

企業法制の見直しにかかる経済産業省の意見は、現在の企業法制の問題点と将来の方向性への視点を与えてくれる。

I はじめに

平成 22 年 2 月 24 日、法務大臣から法制審議会に対し、会社法制の見直しについて諮問が行われ、同諮問に係る事項は、同審議会に設置された会社法制部会において、調査審議される。経済産業省は、企業法制の見直しに係る意見を「今後の企業法制のあり方について」としてとりまとめ、平成 22 年 6 月 23 日に会社法制部会に提出。

II 提案の背景

平成 18 年の会社法施行。

平成 19 年の金融商品取引法施行。

国際競争力を強化し、資本市場を活性化する「成長戦略」の一環としての企業法制の見直しを検討。

- ①「企業の組織再編・M&A の支援」
- ②「グループ総合力を生かした経営の推進」
- ③「コーポレート・ガバナンス向上による「変化対応力」強化」

海外の有力プレイヤーは自社の経営資源に固執することなく、技術の「ブラックボックス化」と「オープン化」を組み合わせた戦略的ビジネス・モデルで競争優位を構築しており、新しい形態の「選択と集中」が進んでいる。（e x. インテルは高付加価値部品である MPU に関する技術を独占し、高利益率を維持する一方で、部品間のインターフェースは徹底して標準化し、メモリやハードディスクドライブ等の周辺部品については他のメーカーの参入を促進。）

⇒

国際競争力を強化するためにも、あるいは新しいビジネス・モデルに対応していくためにも、組織再編・M&A などを通じていち早く外部の経営資源を取り入れて活用し、低収益体質から脱却する「成長戦略」が必要。

①の提案が目指す組織再編・M&A の促進は、日本産業において新陳代謝を進め、外部の経営資源を取り入れ、ひいては低収益体質を開園するための重大な課題。組織再編・M&A に係る現行制度の使い勝手を改善し、その手段の選択肢を多様化することにより、企業再編の阻害要因を除去し、企業の成長性を高める土壌を整備することが望まれる。産業構造の適切化に資する①の提案は、企業経営の合理性・効率性の向上を図る②および③の提案との相乗効果を発揮するもので

あり、3つの柱が相まって「成長戦略」としての企業法制見直しとなる。

「新成長戦略」（平成22年6月18日閣議決定）においても、金融戦略の工程表に、「M&A等の組織再編手続の簡素化・多様化のための措置の在り方の検討」および「コーポレート・ガバナンスの強化の検討（会社法の改正等）」の2項目が、早期に実施すべき事項として、盛り込まれている。

Ⅲ 企業の組織再編・M&Aの支援

1 検討の視点

- ①成長戦略の一環としての企業法制の見直しを進めていく観点から、組織再編・M&Aの手続の見直しが不可欠。
- ②組織再編に係る規律の見直しは、親子会社の規律（法制審議会に対する諮問）を論じる際にあわせて検討する。
- ③この分野においては現に紛争が生じており、何らかの解決の手当を行うことが必要。

2 組織再編の阻害要因の除去

問題意識

現行制度の中には、制度としては存在するものの、複雑な手続や過大な費用を要するため、あるいはほかの制度のとの整合性が乏しいため、十分に活用されず、また、機動的な組織再編・M&Aができないものも見受けられる。

⇒企業の組織再編・M&Aの選択肢の整備および多様化を検討。

自社株対価 TOB の利用促進（提案①）

- 自社株対価 TOB を行う際の検査役調査の省略および買付会社の役員や応募株主の填補責任の免除。（自社株対価 TOB は、その法的効果を買付会社側から見ると株式交換に類似した行為と言えるため、株式交換との均衡上、検査役の調査及び買付会社の役員や応募株主の填補責任は不要と考える。）
- 株式の現物出資の際の募集事項の決定事項（会社法199条1項3号）を「価額」ではなく、発行日の時価又は算定式で足りるとする。
- 対価の相当性を確保するための仕組みをあわせて講じる必要がある。

←

- ①本来、株式上場の意義は、株式を発行することによって資金調達ができることに加え、自社株をM&Aに活用できるところにある。
- ②自社株を対価とすることにより、資金調達によって多額の現金を用意することなくTOBを行うことが可能となり、有効な手段として機能し得る。（自社株買いの結果、日本企業には十数兆円の消却されていない金庫株が眠っている。）
- ③TOBの対価として自社株を交付することは、会社法上は「対象会社株式を現物出資することにより買付者株式を発行する」こととなるため、現物出資規制や有利発行規制の適用を受け、手続

きが煩雑で法的リスクも大きく、ほとんど利用されていない。(有利発行の株主総会特別決議、検査役の調査、又は(検査役の調査が要らない場合でも)買付会社の役員や応募株主に出資財産の価格不足填補責任が発生するおそれ。)

会社による選択的対価制度の創設(提案④)

●組織再編において、正当な理由を有するときには、会社側が株主の属性などによる区分に応じて当該組織再編の対価の種類を選択できることとする制度を創設。

日本企業が、組織再編を伴い株式を発行した場合、対象会社における米国株主の株式保有比率が10%を超えるような場合には、米国証券法の規制により組織再編に先立ち、米国証券取引委員会(SEC)に対しForm F-4と呼ばれる様式による登録届出書の提出を要旨、その後も継続的に開示義務に服することになる。(当初の届出の受理には相当な期間や費用を要し、継続的な開示義務のコストが発生するため、組織再編そのものを断念することもある。)

