上場会社法制の展望について

神田秀樹

はじめに

御紹介いただきました神田と申します。よろしくお願いいたします。（拍手）

本日は、このような場にお招きいただきまして、ありがとうございます。

本日はどういうお話をさせていただこうかといいますと、「上場会社法制の展望」ということです。今、御紹介いただきましたように、昨年あたりから、主として取引所、あるいは開示府令と言っておりますけれども、金融商品取引法のもとでの内閣府令等の改正によって、上場会社のガバナンス、それからファイナンスに関連する一連のルールが制定されてきています。また、将来に向けては、昔からあるものの、政権交代の後、公開会社法という話とか、今御紹介がありましたような、法務省のほうで、法制審議会の会社法制部会での審議開始というような状況にあります。皆様方には、一体何がどうなっているんだ、どういうふうな状況になっていて、何が問題で、どこでルールの策定というか、作成が行われて、今後ど

ういうふうに物事を整理したらいいのかというのがわかりにくいのではないかと思います。私自身もよくはわかっていないのですが……。

そこで、何がどうなっていて、何についてどういう議論が行われ、また行われようとしているのかということについて、本日はお話をしたいと思います。正確に言いますと、そういうことについて、現時点で私がどう理解しているかについてしかお話はできないのですけれども、今申し上げたような観点でお話をしてみたいと思います。

皆様方の中にも、いや、これはこうではないか、こういうことになっているのではないかという理解がそれぞれあると思うのですけれども、私がどう思っているかということを今から申し上げますので、皆様方の理解と突き合わせていただければ幸いです。

お手元の資料ですが、今日は一枚のレジュメに沿ってお話をさせていただきます（巻末資料参照）。私の名前が入っているものです。そのほかに、若干の資料を用意させていただきました。

資料１は、『商事法務』という雑誌に掲載されました、この三月末に改正されました開示内閣府令の改正についての金融庁の方の解説、それから、東京証券取引所のほうの、いわゆる独立役員制度などと呼んでいますが、それについての東京証券取引所の方の解説、さらに資料１の一番最後には、私が進行役をさせていただいております上場制度整備懇談会というのが東京証券取引所にありますけれども、この東証のルールの制定に合わせて、年度末の三月三一日付で公表した資料がございまして、「独立役員に期待される役割」というものです。これらは、ひょっとすると後で少し触れさせていただくかもしれません。

以上が資料１で、次の資料２は、これは四月の

講演会配布資料

資料１

①「上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する開示の充実等のための内閣府令等の改正」

谷口義幸　金融庁総務企画局企業開示課企業開示調整官

商事法務NO.1898　2010.5.5発刊　21頁

②「独立役員届出書の提出状況」

佐々木元哉　東京証券取引所上場部企画担当

商事法務NO.1898　2010.5.5発刊　28頁

東証ホームページ参照

http://www.tse.or.jp/news/09/b7gje6000000josj-att/100520_a1.pdf

③「独立役員に期待される役割」

平成22年3月31日　東京証券取引所　上場制度整備懇談会

商事法務NO.1898　2010.5.5発刊　35頁

東証ホームページ参照

http://www.tse.or.jp/rules/seibi/b7gje60000005zc9-att/yakuwari.pdf

資料２

「会社法制の見直しについて」会社法制部会資料１

法務省ホームページ参照

http://www.moj.go.jp/content/000046834.pdf

資料３

「公開会社法（仮称）制定に向けて」

民主党公開会社法プロジェクトチーム

http://www.nikkei.co.jp/hensei/comp09/pdf/comp09_2.pdf

下旬からスタートしていますが、法務省の法制審議会の会社法制部会の場で、四月の第一回に配布された資料です。これは法務省のウエブサイトに公開されていましたので、そこからダウンロードして今日は配布させていただきました。

それから資料３は、「七月Ｘ日」になっているのですが、民主党にいわゆる公開会社法プロジェクトチームというのがございまして、そちらのほうで、昨年の選挙直前におまとめになった資料です。

では、レジュメに沿ってお話をさせていただきたいと思います。順番はレジュメどおりですが、まず「近況」として、どういうような報告書とか法改正、あるいは規則の改正等があったかということを簡単に振り返り、今どういう議論が、公的な場などでなされているのかということを近況として申し上げます。

それから、会社法あるいは上場会社法制にかかわるものとしては、後でも申し上げますが、ガバナンス、ファイナンス、リオーガニゼーションというのを私は三大分野だと言っているのですが、リオーガニゼーションというのは、Ｍ＆Ａと言ってもいいのですけれども、ガバナンスについて今議論されているのはなぜかということを申し上げます。時間的に無理だと思ったので、レジュメには書いてないのですけれども、ファイナンスとか、Ｍ＆Ａについても、もし時間があれば口頭で補足をさせていただきます。

次に、三番目として、なぜ証券取引所で急にこんなにルールをつくらなければいけないような状態になってきたかということ、四番目で「今後の展望」ということをお話しさせていただきます。なお、ガバナンス、ファイナンス、Ｍ＆Ａという三分野のほかにも、会計という分野が実は非常に

大事で、会計はそれぞれにかかわるので、四つ目の分野というか、ちょっと切り口が違うのですけれども、もし時間があれば、この会計についても、「今後の展望」の最後のところで若干触れさせていただきたいと思います。

一、近況

(1) 金融審議会の報告書等

さて、そういうことで「近況」ですが、どこまでさかのぼるかは難しいところですけれども、ちょうど昨年の今ごろ、金融庁と経産省から、それぞれ報告書が出ました。これは皆様方もお聞きになったことがあるかと思います。金融庁では、金融審議会の金融分科会のスタディグループの報告書というものであり、経産省では、企業統治研究会というところの報告書であります。これは皆様方もお聞きになったことがあると思いますので、本日はお配りはしませんけれども、二つの報告書は同じ日に公表されています。昨年の六月一七日の水曜日だったと思います。これは私もよく覚えています。なぜ同じ日に公表したかというと、調整して公表したからです。

何が提言されているかというと、いろいろありますけれども、金融審のスタディグループのほうで言いますと、このグローバル化した時代の中で、上場会社に関連して幾つかのことが提言されており、そのやり方として、かなり多くの事柄について、証券取引所のルールでやりなさいと書いてあります。ただ、すべて取引所のルールに投げているのではありませんで、法令の改正ということで対応することもしますと書いてあって、その部分はこの後申し上げます内閣府令の改正で実現している、こういう流れになっています。

そのうちの独立役員と呼ばれているテーマを中心に、経産省の企業統治研究会の報告書があります。こちらは、こういう表現がいいかどうかわからないのですけれども、役員とかという話になると、これは企業経営の根幹にかかわるということもありまして、経済界とも、当時の言葉で一字一句調整して、取りまとめた報告書になっているわけであります。

そして相前後して、三つ目のマルですけれども、先ほど御紹介しました民主党の「公開会社法（仮称）制定に向けて」というのが七月ごろに取りまとめられ、公表されているわけです。その後、選挙になって、政権交代となっていったわけですけれども。ただ、今日のお話との関係で言うと、前の二つ、すなわち、金融庁と経産省の報告書と公開会社法の検討という話は、それぞれの背景は別です。分野としては重なり合う部分はあるのですけれども。

それを受けた証券取引所の規則改正というのが、その次のマルですが、去年の八月と一二月に行われています。八月のほうはファイナンス関係、いわゆる第三者割当増資と呼ばれている関係が中心です。それから一二月のほうは、独立役員とか、ガバナンス関係のものであります。

府令はその次で、余り正確でなくて申しわけないのですけれども、金融庁の開示内閣府令改正、平成二二年三月、今年の三月とレジュメには書きました。これはガバナンス関係の改正です。東証の八月のほうの第三者割当増資の規則改正に対応するというか、内閣府令の改正は、去年の一二月に行われています。この点は後で少し申し上げます。

(2) なぜ二度に分かれているか

ですから、そういう意味でいうと、金融庁のスタディグループの報告書と経産省の企業統治研究会の報告書を受けて、具体的に制度の改正が実施されたというのが、東証の規則改正と金融庁の開示府令の改正ということになります。全部が三月に出そろったということになります。

これはなぜ二度に分かれたのか。東証で言いますと、ファイナンス関係が八月で、ガバナンス関係が一二月、内閣府令は、今申し上げましたように、補足させていただくとすると、去年の一二月がファイナンス関係で、今年の三月がガバナンス関係です。

第三者割当増資等については、実は取引所の対応は早くて、スタディグループの取りまとめを受けるのを待ってから動くというのではなくて、もう先に方向を出していましたので、スタディグループの報告書がおくれたような形に見えるのですけれども、そういうことで、もう準備ができていましたので、スタディグループの報告書が出るところから、もうパブリックコメントをしたりして用意していまして、八月に実施ということになりました。全部一遍にやってもよかったのかもしれませんけれども、ファイナンス関係を先にやった。そしてガバナンス関係は、報告書が出たのを受けて行われたということになります。現在はその実務が動き始めましたので、その実務の状況の定着を期待しているというようなことではないかと思います。

