

## 上場会社法制のゆくえ

神 田 秀 樹

### はじめに

神田と申します。よろしくお願いいたします。理事長から、過分な御紹介をいただきまして、どうもありがとうございます。

本日は、「上場会社法制のゆくえ」というテーマでお話をさせていただこうと思います。資本市場を考える会ですので、皆様方とともに、時の話題を材料に何か考えてみたいと思います。もっとも、本日お話をさせていただく機会をいただける

ことが決まりましたのは二カ月前ぐらい前であります。そのときには、本日までには、一つには、研究所でやっております英国M&A制度研究会という研究会の報告書が公表されているであろうと思っております、その話を一つさせていただけるかと思っておりましたが、残念ながら研究会の進行は遅れており、未だ公表されておりません。

それから、もう一つは、この後お話ししますが、上場会社法制について、もう少し何か報告書めいたものが、しかるべきところから公表され

ているのではないかと思ひまして本日のお話することを引き受けたのですが、これらもいろいろな事情で遅れており、未だ公表された報告書のようなものは残念ながらありません。後で申し上げますが金融審議会のスタディグループは、議事は全部公開されていますので、議事録を含めて金融庁のウェブサイトでご覧いただけます。

東京証券取引所において上場制度整備懇談会という懇談会がありまして、私はその進行役を務めさせていただいているのですが、そこでの報告書の公表が明日（四月二三日）の夕方という予定になっています。そこで、タイミングがよくないのですが、差し支えない範囲で、多少ともポイントめいた点を、この後、御紹介させていただきたいと思ひます。

そういうわけで、今日のお話ですが、大体次の

ような順序で、いつものことで恐縮ですけれども、雑談をさせていただきます。

まず最初に、現況ということで、今申し上げましたいろいろな公的な場その他でなされている審議とか議論、それから、報告書その他について、簡単にその現況をお話しします。

次に、上場会社法制という名のもとで議論されている個別事項の幾つかについて、レジユメ（巻末資料「レジユメ」参照）にはいろいろ書きましたけれども、なぜ、そして、どういう点が問題になっているのか。そして、どういう方向へ行くのかということについて、現時点ではまだわからないことが多いのですが、お話ししてみたいと思ひます。

次に、法制の整備という観点から見ますと、抽象的に言えば法律の改正というのが一番わかりやすいのですが、昨今では、取引所の自主

規制を通じて制度の整備をするのが望ましいという声も多いものですから、そのあたり。つまり、ルールを整備するとして、どういう形で行うのかについて、お話をしてみたいと思います。時間の関係で、すべてをお話することはなかなか厳しいかもしれません。

最後に、まとめとして、この分野がなぜ今議論されるのか。そういうことについて、何がポイントと思うかということについて、私なりの感想を述べて終わらせていただきたいと思います。

## 一、議論の現況

まず、「議論の現況」です。今「上場会社法制」という言葉を使う人がどのくらいいるかよくわからないのですが、私が「上場会社法の議論」というふうには呼ぶ場合には、法律に置きかえてしま

すと、理事長から御紹介いただきましたとおり、会社法と金商法（金融商品取引法）という二つの法律になります。

細かいことを言いますと、株券電子化の後、会社法と並んで、振替法（社債、株式等の振替に関する法律）という法律も、法律の名称としては会社法とは別ですが、上場会社にとっては極めて重要な法律です。そういうものをひっくるめて「会社法」と呼ばせていただきますと、会社法と金商法、上場会社には、この両方が適用されます。もちろん、上場会社に適用される法律は、ほかにも独禁法、労働法、消費者法とか重要な法律がたくさんあるわけですが、今日のお話の対象にさせていただきますます法律というのは、会社法と金商法ということになります。

この上場会社法制の整備をめぐる議論が、なぜ今盛んに行われ始めているのかというのは、最後

に感想として申し上げたいと思いますが、冒頭申し上げましたように、公的な場というのでしょうか、審議会あるいは研究会、それから、私的な団体というか、民間団体を含めていろいろな場においていろいろな議論がなされていることは、皆様方も御存じのとおりかと思えます。

#### (1) 金融庁金融審議会金融分科会スタディ

##### グループ

例えばということでも恐縮ですけれども、先ほどちょっと申し上げました金融庁の金融審議会で、金融分科会のもとに、スタディグループと略してはいますが、「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」というものがあります。これはもともと上場会社法制を議論するスタディグループではなかったのですが、昨年の秋から、上場会社法制、とりわけ上場会社のガバナン

スについての議論がなされています。座長は、第一部会長の池尾先生がお務めです。議事録を含めて、会議自体もすべて公開されておりますので、金融庁のウェブサイトで議事録等を見ることができます。実は、明日だと思えますが、昨年の秋に上場会社等のコーポレート・ガバナンスのあり方についての審議を始めてから、第六回目にあたる会合が開かれる予定です。

これまで五回開かれたわけですが、過去四回いろいろな議論をした後に、——私も議事録を見ながらお話しをしているんですけども——、前回、三月一八日だったと思いますが、今、なぜ我が国においてコーポレート・ガバナンス改革が求められているのか。その中で、上場会社等のコーポレート・ガバナンスに係るルール整備を行っていく上で、どのような点を基本として考えたらいいのかということについて、「大所高所からの議

論をした」ということのようにです。「このよう  
です」というのは、私も実はメンバーの一員であ  
りながら、大学の仕事等が忙しくて出席できてお  
りません。恐縮ですけれども、そういう状況であ  
ります。

## (2) 経済産業省企業統治研究会

それから、順不同にはなりますが、経産省にお  
いて、企業統治研究会という研究会を昨年の一、二  
月に立ち上げておりまして、こちらは私が進行役  
をさせていただいているのですが、本日まで四  
回開かれています。こちらは公開されてはおりま  
せん、議事要旨が公表されているという扱いで  
すが、資料の一部は公開されており、どんな点が  
議論されているかということ、公開されている  
資料からもわかります。後で、もし時間があれば  
御紹介させていただきます。

この金融審のスタディグループと経産省の企業  
統治研究会については、いつ取りまとめを行うの  
かが現時点ではよくわかりません。役所の人事異  
動の関係等を考えますと、大体六月ごろをめど  
に、何らかの報告書ないし中間的な報告書とい  
う形で、これまでの議論の取りまとめが公表され  
ることになるのではないかと思います。

## (3) 東京証券取引所上場制度整備懇談会

以上の2つの会合と密接に関連してというふう  
に言っているのかどうかは、私自身、参加してい  
ながら、いま一つ理解できてないのかもしれない  
んですが、先ほど申し上げました東京証券取引所の上  
場制度整備懇談会というのがございます。これも  
会合自体は公開されておりませんが、議事要旨を  
公表するというやり方です。この上場制度整備懇  
談会では、後で申し上げますけれども、昨年の夏

以降、上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する議論を二段階に分けてやっております。その第一弾の取りまとめが、冒頭申し上げましたように、今の予定では、明日に公表される予定になっています。これについては、この後、具体的な項目のところでお話しさせていただきたいと思いません。

ここでの考え方は、証券取引所として、上場会社に一定の規範を求めるといえるものです。「規範を求める」というのはどういう意味かといいますと、会社法で定められているルールは当然上場会社に適用されますので、それは前提なのですけれども、それにプラスアルファのものを求めるということであります。金商法についても同様です。現在法律が上場会社に求めているルールに加えて、プラスアルファの規範を求めるということであります。

#### (4) 日本監査役協会 有識者懇談会

そのほかにも、民間団体と言う表現が適切かどうかわかりませんが、昨今公表されたものを一、二御紹介いたしますと、皆様方十分御存じかとは思いますが、一つには、四月始めに日本監査役協会から、「有識者懇談会」と呼ばれている学識経験者その他から成る会合の検討の結果が公表されています。これは参考資料とあわせて公表しておりますので、私は部外者ですのでウェブサイトで拝見したのですけれども、一〇〇ページを超える大変な労作であります。

