

「会社法制見直しに関する中間試案」と 上場会社規律

——「公開会社法」を巡る論点との関係について——

横 山 淳

要 旨

2011年12月、法務省法制審議会会社法制部会は、現行の会社法の改正に向けて、「会社法制の見直しに関する中間試案」（以下、「中間試案」）をとりまとめた。「中間試案」の内容は、あくまでも会社法の枠内での見直しであって、上場会社等に高度の規律を求める、あるいは会社法と金融商品取引法の「交錯」を調整するという、いわゆる公開会社法の実現を目指すものではない。もっとも、個別事項レベルで見ると、上場会社やそれに類する会社に対する独自の規律づけを行うという意味で、公開会社法的な性格を有する事項も少数ではあるが指摘できる。有価証券報告書の提出義務会社に社外取締役の選任を義務付ける、公開買付け義務に違反した買付者の議決権差止請求を他の株主に認めるといった提案がこれに該当する。

もっとも、会社法と金融商品取引法とが「交錯」する分野は、これらに限られるものではない。上場会社に対する市場規律を徹底する観点からは、開示規制、ファイナンス規制、M&A 規制など多岐にわたる分野において、会社法、金融商品取引法の両面から更なるアプローチが求められよう。

なお、上場会社に対する規律付けとしてソフト・ローの役割に期待する声が大い。筆者もこれを否定するものではないが、ソフト・ローを積極的に活用するためには、マーケットがその自浄作用を適切に機能させることができるような環境を整備することが前提となるものと考えている。

目 次

I はじめに	止め
II 「公開会社法」という考え方	3. 反対株主の株式買取請求権と振替口座
III 上場会社規律としてみた「中間試案」	IV 上場会社規律として残された主な課題
1. 社外取締役の選任の義務付け	1. 財務諸表と計算書類の一本化（開示制度）
2. 公開買付け義務に違反した買付者の議決権差	2. ファイナンス規制

3. 金融商品取引法違反行為の会社法上の効力—
大量保有報告書、委任状勧誘規制など—

4. 親子上場と子会社少数株主保護
V まとめ

I はじめに

2011年12月、法務省法制審議会会社法制部会は、現行の会社法の改正に向けて、「会社法制の見直しに関する中間試案」(以下、「中間試案」)をとりまとめ、公表した。併せて、法務省民事局参事官室は、「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」(以下、「補足説明」)を公表し、部会における審議を踏まえて「中間試案」に掲げられた項目について、その趣旨等の説明を行っている。

法制審議会における議論の出発点となった2010年2月24日の法務大臣(当時)の諮問(諮問第91号)を受けて、「中間試案」で取り上げられている事項は、大きく「企業統治の在り方」と「親子会社に関する規律」の二つの項目に分類されている(図表1)。ただし、その内容を見ると、厳密な意味で「企業統治」や「親子会社に関する規律」のみの問題とは考えにくい事項も含まれている。例えば、「企業統治」に含まれている「支配株主の異動を伴う第三者割当てによる募集株式の発行等」は、株主総会の決議事項という観点からは「企業統治」の側面も認められるが、実態としては「ファイナンス(手続)」の問題と見ることもできよう。また、「親子会社に関する規律」に含まれている「組織再編における株式買取請求等」、「組織再編等の差止請求」などは、「親子会社」に限らない「M&A」全般に影響を及ぼす事項だと考えられる。

ところで、法務大臣諮問の前年(2009年)に

政権(厳密には、民主党、社会民主党、国民新党の連立政権)を発足させた民主党が掲げている政策(「民主党政策集 INDEX2009」)の一つには「公開会社法の制定」が盛り込まれていた。そのため、当初、今回の会社法制部会では、上場会社に適用される会社法の特別法、いわゆる「公開会社法」が議論されるのではないかとの見方もあった。しかし、実際には、法務大臣諮問の中には「公開会社法」や「上場会社に対する規律」といった事項は特に盛り込まれておらず、「中間試案」も特にこの問題を正面から取り上げてはいない。その意味では、「中間試案」が想定しているのは、あくまでも会社法の枠内での見直しであって、いわゆる公開会社法の実現を目指すものではないと評価できるだろう。

もっとも、個別事項レベルで見ると、上場会社やそれに類する会社に対する独自の規律づけを行うという意味で「公開会社法」的な性格を有するとも見ることができるとも少数ではあるが指摘できる。本稿では、こうした「上場会社に対する規律付け」という観点から、「中間試案」のうち、上場会社やそれに類する会社を対象とする事項が、どのように位置づけられるのかを検討したい。また、「上場会社に対する規律」という観点から「中間試案」では取り上げられていない残された課題を概観し、今後の「上場会社に対する規律付け」の進むべき方向性も考えてみたい。

図表1 「会社法制の見直しに関する中間試案」に盛り込まれた事項

- 第1部 企業統治の在り方
 - 第1 取締役会の監督機能
 - 1 社外取締役の選任の義務付け
 - 2 監査・監督委員会設置会社制度
 - 3 社外取締役及び社外監査役に関する規律
 - 第2 監査役の監査機能
 - 1 会計監査人の選解任等に関する議案等及び報酬等の決定
 - 2 監査の実効性を確保するための仕組み
 - 第3 資金調達の場合における企業統治の在り方
 - 1 支配株主の異動を伴う第三者割当てによる募集株式の発行等
 - 2 株式の併合
 - 3 仮装払込みによる募集株式の発行等
 - 4 新株予約権無償割当てに関する割当通知
- 第2部 親子会社に関する規律
 - 第1 親会社株主の保護
 - 1 多重代表訴訟
 - 2 親会社による子会社の株式等の譲渡
 - 第2 子会社少数株主の保護
 - 1 親会社等の責任
 - 2 情報開示の充実
 - 第3 キャッシュ・アウト
 - 1 特別支配株主による株式売渡請求等
 - 2 全部取得条項付種類株式の取得に関する規律
 - 3 その他の事項
 - 第4 組織再編における株式買取請求等
 - 1 買取口座の創設
 - 2 株式買取請求に係る株式等に係る価格決定前の支払制度
 - 3 簡易組織再編等における株式買取請求
 - 第5 組織再編等の差止請求
 - 第6 会社分割等における債権者の保護
 - 1 許害的な会社分割における債権者の保護
 - 2 不法行為債権者の保護
- 第3部 その他
 - 第1 金融商品取引法上の規制に違反した者による議決権行使の差止請求
 - 第2 株主名簿等の閲覧等の請求の拒絶事由
 - 第3 その他
 - 1 募集株式が譲渡制限株式会社である場合等の総数引受契約
 - 2 監査役の監査の範囲に関する登記
 - 3 いわゆる人的分割における準備金の計上
 - 4 発行可能株式総数に関する規律

〔出所〕「中間試案」

Ⅱ 「公開会社法」という考え方

会社法上、「公開会社」とは、定款による譲渡制限を課していない株式を発行している株式会社と定義されている（会社法2条5号）。しかし、いわゆる「公開会社法」と呼ばれる考え方が想定しているのは、会社法上の「公開会社」ではなく、上場会社やそれに準じる会社に対する規律である。即ち、上場会社やそれに準じる会社は、それ以外の会社と比較して、より高度な規律が求められるとして、一般的な株式会社に対する規制を定めた会社法よりも、更に高度な規範を定めるのが「公開会社法」だという説明がなされることが多い。

また、別の切り口からの説明として、上場会社やそれに準じる会社に対しては、株式会社に関する仕組み法である会社法のほかにも、その発行する有価証券が市場で流通することから金融商品取引法の規律にも服さなければならない。この会社法による規律と金融商品取引法による規律の間に不整合や空白が生じる場合があり、これらを整合させたり、空白を埋めたりする必要がある。そのための法制を「公開会社法」と呼ぶ場合もある。

こうした「公開会社法」という考え方が、広く認知されるようになったのは、現行会社法の制定が一つの契機となったものと考えられる。2006年5月1日に施行された現行の会社法は、最低資本金制度の廃止（資本金1円で株式会社を設立可能）、合併等対価の柔軟化（いわゆる三角合併などの解禁）、会社の機関設計の自由化（一定の要件の下では取締役1名のみという機関構成も可能）、定款自治の範囲の拡大（一定の要件の下では剰余金の配当等の決定権限を

株主総会から排除可能など）といった大幅な改正が盛り込まれた。その結果、多様な株式会社の設立・運営が可能となり、ベンチャーなどの立ち上げが容易になったとされている。しかし、同時に「会社法が有限会社法になって、マーケットを意識しない会社法になりすぎた¹⁾」ことから、上場会社等への規律付けとしての不十分さや不整合さが、強く意識されるようになったものと考えられる。

もっとも、こうした上場会社に対する特別な規律付け（あるいは会社法規律と金融商品取引法規律の統合・整合など）としての「公開会社法」について、その考え方の基礎、進めるべき方向性、最終的な姿などは、論者によって多様である。

「公開会社法」について、先駆的な役割を果たされたのは、上村達男早稲田大学教授であろう。上村教授は、「株式会社は最大級の証券市場にも対応できる仕組みを内包する企業形態である点に最大の特徴を有する」ことから、「公正な証券市場の存在がまずは不可欠な条件である」ということを基礎として、証券市場を活用（対峙）する株式会社は「対市場責任を果たさなければならない」と論じられる²⁾。この考え方に基づけば、株式会社に対する規律付けは、株主を中心とした契約関係で説明されるものではなく、不特定多数の投資者に対する責任として説明されるべきものと帰結される³⁾。これをわが国における現行の法制に当てはめれば、「金商法（筆者注：金融商品取引法のこと）が実現しようとする法目的である資本市場の機能の確保や公正な価格形成の確保を会社法理の中に生かすための議論が公開会社法の議論である⁴⁾」という整理になるだろう。