(3) 会社法制部会での審議開始等

「近況」の最後のマル二つですが、最後のマル二つは、順序としては多分逆に申し上げたほうがいいかと思います。今年に入りまして、新政権の

資料３

「公開会社法(仮称)制定に向けて」（抜粋）

.2009年7月Ｘ日作成　民主党公開会社法プロジェクトチーム

公開会社をめぐる現行法制の主な問題点

会社法（裁判規範）と金融商品取引法(行政規範)が並立しており、混乱を招いている

（１）会社法と金融商品取引法との間で、情報開示や会計のあり方が不明確となっている
○決算公告、財務諸表、会計監査、新株発行手続、公開買付など、会社法と金融商品取引法との間で異なる手続が存在する

（２）適正な企業統治を実現するシステムが担保されていない
○資本市場から見て、企業統治のあり方が水準に達していない
・社外取締役制度の狙いが達成されていない
○「会社のあり方」に対して、従業員の意見を反映する仕組みがない
・会社法では、清算時以外は従業員の意見を聴かなくてよい
○Ｍ＆Ａ法制が整備されていない
・企業買収者に対する「全部買付義務」や「企業経営方針の明示義務」がない
○監査役が有効に機能していない
・経営陣になれなかった人が監査役になるようでは、牽制にならない
○会計監査への経営陣の影響が強い
・経営陣が会計監査人を選んで報酬を決めるようでは、適正な監査に疑いが残る

（３）企業集団の取扱いが明確ではない
○金融商品取引法と会社法で、企業集団の取扱いに違いがある
○親会社の子会社に対する責任が明確ではない
・親会社の株主や取締役が持つ、子会社の意思決定、業務執行の権限が明らかでない
・企業集団として事実上一体なのに、損害賠償や株主代表訴訟が分断されている

もとで、法務大臣から法制審議会への諮問がありました。後で申し上げますが、ガバナンス関係と、それから企業結合などと言っていますけれども、この二つについての諮問がありました。それを受けまして、会社法制部会というのが法制審議会の中に設置されまして、この四月の末から審議を開始しております。

それを受けまして、金融庁のほうでは、法制審議会に対応することも含めて、コーポレート・ガバナンス連絡会議というのを設置されまして、法制審議会の部会が行われる大体一週間前とか一〇日前ぐらいに連絡会議を行っているというふうに聞いております。

では、この最後の二つはどういう位置づけになるのかというと、これはまた最後に「今後の展望」というところで申し上げたいと思うのですけれども、やはりこういうよくわかりにくい話というのは、背景は一つではないのですね。つまり、幾つかの複線的な背景がありまして、一番直線的にいえば、それは、東京証券取引所のルール改正で対応はしてきたのですけれども、やはり会社法という基本法によって手当てしたほうがいいのではないかということは最初から言われていまして、一番の基本の部分は、そこに一つあるところです。

それから、これは今ここで余り申し上げると時間をとってしまいますので、後で申し上げますけれども、またそれが別の系譜というか背景としては、結合企業についてのルールづくり、これは前の会社法改正というか、会社法制定というか、平成一七年の制定のときから、国会の附帯決議等で宿題になっていたものです。

そういったものと、先ほど申しました公開会社法構想というものは、内容的には重なるところが

ありますので、今後の会社法改正の議論の中で、公開会社法の構想なり提案というものは重なってきて、実現し得る部分があるということになります。この辺はまた最後に、大きな流れと背景についてまとめてみたいと思います。それが今の現状ということになります。

そのほか、少し省略してしまったのですが、私自身も参加させていただいております日本証券業協会では、これは協会員向けのルールですけれども、この四月一日に、そういう意味では、一連の取引所及び金融庁の内閣府令の改正にほぼ時期を合わせて、業者向けというのでしょうか、協会員向けのルールを改正しております。ＭＳＣＢについてのルール、第三者割当増資についての指針、こういったものであります。

以上が現状ですので、現状を一言で言えと言えば、おととしぐらいから去年まで議論されたその結果を受けて、去年から今年の三月にかけて、取引所と内閣府令等でのルール改正が行われまして、それが動き始めたというのが一つ。もう一つは、しかしというか、将来へ向けて、会社法制の改正、あるいは場合によっては金商法の改正ということもあり得るかもしれませんけれども、そういうものを展望した制度の議論というのが始まったというか、引き続き行われているというのがもう一点ということになります。

二、コーポレート・ガバナンス

次に、レジュメの２に行きたいと思うのですが、ここから先お話ししたいことは、大ざっぱな話で申しわけないのですけれども、なぜ今またコーポレート・ガバナンスを議論しているのか。年中、議論しているのですけれども、今何を議論

しているのかということ。そして、もし時間があれば、ファイナンス関係等についても、一体何を問題にしてやってきたのかというようなことをお話ししたいと思います。

(1) コーポレート・ガバナンスの定義

コーポレート・ガバナンスというのは非常にわかりにくい議論です。ただ、どうも私はここを強調していつも時間不足になりますので、今日は時間を使わないようにしたいと思っているのですけれども、大きく言うと、ポイントは多分三点あると思いますので、それを申し上げます。

①対象会社

まず第一に、コーポレート・ガバナンスというのは、その対象となる会社が、上場会社か、それ以外か、あるいは非営利法人等を含めて、いろいろな法人について議論されるわけですけれども、それらはやはり区別されるべきです。日本でコーポレート・ガバナンスという議論をする場合には、通常は、断らない限りは上場会社を念頭に置くということであります。

なお、上場会社という言葉と公開会社という言葉は非常に紛らわしいのですけれども、今日の話との関係では、ほぼイコールだと思っていただいてよろしいかと思います。厳密に言えば、金商法適用会社あるいは有価証券報告書提出会社というふうにお考えいただいても結構かと思います。上場会社よりは少し広い概念にはなります。

他方、御存じかもしれませんが、会社法という法律の中に公開会社という用語が定義されています。これは全然違う定義で、いわゆる株式譲渡制限がない会社ですので、非常に広い概念です。本日の話との関係では、公開会社というのは、上場会社、あるいはもう少し広目にとって、金商法の

有価証券報告書提出会社というふうにお考えいただいて結構です。それが第一点。すなわち、コーポレート・ガバナンスを議論するときには、会社の種類を分けないと話が混乱しますけれども、本日の話は、上場会社を念頭に置くということであります。

②コーポレート・ガバナンスの目的

それから第二点は、コーポレート・ガバナンスの目的は何かというと、昔と今ではパラダイムが変わったということです。これも話し出すと切りがありませんけれども、九〇年代の終わり、レジュメでいいますと、イギリスのハンペル委員会と呼ばれるところの報告書、あるいは翌年に、一九九九年に、そこには書いてありませんけれども、ＯＥＣＤのコーポレート・ガバナンスに関する諸原則というのが制定されまして、一言でいえば、流れが変わったということです。

それはどう変わったかというと、それまではコーポレート・ガバナンスというのは、不祥事の再発防止ということ、私は後ろ向きなどと言っているのですけれども、そのための仕組みを企業の中にどのように置いたらいいかという議論であったのに対して、パラダイムが変わった後は、不祥事の再発防止という目的がなくなったわけではありませんで、車の両輪と言っていますけれども、それと並んで、前向きというか、企業がその事業活動で業績を上げていくということも目的であるということになりました。ハンペル委員会の言葉でいつも私は紹介しているので、お聞きになったことがあるかもしれません。英語でビジネス・プロスパリティーという言葉が使われているのですけれども、直訳すれば、企業の繁栄ということです。あるいは事業の繁栄と訳してもいいかと思います。

つまり、企業が繁栄するためには、どのような仕組みが企業の中に置かれるべきかというのが、コーポレート・ガバナンスの議論であります。車の両輪ですから、不祥事とか、コンプライアンスということも依然として言われますけれども、昔はそれだけがコーポレート・ガバナンスの目的だったのが、今ではむしろ前向きの目的ということが言われるようになった。これが大事な二点目であります。

(2) グローバルな状況との格差への対応

三点目は、なぜ日本で去年、スタディグループとか企業統治研究会で、ガバナンスの分野が取り上げられ、東京証券取引所のルールで、とりわけ独立役員一名設置ということになったかということであります。これはなかなかわかりにくい話かと思うのですけれども、一言で言えば、レジュメに書いたようなことですが、グローバルな状況との格差への対応ということであります。

これは、話は、おととしの夏あたりがピークだったと考えていいと思うのですけれども、西暦で申しますと、二〇〇八年になります。東京証券取引所もそうですし、金融庁のスタディグループもそうです。経産省もそうですけれども、外国の投資家を中心に、投資家の声とかいろいろな意見を聞いて回った。当時は、売買高で言うと、日本の企業の株式の半分以上が外国人の投資家によって売買が行われていました。

ただ、話がややこしいのは、その直後に金融危機が起きまして、二〇〇八年の九月一五日だったと思いますが、リーマン・ブラザーズ社の破綻があって、話が非常にややこしいほうへ行きました。世界的に株式市場が悪くなりまして、日本もかなり影響を受けて、昨今もまた別の、ヨーロッ

パのほうの話の影響を受けているものですから、その後は少し追いにくいのです。しかし、本日の話との関係で言いますと、なぜ去年、ガバナンスの話がこういうことになって、取引所の規則でやるようになったのですかと言われたら、それは、簡単に言えば、グローバルな状況との格差を是正するということであります。