#### (5) 日本経団連の中間論点整理

それから、四月一四日だったと思いますが、日本経団連から、「コーポレート・ガバナンスのあり方についての中間論点整理」というものが公表されています。こちらはそんなに長いものではない

いのですが、経団連の現時点における考え方を知らずには極めて重要な中間整理だと思えます。以上が大体現況ということになります。

### (6) 今後の方向について

では、今後一体どうなるのでしょうかというふうにお思いかもありませんが、私の推測で申し上げますと、東京証券取引所の上場制度整備懇談会は、明日とかに、とりあえず第一弾の報告書を公表するわけなので、それにつきましては東京証券取引所のほうで、その後必要なパブリックコメント等を経た上で、規範化というか、ルール化に向けての動きが始まるというふうに予想されます。

それから、金融審のスタディグループあるいは経産省の企業統治研究会、これらが扱っている問題というのは、法律で申しますと、会社法と金商法なのですが、どちらかという会社法にかかわ

る論点が含まれています。そうしますと、我が国での所管で言いますと、法務省ということになるわけですが、スタディグループあるいは企業統治研究会には、法務省の方もオブザーバーとして参加しておられ、金融庁、経産省、法務省と、みんな協力してやっているといますか、そういう状況です。したがって、一応理屈だけを言いますと、もし、会社法そのものの改正が必要だということになれば、これは法務省のほうでしかるべき手続に乗せて検討が始まるということになるかと思えます。

しかし、もし、取引所のルールでやってはどうかという話になって、金商法や会社法の改正までは必要ないということになるとしますと、これは先ほどの東証のほうの第二弾というのがそこから始まって、第二弾のほうで取り上げていくことになるのではないかと思います。東証も、金融庁の

スタディグループはもちろんのこと、経産省の企業統治研究会等にも参加しておられますので、その辺での意思疎通とか打ち合わせとか必要な連携というのはとれていると理解しております。現時点で言えそうなことは、一般論として言うとは大体以上のような感じかなということであります。

金商法のほうは改正の可能性はどうかという問題がないわけではありません。といいますのは、御存じのように、金商法は毎年改正されています、今も、改正法案が国会に提出されているという状況です。しかし、コーポレート・ガバナンスの分野については、現在は、金商法のさらなる改正を目指して、金融審で議論しているという状況にはありません。

ただ、理事長から冒頭ちよつと御紹介があった点にかかわるのですが、金商法におけるTOBとどうか公開買付のルールは、急いで整備されてき

て現在の姿があるわけですが、今のルールが必ずしもベストかと言われますと、中長期的にはいろいろ検討の可能性がないわけではありません。あくまで一つの可能性にすぎませんがと申し上げておきたいと思いますが、イギリス型の制度を志向する、あるいはその制度の一部あるいは長所を取り入れるというやり方も、あり得ないことではないということではないかと考えられるわけです。そうした議論は、今、中長期的というふうに申し上げましたけれども、すぐにどうこうということではないと理解しています。大体以上が、今後起きそうであろうということであります。

## 二、個別事項

そこで、個別にどういう問題が議論されているかということの一端を御紹介させていただきたいと

思います。ただ、その前にとりかかるといふか、今、なぜ上場会社法制が議論されるのかということをも不思議に思われる方もいらっしゃるかもしれません。それから、新聞等を見ますと、「これは規制強化の議論だ。昨今の市場が悪いときに、おかしいんじゃないか」という指摘もあるようですが、その点は最後に申し上げます。

#### (1) 上場会社法制議論の背景

##### ① 会社法と金融商品取引法の連携に係わる問題

上場会社法制が議論される背景は、私の理解では三つあります。

一つは、昔からある話で、底流として言いますと、こういう表現は適切ではないかもしれませんが、会社法と金商法との連携がいま一つうまくいっていないことです。これは学界では、早稲田大学の稲田達男先生が非常に昔から言ってお

られる公開会社法を構想するという話に関係します。上場会社というのは、資本市場を当然の前提に成り立っている会社なわけですから、理念としてというか、思想としてというか、あるいはひよっとすると文化としてという表現を使ってもいいのかもしれませんが、もっとインテグリティのある制度にならなければならないのが、悪く言うと、会社法と金商法が勝手ばらばらにやっているという原理的な問題があります。私も、大分昔になりますが、上村先生と御一緒に、そういった研究をしたことがあります。ただ、こういうことを言うと、上村先生にははなはだ失礼になるかもしれないのですが、この議論が今の議論を直接後押ししているというわけでは必ずしもないように感じます。いま上場会社法制が議論される背景にはあと二つぐらいあると思います。

②会社法と金融商品取引法の「過不足」の問題

第二の点は、これは私が盛んに言っていることなので恐縮なのですが、そして、これも私が盛んに言っているだけです。先に申し上げておきますけれども、今の流れを後押ししているわけはありません。

私が盛んに言っていることはどういうことかというところ、上場会社には会社法と金商法の適用があるわけなのですが、両方を足し合わせて適用してみると、どうもおかしいというか、過不足がある。過があれば余計なわけですから調整しなければいけないし、不足があれば埋めなければいけない。そこで、その過不足の点検作業が必要だということですよ。

会社法という法典をつくったのが平成一七年です。そして、金商法についての大改正が成立したのは平成一八年です。それぞれ施行は翌年です

が、そのときから過不足問題というのは生じています。これはどちらが大変な大改正だったことがありまして、手が回らないということもありましたし、いろいろな事情があるのですが、やはりその過不足というのは点検しなければいけないということがあります。どの場合が過で、どの場合が不足かは、時間があれば後で申し上げますが、それは、私自身は、今でも主張し続けているつもりです。ただ、これも現在の議論の直接の原動力になっているわけではありません。しかし、背景の一つとしては指摘してもいいかと思えます。

会社法の大改正があつて、金商法の大改正があった。その両方が上場会社に適用される。その大きく改正された二つの法律を足し合わせて適用してみたら、過不足がある。これはやはり直していかなければいけないでしょう。こういう会社法と金商法をつくったことに伴う必然的な制度整備

なり調整という作業は残されているということですから。

### ③実務的に生じている問題

三つ目の背景、これが現在の具体的な動きを後押ししているというべき背景ですけれども、これは実際にいろいろなことが起きているということです。これは皆様方のほうが、私よりもよほど御存じかと思います。例えば、後で申し上げます第三者割当て増資等につきましては、海外の投資家から不透明であるという批判が多いですし、ちょっとおかしいのではないかと思われるような事例も見られます。第三者割当て増資以外のことも含めて、どうも資本市場の投資家の利益を損ないかねないようなというか、市場の信頼を失わせるがごとき事例が「ままだ見られる」というか、少なくとも「時に見られる」というか、そういうこ

とを含めて、「不祥事」という言葉がいいのかどうかよくわかりませんが、そういった問題事例というのが「時に見られる」あるいは「ままだ見られる」ということであります。

それから、他方、市場自体はもうグローバル化しているわけですので、日本の上場企業への投資家といいますと、海外の投資家が多いわけですが、そういう海外の投資家のお金が、昨今の金融危機ということも大きいですが、大きく後退しているというか、日本の資本市場からお金が出ていっている。その結果として、現在の株価があるわけですが、そういう状況にある。この点は、昨年秋からの金融危機があるものですから、話が非常にわかりにくくなっているところがないわけではありません。

それから、そういう海外投資家との関係ということでは、日本の上場企業のコアプレー

ト・ガバナンスの問題というのは、再び外交問題になっていくという面もあります。これは公表されていきますので、皆様方御存じかと思いますが、アメリカだけではなくて、EUとの間での政府間協議の一つのテーマになっているわけであります。以上のように、いろいろなことが現実になっているということが三つ目の背景で、上場会社法制の整備が求められているというのが、現在置かれている状況であります。