こうした上村教授の考え方を踏まえた、具体

的な会社法と金融商品取引法の統合・整合への試みとしては、上村教授自身が神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授と共に起草に参画し、2007年10月に一般社団法人日本取締役協会（以下、日本取締役協会）の金融資本市場委員会（委員長：池尾和人慶応大学教授）が公表した「公開会社法要綱案 第11案」（以下、「公開会社法要綱案」）がある。「公開会社法要綱案」は、「総則」、「ディスクロージャー・会計・監査」、「ガバナンス」、「企業グループ」の4章から構成され、情報開示、有価証券の発行、M&A、親子会社間の関係など多岐にわたる規定を定めている。

「公開会社法要綱案」は、基本姿勢として、「金融商品取引法が求める規制の水準を確実に遂行しうる会社組織等のあり方を示すことで、証券市場と一体の公開会社制度のあるべき姿を追求する」という方向性を示している。ただ、その対象は、「証券市場」に直接関係する上場会社だけではなく、「有価証券報告書提出会社」（金融商品取引法24条1項、図表2）をもターゲットとしている。確かに、流通市場としての「証券市場」という観点からは、発行する有価証券の募集・売出しにつき有価証券届出書を提出した会社や、単に株主数が多数であるという会社は、厳密には「証券市場を有する会社と同義ではない」（「公開会社法要綱案」）。しかし、「公募をした会社は発行市場に続く流通市場を觀念しうる会社であり、4号の外形基準適用会社も、株主数においてベンチャー企業向け市場における最低株主数を上回るものであるため、これらを公開会社法制の適用対象会社とすることは合理性がある」（同）との考え方に基き、上場会社よりも広い範囲を対象と定めている。このことは、狭義の株式の流通市場だけで

はなく、社債の発行市場（公募）なども含めた広い意味での「市場」を活用する会社に対する、資本市場を踏まえた規律付けを行うという理念が背景にあるものと考えられよう。

「公開会社法要綱案」に対しては、会社法と金融商品取引法の一体化に否定的な見解や、制定法（ハード・ロー）としての「公開会社法」制定に否定的な見解も存在する。しかし、これらの立場の論者の中にも、会社法と金融商品取引法の連携を図る必要性⁵⁾や、ソフト・ローを通じた上場会社に対する市場規律の必要性⁶⁾は肯定する見解なども存在する。これらの見解は、ルール化の形式（個別法の見直し、ソフト・ローの整備など）などに相違はあるものの、資本市場を踏まえた上場会社規律の必要性を認める点で、基本となる理念は共有しているものと考えられる。

これに対して、2009年以降、注目を浴びた民主党の「公開会社法」構想は、その制度設計理念が、かなり異なっているように思われる。2009年7月に民主党公開会社法プロジェクトチームがとりまとめた「公開会社法（仮称）制定に向けて」は、規律付けの対象を「株式を公開している会社」と位置づけた上で、その根拠を「会社にとって株式を公開することは、自己の行動原理を広く社会から募ることでもある。また、株式を公開している会社はそれだけ利害関係人も多く、社会に与える影響も大きい。株式を公開することを英語で「Go Public」ということから、単に株主に対してのみならず、取引先や従業員、地域などを含めた様々な利害関係者を考えた行動が期待されるのである」と説明している。

ここで示される「公開会社法（仮称）」の考え方には、「社会に与える影響」という視点か

図表2 有価証券報告書の提出義務

①金融商品取引所に上場されている有価証券（特定上場有価証券（注1）を除く）
②流通状況が①に準ずる者として政令で定める有価証券（注2）（流通状況が特定上場有価証券に準ずるものとして政令で定める有価証券（注3）を除く）
③募集・売出しにつき有価証券届出書・発行登録追補書類を提出した有価証券（前記①②を除く）（注4）
④その会社の発行する株券等で、最近5事業年度のいずれかの末日における所有者の数が1,000名（注5）以上であるもの（いわゆる外形基準）

（注1）金融商品取引所が取引参加者等に特定投資家等以外の者からの委託を受けて買付けを行うことを原則禁止する市場（特定取引所金融商品市場）のみに上場されている有価証券（金融商品取引法2条32、33項）。なお、これらの有価証券は、法定開示義務が免除される代わりに、「特定証券情報」、「発行者情報」の提供・公表義務が課されることとなる。

（注2）「店頭売買有価証券」が定められている（金融商品取引法施行令3条）。

（注3）「特定店頭売買有価証券」、即ち、認可金融商品取引業協会が開設するプロ向け（店頭）市場のみににおいて売買が行われる有価証券が定められている（金融商品取引法施行令3条の6第2項）。

（注4）特定投資家等取得有価証券一般勧誘を行ったことにより有価証券届出書を提出した場合も含むとしている。

（注5）特定投資家向け有価証券の場合は、1,000に次により計算した特定投資家の数を加えた数（金融商品取引法施行令3条の6第4項、企業内容等の開示に関する内閣府令15条の4）。

特定投資家の数 = 次の①～③を合計した数

①発行者の株主名簿等に記載された次の者（常に特定投資家と位置づけられる）の数

イ 適格機関投資家

ロ 国

ハ 日本銀行

②発行者の株主名簿等に記載された次の者（原則として特定投資家として位置づけられる）の数（ただし、その者が1以上の金融商品取引業者等に対し、有価証券に関する契約について「一般投資家」を選択していることを発行者が知っている者を除く）

イ 特別の法律により特別の設立行為をもって設立された法人

ロ 投資者保護基金

ハ 預金保険機構

ニ 農水産業協同組合貯金保険機構

ホ 保険契約者保護機構

ヘ 資産流動化法上の特定目的会社

ト 上場株券の発行会社（上場会社）

チ 取引の状況その他の事情から合理的に判断して資本金5億円以上と見込まれる株式会社

リ 金融商品取引業者又は特例業務届出者である法人

ヌ 外国法人

③前記①②以外の者（原則として一般投資家として位置づけられる）のうち、その者が1以上の金融商品取引業者等に対し、有価証券に関する契約について「特定投資家」を選択していることを発行者が知っている者の数

〔出所〕 大和総研資本市場調査部制度調査課作成

らの「単に株主に対してのみならず、取引先や従業員、地域などを含めた様々な利害関係者」に対する社会的責任という理念が色濃く出ている⁷⁾。これは「公開会社法要綱案」における市場を活用する会社に対する資本市場の規律付けという考え方とは明らかに異なるものである。

内容は、「情報開示」、「内部統制」、「企業集団」を3つの柱としているが、「内部統制」の一環として「監査役の一部を従業員代表から選

任する」という事項が盛り込まれていることに大きな特徴がある。もっとも、「社会的責任」という理念が背景にあると考えれば、「内部統制」に関する事項として「従業員代表」が取り上げられていることも、その当否はともかく、理解しやすいだろう。

もっとも、ここで想定されている「社会的責任」が何を意味しており、それが上場や公募といった資本市場の枠組みとどのような関係を有

しているのか（あるいはそもそも関係を有していないのか）は、必ずしも明確には示されていない。そのことから、全体の整合性や方向性が不明確であるとの批判があることは周知の通りである⁸⁾。

このように「公開会社法要綱案」と民主党の「公開会社法」構想には、同じ「公開会社法」であっても、その背景や理念には大きな違いがあるものと思われる。その一方で、その実質的内容を踏まえれば、「特に金商法と会社法の情報開示制度の統合を目指している点で共通しており、いわば「大きい公開会社法制」と呼ぶことができる」という、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⁹⁾の指摘もある。いわゆる「公開会社法制」を巡る議論について、松尾教授は、その実質的内容を踏まえて、「大きい公開会社法制」のほか、「基本的にそれぞれの伝統的な所掌事務の範囲内で、可能な対応を行っていく」という「小さい公開会社法制」¹⁰⁾、「小さい公開会社法制」を基本としつつ、「金商法と会社法の交錯」への対応を進める「中くらいの公開会社法制」があるとする。その上で、「金商法と会社法の両方において「交錯」の問題への対応が行われ、「中くらいの公開会社法制」が展開されることが望まれる」と提言されている¹⁰⁾。

確かに、現状の金融商品取引法と会社法の目的、機能、保護法益、分掌状況などを考えれば、一気に両者の完全な統合（例えば、情報開示制度（有価証券報告書と計算書類・事業報告）を図ることは困難であると考えられる。その意味では、可能なところから両者が「交錯」する部分の整合性をとっていくというアプローチにより、松尾教授の指摘する「中くらいの公開会社法制」を展開していくことが現実的

な方向性だと考えられる。

ともあれ、こうした公開会社構想を巡る議論の流れの中において、今回の中間試案は、従来の会社法の枠組みを超えるものではない点で、「大きい公開会社法制」、「中くらいの公開会社法制」と呼ぶことは難しいかもしれない。ただ、Ⅲで紹介するような事項について、「小さい公開会社法制」への試みを読み取ることは可能かもしれない。

Ⅲ 上場会社規律としてみた「中間試案」

1. 社外取締役の選任の義務付け

(1) 概要

「中間試案」は、株式会社における取締役会の監督機能の充実という観点から社外取締役の機能を活用するための方策として、「社外取締役の選任の義務付け」について、次の3論を併記している（第1部 第1 1）。

【A案】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。）において、一人以上の社外取締役の選任を義務付けるものとする。

【B案】金融商品取引法第24条第1項の規定により有価証券報告書を提出しなければならない株式会社において、一人以上の社外取締役の選任を義務付けるものとする。

【C案】現行法の規律を見直さないものとする。

〔出所〕「中間試案」

(2) いわゆる「公開会社法」との関係

上記3案のうち【C案】については、委員会設置会社を除き、社外取締役の選任は義務付けられないという現行法を維持するものであることから、ここでは取り上げない。

【A案】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。）」に対して、社外取締役（1名以上）の選任を義務付けるというものである。ここでいう「公開会社」とは、あくまでも会社法上の「公開会社」、即ち、譲渡制限のない株式を発行している会社のことであって、上場会社を意味するものではない。また、「大会社」とは、資本金5億円以上、又は負債総額200億円以上に該当する株式会社を意味する（会社法2条6号）。