①何が格差か

何が格差かということですけれども、その格差というのは、一言で言えば、日本では独立役員というものについて要求がされていないというか、制度としてそれが要求されていないということであります。これは細かい議論になると切りがないのですけれども、人によっては、独立取締役と言う人もいますし、いや、監査役でもいいとか、その辺は細かい議論はあるのですけれども、一言で言えば、しかし、細かい議論はさておき、独立という言葉にあります。独立役員と言う場合のポイントは、役員のほうよりも独立にあります。

日本の会社法は、現在でも社外という概念を定義していますけれども、独立というものの定義はなく、また、独立の監査役とか取締役を要求するような規定は一切置かれていません。しかし、諸外国では、独立という概念が使われていまして、日本にも社外ではなくて、独立という概念を導入しようというのが、一言で言えばキーポイントです。

もちろん各論のレベルではいろいろな議論がありまして、監査役制度の将来をどうするのかとか、それから、インセンティブのねじれ問題と言っているのですけれども、金商法上の上場会社が監査人を雇うような場合に、それは会社法上は会計監査人と呼んでいて、少し複雑な制度になっているのですけれども、その候補者というか、監

査人を選ぶ決定権と言っていますが、あるいは報酬を決める、報酬の決定権と言っていますが、こういうものを監査役に与えるべきではないかとか、細かい議論はいろいろあるのですけれども、大きな流れだけを申し上げますと、去年のガバナンスの議論の焦点、これは三月の東証のルールで実現して、実施されているのですけれども、それは今申し上げましたように、独立という監査役または取締役を上場企業に求めるということです。

何が独立かということは、本日は余り時間がないと思って、レジュメには書いてないのですけれども、後で御紹介したいと思います。

以上が、ガバナンスについて三つ重要なことです。

②公開会社法との関係

三点目に申し上げたこととの関係で、公開会社法との関係を少し申し上げますと、冒頭に申し上げましたように、スタディグループとか企業統治研究会の報告を受けて行われた制度整備と、公開会社法構想というのは経緯は別であります。重なり得る部分はあるのかもしれませんけれども。したがって、今回行われた制度の整備というのは、公開会社法の構想とは直接の関係はないとお考えいただいたほうがいいと思います。

三、ファイナンス関係

ほかの話もしたいものですから、このあたりにさせていただきまして、レジュメには書いてないのですけれども、ファイナンス関係について一言だけ申し上げたいと思います。

ファイナンス関係につきましては、先ほど少し申し上げましたように、スタディグループの報告書には触れられています。それを実現したという

か、実施したのは、東証のルールで言いますと、去年の八月であり、先ほど補足させていただきましたけれども、金融庁の開示府令は、去年の一二月だったと思います。

いろいろありますけれども、一言で言うと、第三者割当増資についてのルール整備、一定のことを上場会社に要求するということであります。あと、その間に立つ証券会社とか金融商品取引業者へのルールというのは、先ほど申しましたように日証協のほうでつくられています。御存じかと思いますが、日本の第三者割当増資というのは、その多くが証券会社が間に入らない形でも行われています。したがって、いずれにしても、上場会社向けには証券取引所のルール及び金融庁の開示府令ということになります。

これもお話を始めると切りがないのですけれども、なぜこれが行われたかということを一言だけ申し上げておきたいと思います。それは、詐欺的な仕組みの一環として第三者割当増資が利用されると思われる事例がまま見られるということです。実はこれはよくわからないのですけれども、思われるというケースが相当あって、これは、外国人の投資家からもそういう指摘をしばしば受けてきたということがあります。

この点を申し上げるのは、実は何で第三者割当増資が悪いのかとか、ＭＳＣＢだって世の中の役に立っているので、規制するのはおかしいという声が一部では非常に強いからであります。そういった声は、私は正論だとは思うのですけれども、議論はかみ合っていないのですね。今回の制度整備というのは、そういう詐欺的なスキームの一環として行われるものを何とかとめたいということです。それは証券市場全体にとって非常にマイナスになりますので。ただ、そのとめ方がよく

わからないわけですね。例えば、下手に一律禁止をしたら、いいものまでも全部とめてしまいますので。そうかといって、今のままでいいことにならないのは過去の事例研究をしても明らかなものですから、そういう問題のあるものだけを取り出せられればいいのですけれども、そこがなかなかつらいところであります。そんな中で、ルールの中身については、時間があれば、後で簡単に御紹介しますけれども、第三者割当増資、ＭＳＣＢ等についてのルールをつくったということです。

繰り返しになりますが、ガバナンスの場合のルールをつくった理由というのは、今言いましたような、グローバルな状況等の中での格差への対応、その中心は独立役員ということです。しかし、ファイナンスのほうのルールをつくったポイントは、一言で言えば、詐欺的なスキームの一環として使われたと思われる事例がまま見られたということであります。

四、なぜ証券取引所でのルール形成となったか

レジュメの3に進めさせていただきます。なぜ証券取引所でのルール形成となったか、これがなかなかわかりにくいのではないかと思います。

人によっては、こういうルールは証券取引所でつくるほうがいいと言う人もいるのですけれども、確かに諸外国を見ますと、アメリカなどでも、ニューヨーク証券取引所のルールとか、あるいはイギリスですと、ロンドン証券取引所のルールであって、法律で定めているものではないとか、表面だけ見ると、そういう国もあるわけですけれども、日本でなぜこうなったかというと、簡単に言うと、スピードの問題と、もう一つは、現

在の法律のたてつけなどと言う人がいますけれども、この二つの理由だと思います。

(1)　会社法や金融商品取引法ではうまく対応できない

本来なら法律で制度を設けたほうがいいように思われるのですけれども、その場合の法律の候補というのは、会社法か金融商品取引法ということになります。ただ、会社法でも金融商品取引法でも、独立役員みたいなものを上場会社に要求するということはなかなか書けないのですね。会社法のほうは書けなくはないと思いますけれども、すぐに法改正することはできません。基本法ですから、やはり慎重な審議を経て、その上でコンセンサスを経てルールにしていくということであります。

金融商品取引法でやれるかというと、残念ながら、ここは金融商品取引法のつらいところで、これは情報の開示規制、ディスクロージャー制度という制約があるのです。ですから、大変有名な内部統制という、ＪＳＯＸなどと言われた制度でも、御存じのように、あれも財務報告の適正性を確保するための内部統制です。ですから、企業の運営のための内部統制ではないのですね。金商法上の制度として入れられた以上は、財務報告、すなわち、ディスクロージャーの適正性、健全性を確保するための、オフィシャルに使われているのは適正性という言葉ですが、内部統制であると。こういうふうに限定されているわけです。

ですから、金融商品取引法で上場会社に何か求めるとしても、情報開示規制との関係でしか求めることはできない。その範囲内で精いっぱい頑張ったのが開示府令です。先ほど申し上げましたように、ファイナンス関係は一二月、ガバナンス

関係は三月に頑張ってやったということですけれども、これ以上はできないという悩みがあります。

したがって、繰り返しになりますが、例えば、上場企業は独立役員を一人置いてくださいということは金商法では求められない。置いたら開示してください。置いていなければ置いていないと開示してください。これは求めることができるということであります。そこで、消去法といってはなんですけれども、結局、会社法や金融商品取引法ではうまく対応できない。そこで取引所の規則でやってくださいと、そういう感じになったということがあろうかと思います。

人によっては、証券取引所でのルールというのは、弾力性もあるし、必要があれば変えてもいきやすいので、証券取引所でのルールはもっと使っていくほうがいいというお考えのある方もいらっしゃるかとは思います。ただ、ここは意見は分かれるところでして、他方では、証券取引所が余りいろいろルールをつくっていいのかという批判もあるわけですね。しかも、それは何を根拠にルールをつくって上場会社に押しつけるのかと言う人もいますし、このあたりは、スタディグループの報告書の整理は、金商法上、証券取引所は自主規制機能があると述べています。

自主規制機能というのは、証券会社等の業者だけではなくて、上場会社に対する自主規制機能もあると、こういう整理をしている。したがって、証券取引所が上場会社についてルールをつくれるのは、この自主規制機能の発揮であるという整理をしています。

そういう整理は、証券取引所のほうでの規範形成に参加してきた者にとっては大変ありがたい整理ですが、少し自信が持てないところもないわけ

ではないのです。金商法のどの条文を根拠に上場会社に対してそういうルールを設けられのかといいますと、必ずしも自信が持てるわけではありません。

それで、証券取引所でのルールというのは、他方においてというか、金商法を根拠にはするものの、他方で上場会社との上場契約に基づいて、上場会社にお願いをするというか、契約上のお約束として、取引所から言えばですけれども、やっていただくという整理もして対応しているということになります。

⑵　エンフォースメント

もう一点、証券取引所でのルールと、会社法、金商法でルールをつくる場合の大きな違いは、出口というか、エンフォースメントなどとよく言っていますが、ルールの違反があった場合の処理であります。

これは今日細かくは立ち入りませんけれども、法律の場合には、違反があった場合の効果、法的な効果と言っていますけれども、それは法律に定められているわけで、東京証券取引所は、昔は、伝統的に上場会社に求めてきたものとして、適時開示という規制だけだったのですけれども、それに違反があったような場合にはどうするかというと、対応は余りいろいろありませんで、ひどい場合は上場廃止とか、そうでないものの場合には余りなくて、注意をしたりとか、そういうことだったのですけれども、実は今回ではありませんで、数年前に、偶然なのですけれども、金融審議会の当時の報告書などの提言を受けて、エンフォースメントの多様化ということを行ったのですね。

