

## 法制審議会「会社法制部会」への意見

公益社団法人 経済同友会

企業経営者の立場で望むのは、経済関連の法制が結果として個々の企業が活性化、国際競争力を向上させ、ひいては日本経済全体の成長に貢献することである。過度な規制で、結果的に企業活動が萎縮するようなことがあってはならない。

こうした観点からすると、現在、法制審議会「会社法制部会」（以下「部会」）で検討されている項目は、本当に今現在、法改正まですべき切迫した事情（いわゆる立法事実）があるのか、疑問に感じるものが多い<sup>1</sup>。もし今回の会社法見直しの発端に、「会社法で規制緩和が行き過ぎ、企業の規律が失われ、不祥事や違法・脱法行為が増えた」といった認識があるのであれば、それは企業実務の実感とは明らかに異なるものである<sup>2</sup>。金融商品取引法（以下「金商法」）や証券取引所規則はじめ、会社法以外で新たなルールが次々と設けられ、全体としては、企業に対する規律はむしろ増えているように感じる。ごく一部の違法・脱法行為者の事例を一般化して規制を強化しても、確信犯的に法の間隙を縫ってくる者を完全に防ぐことは不可能であるし、また規制強化の結果、非常に煩雑な手続きを企業全体に課すことになれば、適正なガバナンスを構築し、法令を遵守している大多数の企業の負担増となり、むしろ、日本経済が全体として国際競争力を失う可能性が大である。

また、部会では、諸外国にある制度を導入しようという志向も強いように見受けられる。しかしながら、一方で各国の会社法制は、その他の経済関連法制や税制、司法制度、更には雇用慣行、会社帰属意識その他の社会・文化的背景の下で設計され、機能しているものでもある。もちろん、経済のグローバル化が進む中、国際的ルールとの不整合により、日本企業が国際競争上不利となる事態は避けなければならないが、法律の一部分だけを単独で日本に移入しても、必ずしも意図通りに機能する保証はなく、それどころか弊害さえ招きかねない点もまた認識すべきである。

部会の具体的な法改正提案はまだ固まっていない訳であるが、会社法は、企業の存立基盤を定める基本法であり、企業経営者にとっては、多くの経済関連法制の中でも最も高い関心を持たざるを得ない法律である。「法改正案が固まった時にはルールが敷かれている」という事態を回避するために、我々は、経営者の視点から、大きな方向性につき、早めに意見を述べることにした。以下、部会の第一読会で取り上げられた項目のうちで、疑問のある主だったものにつき、現段階での我々の意見を述べる。なお、主に上場会社・大会社を念頭にしている。

なお今後、経済関連の法制を検討する審議会等では、経済界はじめ、一定以上の民間での実務経験を有する人材が委員に多数登用され、実務感覚に即した意見がより強く審議に反映されることを望みたい。

1 例えば、1,000社を超える企業法務の実務担当者（法務・文書・総務・審査・監査等）によって組織される「経営法友会」が会員会社に、「会社法制に関して、実務上支障があり、改善・見直しの必要性があるか」を問うたところ、「必要なし」が約70%であった。また、部会で挙げられた主要論点の殆どについても、制度導入「反対」が「賛成」を上回った。（「会社法制見直しに関する経営法友会アンケート調査結果」商事法務 No.1911）

2 上記経営法友会アンケート調査では、「自社で会社法制に起因するトラブルや不祥事は無い」とする回答が97.4%を占めた。

## ＜第一部：企業統治の在り方＞

コーポレート・ガバナンス改革に関する経済同友会の見解は、『日本のコーポレート・ガバナンスのさらなる深化<sup>3</sup>』（2010年3月24日）、および『2020年の日本創生—若者が輝き、世界が期待する国へ<sup>4</sup>』（2011年1月11日）で述べている通りである。詳しくはそちらを参照願いたい。ここでは、この2つの当会提言に基づき、現在、部会で議論となっている具体的な法規制論議に絞って意見を述べる。