以上を整理すると、【A案】は、株主構成の変動可能性やその規模を踏まえて、外形的には、監査役会の設置が会社法上強制される株式会社を対象に、新たな規律付けを導入しようというものだと見えるだろう¹¹⁾。

他方、【B案】は、金融商品取引法上、有価証券報告書の提出義務が課される株式会社（図表2）に対して、社外取締役（1名以上）の選任を義務付けるというものである。【B案】を【A案】と比較すると、【A案】は、株式の譲渡制限の有無から生じる株主構成の変動可能性という要素が認められるとはいえ、基本的には会社の規模に着目した規律付けであり、従来の会社法の枠を大きく逸脱するものではない。それに対して、【B案】は、金融商品取引法上の開示義務の有無、即ち、株式等が不特定多数の投資者の間で流通している状況に着目したものである点で、いわゆる市場規律としての機能、言い換えれば、公開会社法的性格を有するものと評価できるだろう。

従来の「公開会社法」の議論と比較しても【B案】は、それから大きく外れるものではない。前述の「公開会社法要綱案」も、有価証券報告書提出会社を対象に「金融商品取引法が求める規制の水準を確実に遂行しうる会社組織等のあり方を示す」という方向性を示していた。また、例えば、民主党や自民党の「公開会社法」構想においても、上場会社等に対して社外取締役の選任を義務付けることが主張されていた¹²⁾。【B案】をこうした「公開会社法構想」を巡る議論の流れの中に位置づけることは容易であろう。

【B案】が、有価証券報告書の提出義務を負う会社に対して、社外取締役の選任を義務付ける根拠について、「補足説明」は、上場や募集・売出しなどを行った会社は「不特定多数の株主が存在することから、株主による経営の監督が期待しづらく、社外取締役による監督の必要性が高くなる」ことを挙げている¹³⁾。

しかし、対象を上場会社や、株式について募集・売出しを行った会社に限定するのであればともかく、有価証券報告書の提出義務を負う会社全体が対象となる以上、「補足説明」の理由付けは、必ずしも十分ではないと考えられるだろう。有価証券報告書の提出義務を負う会社の中には、社債等を公募発行したことから法定開示義務が課されることとなり、株主自体は少数で、株式の流通もない会社も含まれるからである¹⁴⁾。その意味では、前述の「公開会社法要綱案」のように、市場を活用する会社に対する「証券市場」の規律付けという説明を行う方が説得的であると考えられる。この場合、発行市場、流通市場を含む広い意味での市場を活用する会社は、「証券市場」及びその背後にいる「投資者」に対する責任として、社外取締役を

活用した取締役会の監督機能の充実を図る必要があるという説明が考えられるだろう¹⁵⁾。

なお、「補足説明」は、社外取締役に期待される機能として、次のものを掲げている。

①経営全般の監督機能

(a)取締役会における重要事項の決定に関して議決権を行使すること等を通じて経営全般を監督する機能

(b)経営全般の評価に基づき、取締役会における経営者の選定・解職の決定に関して議決権を行使すること等を通じて経営者を監督する機能（経営評価機能）

②利益相反の監督機能

(a)株式会社と経営者との利益相反を監督する機能

(b)株式会社と経営者以外の利害関係者との間の利益相反を監督する機能

これらの機能は、前述のような「証券市場」及びその背後にいる「投資者」に対する責任の観点からも、理論付けることは可能であると考えられる。

(3) 予想される効果

(i) 社外取締役人材の確保

それでは、仮に【B案】が採用された場合、上場会社に対する規律付けとして、どのような効果が期待できるのであろうか。

まず、単純に考えて、現時点で社外取締役が存在しない上場会社は、新たに1名以上の社外取締役を選任しなければならなくなる。言い換えれば、上場会社のうち社外取締役の存在しない会社の数だけ、理論上は、社外取締役が必要になる。

東京証券取引所（以下、東証）の「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2011」によれば、2010年9月10日現在において、東証上場2,294社中2,243社が監査役設置会社であり、そのうち47.6%が社外取締役に自発的に選任しているとしている。言い換えれば、仮に【B案】が採用された場合、東証上場の監査役設置会社の半数以上が新たに社外取締役に選任しなければならなくなり、その数はのべ1,000人以上という計算となる。

加えて、「中間試案」では、社外性要件の見直しも盛り込まれている（両論併記）。仮に社外性要件を厳格化する案が採用されれば、親会社関係者と、（役職員の）近親者について「社外性」が認められなくなる。更に、いわゆる兄弟会社の関係者、重要な取引先についても、社外取締役・社外監査役から排除することを検討している。これら全てが実施された場合、社外性要件は大幅に強化される。その結果、現行法の下では社外取締役と位置づけられている者の中にも、社外取締役と認められなくなる者が出てくることから、新たに必要とされる社外取締役人材の数はさらに増加することも考えられる。当面は、この社外取締役人材をどう確保するかが課題となると考えられている¹⁶⁾。

もっとも、社外取締役人材の不足という議論は、社外取締役の機能に過度な期待をかけていることが原因だとも思われる。つまり、社外取締役に、「経営全般の監督機能」や「利益相反の監督機能」に加えて、「高度な経営助言」をも期待するため、その会社の経営や事業に精通しており、かつ、独立性があるという、異なる要素を同時に満たす人物を求めることとなり、人材確保が難しくなるということである。前述

の上場会社の社外取締役に期待される役割、特に、前記②(利益相反の監督機能)を重視すれば、必ずしもその会社の経営や事業に精通している人物である必要はないはずである。従って、独立性を重視した、より広いユニバースから社外取締役を得ればよいのであり、人材難という主張は根拠がないとも考えられよう¹⁷⁾。

筆者も、理念的には、この考え方を妥当と考える。しかし、これに対して企業の現場からは、「コストをかけてせっかく招聘した社外取締役なのだから、より具体的な経営や事業についても有益な助言をしてもらいたい」との声があることも事実だろう。「経営全般の監督機能」と「利益相反の監督機能」は、社外取締役に最低限、要求される機能であって、企業はその経営判断に基づいて、その他の追加的な機能(助言機能など)を社外取締役に期待することは当然であるとの立場に立てば、こうした企業の現場の声も、理由のあるものといえるだろう。

ただ、社外取締役に多様な機能を期待することは、社外取締役の人数が少数である現状の下では、適任者の選定をなおさら難しくしている面があるだろう。仮に、取締役会の中に比較的多くの社外取締役が存在するのであれば、多様な機能・役割を複数の社外取締役が分担することも考えられる。しかし、例えば、社外取締役が1名しかおらず、その1名の社外取締役が取締役に存在していること自体に、牽制効果などを通じたガバナンス上の効果を認めるというのであれば(後述(ii)も参照)、そのたった1名の社外取締役が多様な機能・役割の全てを担うことを期待されることになってしまう。

この理念と現実のギャップは、逆説的だが、将来において上場会社の取締役会は過半数が社外(独立)取締役だというのが常態となれば解

消するようにも思われる。しかし、それまでは、社外取締役の人材問題は、わが国の上場会社の現場においては大きな課題として残るかもしれない。

なお、「中間試案」で新たに導入される監査・監督委員会設置会社制度(図表3)に監査役設置会社から移行すれば、当面、問題は解消するとの指摘についても言及しておきたい。確かに、上場規則を通じて、東証上場会社は、委員会設置会社を採用しない限り、監査役会を設置することが義務付けられている(東証有価証券上場規程437条2号)。監査役会が設置されている以上、少なくとも社外監査役は2名以上選任されているはずである(会社法335条3項)。その意味では、監査・監督委員会設置会社移行により、従来の社外監査役がそのまま社外取締役に横滑りすれば、社外取締役の選任義務を満たすことが可能であるとも考えられる。ただ、こうした社外監査役の社外取締役への横滑りで新たな要件を形式的に満足できるという主張は、コーポレート・ガバナンスや監督機能の実効性の観点からは、明らかに後ろ向きだといわざるを得ない。

(ii) ガバナンスの実効性

次に、有価証券報告書の提出義務会社に対して、社外取締役選任が義務付けられた場合、「中間試案」が想定するような「取締役会の監督機能の充実」が実効性をもって期待できるかという論点がある。

まず、この論点を巡っては、わが国の会社法が定める社外性要件は不十分である以上、単に社外取締役を義務付けたのみではガバナンスの実効性向上を期待できないのではないかとの批判が考えられる¹⁸⁾。ただ、この点については前記(i)で紹介したように、「中間試案」は、社外