金融審では、金商法自身のエンフォースメントの多様化ということで、課徴金制度等を導入した

りしたのですけれども、取引所のほうでも、取引所が上場会社に求めるのは、当時は適時開示のルールしかありませんでしたけれども、それについて違反があったような場合に、その対応を複線化、多様化しようということで、皆様方も御存じかと思いますけれども、例えばイエローカードと呼ばれている特設注意銘柄、例えば、会計に虚偽があって、典型的には粉飾決算ですけれども、その場合に、即上場廃止ではなくて、一遍イエローカードを切る。そして、様子を見て、重大でなければもとへ戻れる。さもなければレッドカードだ、こういう制度をつくりました。それから、制裁金という制度もつくりました。

そういうふうにエンフォースメントを多様化していましたので、その中で、こういう、今回のようなガバナンスについてのルールの制定というものは、その前のファイナンスのルールもそうなんですけれども、上場会社についていろいろルールをつくりなさいと言われたときには、対応はしやすい状態になっていたということは言えようかと思います。そうは申し上げても、証券取引所でルールをつくる場合と、会社法や金融商品取引法でルールがつくられる場合とでは、違反した場合の効果は異なるということだけは、今日付言しておきたいと思います。

そうすると、こういったものを総合して、仮に会社法でも金商法でも、先ほど申し上げましたような制約がなくてルールがつくれるとしたら、会社法でつくるのは望ましいんでしょうか、金商法でつくるのが望ましいんでしょうか、取引所でのルールが望ましいんでしょうかという議論は、当然学問的にはあり得るところです。もちろん答えは余りよくわからないということではないかと思います。言いかえますと、一長一短ということに

なるのではないかと思います。

ただ、それを抽象的に議論していても余り実益のある議論ではありませんで、ここ一年あるいはもうちょっとの歴史が示していますように、日本の場合には、それがいいことであったかどうかというのはすぐにはわかりませんけれども、取引所においてルールをつくることになったということであります。

⑶　証券取引所ルールの中身

レジュメには書いてなくて大変恐縮ですけれども、４の「今後の展望」に行く前に、証券取引所でつくることになったルールの中身、といっても、全部は御紹介できませんし、皆様方も御存じかと思いますけれども、そのキーポイントと運用がどうなっているかということを、簡単に口頭で申させていただきます。

本日は余り話をする予定はなかったのですけれども、ファイナンスについても一言申し上げたいと思います。

皆様方、十分御存じかもしれませんけれども、取引所が上場会社についてどういうことを求めてきたかというと、従来は当たり前ですけれども、上場基準というところで、一定の企業の財務の健全性その他を求め、そして上場後においては、適時開示という形で情報の開示を、金商法上の制度をいわば補完するものとして求めてきたのですね。

しかし、適時開示だけではなくて、今回の独立役員を置いてくださいとか、こういった話になっていくようなその先鞭になったものは、上場制度総合整備プログラムというものです。これが制定されたのは二〇〇六年になります。平成一八年六月二二日付で公表されました上場制度総合整備プ

ログラムというのがあります。これはかなり戻る話であります。この二〇〇六年に制定された上場制度総合整備プログラムの実施をしていくに当たっての議論をする場が、上場制度整備懇談会というものであります。

二〇〇六年の上場制度総合整備プログラムの中で実行計画というのが当時示されていまして、三種類に分かれていました。一つは、直ちに実施する事項で、これはもう二〇〇六年の年内に実施する。二番目が、上場制度整備懇談会で議論して、具体案の策定に向けて、問題の整理をするというもの。三番目は、もっと中長期的に検討するもの。そういうことで、この中で、先ほど申し上げましたように、例えばエンフォースメントの多様化とかいったようなことが、その後、議論されていきました。またその後、問題が出てくれば、これに追加していくという形で上場制度の整備が行われてきたわけです。

それで、毎年、そういう意味では実施状況、それから、さらに何を検討して、何をするかというような計画をその都度整理し直して、それで今日に至っているということなのです。そういう中で、去年行われたものは幾つかあるのですけれども、大きく言うと、ファイナンスとガバナンスのものであります。去年というか、昨年度のですね、先ほどの独立役員のことを含めてです。

ただ、そのほかにも、例えばですけれども、四半期決算に係る適時開示の見直しとか、もし時間があれば後で申し上げますけれども、国際会計基準がもう既に任意適用というのが開始していますので、そういうものに対するディスクロージャーの関係のものということはありますし、ほかにもあるのですけれども、今から申し上げる二つだけではないということを、念のために申し上げてお

きたいと思います。

(4) 第三者割当増資

そこで、一つ目のファイナンス関係ですが、先ほどから言っていますように、一言で言うと、第三者割当についてのルールの変更ということであります。

これもいろいろあって、皆様方もお聞きになったかと思いますけれども、これは去年の八月に、東証のルールが実施されているわけで、先ほど申し上げましたように、金融庁のほうの内閣府令の改正は一二月であります。

それで、いろいろ細かいことはあるのですけれども、先ほど言いましたようなことが背景にありますので、ルールとしては、大きく言うと二つないし三つなのですけれども、例外的な場合を入れると四つになるのですが、時間の関係で、ごく簡単に申し上げますと、一つは、情報をもっとたくさん出してくださいということです。第三者割当増資というのは、特定の人に増資あるいは新株を発行等するものであります。

もう一つのポイントは、一定の規模のもの、これは二五％以上という基準なのですけれども、または支配権が移動するという基準ですが、一定の規模以上の第三者割当については、株主総会の決議を得るということでもいいのですが、そうでなければ、経営陣から一定程度独立した者による客観的な意見をつけてやってくださいというのが二つ目の柱です。

そのほか、割当先がちょっとどうかとか、三〇〇％を超えるような希釈化率というか、そういう大規模な第三者割当増資はどうとかいろいろあるのですけれども、簡単に言うと、ポイントとなる部分は今述べた点であります。

そして、紛らわしいのは、情報開示してくださいというのは、東証のルールで言うと、適時開示についての規則のところに追加されているのですけれども、今言いました二点目、二五％以上あるいは支配権の移動があったものについて、独立した人の意見を出してくださいというのはどこに書いてあるかというと、これが、先に申し上げるべきだったかもしれませんけれども、上場制度総合整備プログラムの中で、企業行動規範という章というか、まとまりが上場規則の中に設けられるに至りました。これは適時開示とは別のグルーピングであります。上場規則をごらんになるとわかることなんですけれども、そっちのほうへ置かれるということになりました。

出口として、守られないとどうなるかということですけれども、守られないと、先ほど言いましたように、一つはイエローカードです。特設注意市場銘柄と言っているものです。それから、前から使われていた改善報告書の改善を求める。あと、上場契約違約金という、先ほど申しました罰金のようなもの。それから、公表措置ということで、守っていないということを世の中に企業名を公表しますよと。守られなかった場合の措置としては、そういう多様なもので対応するというものであります。

これがなぜ導入されたかは、先ほど申し上げたとおりの背景であります。導入後どうなったかということですけれども、先般、上場制度整備懇談会に東証の事務局の方から御報告があったところなのですが、導入前と導入後の東京証券取引所の上場会社の第三者割当増資を一〇〇件ぐらいずつ、ざっと見ますと、導入前に比べると、二五％以上というルールを入れましたものですから、二五％以上の第三者割当が減少しています。ただ、

逆に言うと、二五％ぎりぎりというか、二〇％から二五％のものが増加しているということはあります。そういう状況にあります。

では、先ほど言った二五％以上の場合に、独立した人による意見をつけてくださいということですけれども、この意見をつけて出されたうちにだれが意見を付しているかというと、社外監査役の方の意見をつけておられる会社がほとんどでありまして、八〇％。

一〇〇社ぐらいが分母ですけれども、五社に四社は社外監査役の意見をつけておられる。そのほか、社外取締役とか、その他の方からの意見をつけておられる会社さんもあるというような状況であります。ですから、余りに大ざっぱで恐縮ですけれども、もう少し細かく申し上げるべきかもしれませんが、第三者割当増資のルールはそんなような形で、去年八月以降、そろそろ一年たとうとしているのですけれども、運用されているということかと思います。

(5) 独立役員

もう一点の独立役員のほうですが、これは三月の実施ですけれども、皆様方御存じかと思いますが、厳密にはこの六月の総会後実施する。ただ、三月末までに独立役員を届けてくださいということをお願いベースで、つまり、届けられなかった場合にも何かの制裁を科すことはありませんけれども、やったというところからスタートしているわけであります。

若干おくれて三月後に提出されたものも合わせて、五月中旬ぐらいに、東証で言えば全上場会社から、その届出書の提出が完了したということでございます。その状況はお手元の資料１にも御紹介されているとおりかと思いますので、その状況