## (2) 個別事項について・・・東京証券取引所上場制度整備懇談会における論点の整理

そこで、ちょっと個別のお話をさせていただきたいと思います。実は私自身は、先ほどの言葉を使わせていただきますと、会社法と金商法を足し合わせて上場会社に適用した場合の過不足の例を挙げたいというふうに思って、今日お話の原稿に

は書いてきたのですが、時計を見ますと、それをして終わってしまうと大変ですので、第三者割当てを始めとして、明日予定されております東京証券取引所の上場制度整備懇談会の報告、そこでもういう議論をしてきたかということを簡単に御紹介させていただきますと思います。

先ほどもちょっと申し上げましたけれども、東証の整備懇談会というのは数年前からあるものなのですが、昨年の秋から、上場会社のコーポレート・ガバナンスについての議論をしました。そして、そのきっかけとして投資家の声を聞いたり、いろいろなことをしてきた中で、二つぐらいの大きな柱が重要だという指摘を受けて、その二つの大きな柱を中心に、幾つかの各論を議論してきました。

大きな柱は、一つ目は、東証の言葉によれば、投資家が安心して投資できるような環境整備とい

うことです。これは裏を返して言いますと、  
今、どうもそれを裏切るようなことが起きている  
ということであります。それから、二つ目の柱  
は、株主と上場会社の対話促進のための整備とい  
う言い方で表現しています。

第一の柱に属するものとして、昨年から、差  
し当たり五つの項目を上場制度整備懇談会では取  
り上げましたが、これらはいずれも投資家から指  
摘を受けた項目です。それはお手元のレジユメの  
2の「個別事項」に書いた第三者割当て、株式併  
合、MSCB、MBO、買収防衛策の五つです。

それから、第二の柱の会社と株主の対話促進と  
いうところで、一番指摘されましたのは、株主の  
議決権行使に関する環境整備というものです。

個別項目のなかには、ガバナンスという項目も  
あります。ただ、これは先ほども申し上げました  
ように、金融審のスタディグループ、それから、

経産省の企業統治研究会で議論するという状況に  
あるものですから、その議論を見きわめた上で、  
必要があれば第二弾として、東京証券取引所のほ  
うで取り上げる。ひょっとすると法律改正で対応  
するのであれば、東証で必ずしもそれをすぐ取り  
上げる必要はない。そういう整理になっているわ  
けです。すなわち、ガバナンスの問題は、必要が  
あれば、この夏明け以降に東京証券取引所のほう  
で取り上げることになるのではないかと予想され  
ます。

そこで、まず、第三者割当てを始めとする五つ  
ですけれども、御存じのように、五つあるうちで  
も下のほう、例えば買収防衛策につきましては、  
これは私が参加している別の会で恐縮ですが、経  
産省の企業価値研究会、——これも東証はもちろ  
んのこと、金融庁、法務省等も出席しているわけ  
ですが——、そこにおいて提言ですとかいろいろ

なものを出してきており、今のままでいいかという問題はありますが、とりあえず多少落ちついているというところがあります。

その上の項目のMBOも似たような面があります。そして、MSCBにつきましても、日本証券業協会のほうで、会員証券会社等に、協会員を通じての自主規制等として一応の整備がされていまして、それで十分かという話ではあるのですが、一段落しているところがあります。

上場整備懇談会では、これらの三つについては、時間の関係もありまして、今回は具体的な提言はしないことにしまして、上二つ、すなわち第三者割当てと株式併合について、具体的な制度整備を行う必要があるのではないかということに収れんしています。

### ①第三者割当て

第三者割当てといえますと、どの国にもあるではないかというふうにおっしゃるかもしれませんが、私が知る限り、私募形式の証券発行は、もちろんアメリカにも多数あるわけですが、日本のような第三者割当てというのは、ゼロではないですけれども、ほかの国には余りありません。ただ、第三者割当ては悪いものだというわけでは決してないので、余り抽象的に第三者割当ては善か悪かという議論をしても意味がないし、何が問題なのかもよくわからないものですから、東京証券取引所の上場整備懇談会では、そのもとに事例研究会とこのを設置しまして、具体的な事例を研究してみました。

### ・希釈化率の問題

その研究した事例というのは、平成一九年四月

から二〇年三月なのですが、すべて公表された資料からの事例研究ですけれども、東証の上場会社で第三者割当てを行った件数が、今から見るとちよつと古いのかもしれないませんが、合計で一六六件ありました。一一六件のうち、株式の第三者割当てが七六件ありまして、これらは明日以降公表される東証の報告書に出ますので、またそれをござらんただければと思いますが、転換社債、——法律的には「転換社債型新株予約権付社債」と言うのですけれども——、そうしたCBとも呼ばれるもの一四件で、残りの二六件は、新株予約権を単体で出すものです。

この先何を申し上げたいのか、時間との関係で微妙なのですが、皆様方御存じのように、例えばニューヨーク証券取引所では、ニューヨーク証券取引所のルールとして、二〇%を超える第三者割当てには株主総会決議が必要ということに

なっています。これはアメリカの会社法とか金商法・証券取引法が求めているルールではなくて、ニューヨーク証券取引所が求めているルールなわけです。

そこで、かりにもしニューヨーク証券取引所だったたら、株主総会決議が必要になるのは一一六件中何件あるだろうかといえますと、一一六件中五七件になります。半分です。あるいはニューヨーク証券取引所までいかないまでも、希釈化率二五%を超えるもので一一六件中四七件になります。

第三者割当て増資を観点を変えて言いますと、これは新株発行ですが、かりにもし、特定の人が市場から買うような場合には、ある人が三分の一を超えて取得しますと、公開買付規制が適用されるわけです。金商法の三分の一ルールというものです。

第三者割当ては新株発行ですので公開買付規制の適用はないわけですが、では、この第三者割当てで三分の一超を取得するようなものはどのぐらいいあったかという点、これは希釈化率で言うのと五〇%超になるわけですが、事例研究をした中で言う点、一一六件中二二件ありました。ですから、これは考えようによっては、新株の発行にはTOBルールが適用はないのですが、そうでなければTOBルールがかかっていて、あるいはかかるべきケースだということになります。あともうすぐ希釈化率が高いものは、一〇〇%以上ということになるでしょうけれども、これは一一六件中九件ありました。

なお、いずれも通常は株主総会決議は経ていません。通常と言いますのは、価格の点でディスカウント率が高いものは、有利発行と言って、会社法上株主総会の特別決議が必要とされますので、

その意味で、株主総会決議を経て発行した事例もないわけではないのですが、ほとんどの事例では株主総会決議は会社法上要求されませんので、日本の場合には株主総会決議を経ずに、取締役会決議で発行されているという状況なわけです。

そこで、こういういったものをどう考えるか。ニューヨーク証券取引所の上場会社だったら、約半数のケースについて株主総会決議が必要だったのではないかということになるわけです。これは言葉を変えて言いますと、株主総会決議が必要かどうかという各論に陥ると、また賛否両論あるのかもしれないけれども、なぜそれだけ大規模な希釈化をもたらすような第三者割当てをするのか、やはり株主によく説明する必要があるのではないかということでもあります。こういう問題意識が、一つ大きな柱としてあるわけです。

・割当先の問題、透明性

それから、第三者割当てについては、あと二つぐらい問題意識があります。一つの問題意識は、割当先が不透明といえますか、どうもはっきりしないなどというものがありません。これは、事例研究をした一一六件のうち六三件は、割当先が別の上場会社であったりしたのですが、残りの五三件は、割当先がP Oボックスといつて、私書箱何号だけで、あと何も情報がないという状態でした。だからいけないということには、当然にはならないのですが、もうちよつと何か説明が欲しい気がするということと申しますと、一一六件中、実に五三件が、どうも割当先について、もうちよつと何らか情報をもらえないでしょうかねと言いたくなるというものでした。