図表3 監査・監督委員会設置会社の概略

<p>【監査・監督委員会設置会社の機関設計】</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇定款に基づいて、監査・監督委員会を設置する。 ◇取締役会、会計監査人を設置しなければならない。 ◇監査役、指名委員会、報酬委員会、監査委員会、執行役を置かない。 ◇取締役会の決議によって、重要な財産の処分及び譲受け、多額の借財についての決定を取締役に委任可能（いわゆる特別取締役による決議と類似の取扱い）。
<p>【監査・監督委員会の構成・機能等】</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇3人の委員（いずれも取締役）によって構成される。 ◇監査・監督委員は、その会社又は子会社の業務執行取締役、支配人その他の使用人などを兼務してはならない。 ◇委員の過半数は、社外取締役である。 ◇監査・監督委員会は、委員会設置会社の監査委員会が有する権限と同様の権限を有する（例えば、委員会による監査は適法性監査のみならず妥当性監査にも及ぶと解されるなど）。
<p>【監査・監督委員の選任・権限等】</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇監査・監督委員である取締役は、その他の取締役とは別に、株主総会決議によって選任する（総会選任型）。また、（監査・監督委員である取締役の）選任議案について、監査・監督委員会は、同意権を有する。 ◇監査・監督委員である取締役の任期は2年（その他の取締役の任期は1年）である。 ◇監査・監督委員である取締役の報酬等は、その他の取締役の報酬等とは別に、定款又は株主総会決議によって定める。 ◇監査・監督委員は、委員会設置会社の監査委員が有する権限と同様の権限を有する（例えば、委員は取締役の一人として取締役会決議に参加する（賛否の一票を投じる）ことができるなど）。
<p>【監査役（会）設置会社との違い】</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇監査役、監査役会が設置されない。 ◇監査権限は、適法性監査だけではなく、妥当性監査まで及ぶものと考えられる。
<p>【委員会設置会社との違い】</p> <ul style="list-style-type: none"> ◇指名委員会、報酬委員会、執行役が設置されない。 ◇監査委員会と同様の権限を有する監査・監督委員会が設置されるが、その委員の選任方法などが異なる。 ◇いわゆる業務執行取締役が、業務を執行する（執行役は設置されない）。

〔出所〕「中間試案」を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

性要件を厳格化することも検討している。今後の検討状況次第ではあるが、仮にこれらの一連の見直しが実現すれば、この問題は、一定程度、解消されるものと考えられる。

そのほか、社外取締役（候補）が選定されるプロセスを重視する見解、例えば、「社外取締役の選任についての代表取締役らの影響力を低減させるような制度設計」が必要だとする指摘もある¹⁹⁾。確かに、社外性（独立性）の要件や、後述する義務付けられる社外取締役の人数の問題だけではなく、どのようなプロセスに

よって社外取締役（候補）が選定されるのかも、その監督機能の実効性に大きな影響を及ぼし得るものと考えられる。もちろん、社外取締役の選任自体には、会社法上、株主総会決議が必要であり（会社法329条）、その意味では、株主による審査を経ているということも、理論上、可能であろう。しかし、現実には、限られた情報と時間²⁰⁾の中で、賛否の判断を下さなければならない上場会社の株主（あるいは株主総会）に、候補として提案された人物が、真に社外取締役として期待された役割を果たすことが

できるか否かを適切に審査することを求めるのは現実的ではない。その意味でも、株主総会に提案される社外取締役候補の選任プロセスは、制度の実効性を見る上で、極めて重要な要素だと考えられる。

この点について、「中間試案」の【B案】は、例えば、委員会設置会社の指名委員会に見られるような制度上の枠組みを設けてはいない。従って、適切な社外取締役候補が選定されるための制度上の担保が不十分との批判があり得るだろう。これに対して、【B案】の下では、社外取締役候補を選定する取締役会においても、最低1名の社外取締役が議論、採決に参加することから、制度的にも一定の牽制効果等が確保されているとの反論が考えられる。もっとも、この反論に対しては、次に論じるように、わずか1名の社外取締役に大きな期待をかけることができるのかとの再反論が考えられよう。

【B案】の下でも義務付けられる社外取締役の人数はわずか1名のみである点を、ガバナンスの実効性の観点から問題視する指摘は多い。前述の東証の「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2011」によれば、取締役の員数(委員会設置会社も含む)は、平均8.35名である。そこに1名の社外取締役を加えたところで、取締役会の構成に劇的な変化をもたらすとは考えにくい。特に、「補足説明」が期待するような「経営全般の監督機能」や「利益相反の監督機能」という観点に立てば、たった1名の社外取締役に大きな期待をかけることは難しいと考えざるを得ない。そのため、社外取締役「1名以上」を義務付けるという「中間試案」の提案に対しては、その姿勢は評価しつつも、たった1人で監督機能の実効は上がるのか、という批判が多数の論者から寄せられている。具

体的には、社外取締役の監督機能が適切にワークするためには、「少なくとも複数(即ち、二人以上)」²¹⁾、「少なくとも3名の真に独立した社外取締役が必要」²²⁾、「取締役の過半数とすべき」²³⁾などの指摘がある。

他方、これらの指摘にも理解を示した上で、既に社外監査役が最低2名選任されていること(社外取締役が孤立するおそれは少ないこと)、1名のみであっても社外取締役の異議、反対等の影響は大きいことなどを理由に、「社外者の選定、人材の確保といった会社の負担を考慮し、まずは1名以上(最低1名を選定すればよい)とすべき」²⁴⁾と「中間試案」のアプローチを支持する見解もある。

理念的には、監督機能の実効性をもって働くことを制度面で担保するためには、社外取締役が1名では足りないという指摘は正鵠を射たものと考えられる。その反面、現実を踏まえれば、社外取締役1名だけの選任でも一定の牽制効果等が期待でき、現状よりは一步前進との評価も理解できる。その意味では、「中間試案」のアプローチに対する評価は、論者が理念と現実のどちらに重きを置くかを反映したものと見ることができよう。なお、筆者は、法律上の義務は1名以上とした上で、取引所規則などを通じて複数(あるいは過半数)の社外取締役選任を義務付けるというハード・ローとソフト・ローの連携を図ることで、理念と現実の調整を図る余地があるのではないかと考えている。

2. 公開買付け義務に違反した買付者の議決権差止め

(1) 概要

「中間試案」は、「金融商品取引法上の規制に違反した者による議決権行使の差止請求」として、公開買付け義務に違反した買付者（買収者）による議決権行使を差し止める制度を導入することとしている（第3部 第1）。具体的には、次の①又は②の金融商品取引法上の規制に違反した場合において、その違反する事実が重大であるときは、その会社の他の株主は、買付者に対して株主総会における議決権の行使をやめることを請求できるものとしている。

- ① 公開買付けを強制する規制のうち株券等所有割合が3分の1を超えることとなるような株券等の買付け等に関するもの
- ② 公開買付者に全部買付義務（応募株券等の全部について買付け等に係る受渡しその他の決済を行う義務）を課す規制

上記①は、いわゆる「3分の1ルール」と呼ばれる規制のほか（金融商品取引法27条の2第1項2号）、いわゆる立会外取引による株券等所有割合1/3超の取得（同3号）、いわゆる市場内外の取引を組み合わせた急速な買付け等（同4号）、他者の公開買付期間中における大規模買付け（同5号）などの違反も対象としている。

上記②は、あらかじめ公開買付開始公告及び公開買付届出書において、公開買付けへの応募株券等の数が一定の数に満たない場合は応募株券等の全部を買付けない、あるいは応募株券

等の数が一定の数を超える場合は、その超える部分の全部又は一部を買付けないといった条件を付した場合などを除き、公開買付けに応募のあった全ての株券等について買付け等に係る受渡しその他の決済を行うことを義務付ける規制（金融商品取引法27条の13第4項）の違反を想定したものである。なお、一般に「全部買付義務」と呼ばれる規制（株券等所有割合が2/3以上となる場合は、部分買付けを認めないという規制、金融商品取引法27条の2第5項など）については、「中間試案」では「強制的全部勧誘義務」と呼び、その（注）において違反者に対する議決権差止請求の対象とするか否かについて、「なお検討する」こととされている。

(2) いわゆる「公開会社法」との関係

「金融商品取引法上の規制に違反した者による議決権行使の差止請求」は、前記の「社外取締役の選任の義務付け」の【B案】と共に「中間試案」の中で「公開会社法」的性格を有する数少ない事項の一つである。もっとも「社外取締役の選任の義務付け」は、複数の案の一つであるのに対して、「金融商品取引法上の規制に違反した者による議決権行使の差止請求」は、両論併記とされていない点で、「公開会社法」的性格をより明確に読み取ることができるだろう。

制度の趣旨について「補足説明」は、「会社支配の公正さを確保する観点から、金融商品取引法上の規制に違反して取得・保有等がされた株式について、議決権行使を認めないものとするための仕組みを設ける」と説明している。金融商品取引法上の一定の規制違反行為については、会社法上の効力も否定することを検討すべきだとの考え方は、以前から、多数の論

者によって主張されていたことであつた²⁵⁾。事実、前述の「公開会社法要綱案」でも「公開会社法上、金融商品取引法違反を構成する会社の行為の効力は原則として無効とする」(2.15)との規定を設けている。「中間試案」の提案を、こうした「公開会社法構想」を巡る議論の流れの中に位置づけることは容易だろう。

(3) 予想される効果

「補足説明」によれば、この問題を巡る会社法制部会の議論は、「金融商品取引法上の規制違反に対する制裁は、課徴金等現行法上の制度によるもので十分であるとの指摘や、株式会社の経営者がそのような仕組みを適切に利用するインセンティブを有するといえるか疑問があるとの指摘もされているが、上記のような仕組みを設けること自体については、賛成する意見の方が有力である」とのことである。また、実務家からも、「賛成」あるいは「趣旨は理解」といった評価があるようだ²⁶⁾。

確かに、こうした規制が設けられることによって、事後的な差止請求の申立てによる混乱に対する恐れから、大規模な株式の移動について、公開買付け規制を潜脱しようというインセンティブを封じる効果を期待することができる。特に、買収者以外の株主に差止請求権の行使が認められることから、買収者と経営者が共謀して公開買付け規制を潜脱するようなケースについても有効に機能することが期待できる。

もっとも、発行会社自身による差止請求権の行使については認められておらず、「なお検討」とされている点については疑問の余地がある。その趣旨について「補足説明」は、「敵対的買収等の支配権争いの場面において、株式会社を