### （1）取締役（会）関連

#### ① 監査役設置会社における社外取締役選任の義務付けについて

当会提言で述べている通り、社外取締役導入の目的には、業務執行取締役の説明責任の向上、助言機能、利益相反のチェック、コンプライアンスの確保、業務執行に対する監督等があり、中でも重要な役割は、業務執行権限のある取締役の業務執行に対する監督である。この監督機能の発揮においては、必ずしも業務に精通していることを必要とせず、ビジネスの見地、社会的見地、国際的見地など社外取締役が有する総合的な経験と見識からの監督が期待される。もちろん、取締役会の意思決定の客観性・透明性を確保する意味でも社外取締役は有効である。よって、特に株式市場で広く投資家から資金を集める上場企業では、社外取締役を少なくとも1名導入すべきであるし、さらには複数名導入することが望ましい。

但し、社外取締役を、上場大企業から中小企業・個人企業までカバーする「会社法」で強制すべきかどうかは別次元の問題である。非上場の中小企業・零細企業に社外取締役を義務付けてコーポレート・ガバナンス強化を強制することは現実的でないし、必要性も少ない。規制対象を「公開会社<sup>5</sup>」や「大会社<sup>6</sup>」に限ったとしても、必ずしも上場会社と一致する訳ではない。規制の範囲・対象の選別、規制の必要性・合理性を考慮した対応が求められるべきである。

大切なのは、透明性・客観性・公正性・迅速性・開示性が十分に担保される日本のコーポレート・ガバナンスを構築し、多様なステークホルダーに評価されるように、社外取締役の導入、社外取締役及び社外監査役の独立要件の追加、執行役員制度導入などの選択肢の中から、自社に適切なガバナンス体制を経営者自らが虚心坦懐に判断することである。

よって会社法で、監査役設置会社に社外取締役を義務付けるべきではない。もし今後、何らかの公的ルールで社外取締役を義務付けるのであれば、やはり株式市場の上場規則で検討するのが妥当であろう。変化の激しい時代には、柔軟性に欠ける「法律」による規制は、最小限とすることが望ましい。

#### ② 社外取締役の要件変更について

##### （i）社外要件（独立性）の厳格化

当会提言で述べた通り、現行法上の社外役員要件は当該企業との雇用関係に着目したものであるため、経営の透明性・客観性・妥当性の確保が適切に担保されているという評価を得にくい場合があり、特に、株主をはじめとしたステークホルダーと経営者との利益相反行為の防止については、独立性の低い社外役員ではその役割を十分に果たせない懸念がある。よって、社外監査役のみ導入されている企業においては社外取締役が導入されるまでは社外監査役が独立性要件を備え、将来的に社外取締役を導入し

3 経済同友会ホームページ <http://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2009/100324a.html> 参照

4 経済同友会ホームページ <http://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2010/110111a.html> 参照

5 定款で「全株式の譲渡制限」を行っていない株式会社（会社法2条5号）。よって、1株でも譲渡可能であれば、会社法上の公開会社となる。

6 資本金5億円以上、または負債の部の合計が200億円以上の株式会社（会社法2条6号）。公開会社であるか否かは問わない。

ている企業が多数となり、その社外取締役が独立性要件を備えているようになることが推奨される。最終的には、独立社外取締役を複数名導入することを目指すべきである。

しかし、この問題も、会社法での義務付けは別の話である。現在の社外取締役の要件下でも、社外取締役を導入している上場企業は半数以下に止まっている。社外取締役として相応しい人格・識見を備えた人材が得難いことが背景の一つと思われるが、そこに「独立性」という外形基準が付加されると、現状では人材確保が難しくなる。取締役会に高い出席率を求められる中、期待される務めをきちんと果たそうとすると、本業を持っている人ならば、兼任する社外取締役は2社ないし3社が限度ではないか。現段階で社外取締役が会社法で一律に強制されると、社外取締役の兼務が増え、本来あるべき監視・注意が十分に行き届かなくなり、それこそ忠実義務違反や、場合によっては大きな不祥事を招きかねない<sup>7</sup>。

また周知の通り、既に東証規則で、取締役・監査役の中に「独立役員」の最低1名導入が原則義務付けられた。これを契機に、独立社外取締役を導入する企業も増えることが期待される。

独立社外取締役を日本に根付かせ、真に機能させるためにも、しばらくは現在の要件下での企業の自主的取り組みを基本としつつ、同時並行的に独立社外取締役候補者となる人材の育成や「人材市場」の整備を積極的に進め、1名以上社外取締役がいる企業が、例えば7割～8割となった段階で、上場規則ないし会社法での社外取締役の独立性の強化を検討すべきである。一気に今回の会社法改正で社外要件を厳格化することは、やや時期尚早であろう。