・価格の問題

そして、もう一つは、また別の話ですけれども、これは非常に単純で、問題と思われる事例は余り多くはないのですが、価格です。価格は、先ほど言いましたように、会社法のルールとしては、昔は「発行価額」と言っていました。既存の株主に特に有利な払込金額の場合には、株主総会の特別決議が要りますよとなっています。そこで何が有利発行なのか問題となりますが、このディスカウント率については、従来の裁判例では、これも一概には言えませんけれども、新株発行の場合には、大体一〇%程度まではいいよということになっています。

それから、日本証券業協会において、証券会社について、——金商法のもとでは「一種金融商品取引業者」と言うべきかもしれませんが——、証券会社はその引受けをするものについては、自

主ルールがあるということは御存じのとおりかと思えます。ただ、日本で行われる上場会社の第三者割当てというのは、証券会社が引受けとして関与しないものが圧倒的に多いです。したがってという失礼な言い方かもしれませんが、どうも不透明なものがあるような気がするわけです。ただ、気がするだけで何かルールを設けるのは行き過ぎですので、この辺は慎重でなければいけないこともたしかです。

・新株予約権の単品発行の問題

価格の点について申しますと、日本証券業協会のルールはあつたとしても、多くの第三者割当増資では証券会社が関与しませんので、実際は空振りです。ただ、有利発行に当たるのではないか。にもかかわらず、株主総会決議を経てないのではないかという事例は、事例研究ではそんなに

は見当たりませんでした。これは、もしそうだとすると、会社法違反というか、違法な発行ということになるわけですが、若干の例外を除いて、そういうものは見当たらなかった。ただ、新株予約権を単体で発行するという事例が、先ほど言いましたように、一一六件中二六件ありました。予約付社債ではなくて、単品としての発行です。これは、私にはわかったようではない面があります。

新株予約権の場合は、その発行価格とか払込金額というのは、結局は「公正価値」になるのですけれども、市場価格があるわけではありませんので、日本ではオプションの評価理論という何らかのモデル、——二項モデルとか、三項ツリーモデルとか、ブラックショールズとか、モンテカルロシミュレーションとかいろいろあります——、そういうもので公正価値を算定して、それを基準

に発行すれば有利発行にはなりません。その公正価値を下回って出すと有利発行になるという整理なわけです。しかし、いずれにせよ、そもそも新株予約権を単品で出しても、資金調達性はないです。ですから、CBならともかく、資金調達のために新株予約権を出しているのだろうか。このあたりが、まず疑問になってくるわけです。

これは話が余り長くなると恐縮ですけれども、中には、「コミットメントラインだ」という例があります。要するに、必要なときにお金が借りられる。ですから、企業は、それを銀行などからの借入れという形の場合で言うと、「融資枠」とか「コミットメントライン」と言っている契約になります。そこで、新株予約権発行は、エクイティ・コミットメントライン、すなわち株主からのコミットメントラインであって、会社のほうがお金が必要になったときには、株主からお金を出

してもらおうというアレンジであるということになります。

そういうのに使われるケースがあるという説明を受けまして、それはなるほどと思うのですが、新株予約権というのは、オプションを行使する権利は、新株予約権者側にありますので、会社が必要なお金を取れるというためには、会社と新株予約権者の間で契約をして、会社はお金をこれだけ欲しいと言ったら、予約権者は予約権を行使しますよという契約をしておく必要があります。新株予約権の第三者割当てとは別にそういう契約が必要でして、このあたりはだんだん話を進めていくと、この手のアレンジメントというのは、金商法上のディスクロージャーとの関係で、改善を要するのではないかという課題が将来的にはあります。

ちよつと話を戻しますと、コミットメントライ

ンの場合を除きますと、新株予約権を単品で出すというのは、何で出すのだろうかというあたりが、いま一つわからないところがあります。ただ、それと並んで、価格がモデルで算出されるために、こういうことを言うのはどうかとは思いますが、前提となるボラティリティとかの数字をちよつと変えると公正価値が物すごく変わるといのが実際です。実際にエクセルで計算してみるとわかるのですが、物すごく変わるものですから、有利かどうかちよつと判然としないという問題があることを否定できません。

### 〈第三者割当てに対する上場制度整備懇談会の

### 提言〉

以上に基づきまして、やはり現状のままでもいいとは言えないということです。海外投資家からも不透明だということを盛んに言われています、

その結果、上場制度整備懇談会としては、次のようなことを考えています。

#### ・希釈化率の高い第三者割当てについて

まず一つには、希釈化率については、めちゃくちゃ希釈化率が高いのは問題なので、そういう第三者割当てをどうしてもやりたいということであれば、もうちよつと別の手段を考えてくださいというものです。これは極論すれば、株主総会決議を経ても、余りに希釈化率が高いものは、結局既存株主の地位を奪うに等しいものですので、そういう極端なものを実質審査というのでしょうか、実質的にチェックをしましょうというカテゴリーをつくりましょうということです。例えば、三〇〇%を超える希釈化率というものを一つ考えています。

次に、そこまでの希釈化率でないにしても、一

定以上の希釈化率のものをどう考えるかということがあります。先ほどニューヨーク証券取引所のルールを申し上げましたが、ニューヨーク証券取引所の線よりはもうちょっと緩いところではないかと思ふのですが、希釈化率が一定以上、例えば二五%以上の第三者割当てについては、なぜ第三者割当てをするのか、会社はもうちょっと株主に説明してくださいということでもあります。もちろん、説明するのが面倒だとか、かわりに株主総会での意思確認を得るということでもいいのかもしれませんが、そこはどういう選択肢かは会社に判断していただくという程度でとどめておくことにして、株主にもう少し説明をしてくださいというルール整備をしてはどうかということがあります。

・割当先、有利発行に関する情報開示について  
それから、割当先ということについては、不透明な部分については、もうちょっと情報を出してくださいということですが、ほかにも幾つか提言があるのですけれども、時間の関係で省略させていただきます。

それから、有利発行につきましても、もう少し説明を追加してくださいことを求めてはどうかということですが、有利発行かどうかは法律問題になりますので、監査役設置会社の場合には、監査役にもうちょっとそこを説明してもらおうというやり方もあるのかなということなのですが、いづれにしても、もうちょっと説明をしてもらうということでもあります。

## ② 株式併合

### ・ 大きな割合の株式併合の問題点

株式併合について一言申し上げますと、株式併合については、新聞などでも取り上げられた具体的な事例もあるのですが、ある上場会社が非常に大きな割合の株式併合を行って、一般の株主の八割ぐらいの人が、みんな端株主になってしまったという例がありました。ただし、これは株主総会の特別決議は経ているわけです。なぜかというと、株式併合は、会社法上株主総会の特別決議が必要だからです。

したがって、こっちは取引所が何か言うようなことではないのではないかと意見もないわけではなのですが、そこは会社法の見地と取引所の見地とは違ってしまして、取引所というのは、流通市場を開設して、それを責任を持って運営しているわけですから、流通市場の観点から、会社法

プラスアルファの規範を求めるということがどうしても出てくるわけです。ですから、第三者割当てでも、理屈を言うとそういう理屈であって、会社法プラスアルファの規範を求めるロジックというのは、会社法のロジックではなくて、上場会社法のロジックということになります。証券取引所が、流通市場の健全性あるいは市場の信頼、投資家の保護という見地から求めるロジックでありまして、プラスアルファになるということであります。

そういうことで言いますと、株式併合も、いかに株主総会の特別決議を経ているといっても、株主総会で賛成しているほとんどの人は一般株主ではありませんので、一般株主、あるいは少数株主と言ってもいいかもしれません、その八割以上が端株になってしまふ。文句があるなら、会社法上何らかの訴訟とか法的手段があるでしょうという