のポイントはこの後申し上げますが、まずその前に、独立とは何かということをやはり申し上げておいたほうがいいと思います。

①独立の概念

東証のルールでは細かく書いてありますが、やはり趣旨が大事ですので、迷う場合には事前に相談してくださいという実務になっているのですけれども、独立と社外と概念がどう違うかということは、一応申し上げておいたほうがいいと思いますので、これは具体的な日本のルールというよりも、物事の考え方ということで、まず申し上げたいと思います。社外という概念は、その会社との雇用関係に着目した概念です。ですから、現在の日本の会社法は、社外という定義が、監査役についても取締役についてもありますけれども、社外という定義は、その会社のために働いたことがない人という意味であります。

今の会社法は厳しくて、平成一三年の一二月改正がありまして、これは平成一四年の五月から施行されているのですけれども、この平成一三年の改正の前は、五年要件と言っていて、五年たっていればいい。会社に働いたことがあっても、間に五年間の空白期間があれば、社外要件を満たすということになっていたのですけれども、その改正でその要件が撤廃されまして、現在では会社法の求める雇用関係の社外性というのは非常に厳しくて、一日でもというか、一回でもその会社のために働いたことがある人は、社外の要件を満たさないという定義になっています。

しかし、他方、親会社の従業員とか親会社で働いたことがある、あるいは監査役の場合には、取締役を含めてですけれども、いずれにしても、親会社の社員その他の人は、子会社との関係で言えば、社外性は充足されるということであります。

独立という概念は何かというと、独立という概念は三つの観点から定義されるものです。雇用関係はその一つです。それ以外は、経済的利害関係と言っているのが一つ。それからもう一つは、余りうまく言えませんけれども、私は親族的利害関係と呼ぶことにしています。それぞれ何かというと、経済的利害関係というのは、その人と当該会社との間に何らかの取引関係、取引関係といったって軽微なものは除きますけれども、要するに、取引先であるとか、そういう関係がないということであります。それから親族的というのは、家族でないということで、現経営者との、二親等とか三親等とか、そういう細かい話はありますけれども、要するに家族、同族ではないということです。

独立というのは、英語でよくインディペンダントと言います。それから、社外というのはよくアウトサイドと言います。ですから、社外取締役はアウトサイド・ディレクターと言い、独立取締役のことはインディペンダント・ディレクターと言うのですけれども、社外性と独立性はどこが違うかというと、雇用関係がないことに加えて、経済的利害関係がなく、親族的利害関係がない、この三つを満たして初めて独立になります。したがって、独立のほうが要件は厳しいというか、厳しいという言葉は余りよくないかもしれませんが、そういうことになります。

さて、細かいルールはこの資料1をごらんいただければと思うのですけれども、東京証券取引所、あるいはそのもととなりました金融審のスタディグループ、あるいは経産省の研究会の報告書で提案されているのは、独立ということを基準にしてください。その独立性を備えた役員の方を、少なくともまず一名確保してくださいというとこ

ろから始めましょうということであります。この一名は役員ですから、監査役でもいいですし、取締役でもいいということになります。

②過去の雇用関係

少しややこしいのは、非常に細かい話で恐縮ですけれども、諸外国、例えばアメリカやイギリスを見ますと、独立という要件は、今言いました三つの側面での独立性、あるいは利害関係のないことが求められているのですけれども、雇用関係については、日本の平成一三年改正前のように、五年とか、アメリカは三年なのですけれども、間に三年間の空白期間があれば、その前に雇用されたことがあっても、それは現在から見れば、独立性の要件を欠くことにはならないという扱いなのですね。つまり、過去勤務要件というか、過去雇用要件が、日本の社外の概念は厳し過ぎるということがあります。

ですから、変な話ですけれども、将来どうするかというようなことを議論していくのであれば、ひょっとすると独立という場合における過去の雇用関係というところは、今の社外性の要件よりも緩めてもいいのかもしれないというふうに、少なくともグローバルな比較から言うと、言えるわけです。

ところが、ここは取引所のルールでやる以上、仮に三年間の空白期間があれば、その前、雇用関係があっても、独立性は満たすということにすると、非常にややこしいことが生じます。どういうことかと言いますと、会社法上の社外に当たらない人が、東証のルール上独立に当たるということが生じ得るわけです。それはやはり非常に混乱すると言わざるを得ないので、これは取引所のルールでやる場合の宿命なのだと思いますけれども、そこは社外性に関する限り、すなわち雇用要件に

関する限りは、現在の会社法のルールを前提に物事を考えるべきであろうということで取引所のルールはできています。すなわち、取引所のルールは、会社法の社外取締役または社外監査役という方に、プラス要件が加わって、その要件を満たしている方が独立になるということであります。

③独立役員届出の状況

それで、届け出ていただいたところ、どういう状態になっているかということですが、東証上場会社は約二三〇〇社ぐらいだったかと思います。この東証のルールによる独立役員を一名以上確保しておられる会社が、簡単に言うと九〇％です。一〇％程度の会社がまだという状況のようであります。全体の中で独立役員を一名届け出てきておられる会社が半分弱、四七％ぐらいということのようです。届け出られた会社の平均は、私が聞いているところでは、一・九名というふうに伺っております。

届け出の内容として、社外監査役だけを届け出てこられた会社が、東証の全上場会社の比率で言うと、七〇％ぐらいでありまして、社外取締役の方のみを届け出てこられた会社が一〇％ぐらい。あと、社外取締役、社外監査役の両方を届け出てこられた会社は一七％ぐらいということのようであります。

独立の要件を満たしている方はたくさんいても、一名だけ届け出るという対応をする会社と、全部届け出ましょうという対応をする会社など、まだ始まったばかりでよくわからないのですけれども、たくさん届け出てこられている会社もあります。私が聞いている限りでは、一番多いのはソニーさんでありまして、取締役総数一五名中の一二名が、独立要件を満たした独立取締役だということで届け出てきておられるようであります。八

〔図表１〕　独立役員届出書の提出状況

	会社数
独立役員届出書の提出義務の対象となっている会社数	2,303社
2010年３月31日時点の上場会社数	2,299社
2010年４月１日に新規上場した上場会社数	4社

	会社数	割合
公衆縦覧対象会社数	2,298社	100.0％
独立役員を確保していない会社数	236社	10.3％
独立役員を確保している会社数	2,062社	89.7％
独立社外取締役を確保している会社数	574社	25.0％
独立社外監査役のみの会社数	1,488社	64.8％
施行規則等に定める要件に該当しない独立役員が１人以上いる会社数	1,959社	85.2％
独立役員が全員施行規則等に定める要件に該当する会社数	103社	4.5％

（注）独立役員届出書の提出義務の対象となっている会社数と公衆縦覧対象会社数とには差異がある。これは，一度提出を行ったものの記載不備等のため再提出を行う予定の会社が存在することによる。

〔図表２〕　独立役員の人数と社外取締役・社外監査役の割合

	人数	割合
公衆縦覧対象となっている独立役員の人数	3,930人	100.0％
公衆縦覧対象会社１社当たり人数	1.71人	
独立役員を確保している会社１社当たり人数	1.91人	
独立役員のうち社外取締役	964人	24.5％
独立役員のうち社外監査役	2,966人	75.5％

〔図表３〕　独立役員の人数別　会社別の分布状況

	会社数	割合
公衆縦覧対象会社数	2,298社	100.0％
独立役員未確保の会社数	236社	10.3％
独立役員が１名の会社数	1,086社	47.3％
独立役員が２名の会社数	496社	21.6％
独立役員が３名の会社数	263社	11.4％
独立役員が４名の会社数	103社	4.5％
独立役員が５名の会社数	66社	2.9％
独立役員が６名の会社数	30社	1.3％
独立役員が７名の会社数	8社	0.3％
独立役員が８名の会社数	8社	0.3％
独立役員が９名の会社数	1社	0.0％
独立役員が12名の会社数	1社	0.0％

名以上届け出てこられた会社は一〇社程度あるということです。これらはいずれも東京証券取引所のホームページで公開されております。資料１もあわせてごらんいただければと思います。以上が現在の状況ということになります。

④独立役員に期待される役割

新しい制度もそういうことで動き始めているということかと思います。そして三月になされた開示府令の改正につきましては、お手元の資料１をごらんいただければと思います。冒頭、資料の紹介をしたときに、お手元の資料１の最後のページにつけました上場制度整備懇談会で「独立役員に期待される役割」という文書を公表したわけです。

この文章は、実は整備懇談会の中では非常に議論が沸騰しまして、よくあることですが、最後の「てにをは」に至るまで、私としては非常に気を使ったところです。最終的には経済界の代表の方、あるいはその他の方からも多くの御指摘をいただいて、ちょっと読むと、文章というか、「てにをは」が読みにくいかもしれませんけれども、それらを調整というか、それらの御意見をうまく取り入れることがそれなりにはできたかなということです。したがって、やや読みにくい文章の部分もないわけではありませんけれども、とにかくこういうことを公表しました。

なぜこういう公表をしたかといいますと、独立役員は何か特別の人ですかと。しかも非常勤で、会社のことはわからないし、こういう人に一体何か違うことを求めるのですかと。独立役員といっても取締役は取締役だし、監査役なら監査役だと。それは会社のために仕事をするんでしょう。その会社のステークホルダーは株主だけではないでしょう。よくある日本での反論なのですけれど