## (ii) 過去要件の緩和

部会では一方、社外取締役の「過去要件」（過去に一度も当該会社または子会社の業務執行取締役、使用人等でなかったことを要求している点）の緩和が検討されている。もともと以前は、その会社の出身者でも「5年間」の空白期間があれば社外取締役への就任が認められていたものを、日本企業の実情に鑑み、ガバナンスの実効性を高めるため、厳格化されたものである<sup>8</sup>。それ以来、現在までの間に特段、事情が変わったとは思えない。もし今回、「社外取締役1名を義務化する代わりに過去要件を緩和する」というバーターを考えているなら、本末転倒である。

今回の会社法改正では、社外取締役義務化や社外要件厳格化をする必要はなく、よって過去要件も、今のところ、変える必要性は少ないものとする。

## ③「監査・監督委員会 設置会社制度」（仮称）の創設について

委員会設置会社で「指名」「報酬」「監査」の3委員会が義務付けられた理由は、執行役に対して大幅な権限委譲をするためには取締役会の監督機能を強化する必要があり、その担保のために3委員会が必要ということだった。これによって監査役設置会社と委員会設置会社は「等価」となり、どちらか選択できるようになったのではなかったか。すると論理的には、「監査役設置会社・委員会設置会社の2つよりも、一段ガバナンスの緩い機関設計」を新たに認めるということなのであろうか。

結局のところ、この提案は、社外取締役を入れることを目的化し、その方便として提案されているように思われてならない。委員会設置会社が殆ど採用されない中<sup>9</sup>、新たに「中間的機関設計」を設けても、本当に各企業で採用されるのか。半数近くの上場企業が採用するような案が作れるならいいが、ただでさえ複雑化した機関設計の選択肢に、使われない制度が1つ加わるだけでは意味が無いし、むしろ混乱

<sup>7</sup> 日本経済新聞社の調査によると、「社外取締役に限定した掛け持ちの社数は2社が28%、3社が12%、4社以上が12%で、過半数が兼務者だった。社外監査役に就任している企業数も含めると2社以上を兼務している人は58%、3社以上では39%に達した。」（日本経済新聞2009年10月21日）

<sup>8</sup> 平成13年会社法改正（平成14年5月施行）で、社外監査役制度の変更と歩調を合わせて「5年の空白期間規制」は廃止された。

<sup>9</sup> 東証1部上場企業1,674社のうち、「委員会設置会社」は46社（2.7%）となっている。（第2回会社法制部会 濱口委員作成資料8頁）

するだけである。

執行権限配分変更などの法技術論を論議する前に、本当に利用される見込みのある制度なのか、企業ニーズの実態調査・把握がまず必要である。相当多くの企業が採用するという確度の高い見込みがない限り、「中間的機関設計」なるものを、新たに設ける必要はない。

## (2) 監査役（監査委員）関連

### ①「従業員選任監査役」制度導入について

「従業員選任監査役」は、現行の監査役は業務執行機関や従業員等からの情報収集が不十分、特に不祥事等の情報が従業員から監査役に対して適切に提供されていないという認識から、主にコンプライアンス向上を目的に提案されているようである。

そもそも、従業員からのリスク情報が監査役に十分に伝わっていないという事実があるのかどうか検証すべきである。仮にそのような状況があるとしても、まずは内部統制システムや公益通報者保護制度の改善を検討すべきものである。

もし会社法上の機関設計として導入すると何が予想されるか。選任する以上、従業員がその人に、自分たちの利益代表となって活躍してくれることを期待するのは避けられない。特に労働組合幹部が就任すれば、リストラや組織再編等については、常に取締役会で混乱を生じるのではないか。監査役は独任制機関であり、1人でも会社法上の権限は強い。特定利益を代表する人物が監査役になった場合の会社運営の混乱リスクは、かなり高いと考えた方がよい。

また、現在の世界のコンプライアンスやガバナンスの流れは、むしろ、会社と全く利害関係の無い、社外・独立の役員を増やす方向である。世間一般から見れば従業員も「会社の内部者」である。