議論もないわけではないのですけれども、やはり流通市場を運営する取引所としては、放置できないのではないかとあります。

### 〈株式併合に対する上場制度整備懇談会の提言〉

そこで、株式併合につきましては、これはそんなにたくさん事例があるわけではありませんが、株式併合によって一体何をしようとしているのですかという目的の合理性あるいはその目的に照らして、株式併合という手段をなぜとらなければならぬのか、ほかの手段ではできないのですかということについて、もうちょっと説明してもらおうということです。そうでないと、市場あるいは一般株主に非常な混乱をもたらすでしょう。余りに極端な場合は、実質審査によって、場合によってはやめていただくということも視野に入れてもいいのではないかとあります。

### ③株主の議決権行使に関する環境整備

もう一点、株主の議決権行使ということについては、これについても東証の懇談会でも金融庁のステイダグループでもいろいろと議論されましたけれども、いろいろある項目の中で、一つ議論されたものとして、株主の議決権行使の結果を上場会社は公表すべきであるというか、するのが望ましいという話があります。

これはちよつとわかりにくい話なのですが、上場会社の場合、株主総会の当日の前までに、書面投票ですとか委任状は来ますので、会社は、その時点での議決権の結果というのがわかるわけです。当日の株主総会は挙手で採決することができますので、当日の議決権行使の結果の正確な数まではわからない場合もありますが、前日までに来たものについて、少なくとも賛成何票、反対何票ということを公表していいのではないかと

う話であります。これは実際に公表している会社も出始めています。いずれにしても、どうしてそういうことを議論するかというと、先ほどの大きな柱ということで申しますと、株主と上場会社との対話をもうちよつと促進できないか、そのための環境整備ができないかということでありません。

### (3) ガバナンス

次に、ちよつと話題を変えまして、ガバナンスについて、一、二申し上げたいと思います。

ガバナンスについては、何が論点かといえますと、これは金融庁のスタディグループでもかなり詳細な事務局作成の論点メモが配布されており、ウェブサイトで公開されているのみならず、先ほど申し上げましたように、それについての具体的な議論も、議事録を含めてすべて公表されていま

す。

経産省のほうの企業統治研究会ですが、こちら主要論点はウェブサイトで公表されておまして、昨年一二月と、前回であります三月二五日に公表されました資料には、次のような点が挙げられています。

五点挙げられています。項目だけ申し上げますと、第一点は、コーポレート・ガバナンスのあり方を検討する際の基本的な視点。そして、二点目は、社外取締役及び社外監査役の意義と役割について。第三点は、監査役と取締役の役割分担について。そして、四点目は、「独立性」と称して、社外取締役及び社外監査役の独立性についてどう考えるか。そして、五点目は、仮に我が国に、上場会社が最低限満たすべきルールを今後整備していくというか、あるいは先ほどからの言葉で言いますと、上場会社法制ということで、この分野に

ついでに、その手段の選択ということで、会社法あるいはその他の法律改正と証券取引所の規則制定、その他幾つかの選択肢があるけれども、どういうやり方が適切か。また、上場会社といっても、くくりにしてもいいのか。上場会社は全国に四〇〇〇社ありますし、東京証券取引所だけでも、一部、二部、マザーズとありますので、そういうような論点であります。

これらの論点につきましては、金融審のスタディグループでも議論されていますし、経産省の企業統治研究会でも議論されていますので、冒頭申し上げましたように、現時点ではまだ議論の方向性が出ていないわけではありません。非常に多彩な議論がなされていて、その中での経団連の考え方も、先ほど申しました中間論点整理として公表されているところであります。したがって、

現時点では何がどうなるかということ、まだちょっとわからないというふうに言わざるを得ないという状況にあります。

ただ、いずれにしても、六月ごろまでには何らかの方向性が出されると思いますし、もし証券取引所でのルール整備という方法で対応をするのが望ましいという方向に議論が収れんしていくとしますと、それを受けて東証のほうで、第二弾として具体的なことを検討することになるのではないかと推測します。

#### (4) その他の個別事項について

以上にお話ししました項目のほかにも、幾つかの論点といますか、具体的な項目があります。ここでは一、二御紹介しておきたいと思えます。一つは、これはまた別のテーマとして、会計分野において国際会計基準を日本に導入するに当たって

の問題であります。これは既にいろんなところで言われていることですので、項目だけ申し上げておきます。

それから、もう一つは、これは日本証券経済研究所において、本日までにもし報告書が出ていれば、多少御紹介しようと思っていたのですが、イギリスのM&A制度ということについて研究会をしております。これは、私が先ほど、会社法と金商法を足し合わせて上場会社に適用した場合に過不足があるということを申し上げましたけれども、その過不足があるものを見る際に、言うまでもないことですが、会社法をつくり、金商法をつくったときに調整した分野というものも多数あります。それから、調整しなかった、できなかった、あるいは気がつかなかった、いろいろなことを含めて調整されていない分野もあります。

私はさらに、第三のカテゴリーがあるというふ

うにいつも整理しています。それは調整されているのかされていないのかがよくわからない分野があるということですね。なぜそういう分野があるのかというのは、いろいろ歴史的な事情が大きいのですけれども、ここでは時間の関係で、調整されている分野の例は省略して、調整されていない、あるいはできなかった分野、この一番いい例は「内部統制」と呼ばれている分野です。これは、たとえば監査のねじれ問題としてよく議論されるものであります。そして、調整されているのかされていないのかよくわからない分野の例は二つあるといつも申し上げています。

#### ①委任状勧誘制度と書面投票制度の関係

一つは、株主の議決権行使。とりわけ委任状勧誘制度と書面投票制度の関係です。会社法では書面投票制度ということになっているわけですが、

金商法では委任状勧誘制度というのがありました、両方が調整されているのか調整されていないのかよくわからない。この辺は近年は訴訟になったりもしていますし、なかなか難しい問題があります。

## ②買収防衛策、敵対的買収及びそれに関連する

### 分野

#### ・日本の現状

もう一つの分野は、買収防衛策あるいは敵対的買収及びそれに関連する分野です。会社法のほうは会社法のほうで幾つかの裁判例がありますけれども、法律の定め方自体が非常に抽象的なわけがあります。例えば、著しく不公正な方法で新株予約権を発行すると差止め事由になる。こういったルールですけれども、金商法のほうは金商法のほうで、TOB（公開買付け）ルールを整備してき

まして、両者はかみ合っているのかかみ合っていないのか。つまり、例えば金商法に基づくTOBが開始した場合に、かけられた対象会社はどこまで防衛することが許されるのかという問題があります。

現在は、日本ではそれは「あり」ということになっていくわけですが、ヨーロッパの法制度は、原則は、TOBがかかったら、その後は防衛策や対抗策は打ってはいけないというルールです。そういったあたりが必ずしも完全には整理がされていません。アメリカでは、TOBがかかってから対抗策を打つというよりは、どちらかというときにおいて防衛策がとられているというわけでありまして、日本の場合には、上場会社のうちで約五七〇社と言われていますが、平時において事前警告型の防衛策を導入していますが、実際に裁判等で問題になったケースの多くは、TOBがか

かつて、平時の防衛策はなくて、有事になってから対抗策を打ったケースなわけです。会社法と金商法という見地から見ますと、調整されているのかされていないのかがいまひとつよくわからないという分野であります。

・イギリスの「テイクオーバー・パネル」について

日本のルールはこれまでアメリカ型を志向してきたという人がいます。私の見るところでは、アメリカとイギリスの中間というのが裁判所の考え方というか、幾つかの裁判例の結果として、今日日本がいるところであると思うのですけれども。

そういう中で、イギリスでは「テイクオーバー・パネル」と呼ばれている機関がありまして、買収防衛はほとんど訴訟にはなりません。一般的には、イギリスは英米法の国でありますか