資料１－③

独立役員に期待される役割（抜粋）

平成2 2 年3 月3 1 日

株式会社東京証券取引所

上場制度整備懇談会

独立役員に期待される役割

独立役員には、上場会社の取締役会などにおける業務執行に係る決定の局面等において、一般株主の利益への配慮がなされるよう、必要な意見を述べるなど、一般株主の利益保護を踏まえた行動をとることが期待されている。

一般株主の利益は基本的には上場会社の企業価値の向上により図られるものであり、本来、上場会社のすべての役員が担うべき役割である。このような上場会社において独立役員の設置が求められる理由は、上場会社の一般株主は、会社の経営に対する影響力が弱く株式の流動性も高いために、会社の経営において、その利益に対する配慮がともすると失われがちであるからである。そして、上場会社に対して確保が求められる独立役員は最低１名以上であり、社外取締役か社外監査役のいずれでもよいことを踏まえれば、独立役員には、上場会社の意思決定プロセスにおいて、一般株主の利益に配慮する観点から、発言機会を求め、必要な問題点等の指摘を行い、そうした問題意識が取締役会に出席する他のすべての役員に共有され、そのうえで取締役会などにおける判断が行われるように努めるなど、一般株主の利益保護のために行動することが期待される。

も、そういう指摘がありましたので、いや、もちろん取締役である以上は、ほかの取締役と仕事は同じです。でも、独立役員というのは、とりわけ証券取引所でのルール形成ですので、流通市場、すなわち、そこで一般株主と書いてありますけれども、株式の流通市場で交代し得るような、そういう投資者というか、株主という者の利益に配慮して行動してくださいということを、簡単に言うと、文章にしたというものであります。

この点もいろいろ御議論があるところですけれども、とにかく制度をスタートするに当たって、こういう考え方を公表することによって、制度がスムーズに実施に移されていくことを期待した。やや形式的な言い方で恐縮ですけれども、そういうことになります。

五、今後の展望

以上でレジュメの４の前まで終わることにさせていただきまして、最後に４のところを若干申し上げたいと思います。

(1) 法制審議会の会社法制部会

今後、制度整備の議論はどうなっていくのかということでございます。先ほどから申し上げていますように、法制審議会の会社法制部会というところで四月下旬から審議が行われています。法制審議会も昨今は、そこでの資料あるいは議事録は全部公開されていますので、四月の第一回目の議事録は法務省のウエブサイトに全文公開されています。金融審議会などは昔からそうでしたけれども、現在では法制審議会の部会もそういうことに

資料２

会社法制部会資料１

会社法制の見直しについて

１　見直しの観点

・「会社を取り巻く幅広い利害関係者からの一層の信頼を確保する観点」

２　企業統治の在り方

・現行の会社法制における企業統治の在り方に関する指摘について，どのように考えるか。
・そのような指摘がされる背景や，問題があるとされる原因には，どのようなものがあると考えられるか。
・これらを踏まえ，企業統治の在り方に関する会社法制の見直しについて，どのように考えるべきか。

３　親子会社に関する規律（企業結合法制）

(1)親会社株主の保護

・現行の会社法制における親会社株主の保護について，どのように考えるか。
・親会社株主の保護に関する会社法制の見直しについて，どのように考えるべきか。

(2)子会社の少数株主・債権者の保護

・現行の会社法制における子会社の少数株主・債権者の保護について，どのように考えるか。
・子会社の少数株主・債権者の保護iに関する会社法制の見直しについて，どのように考えるべきか。

(3)企業結合の形成過程等に関する規律

・現行の会社法制における企業結合の形成過程等に関する規律について，どのように考えるか。
・企業結合の形成過程等に関する規律に係る会社法制の見直しについて，どのように考えるべきか。

４　その他

・「会社を取り巻く幅広い利害関係者からの一層の信頼を確保する観点」から，その他会社法制の見直しについて検討すべき事項があるか。

なっています。

法制審議会の会社法制部会で初日に配布された資料は、もしごらんになったことがなければ、後でごらんいただければと思いますけれども、資料２にあるとおりですが、重要なことだけを申し上げたいと思います。

まず重要なことは、法制審議会の会社法制部会で現在審議が行われる対象というのは、法務大臣から諮問を受けた二つの分野ということです。ただ、その他と書いてあるので、それ以外ももちろん取り上げていけないというわけではないです。その二つというのは、ガバナンスと、結合企業あるいは企業結合と呼ばれているものです。

ただ、もう一つ重要なことは、企業結合と呼ばれているものには、企業グループというふうに言いかえますと、企業グループというのは、当然それが形成されて、それから、動的というか、あるいは解消されてという側面と、企業グループが存在している中での運営、例えば親子上場されていて、その中での運営という側面があります。前者には、親子が形成されたり、解消されたりというパターンもあるわけです。そういう動的な側面と静的な側面に分けますと、もともと歴史的に会社法の制定があったとき等の附帯決議は静的な局面に着目されています。

少し抽象的でわかりにくいと思うのですが、簡単に言うと、親会社があって子会社があるというときに、親会社の株主の利益を保護するために何か制度の改正が必要ではないかとか、あるいは今度は逆に、子会社がいわゆる一〇〇％ではない。例えば上場子会社の場合に、その子会社の少数株主と言っていますけれども、あるいは債権者の利益というものを保護するために何らかの改正が必要ではないかという議論です。動的な側面、すな

わち形成されたり、解消されたりという側面は、従来はＭ＆Ａ制度というほうで整理されていまして、今回の二つの諮問の中心的な対象には必ずしもなってはいません（分類上は、結合企業の形成過程等という項目が企業結合の論点に書かれてはいますが、従来の経緯からは静的な側面が中心であるということができます）。

さらにもう一点、将来追加で恐らく法制審で検討しなければいけないことが出てくるということは確実であります。ただ、これは現在、審議の対象にはなっていません。それは、国際会計基準への対応ということであります。

①ガバナンスと企業結合

順番に申し上げますと、まず、今回審議の対象になっているガバナンスと企業結合の分野について言いますと、ガバナンスは、いろいろありますが、資料２をごらんいただければわかるのですけれども、ここからは私の非常に大胆なというか、したがって、間違っているかもしれません予測を申し上げます。現時点では間違っている可能性も高いのですけれども、多分三つがポイントだろうと思われます。

第一点は、先ほどからしつこく言っておりますけれども、証券取引所のルールで既に走り始めていますます独立役員という概念を会社法上導入できるか。もう少し表現を変えますと、会社法上の社外という要件を、会社法上、独立に変えることができるかということであります。変えた場合に、一名その確保を要求するかという論点もあるかもしれませんけれども、御存じのように、現在、会社法上は、社外役員一名はもう既に要求されているのですね。監査役会設置会社であれば社外監査役は要求されますし、委員会設置会社であれば社外取締役が要求される。ですから、そういう意味で

は、東証のルールを待つまでもなく、会社法上、社外概念を独立概念に仮に変えることができれば、そのまま会社法上も、独立役員は、現行法のもとでも一人は要求されていることになります。

二点目は、少し話が違うのですけれども、今の点にも関連してきますが、日本の監査役制度というものを将来どう展望していくかということであります。この監査役制度というのは、世界的に見ると非常にユニークな制度になっていまして、もともとガバナンスの議論というのは、先ほども申しましたように、いろいろな議論がある中で、去年の議論というのは、レジュメの言葉で言いますと、「グローバルな状況との『格差』への対応」であります。表現は悪いかもしれませんけれども、グローバルなおつき合いの議論であります。

そうだとすると、監査役制度というのはグローバルにはおつき合いできないのですね。ですから、その制度がいいか悪いかといったら、少しも悪い制度だとは私も思わないのですけれども、その話では乗り切れませんので、そこをどういうふうにしていくのかというのは、いろいろな考え方はあり得るところかとは思いますけれども、この辺がもう一つ焦点になるかと思います。

三点目は、やや系統が違いまして、政権交代の後で出てきた話として、従業員の経営参加、より具体的には、従業員の代表が監査役の会のメンバーになってしかるべきではないかという提言が連合その他からなされていまして、この問題を会社法上の問題としてどういうふうに整理するかです。

恐らくガバナンスについては、この三つが焦点というか、ポイントになるように私は個人的に考えています。ただし、これは私個人の意見といいますか、予想ですので、外れるかもしれません。

これに対して、企業結合ないし結合企業のほうは、これは昔からいろいろな指摘や研究があるのですけれども、レジュメには「できることがあれば実施」と書いたのですが、皆さんの関心は余り高くなくて、議事録をごらんいただければわかるのですけれども、法制審議会の部会の一回目でも、この点については余り意見はなかったようであります。現時点では、焦点がこの問いに当たるであろうということを予測することが私にはできません。したがって、できることがあればすべきですし、もちろん制度がよりよくなる分には、それは大変結構なことですので、そういうものについて合意が得られれば実現するかなというふうに思います。

②その他の事項

むしろ今日の最後に申し上げておきたいのは、法制審の一回目の部会等を拝見していますと、実はその他事項で結構関心がある。もっと言いますと、M&A関係について、会社法をちょっと直したほうがいいのではないかという発言が結構あったのです。それから、そこには書いていませんけれども、ファイナンス関係。例えば、取引所でルールは設けられましたけれども、第三者割当増資とか、MSCBとか、そういったものについても、必要ならばということかとは思いますけれども、会社法上の手当てがあったほうがいいのではないかという指摘もあるわけです。そうだとすると、まだわかりませんけれども、これらのその他の事項が意外と出てくる可能性があるのではないかと思われます。