代表する経営者が差止請求権を適切に利用するインセンティブを有するといえるか疑問があるとの指摘」があつたと説明している。しかし、「敵対的買収等の支配権争いの場面」における保身的な請求権の行使を想定するのであれば、仮に発行会社自身による差止請求を封じたとしても、経営者の意を受けて行動する「与党株主」を通じた差止請求の可能性は残っている。極論すれば、このような事態を想定した、いわゆる安定株主工作や株式持合い工作などが展開される危険性すらあるだろう。

逆に、公開買付け規制適用の中心となる上場会社を想定した場合、市場規律違反や株主利益の侵害を是正・治癒させる役割を個々の株主に負わせることには無理がある。つまり、個々の株主が買収者に対して差止請求を申し立てて、それが認められたとしても、その効果は買収者の取得・保有等する株式について議決権行使ができなくなるだけである。いうまでもなく市場規律違反や株主利益侵害状態を是正・治癒させるためには、公開買付け規制に違反した買収者に対して、適正な価格での公開買付けを改めて実施させるか、違法に買い集めた株式を処分させるかのいずれかを迫る必要がある。しかし、議決権行使の差止めのみでは、直ちに、これらの行動を買収者にとらせる強制力はない。また、事態を打開するために、買収者との交渉が必要になると考えられるが、上場会社の個々の株主にその役割を期待することは、通常、困難である。そのため、最悪の場合には、いわゆるデッド・ロック状態に陥る危険性がある。実務から、制度の趣旨には理解を示しつつも「制度設計やその運用如何によっては、株主総会の安定的な運営を阻害する等、実務に混乱を来すことになる」²⁷⁾との声が出ていることは、

こうした事情を反映したものと考えられる。

その他にも、複数の投資者が共謀して公開買付け規制の潜脱を行うケースなど個々の株主では、その事実を知ることすら難しい場合もあるだろう。

こうした問題について、法曹界から「対象が重大な違反に限定されていることから会社による申立てを認めることによる弊害も限定的である」²⁸⁾との考え方が示されていることは示唆的であると思われる。議決権行使を差し止めた後の事態の収拾までも視野に入れるのであれば、株主だけではなく会社にも差し止請求権を認めることが、上場会社を前提とする限り、望ましいものと筆者は考える。なお、蛇足ながら、公開買付け義務違反行為について、(個々の株主利益保護の側面よりも)市場規律違反の側面を強調する立場に立つのであれば²⁹⁾、理念的には、市場機能確保や公正な価格形成の観点から、金融規制当局(金融庁、証券取引等監視委員会)にも差し止請求権を付与するという考え方も成り立ち得るだろう³⁰⁾。もっとも、このケースでは、金融商品取引法192条に基づく裁判所命令により、違法な買付行為そのものを禁止、停止すべきとの反論もあり得るだろう。

3. 反対株主の株式買取請求権と振替口座

(1) 概要

「中間試案」は、振替株式の発行会社が消滅会社等又は存続会社等となる組織再編において、これらの会社が、反対株主の株式買取請求に備えた「買取口座」を開設することを求める買取口座制度を創設することとしている(第2部 第4 1)。この制度は、要するに、反対

株主が株式買取請求を行った場合に、その株式を一時的に管理するための「買取口座」を設けるということである。この「買取口座」で管理された株式については、株式買取請求の帰趨が確定するまでは、反対株主は勝手にこれを売却できないこととなる。

制度創設の趣旨について「補足説明」は、会社法上、反対株主が株式買取請求を一旦行えば、会社が承諾しない限り、これを撤回できないという規制が設けられていることを受けて(会社法785条6項など)、「株式買取請求の撤回の制限をより実効化するため」と説明している。より具体的には、次のような実態があることを踏まえて、会社法の定める規制の実効性を高めようということである。

このような株式買取請求の撤回の制限は、平成17年の会社法の制定の際、株式買取請求権の濫用(たとえば、市場価格のある株式について、とりあえず株式買取請求をし、その後の株価の動向等をみながら、市場で売却した方が有利な状況であれば当該請求を撤回して当該株式を市場で売却するなどして、投機的に株式買取請求をすること。)を防ぐため、新たに設けられたものである。しかし、株式買取請求の撤回の制限が設けられた後であっても、反対株主は、株式買取請求に係る株式を市場で売却することにより、事実上、会社の承諾を得ることなく株式買取請求を撤回することが可能となっているとの指摘がされている。

[出所]「補足説明」pp48-49。

つまり、あたかも反対株主の株式買取請求権を、プット・オプションの一種ととらえて、市

場での株価変動をにらみながら機会主義的な行動をとる株主を「株式買取請求権の濫用」とした上で、「株式買取請求の撤回の制限」という会社法規律を、こうした株主権の濫用行為を防止する制度と位置づけている。ところが、上場会社株式については市場で自由に売買できることから、容易に会社法規律を回避できてしまう。即ち、株式買取請求の対象となっている株式を、別途、市場で売却してしまえば、そもそも請求の撤回手続を踏むことなく、請求自体の意味を失わせることが可能である。こうした問題を踏まえ、会社法の規律を徹底するため、株主が株式買取請求を行う以上、その請求の対象となっている株式を勝手に市場で売却できないように「ロックする」制度を設けるということであろう。

(2) いわゆる「公開会社法」との関係

「中間試案」が買取口座制度の対象としているのは、「社債、株式等の振替に関する法律」に基づく振替株式の発行会社、即ち、株券電子化の対象会社である。現時点では、これは、原則、上場会社を意味している（証券保管振替機構「株式等の振替に関する業務規程」6条³¹⁾。従って、買取口座制度は、正に上場会社における反対株主の買取請求権に対する規律付けそのものであるということができよう。

その意味で、形の上では、従来の公開会社法構想ではほとんど見られなかった、株券電子化という切り口による独自の上場会社規律と見ることも可能かもしれない。しかし、その理念においては、市場性を踏まえて会社法の規律を見直すのではなく、逆に、会社法の規律に合わせるために市場性を封じるという、公開会社法制の理念とは真逆の方向性を持っているように

も思われる。従って、この制度を上場会社規律（あるいは公開会社法制）として位置づけることには無理があり、事実、公開会社法と結びつける議論は、ほとんど聞かれない。

もっとも、別の側面から見れば、反対株主の株式買取請求制度は、公開会社法的観点から見直す余地のある事項であるようにも思われる。

即ち、閉鎖会社であれば、株式買取請求権には、反対株主が会社から離脱（エグジット）する機会を確保するという重要な機能があるものと考えられる³²⁾。しかし、上場会社の株主にとっては、会社から離脱したい場合には市場で株式を売却すればよいのであって、株式買取請求権について、閉鎖会社におけるような離脱機会の確保という機能は、基本的に期待されていない。むしろ、上場会社の株主にとっての株式買取請求権は、専ら「公正な価格」を争うための救済手段ということができよう。

ところが、「公正な価格」を争う株主にとって現行制度は必ずしも使い勝手がよいとはいえない。会社法は、株式買取請求権が行使された場合の「公正な価格」について明確な定義を設けていない。加えて、会社法上、株式買取請求権が行使された場合の価格の決定プロセスは、原則、会社と株主の協議に委ねられている（会社法786条1項など）。事前に会社の考える「公正な価格」を、株式買取請求権を行使すべきか否かを考える株主に対して、開示することが予定されている訳ではない。さらに、仮に、株主が裁判所に価格決定の申立てを行うとしても（会社法786条2項など）、裁判所の判断につき明確な予測可能性が成り立つほどには判例が確立している訳でもない。従って、株主が株式買取請求権を行使した後になってから、株主の考える「公正な価格」と会社側の提示する価格と

の間に大きな乖離があり、争いが長期化する可能性が高いことが判明するようなケースも起り得るだろう。

そのように考えれば、もし「公正な価格」を争いたいのであれば、あくまでも発行会社が買い取ることを前提に、閉鎖会社の株主と同様に自由に売却できない立場になることを上場会社の株主にも要求する「株式買取請求の撤回の制限」という現行の規制のあり方自体にも大きな問題があるように思われる。

筆者には、上場会社における会社組織の基礎に本質的な変更をもたらすような組織再編が行われた際の株主の救済策という観点から、反対株主の株式買取請求制度全体を上場会社仕様に見直す必要があるように思われる。

(3) 予想される効果

買取口座制度を創設する「補足説明」の議論は理解できる面があるものの、上場株式を保有する投資者の立場に立てば、副作用も大きいように思われる。確かに、あたかも反対株主の株式買取請求権を、プット・オプションの一種ととらえて、その組織再編が企業価値に及ぼす影響とは無関係に、機会主義的な行動をとる者は、法的な保護の対象に相応しいとはいえないかもしれない。しかし、株式買取請求権を行使する者の中には、正当に「公正な価格」を争いたいと考える者も存在する。

もちろん、規制としてはそもそも存在していたのであり、買取口座制度の導入で、規制自体の内容が大きく変更される訳ではない。しかし、こうした制度が設けられて追加的な手続が課されることにより、権利行使に対する心理的な抵抗も含め、上場会社の株主が「公正な価格」の決定による救済を申し立てることに躊躇

するようになる懸念があるものと考えられる。

逆に、本気で機会主義的な濫用的行為を考えている投資者であれば、仮に、株式買取請求権の対象となる「株式」そのものは買取口座でロックされたとしても、各種のデリバティブなどを駆使することで、潜脱を試みることは十分に考えられる。その意味では、新制度の実効性について、事後的な検証が求められるだろう。

IV 上場会社規律として残された主な課題

1. 財務諸表と計算書類の一本化（開示制度）

会社法に基づく計算書類や事業報告と、金融商品取引法に基づく有価証券報告書等（あるいはその中に含まれる財務諸表等）との二重規制の調整の問題は、「公開会社法」を巡る議論の中でも、しばしば取り上げられるテーマである。この問題について、前述の「公開会社法要綱案」は、「金融商品取引法が定める株式等に適用される情報開示制度は、原則として公開会社法上の情報開示制度とする」（2.01①）などの定めを設けている。また、民主党の「公開会社法（仮称）制定に向けて」でも、情報開示について「金融商品取引法の情報開示制度、財務諸表制度、会計監査制度を準用する」としている。

