによって株式売渡請求を利用するまでのメリットはないことが多いとされている⁸²⁾。

とすると、トップ・アップ・オプションよりも、買収者による市場での買い増し、対象会社による自己株式の取得などの方法が、90%基準を満たそうとするならば、簡便であるのかもしれない。

いずれにせよ、トップ・アップ・オプションには、このように実務的な利便性（②）について障害があるため、適法性の検討（①）は若干の時間的な余裕があるとも思われ、今後の議論の深化を待ちたい。

VI. 結語

これまで述べてきたように、平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウトの状況は、実務的に定着しつつある部分も少なくないものの、残された課題も存在している。

例えば、最高裁平成28年7月1日決定（金融・商事判例1497号7頁）との関係では、「買収者との交渉過程や対象会社の意思決定の過程が重要となり、これらについてより詳細な審査が行われる」⁸³⁾ になると思われ、構造的な利益相反のある二段階買収において、手続が公正と評価することができるための条件を具体化することが求められよう。

また、残された規制の非対称を、どの程度まで解消すべきであるのか、解消するのであればどのような方法によるべきか、といった点が、今後も検討される必要があると思われる。

82) 小島・前掲注（7）156頁。

83) 松中学「JCOM 最高裁決定と構造的な利益相反のある二段階買収における『公正な価格』」商事法務2114号11頁（2016年）。

金融商品取引法制に関する諸問題(下)

平成30年10月30日

定価（本体2,000円＋税）

編集 金融商品取引法研究会

発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所

東京都中央区日本橋茅場町 1 - 5 - 8

東京証券会館内 〒103-0025

電話 03(3669)0737 代表

URL : <http://www.jsri.or.jp>

印刷所 昭和情報プロセス株式会社

東京都港区三田 5 -14- 3 〒108-0073

ISBN978-4-89032-056-1 C3032 ¥2000E