(2) 今後の可能性

レジュメで一番下へ行きます。「今後の可能性」ということで、二つマルをつけたので、順序を逆

にさせていただきたいのですけれども、今後すぐ迫っているのは、国際会計基準の導入であります。

①国際会計基準の導入

細かい話は本日はできませんけれども、もう既に任意適用はこの四月から始まっておりまして、将来、強制適用ということになるわけですけれども、その強制の仕方に、国際会計基準を丸のみというか、アドプションとか、採択とか、英語で言っていますけれども、あるいはコンバージェンスと言って、日本の会計基準をつくって、国際会計基準に合わせていくというやり方があるとか、そういう問題もあるのですけれども、今一番ホットな話題は、御存じかとは思いますけれども、国際会計基準が強制適用されるのは、金商法上の上場会社等の連結財務諸表ということになります。それで単体の財務諸表をどうするのかというのが大きな話題です。

もう一つは、上場会社等の金商法適用会社はいいのですけれども、そうでない会社、会社といっても、中小企業まで入れたら、株式会社だけでも日本に二百数十万社ある。そういうものについて、もちろん国際会計基準を適用することはないのですけれども、では、どうなるんだという話があるわけです。

前者のほうの話は、現在、企業会計審議会の総会で議論を始めたところでして、今週の火曜日に一度ありまして、引き続き議論をするという状況にあります。非常に議論が分かれていて、いわゆる連単分離論などと言っているのですが、連結にだけ国際会計基準を適用して、単体は従来どおりということを強く主張される方と、去年の企業会計審議会で出した方向、いわゆるダイナミック・アプローチといって、わかる人にしかわからない

表現なのですけれども、あるいは連結先行論と言っていて、連結も単体も一緒に行くのだけれども、ただ、単体は税とかいろいろな問題があって、すぐについていけないので、まず連結が先へ行かざるを得ない。単体は後からついていきます。どのぐらいでついていくかは、それはいろいろな事情がございますねというのを、連結先行論と言って、現在ではダイナミック・アプローチと呼んでいるそうなのですけれども、その二つの立場が激しく対立しているというと言い過ぎかもしれませんけれども、調整は未だついておりません。

会社法の立場からすると、とにかくそっちをどうするか決めてもらわないとというスタンスではないかと思います。それに応じて会社法のほうは、単体ベースでの利害調整会計と言っていますけれども、剰余金の分配ないし配当の規制といったようなことがありますので、いずれにしても、そっちの方向をはっきり出してもらわないと、やりようがないのですね。これは、国際会計基準の適用の関係が整理された段階で、必要に応じて、会社法のほうの手当てをしなければいけなくなりますので、これはその時点で、追加的に法制審議会の部会に球は投げられる形になるであろうと推測されます。

②ＴＯＢ制度等の見直し

もう一点、金融商品取引法、これは毎年改正されているのですけれども、今日話したこととの関係で申し上げますと、一通りは、今回のガバナンスとの対応は、内閣府令、しかも、繰り返し言っていますように、情報開示制度しかやれませんので、限界はあるわけですけれども、ややホットな話題であります役員報酬の開示とか、そういうものも基本的には開示府令の中で行われてきたわけ

です。

したがって、今後を展望するのは非常に難しいのですけれども、一つやはりあり得るのは、金融商品取引法のＴＯＢ制度等の見直しがあり得るのではないかなというふうに感じておりますので、一言申し上げて、今日の私の話を終わりたいと思います。

これは、実は日本証券経済研究所で研究会をさせていただいていまして、ヨーロッパのＭ＆Ａ制度の研究をずっとしてまいりました。これには金融庁、法務省、経産省にも出ていただいておりまして、あと学界、それから実務の方にも入っていただいています。

ヨーロッパの現地調査等をして、ドイツとフランスについての報告書を夏ぐらいに公表できると思います。意外といいますか、「あなた、そんなことがわかっていなかったのですか」と言われてしまうのですけれども、幾つか発見がありまして、何といっても最大の発見は、ヨーロッパでよく言われている強制公開買付けルールというのがあるのですが、この強制公開買付けルールの姿というのは、日本で通常理解されているところと大きく違うということであります。

強制公開買付けルールというのは、よくイギリス型テイクオーバーパネルとか言うのですけれども、そして、日本もそういうルールを導入すべきだという議論も一部には強いです。私も、それは実験としてやってみてもいいように思うし、しかし、他方、一長一短でと、よくスタンスが決められなくて悩んでいたのですけれども、実際に今回研究してみてよくわかったことは、新しい発見があったということです。日本はイギリスを参考に、平成二年の公開買付け規制で三分の一ルールを導入しました。ですから、いわゆる上場会社の

三分の一超を取得する場合には公開買付けによらなければなりません。

しかも、二年前の改正で、強制公開買付けルールをさらに上乗せしてというか、三分の二以上取得することとなる場合には、全株、一〇〇％の買付けをしなければいけないということにしたんですが、実はもとのヨーロッパの制度は、日本の平成二年改正及び今回それに加えたものと全然違うということが、わかりました。というと、さっきの話で、表現が余り適切でないのですけれども、実はヨーロッパのルールというのは、例えば、わかりやすい例で言いますと、ある大株主がいて、その大株主が三分の一超、四〇％持っていたとします。その四〇％の株主から、だれかがその四〇％の株を取得します。日本は三分の一ルールですから、公開買付けをしなければいけません。しかも、市場での買付けや新株発行は除かれています。これに対して、ヨーロッパでは公開買付けは強制されないのですね。ヨーロッパの強制公開買付けルールというのは、支配権を取得した人が、その後で残りの株について、同じ値段で売却の機会を他の株主に与えなさいというルールです。

今の例で言いますと、四〇％の株をAさんという人が持っていて、それをBさんという人が、一株一〇〇円で買いました。そうしたら、公開会社ですけれども、残りの六〇％について、同じ一〇〇円で買いますよというオファーをしなさいというのが強制公開買付けルールなんですね。今はプライベート・パーチェスと呼ばれている場合を例に挙げているので、もともと最初から公開買付けする場合はあるのですけれども、今のような例で言いますと、日本は一八〇度違っています。そもそも制度の趣旨が全然違うのです。

趣旨は、簡単に言うと、残りの株主に退出の機

会を与えるということです。ですから、価格規制がポイントなのですね。支配権を取得するときに払った対価を、ほかの人にも払ってくださいということであります。この話は、また別の機会があればさせていただきたいと思いますけれども、日本の制度で言えば、むしろＭ＆Ａにおいて反対する株主等に退出の機会を与える、会社法上、株式買取請求権制度というのがあるのですけれども、むしろそれに当たる。ただ、買うのは、会社ではなくて、今で言うＢさんという買付者になるのですけれども、そういう制度なのですね。ですから、価格規制がキーポイントになるということであります。

ところが、日本は三分の一超を取りに行く。今の例で言うと、ＡさんからＢさんが買う行為自体を公開買付けでしろということに平成二年にしたものですから、実はそれをめぐって、その後、合算とか、スピード制限とか、いろいろと何だか物すごく複雑なルールを追加せざるを得なくなったわけです。金融庁も複雑なＱ＆Ａを作成して公表するという事態になっていまして、悪く言えば、収拾がつかないほどややこしいことになっているのですね。

ですから、日本もこの際、制度の趣旨が違うことを十分に認識したうえでヨーロッパ型の制度への衣替えという方向を志向するということは十分考えられる。言葉を変えて言いますと、日本のＴＯＢ規制というのは、グローバルに言うと、非常にユニークになっていて、それが別におかしいとか説明がつかないということでは決してないのですけれども、制度の趣旨を変えて、より合理的な制度に持っていくということは考えられるわけです。ヨーロッパの制度をこれまで誤解していたのではないかというのは記録には残しにくいのです

けれども、日本証券経済研究所の研究会において最近の発見した重要な点であります。

この点につきましては、今後、金融商品取引法の改正を展望しながら、関係者の方の中で少しずつ共通の理解を得ないといけませんので、まず共通の基盤を形成できたら、その先、制度改正ということを議論していきたいというふうに、個人的には感じています。

以上、もし御質問等があれば、最後に多少お受けして、終わらせていただきます。

御清聴いただきまして、どうもありがとうございました。（拍手）

若林常務理事　神田先生、どうもありがとうございました。

上場会社法制にかかわります多岐にわたる重要な問題を体系的に、かつ非常にわかりやすく御説明いただいたと思います。

ここで若干お時間をいただいて、御質問をお受けしたいと思います。御質問、御意見がございましたら、挙手をいただければと思いますが、いかがでございましょうか。

質問者　非常にわかりやすいお話、ありがとうございました。

今日少し期待していた部分なのですが、親子上場に関する問題点で、もし何か意見をいただけたらなと思っております。

先ほどＴＯＢのルールにもあると思うのですが、実際にそういったことを解消していこうという話になったときには、やはりそういった複雑なルールも含めて解消しておかないと、恐らく解消しないのかなとは思いますので、その辺、発展的なところも含めて、何かお話をお伺いできたらなと思っています。