実務的にも、「従業員選任監査役が、もし株主総会で否決されたらどうなるのか（選任されるまで延々と株主総会を続けるのか）」、「労働組合組織率が約2割という状況下で誰が従業員を代表すると言えるのか」、「パートや中間管理職まで選任権があるのは現実的なのか」、「委員会設置会社はどうなるのか」等々、疑問が尽きない。

以上、会社経営を預かる経営者から見れば、「従業員選任監査役」は、弊害が大きいので、制度導入には反対である。

### ② 監査役の法的権限の強化について

周知のように、累次の法改正によって既に導入されている様々な仕組みで、監査役の権限、経営者からの独立性は飛躍的に高まっている。これ以上踏み込んで、代表取締役の選定・解職に関する議決権行使までも認めることになれば、それは、「業務執行・決定機関からの分離」という監査役制度の本質と矛盾することになる。

実務的にも、監査役が「自分の意見は意見として言うが、ここから先、経営判断に関することは、最終的に取締役会で決めて下さい」と、きちん一線を画することで、経営陣にも緊張感が出る。監査役が業務執行に深入りすることは、むしろ良い結果をもたらさない可能性が高い。

代表取締役の人事権を持たない監査役そのものに限界を感じるのであれば、各社の判断として、委員会設置会社を選択する道も現行法に残されている。

このように、累次の法改正によって既に導入されている様々な仕組みで十分であり、これ以上の監査役の法的権限強化、特に代表取締役の人事権付与などは必要ない。

### ③ 監査役への「会計監査人の選任議案・報酬決定権」付与について

当会提言で既に述べている通り、会計監査人が行う業務の内容とその対価の妥当性については執行側である取締役会で判断するほうが適切であり、また、会計監査人の選任議案・報酬の決定に対する監査役の「同意」に基づき会計監査人選任が株主総会で行われることで、特段の問題もなく十分機能している状況と考える。よって監査役が既に有する「同意権」で現在は十分であり、法改正によって「決定権」に変える必要はない。

もちろん執行側には、この「同意権」を適切に行使できるよう情報提供、その為の体制構築を積極的に行う責務がある。

### ④ 監査体制の充実強化について

法的権限は十分としても、実態として監査役の機能が十分発揮されていない場合はあり得る。委員会設置会社・監査役会設置会社ともに、監査役専任スタッフの配置など、監査のための組織的支援や権限付与、内部監査・統制部門との連携、監査役と代表取締役との定期的な意見交換等、経営陣は監査の実効性を高める社内での施策を積極的に工夫すべきである。

しかし、この問題も、会社の置かれた状況は多様であって、会社法で一律に規定すべきものではない。監査役スタッフ充実各社の判断で可能であるし、内部統制との連携も現行法令に様々な規定があり、十分対応可能である。内部統制が導入されてまだ数年であり、各社で独自の取り組みも行っているため、状況を見守るべきである<sup>10</sup>。

よって今回の会社法改正で、監査スタッフや内部統制との連携の在り方等を規定する必要はない。

### (3) 第三者割当増資について（「資金調達の場合における企業統治の在り方」として検討）

第三者割当増資に関しては、近年、濫用的な事例も幾つかあったようであるが、2009年8月から、「希釈率 300%超の第三者割当は原則上場廃止」、「希釈率 25%以上や支配権異動を伴う第三者割当は、株主総会決議を得るか客観的意見入手を義務付け」など、東証上場規則改正による包括的な規制強化が実施済みである。加えて前述のように、東証上場規則により、経営者に対して客観的な立場を有する「独立役員」1名の原則義務化も実施済みである。当面これらの対応策で十分なのではないか。実際に変化も現われているようである<sup>11</sup>。

よって、数年は状況の推移を観察すべきであり、今回、会社法改正まで行う必要はない。

10 例えば、委員会設置会社の例であるが、野村ホールディングス（取締役12名）は、社外取締役が過半の7名で、社内取締役においても非執行の「監査特命取締役」を2名設けている。この2名は、監査委員会の監査を補助し、取締役会による取締役、執行役の監督を効果的に行うための職務を行うことで、監査役設置会社における常勤監査役に近い役割を担わしている。このように各社独自の監査体制充実への取り組みも行われている。