現行会社法でも、いわゆる決算公告を、有価証券報告書の提出義務会社については不要とするなどの調整がなされていること（会社法440条4項）を考えれば、情報開示制度の一元化は、解決が不可能な問題ではないようにも思われる。しかし、その一方で、情報開示制度の一

元化については、技術上の困難さを指摘する見解も多い³³⁾。

例えば、金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示と、会社法に基づく株主総会参考書類等の株主への送付との調整が挙げられる。金融商品取引法は、公正な価格形成や投資者の保護の観点から、不特定多数の投資者に対するEDINETを通じた公衆縦覧（いわゆる間接開示）を、企業内容等の開示制度の根幹に据えている（金融商品取引法25条など）。それに対して、会社法は、いわゆる書面による議決権行使や電磁的方法による議決権行使が行われる場合について、株主総会参考書類等を個々の株主に交付することを要求している（いわゆる直接開示、会社法301条）。これは、直接、株主総会に出席できない株主について、「議事を通じて議案への賛否の判断材料を得られない点を補う趣旨」³⁴⁾と説明されている。言い換えれば、株主が株主総会の議案に対する賛否を判断する上で必要な材料を直接提供することに主眼があるということであろう。

このように同じ情報開示に係わる制度であっても、目的（公正な価格形成・投資者保護と、議決権行使の判断材料）、開示方法（不特定多数の者がアクセスできる状態におく公衆縦覧と、個々の対象者に直接交付する直接開示）などの違いから、有価証券報告書等と株主総会参考書類等との二重規制を調整することには困難な面があることは事実であろう。

もっとも、会社法上も、定款に定めがあれば、株主総会参考書類等の記載事項の一部は、その内容をインターネットに掲載すること（いわゆるウェブ開示）によって、株主に提供したものとみなされる（つまり、株主宛に送付する書類への記載を省略できる）という特例（株主

総会参考書類等の「みなし提供」）が設けられている（会社法施行規則94条1項、133条3項、会社計算規則133条4項など）。この考え方を採用すれば、公衆縦覧型の有価証券報告書等をベースとして、直接交付型の株主総会参考書類等をこれにリンクさせることは、理論上は可能ではないかと筆者は考えている。もちろん、全ての情報についてEDINET上の有価証券報告書等を参照させることは非現実的であり、最終的に、どのレベルのものまで書面等に記載して、個々の株主に直接送付すべきかという問題は残ることになる³⁵⁾。

また、金融商品取引法の財務諸表等が連結ベース、会社法上の計算書類が単体ベースという問題も、会社法における分配可能額の算定の必要性を考えると調整が難しい問題である。市場関係者の一部からは、配当自体も連結ベースで行うべきとの提言がなされているが、実現は困難と考えられる。即ち、仮に連結ベースで剰余金があったとしても、それが専ら子会社に属するものであれば、親会社がそれを勝手に配当として社外流出させることは、子会社の少数株主・債権者らに不測の損害を与えることになりかねないからである。従って、100%子会社（つまり少数株主がない）を対象に、子会社の債権者らの保護が十分に図られた上でなければ、実現は難しいものと考えられよう。

会社法上の「会計監査人」と金融商品取引法上の財務諸表等監査を行う「公認会計士等」との関係が、未だ十分に整理されていないという問題点が指摘される場合もある。特に、金融商品取引法上、財務諸表等監査を行う「公認会計士等」は、発行会社等との間に「特別の利害関係のない」ことが要求されているが（金融商品取引法193条の2）、その選解任などがバラン

に関する規律が明確にされていないと批判が強い。ただ、実務上は、会社法上の「会計監査人」が金融商品取引法上の財務諸表等監査を行う「公認会計士等」となる慣行が確立していると考えられ、上場会社に対しては、ソフト・ローである取引所規則がそれを義務付けている（東証有価証券上場規程438条）。その意味では、会社法上の「会計監査人」と金融商品取引法上の財務諸表等監査を行う「公認会計士等」を同一とする規律は、実体としては、現に機能しているとも考えられよう。

そのほか、内部統制システム（金融商品取引法は財務情報の適正性に関する内部統制、会社は内部統制全般）、民事責任（金融商品取引法は無過失責任などの特例あり）、刑事責任³⁶⁾などについても、調整が必要になるとの指摘がある。

2. ファイナンス規制

上場会社等によるファイナンスを巡っては、会社法が株式や社債などの発行の手續を定めている一方、金融商品取引法が詳細な情報開示に関する規制を整備している。その意味では、上場会社のファイナンス規制を巡っても、金融商品取引法と会社法が交錯する局面があり、両者の調整が必要となることが考えられる。ただ、その論点は大きく二つに分かれているように思われる。

一つは、金融商品取引法が定める開示義務と、株式等発行の会社法上の効力の問題である。即ち、金融商品取引法が定める開示義務に違反して株式等の発行を行った場合、刑事罰や課徴金などの制裁が課されるほか、民事上の損害賠償責任が問われる可能性がある。しかし、会社法上、必要とされる発行手續を経たのであ

れば、金融商品取引法に違反していたとしても、株式等の発行自体は有効であると考えられている。

この問題は、基本的には、前述Ⅲ2.「公開買付け義務に違反した買付者の議決権差止め」と同様の金融商品取引法に違反する行為の会社法上の効力の問題を構成するものと考えられる。ただ、上場会社のファイナンス規制において特に問題となるのは、発行された株式等の流動性が高いこと、つまり、金融商品取引法に違反して発行された株式等がすぐに市場で売却されてしまい、既存の株式等に混入して区別ができなくなる危険性が高いという点である。そのため、既に発行されてしまった株式等を、金融商品取引法違反を理由に無効とすることは、逆に市場の混乱を招きかねないという問題がある。例えば、「公開会社法要綱案」は、株式が違法に発行されてしまう前の差止めを重視し（2.10, 2.11）、違法に発行されてしまった場合にも、直ちに無効とするのではなく、発行会社に買戻し・消却義務を課す（2.12）といった工夫をしているが、これも、こうした問題意識に基づくものと考えられる。

もう一つの論点は、そもそも資本市場の規律に基づくファイナンスの手續を上場会社に対して義務付けるべきではないか、というものである。その一例としては、「公開会社法要綱案」が新株発行の「公募原則」を掲げていることなどが挙げられるだろう（2.08）。ただ、資本市場の観点から、上場会社がファイナンスを行う場合に遵守すべき規律を巡っては、いわゆるライツ・オフリングの問題を含め、未だ議論が十分に尽くされているとは考えにくい。今後、会社法上の発行可能株式総数に関する規定（いわゆる授權枠）や、取引所規則などのソフト・

ロー（その中には、いわゆる有利発行に関する基準を定めた日本証券業協会の「第三者割当増資の取扱いに関する指針」なども含まれるだろう）も含めて、総合的な研究・検討がなされることが望まれるだろう。

なお、「中間試案」では、支配株主が異動する第三者割当に株主総会による承認を義務付ける案が示されている（第1部 第3 1）。これは、規制の対象を、直接、上場会社等に限定したものではないが、株主総会開催の負担を考えれば、上場会社等に対する影響が大きいと考えられるだろう。また、このような提案が行われる背景として、市場を攪乱するような大規模な第三者割当がなされたことがあるとの指摘も見られることから³⁷⁾、市場規律を踏まえたファイナンス規制としての側面を認めることも可能かもしれない。もちろん、支配株主の異動という限定された局面での規制であり、また、規制の実効性についても疑問が残る面もあるが、こうした取組みが議論される意義は大きいものと考えられる。

3. 金融商品取引法違反行為の会社法上の効力—大量保有報告書、委任状勧誘規制など—

金融商品取引法違反行為の会社法上の効力の問題としては、前述の公開買付け義務（前記Ⅲ 2）や企業内容等に関する開示義務（前記Ⅳ 2）のほかにも、大量保有報告書提出義務、委任状勧誘規制なども指摘されることが多い。

金融商品取引法上の大量保有報告書提出義務（金融商品取引法27条の23）と、会社法上の議決権の問題については、英国における発行会社からの要求による実質株主の開示請求とそれに反した株主に対する議決権停止等の制度（英国

2006年会社法797条など）との比較において、発行会社が自らの株主を知る手続との関連においても議論されることが多い。

前述の通り、「中間試案」は、公開買付け義務違反については、他の株主が違反者（買収者）による議決権行使を差し止める制度を導入することとしているが（前記Ⅲ 2）、大量保有報告書義務違反については対象とはしていない。その理由は必ずしも明示されていないが、公開買付け義務違反における「株式を売却する機会が与えられなかった株主の利益の保護」³⁸⁾の必要性に匹敵するほどの、株主利益侵害は大量保有報告書の提出義務違反では発生していないという判断に基づくものではないかと思われる。もっとも、この考え方には異論もあり得るだろう。

また、委任状勧誘規制（金融商品取引法施行令36条の2、上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する内閣府令）についても、金融商品取引法の関連法令に定めが設けられているが、実質的には会社法上の株主総会における議決権行使に関連する事項として、両者が「交錯」する分野である。この問題に関しては、以前から研究者・弁護士の間から指摘されていたが³⁹⁾、今回の「中間試案」に際して、市場関係者からも「委任状勧誘規則違反」について、同規則を遵守した株主と遵守しなかった株主の議決権が同一総会でともに有効なものとして扱われるのは、遵守株主にとっては許容できない不合理である。また、同規則遵守へのインセンティブを高める観点からも、委任状勧誘府令に関しても同様の規制を設けるべきである（規則を遵守した株主による、遵守しなかった株主への委任状に基づく議決権行使の差止請求権を認めるべき。）。⁴⁰⁾との見解が示されている。