ら、イギリスでも訴訟はたくさんあるのですけれども、なぜかこの分野は訴訟になりません。

したがって、それは訴訟になるのが悪いという意味では決してないのですが、アメリカとイギリスとは、同じ英米法系と言われていても、買収防衛については大きく制度が異なるわけです。そこで、もう少しイギリスの制度を徹底的に勉強しようではないかということになりまして、日本証券経済研究所において研究会を立ち上げさせていただいたわけです。

イギリスの制度を紹介したものは、すぐれた研究が既にたくさんあります。しかし、この際徹底的に調査しようという気になってやっているのが今回の研究会であるというふうに思っています。

その意気込みというのは、そこには金融庁、法務省、経産省とも参加していただいて、かつ、金融庁の課長さんと経産省の課長さんのお二人にみず

からイギリスのテイクオーバー・パネルに視察と  
いうのでしようか、非常に詳細な質問を持つて直  
接訪問していただきまして、これに学界からもメ  
ンバーが参加いたしました。私自身はアレンジだ  
けをお手伝いして行くことはできなかったのです  
けれども、そういうようなことをやりまして、イ  
ギリス側とも、その後も連携を引き続き行ってい  
るのですが、残念ながら、時間がかかっておりま  
して、報告書のとりまとめが未だできてないとい  
う状況です。

いずれにしましても、中長期的というふうに申  
し上げておきますけれども、この分野を上場会社  
法制という観点から見ますと、私の言葉で言いま  
すと、会社法と金商法が調整されているのかされ  
ていないのかよくわからない。したがって、過不  
足が生じているかどうかもよくわからないという  
ことでありまして、イギリス型の制度も、長所が

あれば取り入れられないだろうかということ、  
将来具体的な話が出てくるかもしれないと思いま  
す。しかし、それは中長期的であって、すぐにで  
はないでしょうということを申し上げておきたい  
と思います。

### 三、制度整備の姿

大体以上が個別の事項ですけれども、制度整備  
の姿について、一言、二言申し上げます。

#### (1) 法律改正

これは、上場会社についてのルール整備である  
以上、法改正が必要になるということであれば、  
先ほどから言っておりますように、会社法の改正  
あるいは金商法の改正ということになります。し  
かし、取引所でのルール整備ということになれ

ば、法律の改正は不要なわけでありまして、取引所におけるルール整備ということになるわけです。

## (2) 取引所の自主規制

ちよつとここで一点申し上げておきたいのは、取引所がそういうことをする権限があるのかという問いがあるという点です。これは、取引所においては「自主規制」と呼んでいます。「自主規制」というには二種類ありまして、一つは業者に対する自主規制、もう一つは上場会社に対する自主規制です。

業者に対する自主規制というのは、証券業協会も、もちろん、その会員である業者に対する自主規制というのは非常に重要であります。これは文字通りの「自主規制」と呼べるものです。取引所が上場会社に何かを求めるというのを「自主規

制」と呼ぶのがいいのかどうか、日本語として適切かどうかというのは、私は個人的には少し疑問を感じたりすることもあるのですけれども、ここで言葉の話をしてもしかたありません。東証ではこれを「自主規制」と呼んでいますので、本日は「自主規制」と呼ばせていただきたいと思えます。

東京証券取引所を始めとする金融商品取引所が上場会社に対して、今申し上げましたような意味での自主規制機能ないし権限を有するということは、金商法上明記されています。特に金商法になったときに、八四条一項に「金融商品取引所は自主規制業務を適切に行わなければならない」という条文が入りまして、そこに自主規制業務の範囲というものが八四条二項に定義されました。その範囲の中に、業者と並んで、内閣府令において、「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に関する審査及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」というふうに書かれています。これが法制上の根拠になるわけです。ただ、ちよつと弱いというか、今後のことを考えますと、もう一步明確な規定を置いたほうがいいように思います。

そこで、東京証券取引所は、現在どういう考え方でルール整備をしているかといいますと、もちろん権限のないことは金商法上できないといいますが、行政法的にできないわけですので、今言いました法制上の権限に基づいてはいるわけです。それと並んで、上場会社に何かを求めることができるのは、取引所と上場会社の間には上場契約というものがあつて、その上場契約をベースにいろいろなことを求めているという面があります。上場契約という当事者間の契約において、上場する以上、こういうことを守ってくださいということ

の中で一定のことを求めていきましようという考え方なわけです。

この考え方から言えば、何だつて求められるということにもなりそうなのですが、時間がありませんので、この先の詳細は立ち入りませなければ、将来ということを考えますと、契約なのだから何を求めたつていいだろうといつても、取引所のほうが地位が強いというのでしようか、どうしてもそういう面があるわけですので、今後いろいろな規範を求めていくというような場合には、むしろ金商法に基づいて権限があり、その権限を適切に行使するという中で、上場会社に規範を求めていくというふうに、もうちよつと金商法上の規定を明確化すべきであるというのが、私の個人的意見です。

(3) 関連する論点

それから、レジユメでは「関連する論点」と書いたのですが、別に法律改正でやろうが取引所のルールでやろうが、実際は求められるなら同じでしようと言う方もいらつしやるのですけれども、これは結局のところ、ルールというのは、守らなかった場合のサンクションとか、エンフォースメントが重要でありまして、取引所はこの点を意識して、上場制度整備懇談会でも議論しましたけれども、既にエンフォースメントの多様化ということを実施しています。

これは皆様方御存じのように、昔はもともと、取引所の上場会社に対する自主規制というのは随時開示一本だったわけで、そういうところは、サンクションというのでしょうか、守られなかったときの取扱いとしては、上場廃止とか、余り多くの手段はなかったのです。しかし、近年エンフォー

スメント手段を多様化しました。これは東京証券取引所では「実効性確保措置」と呼んでいるのですが、エンフォースメント手段の多様化と言っていると思います。

大変有名な特設注意市場、「イエローカード市場」と言っていますが、上場廃止で市場から退場していただくという「レッドカード」ではなくて、イエローカード市場というのをつくりましたし、「上場契約違約金」と呼んでいますけれども、そういう制度もつくりました。それから、企業行動規範をつくったときに、注意勧告ですとか勧告公表といったように、その違反は、すぐ上場廃止とかイエローカードではなくて、勧告公表という措置をとりますといったような制度もつくりました。したがって、取引所でルールを整備することになる場合には、こうしたエンフォースメント手段の多様化と相まって、規範形成とか、上場

会社に規範が求められることになるということ  
を申し上げておきたいと思います。

#### 四、今後の展望

甚だまとまりのない話で恐縮ですけれども、  
最後に、今、なぜこういうことが議論されるのかと  
いうことと、一体何をポイントに考えたらいいの  
かということに関連して、二点感想を申し上げた  
と思います。

その二点の前に、今、なぜ上場会社法制が議論  
されるのかということについての直接的な背景  
は、冒頭で申し上げましたように、実際に現場で  
起きていることが制度の改善を求めているという  
ことであることを再度申し上げます。それ  
に関連して二点、感想として申し上げます。

#### (1) 「規制の強化」と「規制の緩和」の意義

第一点目は、「これは規制強化の議論じゃない  
か」という批判が見られます。もつとも、世論と  
いうのはなかなかわかりにくくて、最近は何しろ  
「規制緩和は間違っていた」という議論もあるも  
のですから、話はわかりにくいところがあるので  
すけれども、いずれにしても、資本市場というこ  
とで言うと、その整備の多くは、事前規制の撤廃  
を通じて自由な経済活動あるいは金融取引を認め  
るとというのが九〇年代以降の制度改革の流れであ  
りました。資本市場取引ということでは、  
と、今度は取引所が規制強化に乗り出して、  
あるいは金商法自体をそういう見地から批判する  
声もありますけれども——、これは金融自由化の  
流れに逆行するもので、経済の発展に水を差すも  
のであるという指摘が時々見られます。上場会社  
法制についても、「また規制強化ですか。この金