11 新制度導入以降（2009年8月24日～2010年6月30日）の第三者割当を見ると、希釈率25%以上は、制度改正前「40.5%」→「28.8%」に減少（希釈率100%以上に限ると「7.8%」→「12.8%」に増加したが、これは期間中に金融機能強化法に基づく銀行の資本増強の為の第三者割当増資、事業再生ADRに伴う増資など、会社再建目的の増資があったため）。「株主の納得性を増すための手続き」を要する第三者割当増資は、「43.1%」→「28.4%」へと減少。実施された「手続き」の内容は、総会決議「27.5%」、客観意見「72.5%」（このうち8割が「社外監査役」の意見）であった。（「東証による2009年8月制度改正後の第三者割当の開示状況」商事法務 No.1906）

## ＜第二部：親子会社に関する規律＞

この分野は、会社法制定時の国会附帯決議でも指摘されていたことから、今回の検討対象となったものと思われる。しかし、実務を預かる経営者の実感からすると、会社法制定以来、親子会社に関する法律制度に特段の不都合や制度改正への社会的要請は感じられず、極めて唐突な印象がある。今後、「グループ・ガバナンス」が益々重要になることは間違いないが、それをどのような方法で行うかは、個々の企業の経営判断の問題であるし、現在でも基本的な規制は存在する。総じて、会社法改正まですべき必然性があるのか疑問に感じるものが多い。

### (1) 形成済み親子会社関係における規律

#### ① 親会社株主の保護に関する規律について

既に形成済みの企業グループの親会社の株を買う場合は、それを認識した上で買うのであって、グループ形成・解消過程の場合（後述）よりも、相対的に問題は少ないと思われる。また、子会社の経営がおかしくなれば、当然、親会社の業績にも影響する。親会社役員は、子会社をきちんと監督・指導しなければ、自分たちが株主への忠実義務違反になるので、日々注意して子会社を監視している。かつ公認会計士や監査法人も重要な子会社については目を光らせており、管理が不十分であれば適正意見は出ない。現在ある制度で、きちんとした子会社管理は十分可能である。今回提案されているような極めて「重い」規制が入ると、子会社のスピーディーな意思決定が損なわれるとともに、分社化で子会社形態を選択した方が経営的・経済的に効率化する企業が、こうした制度があるが故に躊躇することになりかねない。

よって、「多重代表訴訟」や「子会社の意思決定を、親会社株主総会に諮るよう義務付ける」などといった、大規模な制度改正の必要は無いものとする。

但し、親会社が純粋持株会社であるような場合、投資家からすると、連結財務諸表のみならず、重要な子会社の情報などは単体でも見せて欲しいと思うだろう。対象を限定したシンプルな開示制度等の充実であるならば、検討に値する。

#### ② 子会社の少数株主の保護に関する規律について

##### (i) 親子上場・子会社上場の是非について

日本で子会社少数株主保護の問題を考える際には、まず、いわゆる親子上場・子会社上場<sup>12</sup>をどう考えるべきか、先にスタンスを明確化しておく必要がある。

言うまでもなく、親子上場・子会社上場には、企業グループの効率的運営を可能にする重要な選択肢の1つであること、従業員の士気向上や優秀な人材の採用への貢献など、大きな経営上のメリットがある。

親子上場・子会社上場は、①事業部門の切り出し、②M&A 経由で形成される場合、がある。前者について、最近では、組織が肥大化することで様々な非効率が発生する懸念を、市場や株主がマイナス評価（コングロマリット・ディスカウント）するケースが多い。子会社を全て抱え込むことが、必ずしも親会社株主のためになるものではない。投資家にとっても、多種多様な事業を抱えるグループ一本に投資するのは、むしろ不安である。グループの成長過程で「この事業は独立させても十分成り立つ」という事業は積極的に本体から切り出し、単独で資金調達した方が、投資家も安心して資金を出せる。

また何より、日本の産業構造転換と国際競争力強化、資本市場のダイナミズム向上の為には、特に大

<sup>12</sup> ここでは、親会社が上場子会社の議決権の50%超を持つ場合を想定している。

企業はスピノフ（企業発ベンチャー）を推進し、国もこうした流れを支援すべきものである<sup>13</sup>。だが、日本では、従業員の会社への帰属意識の強さもあり、一挙に100%全て外に出す訳にいかないことも多く、まず51%とか60%保有で上場し、投資家の信頼を得つつ、徐々に独立色を高めて、やがて完全分離することが現実的である。こうした流れのステップとして、親子上場は不可欠な選択肢である。