なお、実務家の間からは、今回の「中間試案」を巡って、「TOB 規制を含む M&A 関連法制の改革」を、場を改めて、本格的に行うことを求める声も上がっている⁴¹⁾。これは会社の支配権移動に関する規制のあり方全般について、金融商品取引法と会社法との望ましい連携のあり方という根本から検討することを求めるものだと考えられる。この考え方に従えば、前述の大量保有報告書や委任状勧誘規制などの問題も、この「TOB 規制を含む M&A 関連法制の改革」というコンテキストの中に位置づけられることになるのだろう。もちろん、支配権移動を巡る金融商品取引法と会社法の「交錯」を調整することは、M&A の形態が多様であることや、規律違反に対する対応のあり方（無効、差止め、損害賠償、課徴金など）などから困難であるとの指摘もある⁴²⁾。しかし、「交錯」を調整する方法については対立があるとしても、前述の大量保有報告書、委任状勧誘規制などを含め、現状に問題があるとの認識は、おそらく多くの関係者の間で共有されているものと思われる。その意味で、いずれ議論は避けられない問題だと考えられる。

4. 親子上場と子会社少数株主保護

民主党の「公開会社法」構想を巡っては、2009年末に民主党関係者がいわゆる「親子上場」を禁止する旨の発言を行ったと一部報道機関が報じたことから、「親子上場」問題も大きく注目されることとなった。この点についても、一言、コメントしておきたい。

「中間試案」は、直接、この問題を取り上げておらず、会社法制部会としても、「親子上場」問題を法律で規制することは問題が大きいとの考えを有しているものと思われる。その意味

で、今後、例えば、取引所規則などによる対応が行われる可能性は残るものの、会社法上の問題としては一定の決着がついたものと考えられる。

ただし、「中間試案」の中に、間接的に親子上場に影響を及ぼし得る事項が盛り込まれている点は留意する必要があるだろう。すなわち、「中間試案」は「子会社少数株主の保護」として、親会社・子会社間での利益相反取引により、子会社が不利益を受けた場合に、子会社少数株主が親会社に対して責任追及等の訴えを起こすことができるとする明文の規定を設けるとの案を提示しているのである（第2部 第21 【A案】）。もっとも、この案が想定している子会社における不利益の認定は、いわゆる独立当事者間取引（アームズ・レングス）基準ではなく、いわゆる「なかりせば基準」（当該取引がなかったと仮定した場合と比較）とされていることに加え、判断に当たっては「当該取引以外の取引の条件その他一切の事情を考慮」することとされている。その意味では、仮に、この案が採用されたとしても、実際に裁判で多額の損害賠償責任が認定されるのは、余程、悪質なケースを除けば、限定的との見方もあるかもしれない。しかし、少数株主がいる子会社を有する親会社にとっては、訴訟リスクが高まることが予想され、実務上、親子間取引のチェックが必要となることも考えられるため⁴³⁾、大きなプレッシャーとなり得るものと思われる。特に、いわゆる親子上場を行っている会社の場合、子会社に不特定多数の少数株主が存在していることから、制度導入によるプレッシャーはより大きなものとなることが予想される。その意味では、仮に、この案が採用された場合、直接、親子上場を規律するものではないが、間接

的に親子上場解消を促進する可能性は否定できないだろう。

V まとめ

会社法制部会がとりまとめた「中間試案」は、いわゆる公開会社法構想を具体化するものとはいえない。また、その内容も複数案を併記した事項が多く、最終的な会社法制の見直しは今後の審議に委ねられている部分も多い。しかし、提示された事項の中には、会社法の枠組みから外れない程度ではあるが、社外取締役の選任の義務付けの【B案】、公開買付け義務に違反した買付者の議決権差止めといった会社法と金融商品取引法とが「交錯」する分野が盛り込まれている点は注目に値する。

しかし、会社法と金融商品取引法とが「交錯」する分野は、これらに限られるものではない。上場会社に対する市場規律を徹底する観点からは、開示規制、ファイナンス規制、M&A規制など多岐にわたる分野において、会社法、金融商品取引法の両面から更なるアプローチが求められる。もちろん、一気に全面的な統合・調整を進めることは現実的には困難かもしれないが、可能な分野から両者が「交錯」する部分の整合性をとる、関係者の更なる取組みに期待したい。ただし、「交錯」する部分への対応に当たって、市場を活用する上場会社に対する規律という観点からは、「公正な価格形成等を図り…中略…投資者の保護に資する」(金融商品取引法1条)ことを目的とする金融商品取引法の規律が優先されることが望まれる。

最後に、上場会社に対する規律付けとしてのソフト・ローの役割についても言及しておきたい。上場会社に対する規律付けとして取引所規

則などのソフト・ローが果たすべき役割に期待する声は大きい。また、与党の関係者からも同様の指摘がなされている⁴⁴⁾。

確かに、会社法又は金融商品取引法というハード・ローによる規制は、どうしても画一的・硬直的にならざるを得ないことから、生きた上場会社に対する規律付けとしては、より柔軟なソフト・ローの役割が大きいとの指摘は理解できる。しかし、その一方で、取引所関係者から「取引所のルールをあたかも打ち出の小槌や、経済界の乱麻を断つ快刀のようにみなす向きがあるとすれば、それは大きな誤解である」⁴⁵⁾との指摘がなされていることにも留意が必要である。つまり、ソフト・ローには、規制としての柔軟性というメリットがある反面、その実効性は関係者の姿勢次第というデメリットも存在している。

特に、筆者として懸念するのは、欧州などにおいてソフト・ローの基本的な考え方とされる“comply or explain”(遵守せよ、さもなければ説明せよ)についてのわが国における受けとめ方や解釈である。言うまでもなく、“comply or explain”といった場合、少なくとも理念的には、“comply”(遵守せよ)に主眼がある。“explain”(説明せよ)は、あくまでも例外的な位置づけである。つまり、ソフト・ローは、あくまでも「義務」であり、当然、その規律は遵守しなければならない。ただし、もし、その規律に抵触した(あるいは抵触しそうになった)としても、ハード・ローの規律と異なり、直ちに、制裁の対象となったり、民事責任を負わされたり、法的効力が失われたりといった効果が伴う訳ではなく、法的な意味での「強制力」は弱い(あるいはない)というに過ぎない。

ソフト・ローの規律に抵触した(あるいは抵

触しそうになった)者は、その規律を遵守できなかった(遵守できそうにない)事情を説明する機会が与えられ、その説明が十分に説得的であれば、例外措置が柔軟に認められるということである。もちろん、その際には(常に無条件という訳ではなく)一定の代替措置を講じることなどが併せて求められるケースもある。このように、あくまでも“comply”が原則であって、“explain”は例外という認識が市場関係者に共有されることによって、実効性に難を持つソフト・ローが、市場規律として機能することができるのである。ソフト・ローのことを「ある意味で紳士協定的な側面」⁴⁶⁾があると論じるのは、正にこの点を指摘したものと考えられよう。

それに対して、わが国においては、“comply or explain”の趣旨を「説明さえすれば遵守しなくてもよい」と解釈する傾向がある。このような解釈は、本来のソフト・ローの趣旨に反するばかりでなく、ソフト・ローの規範性を弱め、ただでさえ脆弱な実効性を失わせかねないものだといわざるを得ない。また、“comply”の例外措置を求めるための“explain”が十分に説得的か否かを判断するのは、最終的にはマーケットである。つまり、十分に説得的な“explain”がなされなかった場合、仮に、取引所等による直接的な制裁の対象とならなかったとしても、マーケットの自浄作用によって行為者は間接的な制裁(例えば、株主総会における議案の否決、株価の大幅な下落、ファイナンスの失敗など)を受けることが、ソフト・ローが機能する前提の一つである。

これらを踏まえれば、上場会社に対する規律付けとして、ソフト・ローの積極的な活用を主張するのであれば、その前提として、全ての上場会社に、いわゆる「ノーブレス・オブリー

ジュ(Noblesse oblige)⁴⁷⁾に従い、「紳士協定」としてのソフト・ローは遵守することが当たり前だという意識を持たせることと、マーケットがその自浄作用を適切に機能させることができるような環境を整備することを併せて主張しなければ、不十分だと考える。これらの点が改善されないまま、ハード・ローによる支援なしに、ソフト・ローに全てを依存するのは、ソフト・ローの設定・執行主体に酷であろう。

注

- 1) 上村・中村 [2009] p.53.
- 2) 上村 [2002] pp.85-87.
- 3) 上村 [2002] pp.101-103, 上村 [2008] pp.80-81 など。
- 4) 早稲田大学 GCOE [2010] p.4.
- 5) 大杉 [2010] など。
- 6) 藤田 [2010] など。
- 7) 宍戸・柳川・大崎 [2010] pp.14-15.
- 8) 例えば、野村 [2010] p.13は「民主党の案は資本主義経済体制に対する一つのアンチテーゼのように感じます」としている。
- 9) 松尾 [2011] p.27.
- 10) 松尾 [2011] pp.28-29.
- 11) 「補足説明」p.3, 坂本 [2012] p.37参照。
- 12) 民主党につき鈴木 [2009] p.61, 自民党につき塩崎 [2012] pp.22-23など。
- 13) 「補足説明」p.3, 坂本 [2012] p.37参照。
- 14) 弥永・坂本・中村・高橋 [2012a] p.14, 弥永発言参照。
- 15) この点について、上村・中村 [2010b] p.64は、「高度な証券市場が存在すればするほどに株主総会は無機能化して、所有と経営が分離し、経営者支配になるので株主総会以外のガバナンス・システムが大事、というのが公開会社のオーソドックスな発想です。支配株主が数人いるから株主総会が機能していることにならない」と指摘している。また、日本弁護士連合会は、有価証券報告書提出義務会社は「一定数以上の株主や社債権者等の投資家が存在することから、社外取締役の存在によるガバナンスの適正化は必要と解される」との見解を示している(日本弁護士連合会 [2012] p.5)。
- 16) 特に、地方において人材の確保が難しくなるとの指摘がある(吉田 [2012] pp.17-18)。もちろん、それに対して、企業の姿勢次第だとの反論も考えられるだろう(同)。
- 17) 日本弁護士連合会 [2012] pp.2-3。
- 18) 例えば、ACGA [2012] が有価証券報告書提出義務会社に社外取締役の選任を義務付ける B 案に賛成しつつも、「社外取締役が会社の業務に真に影響力を行使でき