融危機のときに、「とんでもない」という声もあるようです。そこで、ちよつと一言申し上げたいのですが、そういう議論は、正しくはありません。

難しいのは、「規制緩和」、「規制強化」という言葉は、正確な言葉ではないということです。これはすでにいろいろところでお聞きになっていることだとは思いますが、資本市場規制の分野で言いますと、金商法とか上場会社法制というのもそうだと思うのですが、結局大きな流れで言いますと、昔は、いわゆる事前禁止規制というものがあり、やれることが限られていたわけです。それをもし「緩和」という言葉を使っていいたすれば、自由化であれ、緩和であれ、やれないことをやれるようにするという流れであったわけです。この流れは今日に至るまで続いています。それを「事前規制の撤廃」とか「緩和」というふうに呼んでいいと思います。

問題は、やれないことがやれるようになってどなたかです。例えばファイナンス分野で言えば、新株予約権の発行、昔は自由にはできませんでした。原則事前禁止だったわけです。別の例で言いますと、自己株式の取得もそうですし、あるいはM&Aの分野で言えば、会社分割とか、持株会社というの、昔はできなかったわけです。

できないことがやれるようになった後のルールはどうかというと、これは私の言葉で言えば、いものはどんどんやってもらうけれども、変なものはやめてもらわないと困るということになります。つまり、やれるようになったら、よいもの悪いものを分けなければならぬわけです。これはよく買収の分野でも言っていることですが、よい買収は、——「よい」というのは「世の中にとつて」という意味ですけれども——、よいものはエンカレッジし、悪いものは起きないようにす

るということになります。よいものはどんどんやってもらおう。でも、残念ながら、できるようになると変なことをする人がいる。これはやめてもらわないといけない。ところが、変なものをやめてもらおうということは簡単ではありません。どうも結果として、日本は諸外国と比べると変なものがいっぱい出てきたというのが、九〇年代の終わりから今日に至る状況だと言ってもいいすぎではないように感じます。それを私は「ルールの不足」と呼んだり、あるいは「規制緩和後のルールの不足」というふうに呼ぶことにしています。

今回の第三者割当てもまさにそうでした、規制強化であるといつて批判する人がいるのですけれども、それは全く間違っていて、変なこととはやめてもらわないと困るといごく当然なことで、ほかの国ではどこでも行われてないことです。同じようなことが、今日挙げなかったMSCBとかに

もあるのですが、その規制強化を批判するのは的外れているということになります。

ただ、それは決して規制強化という言葉では正確には言い表せません。私の理解で言うと、強化か緩和かと言われれば、両方必要ですということになります。ポイントは、繰り返しになります。できなかったことはできるようにする。しかし、できるようになった以上は、よいものはどんどんやっていただけけれども、変なふうにそれを使う人あるいは変なものは、やめてもらわないと困るといふ非常に単純なロジックだということです。

## (2) 世界的に日本がもう一歩先に出ることへの

### 期待

もう一点ですが、上場会社法制はもっとわかりやすい話ではないのかと思われるかもしれないの

ですが、何が問題かということです。これは何が問題かが簡単であれば簡単だと思うのですが、そう簡単ではありません。ただ、この分野を議論するときの基本的な視点は何かというと、私は資本市場ということと、株式会社という仕組みという二つであると思っています。

これは言葉を変えて言えば、上場会社ということでもあります。つまり、資本市場というものは、わかつたようでわからない面があって、これは日本だけではありませんが、いかに「貯蓄から投資へ」と言って頑張っている、うまくいったかいかなのか、昨今の金融危機で全部吹っ飛んでしまった。株式市場の状態を見ると、もともとの震源地は外だったかもしれませんが、どうも日本もひどいことになっている。しかし、「二〇〇年に一度」とは言われるものの、日本では意外と危機感は薄いというか、そういった非常

に難しい問題があるわけです。しかし、いずれにせよ、この資本市場の将来についてどういうふうに絵をかくかということは、言うまでもなく重要であると思います。ただ、それと並んで、本日もちょっと申し上げたいことは、ここで問題としているのは、株式会社という仕組みであります。お金を集めて事業を行う株式会社という仕組みであって、お金が集まるところが資本市場ということになるわけなので、両者は密接に関係します。別のところでよく申し上げていることですが、ども、全世界的に、過去、事業を行う法形態としては、圧倒的に株式会社形態が勝利してきたという歴史があります。これは大規模な事業についての話ですが、ほかの法形態はどんどんなくなっていきました。中小規模の事業は決してそうではありません。むしろいろいろな仕組みが使われます。しかし、大規模な事業を行う仕組みとして

は、株式会社のひとり勝ちです。これは日本だけではありません。世界共通の傾向です。でも、なぜ株式会社という形態がひとり勝ちしたかについては、残念ながら、答えはありません。

といいますのは、ちよつと考えてみると、株式会社という仕組みは欠陥だらけであります。現に「会社は株主のものか誰のものか」とかいう議論をし始めると、収拾がつきませんし、よくわからぬ。株主の利益だけを考慮して会社を経営していたら、結果として社会にとってプラスになるという保障は理論的ではないわけです。では、いろいろな人の意見を聞き始めたら会社は運営できないのかとか、そういう矛盾だらけの仕組みであるにもかかわらず、株式会社にまさるほかの仕組みはない。といいますか人類は未だ思いついていないというのが現状でありまして、世界的に株式会社という仕組みが圧倒的に勝利してきたわけで

す。

そこで、本日の議論というのは、私なりに理解しますと、資本市場の問題というのは全世界的に議論されていますけれども、日本もここで、もう一歩先へ進めないかと考えたときに、株式会社という仕組みのところをもう少し何とかできないだろうか。それによつて、世界的に日本がもう一歩先へ出ることができないであろうかということになります。だから、ガバナンスの話になるわけです。こういうことだと私は思っています、そうだとしますと、資本市場の問題を議論すると同時に、株式会社の仕組みというところを議論せざるを得ないし、もしそこで一歩改善できれば、日本もぐつと行けるのではないかという、期待があるということでもあります。

時間が超過してしまつて大変申しわけありませんけれども、以上の話を皆様方の何らかの御参考

にしていただけましたら大変幸いです。

— どうも長時間ご清聴いただきまして、ありがとうございます。 (拍手)

**高橋理事長** どうもありがとうございます。最

近のいろんな問題について触れていただきながら、大きな流れを大変わかりやすく御説明いただいたかと思えます。大変ありがとうございます。

時間がちよつとだけ残っていますので、もし御質問、御意見おありの方、ぜひ御発言いただいたらと思えますが、いかがでしょうか。

最後のほうで先生がおっしゃった、いろいろ自由にしていくけれども、やってはいけないことはやらないという仕組みがどうしても必要だ。それはもちろん東証の自主規制とか、あるいはいろんな法律等できつていくということが大事なんだ

ろうと思えますけれども、何かいろんなことが工夫して起こってくるわけですから、事前につくっておくのはなかなか難しいケースが多いんだろうと思うのです。そういうのに自由に動ける仕組みというのが要るのかなど。自主規制機関とか、そういうところが自由に動いていくというのが大事だと思えますが、もし裁判になったときに、裁判官が適切に判断できるような仕組みというのがあれば、安心できるのかなと思います。

そうすると、証券の専門の裁判所みたいなものがないと、あるいは資本市場の専門家がそろっているような場がないと、そういう判断が難しいのかなと思うような事例もあるんですが、外国には余り証券専門の裁判所というのはないのかなと思えますが、そんな点はどんなふうにかえたらいいんでしょうか。

**神田** ご質問の趣旨は多分二つあって、一つは、

裁判所というものは専門によって分けたほうがいいのではないか、とりわけ証券の分野についてはどうかということ、もう一つは、そもそも本日の話題になったような分野について、裁判所の役割をもっと期待できるものなのか、ちよつと表現は悪いですが、期待しないほうがいいのかということかと思えます。