一方、M&A 経由のケースに関しては、グループ全体の活力を上げる目的から、子会社化した会社の自立性を尊重して上場を維持していたり、逆に M&A の事前交渉で買われる側から「一挙に非上場になるのなら、買われたくない」と、当面の上場維持が条件として提案されることもある。「日本は諸外国に比べ同一業種内に多数のプレーヤーがひしめき合っており、過当競争による疲弊・低収益体質を招いている」との指摘もある中、資源の集中と選択を図るためにも、M&A による統廃合は、日本経済全体の体質強化・競争力向上の重要な手段である。親子上場・子会社上場が、禁止ないし大幅規制強化されると、上場会社を M&A する際の機動性を大きく阻害する。

よって、少なくとも親子上場・子会社上場の全面禁止などは絶対に行うべきでない<sup>14</sup>。最近行われた実証研究でも、「親子上場が利益相反取引の温床になっていて、子会社少数株主の搾取が多数行われている」というようなデータは全く検出されていない<sup>15</sup>。世界的に見て、日本に特異な慣行という訳でもない<sup>16</sup>。

今のところ部会では禁止論までは出ていないようだが、重要な問題なので、まず明確化しておく。

## (ii) 親子会社間の非通例的取引等（いわゆる「親会社による子会社の搾取」）の規制について

過去、裁判になった事件もあるようであるが、現在の日本の上場企業の経営者から見て、「親会社がコスト負担を子会社に押し付ける」とか「子会社から親会社への資金移動が起きる」とか、「子会社を食物にするようなグループ経営」が多数発生しているとは到底思えないし、将来的にも殆ど考えられない。最近では子会社の方が親会社より業績が良いケースも多々あるし、日本のように会社共同体的な社会規範が強い国で、子会社の経営者・従業員と摩擦を起こしてまで子会社を搾取するインセンティブは、少なくとも上場親会社には殆どない。また既に、子会社取締役の任務懈怠による損害賠償責任、利益供与の禁止、法人税法の寄附金規制、東証の子会社上場時の審査など、何重にも及ぶ規制・開示制度が存在している。

企業実務では取引の法的安定性も求められる。一回一回の親子間の取引条件を全て開示していたら、とんでもないコスト増となる。仮に開示不足としてその度に子会社の少数株主から訴訟など起こされる懸念があっては、事業が円滑に遂行できない。子会社の裁量範囲を狭め、結果的に子会社の成長機会が発揮できなくなってしまうことはあるかもしれないが、子会社の事業範囲の調整は、まさに純粋なグループとしての経営判断であり、搾取的か否かの客観的判定も不可能である。親会社が不当なことを長期に続けていけば、業績が悪くなり、やがて株主も離れていくだけである。

13 この観点で最大の問題は、会社法よりも税制である。日本では、完全子会社化は組織再編税制の適格で、譲渡損益の繰り延べが認められる一方、完全スピノフは非適格である。つまり、子会社上場後の2つの選択肢のうち、一方方向のみ強いインセンティブを与えることになっている。

14 当然だがこれは、個々の企業の経営判断として「自社グループでは、子会社は上場させない」という選択肢を禁じるものでない。

15 宍戸善一・新田敬祐・宮島英昭「親子上場をめぐる議論に対する問題提起—法と経済学の観点から」（商事法務 No.1898・1899・1900）。この研究によると、それどころか、平均的に上場子会社の方が独立系上場会社よりも各種パフォーマンス指標はむしろ優れており、特に既存大企業を親会社に持つ場合には、株式市場は、子会社上場を一貫してプラス評価していることが明らかとなった。また、親会社への子会社株式の大量の第三者割当てで、支配株主が一方向的に少数株主利益を害する資金調達行動を行っているとのデータも検出されなかった。