神田　ありがとうございます。

親子上場の話は、話し始めるとすごく長くなりますので、今御質問をいただいて迷うのですけれども、むしろ私の意見を中心に申し上げたほうが、かえってわかりやすいと思いますので、申し上げます。

親子上場の問題というのは、親も子も上場している場合と、子会社が上場していて、親会社自体は非上場、あるいは個人でもいいのですけれども、そういう、いわゆる上場子会社の場合というのを、まず通常は区別して議論します。

後者、すなわち、親がどこにいるかはともかく、上場していない場合も含めて言うと、これは、簡単に言うと、支配株主がいる上場会社についてのルール整備であり、俗な言葉で言うと、一般株主の利益が害されるような行動が起きないようにどういうルールが求められるかということです。

しかし、それに対して、親子上場という言葉で通常呼ばれるのは、親も子も上場しているような場合です。親も子も上場するというようなことは、そもそもふさわしくないという議論が、数年前から強くなっています。

証券取引所では、基本的には望ましくないというメッセージは示しているものの、禁止することはしていません。しかし、他方、持ち合いとかを批判する議論からすれば、例えば、持ち合いを規制しておいて、親子上場を自由にしておいてはおかしいという議論もありますし、他方、そうでない形態と比べて、親子上場によって企業のパフォーマンスは落ちていない。そういう実証研究をする方もいるものですから、話はやや混乱ぎみになっているということかと思います。ただ、大きな流れとしては、金融庁のスタディグループ

は、親子上場に批判的です。ですから、親子上場は解消されていくのが望ましいのではないかというスタンスでいるということかと思います。

これに対してというと、何か対立しているみたいで、決して対立はしていないのですけれども、東京証券取引所の整備懇談会での多数の意見と、それから、それは私が代弁できる立場にもないので、むしろ私の個人の意見と言ったほうがいいかと思いますけれども、私の個人の意見は、第三者割当増資と少し似ているところがあって、まず一般論としていえば、親子上場を認めるかどうかは、取引所の上場政策の問題だというふうに私は思っていまして、例えば八〇％を持っている親会社が上場されていまして、子会社で二〇％だけは一般に流通しているという子会社を上場しますというのは、それはきちんと、しかるべきルールを守った上で上場するということはありうるように感じます。ただし、これは取引所の政策もありますので、八割もの親がいるところは上場させませんという政策も当然あると思います。要するに、取引所がどう判断するかということであるというのが一点目です。

しかし、もう一点、これは第三者割当増資と似ているのですけれども、これは詐欺的とまでは言いませんけれども、やはり少し問題ではないかというスキームの一環として親子上場が過去に利用されたということがあったために、問題視したことが二年ほど前にあります。

それは幾つかのパターンがありますが、一番典型的なのは、親会社の決算対策のために子会社を上場させる。あるいは二度も違うところに上場させたり、逆に上場を廃止して再度上場させたりということなのですね。これはやはり適切ではない。しかし、ここから先は難しくなっていくわ

けです。つまり、そういうものはやめてくださいとしたいのですけれども、一律に親子上場を禁止したら、そうでないものも含めて全部禁止してしまいますので、そこの線引きというか、そういう、よくないことはやめてもらって、そうでない限りは、一定の条件を満たしていれば、禁止まではしなくていいでしょうというのが、現在の私の意見でもあり、東証の意見でもあると理解しています。

もう一点。おっしゃったＴＯＢルールとの関係でよく聞かれますので。例えば、ヨーロッパ型のＴＯＢルールを入れると親子上場は不可能になると言う人がいるのですね。それはさっき言いましたように、例えば四割買いましたと言う人は、残りの六割買いますというオファーしなければいけません。そうすると、残りの六割の人がオファーに応じてきたら、一〇〇％取得してしまうのですね。そうすると、親子上場は不可能になるわけです。

でも、私は、それはそうでないというふうに理解しています。親子上場が仮にありだというルールだとしますと、一〇〇％取得した後、二〇％を公開すればいいのですね。ですから、そこは連続的にある程度猶予期間が必要ですけれども、一瞬一〇〇％取得しても、二〇％また売り出せば八〇％になるわけです。親子上場の問題と、全株取得というか、全株公開買付けルールといいますか、ヨーロッパ型の全株公開買付けルールというのは共存し得るのです。この点も、つけ加えておきたいと思います。

若林常務理事　ありがとうございました。

それでは、ほかにございませんでしょうか。どうぞ。

質問者　先ほど触れられた点で、一点お伺いした

いのは、公開会社法についてなんですが、それについて、上村先生は法制審議会でもかなり積極的な意見をお持ちのように聞いておりますけれども、その成否といいますか、それについてのお考えは、神田先生としてはいかがなものでございましょうか。

神田　一般論としては公開会社法とは何の議論なのか非常にわからないところがあるのですけれども、一つは、非常にわかりやすい話として、法律の数というか、上場会社についての規定は、会社法と金商法を一本化して、例えば特別の公開会社法という法律にしてはどうかという議論があります。ただ、これは形の議論でして、中身の議論ではないのですね。形の議論は今余り議論されてないということかと思います。

　次に、中身の議論としては、形がどうであれ、現在の会社法と金商法を足し合わせた場合に、私の言葉で言うと過不足がある。過があれば調整しなければいけなし、不足があれば埋めなければいけないという議論で、主として不足のほうをどう埋めていくかという議論が今行われていると言っていいかと思います。ただ、実は過のほうも大事で、変な話ですけれども、金商法で財務諸表、会社法で計算書類、連結であれば連結財務諸表と連結計算書類と、何で二つも要るのでしょうかというような話を初めとして、言い出すと切りがありません。

　それで、これは実は会計のほうが、国際会計基準対応で、会社法のほうで何らかの対応をするということになったときには、実は会社法と金商法との重複感というか、そういうことを含めての過不足の調整と言っておきますけれども、過不足の調整ということが行われる可能性が、会計の規定について見ればあるということなると思います。

ですから、公開会社法の名のもとに議論されている中身というのはいろいろありまして、民主党の案をごらんいただくと中身がいろいろ書いてありますし、それからまた上村先生と、私もお手伝いをしたことがある、昔取りまとめた公開会社法要綱案という提言もあるのですけれども、それらの中身の実現の可能性がありますでしょうかという御質問だとしたら、現在の法制審議会の部会では、直接にはそれを正面から議論しているわけではないということになるようには思います。ただし、重なる部分もあります。むしろ、それにより関連する議論が行われるきっかけになるのは、多分、国際会計基準対応での議論が始まったときではないかと思います。

若林常務理事　どうもありがとうございました。

それでは、時間も参っておりますので、今月の「資本市場を考える会」はこれで閉会とさせていただきたいと思います。

神田先生、どうもありがとうございました。

（拍手）

（かんだ　ひでき・東京大学大学院法学政治学研究科教授）

（本稿は、平成二二年六月一一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

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、
平成５年５月より東京大学大学院法学政治学研究科教授、現在に至る。

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12版）』（弘文堂、平成22年）など。
共著書として、『The Anatomy of Corporate Law』
（2nd edition, Oxford University Press, 2009）、
編著として、三輪芳朗ほか編『会社法の経済学』
（東京大学出版会、平成10年）、
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　　法制審議会臨時委員、
企業会計審議会臨時委員、
東京証券取引所「上場制度整備懇談会」座長、
日本証券業協会「自主規制会議」議長、
ヨーロッパＭ＆Ａ制度研究会（日本証券経済研究所）座長など。

レジュメ

上場会社法制の展望

平成２２年６月１１日
東京大学　神田秀樹

１．近況
○金融庁「金融審議会スタディグループ」報告（平成２１年６月）
○経済産業省「企業統治研究会」報告（平成２１年６月）
○民主党「公開会社法（仮称）制定に向けて」（平成２１年７月）
○東京証券取引所の規則改正（平成２１年８月・１２月）
○金融庁：開示内閣府令改正（平成２２年３月）
○金融庁：コーポレート・ガバナンス連絡会議の設置（平成２２年４月）
○法制審議会：会社法制部会での審議の開始（平成２２年４月）

２．コーポレート・ガバナンス
○コーポレート・ガバナンスの定義
　○上場会社における仕組み
○標準的な議論
　○１９９８年ハンペル委員会報告書が１つの契機
　○後向き（不祥事防止）と前向き（業績向上）の両方が目的
○現在の議論
　○グローバルな状況との「格差」への対応
　　○外国投資家の声
　○「公開会社法」構想との関係

３．なぜ、証券取引所での規範形成となったか
○会社法や金融商品取引法ではうまく対応できない
　○金融商品取引法では開示規制だけしかできない
　○会社法はすぐには法改正できない

４．今後の展望
○法制審議会会社法制部会
　○諮問の対象：２つの分野
　　○ガバナンス
　　○「社外」役員から「独立」役員へ
　　○監査役制度の将来
　　○従業員の経営参加
　　○結合企業（会社グループ）
　　○できることがあれば実施
　　○その他
　　○Ｍ＆Ａ制度関係
○その他：今後の可能性
　○金融商品取引法
　　○Ｍ＆Ａ制度関係（ＴＯＢ規制の見直し等）
　○ＩＦＲＳ（国際会計基準）対応関係
　　○会計制度に関する会社法と金融商品取引法との調整も