前者については、確かに金融裁判所みたいな話は余り聞いたことはないですが、ヨーロッパでは、フランスを始めとして商事裁判所の歴史というのが非常にあります。それから、アメリカの例で言いますと、会社法専門の裁判所ではありませんが、「衡平法」と訳していただけますけれども、会社法を含めてエクイティの裁判所といくのが、コンローの裁判所と別に発展したという、裁判所の中にも歴史的にそういう区分もあります。それから、別の切り口で、憲法裁判所を持っている国も

もちろんあります。そういうことから言うと、日本で言いますと、最近、知財高裁という知的財産権についての事件を専門に扱う高等裁判所ができましたので、裁判所を専門によって分けるという考え方というのはあり得る話であるとは思いますが。

そうしたことが適切かどうかというのは、二番目の問題にかかわるのですけれども、私は、なかなか複雑な心境であります。この分野でもつと裁判所に活躍してもらおうというのは、ちよつとなかなかきついなあとという気もするのです。

裁判官には具体的な実際のことはわからないのではないかという人がいますが、それは理由にはなりません。裁判官は、具体的なことを知らなくても裁判はできるといふか、裁判をしなければいけませんし、そういう分野はほかに多数あるわけです。例えば新聞紙上にぎわしている昨今の例

で言いますと、医療関係訴訟です。これなどについても、裁判官自身が医療の専門知識をたくさん持っていることが求められているわけでは決してありませんで、そうではなくて、どういう手続を経て公正な裁判をするかがポイントです。そういうことから言えば、それは工夫次第で、金融あるいは資本市場の分野についても、より裁判所が役割を發揮するということは十分に可能であると思います。さて、それが適切ですかと言われると、やってみないとわからないのかもしれませんが、私の感じではなかなか厳しいな思うところがあります。一つだけ申しますと、日本の特徴としてあるかなと思われまふこととして、一人の裁判官が抱えている事件の数が非常に多い。本日のテーマとは離れる点であるかもしれませんが、こうした問題がやはり一つあるように思います。

余り直接のお答えになっていませんで、申し訳

ありません。

**高橋理事長** どうもありがとうございます。何か御質問、御意見等ございませんでしうか。

**質問者** 時間を超過したところで恐縮ですけれども、先生が最後におっしゃった、資本市場の発展のためには、ガバナンスの分野での改善あるいは日本としてのアイデアが余り出てこないのかということ。非常に重要な問題ですので、その辺をも少し敷衍して、アイデア的なところを、どういう方向をお考えなのかということを、ちょっと一言教えていただけたらと思います。

**神田** 私が一つ不思議に思いますのは、実は決してここだけの分野ではありませんで、ほかでも多数ある話なのですが、よく私が使ふ「日本の常識、世界の非常識」ということがあります。例えば、日本には監査役という制度がありまして、世界に向けて一生懸命説明しようとして努力はして

いるわけですから、日本で監査役をずっとやってこられた非常にきちんとした方々が論文とかを書かれたものを拝見しますと、例えば、アメリカの制度は機能しないというふうには、本当に善意で思っておられるみたいなのです。日本の監査役の制度のほうがすぐれているというわけです。

しかし他方で、アメリカの投資家で、まともな人と私が思う人あるいは経営者などが書かれたものを見ると、日本の監査役制度というのは機能しないと、これも善意で本心に思っているようなのです。この距離をどう考えたらよいのか……。これほどの距離を感じることは、実はこの例だけではありません。買収とかほかの例でもいっぱいあります。

この距離は何なのでしょうかとというのが問いですが、この距離をどう埋められるかということが課題であると思うのです。この距離の埋め方には

幾つかあると思います。私が思っている一つの個人的な意見は、取締役会か監査役会などとガタガタ言わないで、両方集まって一緒にやってくださいという方向です。私は「合同開催」と呼ぶことにしています。

もう少し今の御質問に答える形で申しますと、日本の制度のよい点あるいは日本の実務のよい点と言ったほうがいいと思います。余り制度を自慢するよりも、実務のほうを自慢したほうがいいと思いますから、よい点をいかに世界に通していくかということだと思えます。逆に言えば、欠点は改めていかなければいけない。そのところで少し動けるかということだと思えます。もしそこで知恵が出せれば、もっと前へ出られるのではないかという気がしています。

**高橋理事長** どうもありがとうございます。ほかに何かございませんでしょうか。

**質問者** 非常に基本的な御質問なんですが、第三者割当て、それから株式併合等々で、例えば、極端な希釈率はまずいとかそういう話がある際に、要するにこれは既存の株主と新しい株主の間の公平の問題だろうというふうに思うんですが、特に英国等々のM&A、私の余り深くない知識の中でも、例えば、既存の株主もしくは少数株主等々に対するいろんな保護というのが、日本に比べてかなり強くなされているような感触を受けておったんですけれども、そのあたりについてはどういうふうにお考えでしょうか。

**神田** これも制度の問題と実務の問題と両方ありますので、非常に難しいですね。第三者割当てを例に申し上げますけれども、制度としては、ニューヨーク証券取引所は、原則株主総会決議を経てやってくださいとなっています。イギリスの話はしませんが、例えばイギリスとかヨー

ロッパは、原則「新株引受権」と呼んでいます。英語で pre-emption right と言い、それが原則です。すなわち、日本的に言えば株主割当てが原則であつて、第三者割当てをするには、その例外として株主総会の特別決議が必要となつていまして、制度としては、少なくとも株主総会の特別決議が要る。ただ、次に、特別決議を経さえすればできるのかという問いがあるのですけれども、とにかく制度としてはそうなっています。

それから、実態はどうかというと、実態「も」と言うべきなのか、「は」と言うべきなのかという問題がありますが、第三者割当ては余り行われません。総会決議を経ても行われません。繰り返しになりますが、私募というのはたくさんあります。私募と第三者割当てはイコールではありません。私募というのは一定の少数数の機関投資家向けに、日本で言えば、金商法上のディスクロー

ジャーをしないで売っていくというやり方で、そういう資金調達はあります。ですから、今おっしゃった問いについては、私は答えは「イエス」というふうに思うのですが、その先は、もうちよつと実態を見てみないと正確なことは言えないように思います。

**高橋理事長** ありがとうございます。それは、時間も大分過ぎております。

神田先生、今日は大変お忙しい中おいでいただきまして、ありがとうございます。(拍手)

(かんだ ひでき・東京大学大学院教授)

(本稿は、平成二十二年四月二二日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

神 田 秀 樹 氏

略 歴

略 歴

昭和52年3月東京大学法学部卒業。東京大学法学部助手、学習院大学法学部講師、同助教授、東京大学法学部助教授を経て、  
現在、東京大学大学院法学政治学研究科教授。

専門分野 会社法、商法、証券法、金融法。

著 書 『会社法入門』（岩波新書、平成18年）、

『会社法（第11版）』（弘文堂、平成21年）など。

編著として、財団法人資本市場研究会編『投資サービス法への構想』（財経詳報社、平成17年）など。

委員等 金融審議会（金融庁）委員、

企業会計審議会（金融庁）臨時委員、

企業価値研究会（経済産業省）座長、

企業統治研究会（経済産業省）座長、

英国M & A制度研究会（財団法人日本証券経済研究所）座長など。

(レジュメ)

上場会社法制のゆくえ

平成21年4月22日  
東京大学 神田秀樹

1. 議論の現況

2. 個別事項

- 第三者割当て
- 株式併合
- MSCB
- MBO
- 買収防衛策
- 株主の議決権行使に関する環境整備
- ガバナンス
- その他

3. 制度整備の姿

- 法律改正
- 取引所の自主規制
- 関連する論点

4. 今後の展望