16 親子上場を禁止している証券取引所は主要国にはない。米国でも、親会社の子会社株式の一部を新規公開(IPO)して上場会社化する Equity Curve-Out（発行済み株式の80%以上を売却する Spin-Off の前駆的段階）がある。通常、上場させている期間は短い、それは司法制度（クラスアクションの存否）をはじめとする日米の構造的要因の違いを反映したものであるとされる。（前掲 宍戸・新田・宮島論文）また欧州には、親子上場は少ないが、創業者一族や非上場会社が子会社を多数・多重的に所有する「ピラミッド支配」の子会社上場は広く存在する。これは、株主総会の定足数など、日本と欧州の会社法の違いが背景にあるとされる。（藤田勉「上場会社法制の国際比較」288頁参照）。

以上、「子会社支配が一定の許容範囲を超えて悪用されて、客観的・明確に不当であると言える場合のみ、親会社に法的責任が発生する」という現在の法律の建付けで十分である。子会社少数株主を保護すべき新たな立法までしなければならない状況とは思えない。細かい技術的な改善はあり得るが、ドイツ型「コンツェルン法」、米国式「支配株主の忠実義務」、「公開買い付けを前提としないセルアウト制度」など、大規模な新制度導入の必要性は無いものとする。

もちろん、法令の規制がなくても、経営者には株主に対する説明責任がある。親会社経営者は、常に投資家からどう見られているか意識し、納得を得られる「グループ成長戦略」を示さなければならない。

## (2) 親子会社関係の「形成・解消過程」に関する規律

前述のように「形成済み」の親会社・子会社の株を、それと承知で買う場合に比べ、そのつもりで買った訳でない株主が、組織再編や支配権移転で、意図せず少数株主の立場に追い込まれる場合は、相対的に問題は大きく、何らかの解決策を用意しておくことが望ましい。また、親会社が、上場している子会社を完全子会社化しようとする場合、子会社の株価が低いほど、買収コストが安くなる。そこで、何らかの違法・脱法的操作で事前に子会社の業績を悪化させ、できるだけ株価を下げておいてから少数株主の株を買い付けようという誘惑が生まれやすい。実際に MBO（マネジメント・バイアウト）などで、数件の裁判が起きているようである。加えて、株主の中には、株価や配当だけでなく、その会社の理念・事業そのものに魅力を感じて株主となった人もいる。企業としてそうした株主が増えることを望むのであれば、「お金さえ払えばいい」ということではないのかもしれない。こうした観点で、親子会社関係の「形成・解消過程」に関し、より規制を強化した方がよいとの意図は、理解できる。

しかしこの問題は、そもそも、会社法の守備範囲なのかという大問題がある。部会の提案を見ると、「スクイーズアウト」「セルアウト」など、主に欧州の少数派株主に対する制度を導入することを念頭に置いているように思われる。だが、こうした欧州の制度は、欧州の TOB（株式公開買付け）規制全体の中の一部として機能しているものである。欧州の TOB 規制は、「原則として 30%以上の株式取得は支配権の移動である」との認識から、市場内か市場外かに関わらず規制（全部買付義務等）を課す。その本質は支配権移動の規制であり、日本で当てはめれば確かに会社法的範疇の話である。だが、日本のこれまでの TOB 規制は、むしろ米国型を範とした、株式を市場外で一定比率以上売買する場合の情報開示規制という性格が強く、だからこそ今でも金商法で定められている。最近はこの2つを混同した議論が多くなっているのではないか。ステークホルダーの異なる領域・分野を同じ土俵で議論することは正鵠を射ない感が残る。

日本の国際競争力強化・資本市場活性化のためにも、TOB の活性化は重要課題である。しかし、これまで情報開示規制として金商法で定めてきた TOB 規制を、欧州型をモデルに会社法で規定してしまうのは、基本哲学の大転換になる。また TOB 規制は、いわゆる買収防衛策とのバランスも慎重に考えなければならない。こうした根本的な検討をしないまま、今次会社法改正の一項目として拙速的に「重い」TOB 関連の規制を会社法で取り込むことは、極めて慎重であるべきである。もし検討するならば、「TOB 規制を含む M&A 関連法制の改革」として、場を改めて、本格的に行うべきではないか。

MBO など数件の裁判が起きているが、あくまで個別事象に過ぎず、「社会的事象」となっている訳でもないため、法改正の緊急性が高いとも思えない。支配権移転を伴う第三者割当増資については、前述のように東証上場規則で一定の手当てが成されている。