- るかどうかは、適性を有し、真に独立性のある人を任命することにかかっていることを繰り返し表明します」(p.4)と独立性の論点を強調していることは、こうした考え方を踏まえたものと考えられる。
- 19) CG ネット [2012] p.2。
- 20) 多くの株主にとっては、基本的に、株主総会参考書類に記載された事項(会社法施行規則74条参照)に基づいて判断しなければならないこととなる。また、会社法上の公開会社は、招集通知等を株主総会の日の2週間前までに発すればよいとされている(会社法299条, 301条)。従って、郵送のための時間を考慮すれば、前倒して招集通知等が発送される場合を除き、株主は2週間弱の間に判断を下さなければならないこととなる。特に、各種書面の郵送に時間のかかる海外株主の場合、より短期間で議決権行使判断が、実質的に、要求されることとなる。
- 21) 日本取締役協会 [2012] p.3。
- 22) ACGA [2012] p.4。
- 23) CG ネット [2012] p.2。
- 24) 日本弁護士連合会 [2012] p.3。
- 25) 松尾 [2011] p.28, 渡辺 [2010] p.70など。
- 26) 「賛成」とするものに日本弁護士連合会 [2012] pp.66-67, 日本取締役協会 [2012] p.12, 「趣旨は理解」とするものに日本経団連 [2012] p.15など。
- 27) 日本経団連 [2012] p.15。
- 28) 日本弁護士連合会 [2012] p.67。
- 29) 上村・中村 [2009] p.61, 上村・中村 [2010a] pp.158-160など参照。
- 30) 公開買付け規制違反ではないが、「公開会社要綱案」は、新株発行の差止権限を市場規制機関及び市場開設者に付与することとしている(2.11)。上村・中村 [2011a] pp.155-156参照。
- 31) 厳密には、上場予定の株式やフェニックス銘柄指定の株式で一定の要件を満たすものも含まれ得る。
- 32) 江頭 [2009] p.764など。
- 33) 松尾 [2011] pp.29-30, 中山 [2010] pp.38-39など。
- 34) 江頭 [2009] p.323など。
- 35) 例えば、上村教授も「みんながそんなの(筆者注: EDINETやTDnetを通じた開示のこと)を見るわけではありませんので、招集通知にはある程度の要約文書のようなものが必須だと思います」としている(上村・中村 [2010a] p.151)。
- 36) 例えば、金融商品取引法上の有価証券報告書の虚偽記載は「10年以下の懲役若しくは1,000万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する」とされているが(金融商品取引法197条)、会社法上の計算書類・事業報告の虚偽記載は「100万円以下の過料」とされている(会社法976条)。
- 37) 弥永・坂本・中村・高橋 [2012a] p.26。
- 38) 弥永・坂本・中村・高橋 [2012b] p.19。
- 39) 松尾 [2011] p.28など。
- 40) 日本損害保険協会 [2012] p.2。
- 41) 経済同友会 [2012] p.7。
- 42) 中山 [2010] pp.39-41。
- 43) 弥永・坂本・中村・高橋 [2012b] p.12。
- 44) 大久保 [2012] p.20など。
- 45) 静 [2012] p.19。
- 46) 静 [2012] p.19。
- 47) 社会的地位の高い者は、それに応じた社会的責任・義務を果たさなければならないということ。

参 考 文 献

- Asian Corporate Governance Association (ACGA) [2012] 「『会社法制の見直しに関する中間試案』に関する ACGA の提言」(2012年1月30日)。
- 岩原紳作・中西敏和 [2012] 「対談 会社法制の見直しへ向けた課題と展望」, 『商事法務』(No.1956, 2012年2月5日号) pp.4-18。
- 上村達男 [2002] 「会社法改革—公開株式会社法の構想」, 岩波書店。
- 上村達男 [2008] 「公開会社法とは何か」, 『月刊資本市場』(2008年6月号) pp.74-99。
- 上村達男 [2010] 「証券法制との一体化急げ」, 2010年4月13日付日本経済新聞27面「経済教室」。
- 上村達男・中村直人 [2009] 「公開会社法とは何か〔第1回〕」, 『企業会計』(2009年 Vol.61 No.12) pp.49-62。
- 上村達男・中村直人 [2010a] 「公開会社法とは何か〔第2回〕」, 『企業会計』(2010年 Vol.62 No.1) pp.145-160。
- 上村達男・中村直人 [2010b] 「公開会社法とは何か〔第3回〕」, 『企業会計』(2010年 Vol.62 No.2) pp.56-67。
- 江頭憲治郎 [2009] 「株式会社法 第3版」, 有斐閣。
- 大久保勉 [2012] 「企業統治の強化, 株主の権利保護に一步前進 日本企業はガバナンスの底上げが必要」, 『金融財政事情』(2012年1月30日号) pp.20-21。
- 大杉謙一 [2010] 「『株主軽視』是正こそ急務」, 2010年4月14日付日本経済新聞29面「経済教室」。
- 経済同友会 [2012] 「法制審議会会社法制部会「会

会社法制の見直しに関する中間試案」への意見
(パブリック・コメント) (2012年1月30日)。
坂本三郎 [2012] 「会社法制に関する近時の動向」,
『商事法務 No. 1954』 (2012年1月5日) pp.
35-41。
塩崎恭久 [2012] 「成長戦略として世界水準のガバ
ナンス構築が急務 複数案併記では、本気度が
疑われる」, 『金融財政事情』 (2012年1月30日
号) pp. 22-23。
宍戸善一・柳川範之・大崎貞和 [2010] 「公開会社
法を問う」, 日本経済新聞出版社。
静正樹 [2012] 「法律と取引所ルールの合理的な棲
み分けを」, 『金融財政事情』 (2012年1月30日
号) p. 19。
鈴木克昌 [2009] 「企業が知りたい「公開会社法」」,
『ビジネス法務』 (2009年12月号) pp. 60-62。
全国銀行協会 [2012] 「会社法制の見直しに関する
中間試案に対する意見」 (2012年1月)
日本監査役協会 [2012] 「会社法制の見直しに関す
る中間試案に対する意見」 (2012年1月31日)。
中山龍太郎 [2010] 「趣旨に立ち返った立法を求
む! 金商法一元化への危惧」, 『ビジネス法
務』 (2010年6月号) pp. 37-41。
日本経済団体連合会 (日本経団連) [2012] 「「会社
法制の見直しに関する中間試案」に対する意
見」 (2012年1月24日)
日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク (CG
ネット) [2012] 「「会社法制の見直しに関する
中間試案」に対する意見」 (2012年1月31日)。
日本損害保険協会 [2012] 「「会社法制の見直しに関
する中間試案」に対する意見」 (2012年1月31
日)
日本取締役協会 [2012] 「「会社法制の見直しに関す
る中間試案」に対する意見」 (2012年1月30
日)。

日本弁護士連合会 [2012] 「会社法制の見直しに関
する中間試案に対する意見」 (2012年1月18
日)。
野村修也 [2010] 「公開会社法に求めるもの—議論
の背景と本質—」, 『ビジネス法務』 (2010年6
月号) pp. 12-17。
藤田勉 [2010] 「資本市場から提言する公開会社法
不要論」, 『ビジネス法務』 (2010年6月号)
pp. 32-36。
松尾直彦 [2011] 「公開会社法制と金融商品取引
法」, 西村高等法務研究所責任編集・落合誠
一・太田洋編著『会社法制見直しの論点』 (商
事法務, 2011年) pp. 19-44所収。
民主党 [2009] 「公開会社法 (仮称) 制定に向けて」
(2009年7月) ([http://www.nikkei.co.jp/hen
sei/comp09/pdf/comp09_2.pdf](http://www.nikkei.co.jp/hensei/comp09/pdf/comp09_2.pdf))。
弥永真生・坂本三郎・中村直人・高橋均 [2012a]
「新春座談会 会社法制の見直しに関する中間
試案をめぐる〔上〕」, 『商事法務 No. 1954』
(2012年1月5日号) pp. 8-29。
弥永真生・坂本三郎・中村直人・高橋均 [2012b]
「新春座談会 会社法制の見直しに関する中間
試案をめぐる〔下〕」, 『商事法務 No. 1955』
(2012年1月25日号) pp. 4-21。
吉田豊 [2012] 「銀行界は多重代表訴訟, 社外取締
役の義務付けに反対を表明」, 『金融財政事情』
(2012年1月30日号) pp. 16-19。
早稲田大学 GCOE [2010] 「〈Q&A〉 公開会社法へ
の疑問と言われている点について」 ([http://
www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/
activity/koukai_kaishahouQandA.pdf](http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/koukai_kaishahouQandA.pdf))。
渡辺宏之 [2010] 「TOB ルールをめぐる欧州からの
「示唆」」, 『SFJ 金融・資本市場研究』 第1号
(2010年4月) pp. 65-79。
(大和総研資本市場調査部制度調査課)