よって、今回の部会では、子会社少数株主がキャッシュアウトされる際の補償価格の算定方法、株式



買取請求権の濫用防止といった面での技術的な改善に止め、キャッシュアウトの株主総会決議要件引上げや「正当事業目的要件」導入、欧州型スクィーズアウト<sup>17</sup>/セルアウト制度の導入など、大規模な制度改正は行うべきでない。

以上

---

<sup>17</sup> 欧州型スクィーズアウト制度に関しては、会社法の特例として産業活力再生法で導入する方向で、今国会に法案提出予定と伝えられている。(2011年2月10日 産活法改正案閣議決定)

## 企業・経済法制委員会

(敬称略)

### 委員長

中村 公一 (山九 取締役社長)

### 副委員長

上野 幹夫 (中外製薬 取締役副社長執行役員)

菅 宏 (三菱重工業 取締役副社長執行役員)

島田 俊夫 (シーエーシー 取締役会長)

外立 憲治 (外立総合法律事務所 所長・代表弁護士)

守田 道明 (上田八木短資 取締役社長)

### 委員

天野 克美 (キッコーマン 取締役常務執行役員)

稲田 和房 (セゾンファンデックス 取締役社長)

岩波 秀樹 (JFEホールディングス 専務執行役員)

岩部 金吾 (文化シヤッター 取締役会長)

内田 晴康 (森・濱田松本法律事務所 シニアパートナー共同経営者)

鵜浦 博夫 (日本電信電話 取締役副社長)

大久保 和孝 (新日本有限責任監査法人 パートナー)

大塚 紀男 (日本精工 執行役社長)

梶川 融 (太陽ASG有限責任監査法人 総括代表社員)

金澤 薫 (日本電信電話 取締役副社長)

金重 凱之 (国際危機管理機構 取締役社長)

蒲野 宏之 (蒲野総合法律事務所 代表弁護士)

神林 比洋雄 (プロティビティジャパン 取締役社長)

木下 俊男 (日本公認会計士協会 専務理事)

高乗 正行 (チップワンストップ 取締役社長)

佐藤卓己	(サンエス 取締役社長)
島田 一	(金融ファクシミリ新聞社 取締役社長)
正田 修	(日清製粉グループ本社 名誉会長相談役)
鈴木孝男	(三菱ふそうトラック・バス 取締役会長)
銭高一善	(銭高組 取締役社長)
高橋 薫	(損害保険ジャパン 取締役常務執行役員)
高部 豊彦	(東日本電信電話 相談役)
辰野 克彦	(辰野 取締役社長)
中井 稔	
中川 俊一	(花王 取締役常務執行役員)
夏目 誠	(JR東日本リテールネット 取締役社長)
芳賀 義雄	(日本製紙グループ本社 取締役社長)
早崎 博	(住友信託銀行 特別顧問)
林 明夫	(開倫塾 取締役社長)
原田 昇三	(大林組 取締役専務執行役員)
平田 正之	(情報通信総合研究所 取締役社長)
廣瀬 駒雄	(ディレクトフォース シニアフェロー)
藤井 シュン	(丸善石油化学 取締役社長)
藤岡 誠	(日本軽金属 取締役専務執行役員)
藤木 保彦	(オリックス 相談役)
古川 令治	(マーチャント・バンカーズ 取締役会長)
増田 宏一	(日本公認会計士協会 相談役)
松居 克彦	(松居アソシエイツ 代表)
森川 徹治	(ディーバ 取締役社長)
八木 和則	(横河電機 取締役専務執行役員)
安永 雄彦	(島本パートナーズ 取締役社長)

柳 省 三	(柳マネジメントコンサルタンツ 代表取締役)
山 中 一 郎	(朝日税理士法人 代表社員)
山 本 隆 幸	(山本隆幸法律事務所 所長 弁護士)
山 本 裕 二	(山本裕二事務所 公認会計士)
チャールズD. レイク II	(アフラック (アメリカンファミリー-生命保険) 日本における代表者・会長)
涌 井 洋 治	(日本たばこ産業 取締役会長)
鰐 渕 美恵子	(銀座テーラーグループ 取締役社長)

以上54名

#### 事務局

永 井 卓	(政策調査第3部 部長)
小 林 敏 和	(政策調査第3部 マネジャー)