⇒

組織再編において、日本居住者には金銭または株式を対価とし、非居住者には対しては金銭を対価とする(ただし、米国株主以外の者に対して金銭または株式とすることは可能とする)ことを認める。but好ましからざる株主を排除するために濫用的に使われないよう、厳格な要件や手続規則を設ける。

現行の会社法では、株主平等原則との関係で、同一の種類株式に係る株主間で異なる取扱いを行うことは認められず、一部の株主には金銭、一部の株主には新たに発行される株式で組織再編対価を支払うといった取扱いをすることはできないと考えられる。

事業譲渡の際の許認可承継(提案⑤)

●産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法(「産活法」)で、中小企業の事業再生局面において、事業譲渡の際の許認可の承継が規定されている(中小企業承継事業再生計画に基づく特定許認可等の地位の承継。39条の4)が、本提案は、平時の場合や大企業の場合にも何らかの手当てを認めようとするもの。

←

会社分割と事業譲渡は類似の結果を達成し得る組織再編ツールであるが、会社分割と比較して事業譲渡においては許認可が譲渡会社から譲受会社に承継されることは限定的。

3 組織再編に係る株主保護制度の見直し

問題意識

組織再編に係る株主保護制度の設計思想を見直し、趣旨にかなった適切な株主保護制度とする。

株主の持分権に着目した組織再編手続の合理化（提案③）

- 株主保護の程度の強弱を「株主の持分権」への直接的影響度合いなどに応じて考える。
- 株主の持分権に直接的な影響が発生せず、重要な財産の移転を伴うことがないなど他の事情と併せても会社の基礎の変更といい得ないような組織再編（会社の規模に比して財産の流出額の少ない現金株式交換や無対価合併等）は、一般的な業務執行と実質的に異ならない。
⇒株主総会決議を要せず、株式買取請求権を発生させる必要はない。
- 大規模な第三者割当増資については、支配株主の異動や既存株主の株主権の希釈化を伴う。
⇒一定の株主保護手続を経ることが望ましい。（e x . 株主と利益相反のない関係のない独立役員が過半数を占める特別委員会の承認手続。株式買取請求権の整備。）

組織再編・M&A が重要な経営戦略の1手法として日常的に利用されるようになり、組織再編行為と設備投資や資産の授受といった一般的な業務執行との境が不明確。b u t 会社法上の「組織再編」と定義されるスキームを用いた場合、原則として株主総会決議を要し、株式買取請求権が発生。

証券取引所の第三者割当増資に係る規制（東証の場合、希釈化率が25%以上、または支配株主が異動する第三者割当を行う場合、経営陣から一定程度独立した者による第三者割当の必要性および相当性に関する意見の入手、または株主総会決議など株主の意思確認を必要とする旨などを定める規則が平成21年8月24日より施行）では、株主による差止めができず、株主は株式の希釈化で損害を被った上に、上場廃止で売却機会も閉ざされる結果になる。⇒法律上の手当てが必要。

株主買取請求権制度の見直し（提案⑥）

●株主の持分権に直接的に影響がなく会社の基礎の変更にも当たらない組織再編、また、株主に及ぼす影響が軽微であるため株主総会の承認を不要としている組織再編（簡易合併における吸収合併存続会社、簡易株式交換における株式交換完全親会社）などについては、株式買取請求権の適用を除外。

●組織再編に関する株主総会決議後の取得者について株式買取請求の適格を認めないことを明確化し、さらには組織再編に係る条件等が決定し、組織再編に関する株主総会の招集通知発送時などに、当該組織再編に係る議案内容を公告した場合は、その後の株式取得者に対して株式買取請求の適格を認めない。

←

①インサイダー規制等との関係で、組織再編の交渉が始まって比較的早い段階でその旨を公表する慣行があるため、当該公表をみてシナジー効果を期待して株式を買った者に対しては、その後合併比率が不当であったことが判明した場合においては、「公正な価格」で株式を買い取ってもらえる機会を保障しなければ、株式買取請求制度における組織再編の公正さのチェック機能が働かない。

②合併比率等の詳細な条件が公表され、かかる条件に基づく組織再編が行われる高度の蓋然性が生じた場合には、会社に対する組織再編チェック機能を働かせる必要性が減退するで、当該公表をみて株式を買った者については、株式買取請求制度における組織再編の公正さのチェック機能との関係は薄い。

●法定利率の改定、あるいは株式買取請求に係る支払額の供託制度の制定

←

①組織再編の公表後に株式を取得し、直ちに株式買取請求権を濫用的に行使する事例が散見されるが、その1つの理由は、株式買取請求権の買取価格の支払義務に年率6%の商事法定利率が付されることが挙げられる。

②商事法定利率を期待するような株主は、仮払いの合意による一部弁済の合意に応じる可能性は低い。

スクイーズアウト・セルアウト制度の創設（提案②）

●少数株主の縮出しに関しては、会社側と株主側の双方に目配りしたバランスの取れたルールを設ける。

●2段階買取時におけるセルアウト手続を設け、株主に1段階目のTOBの追加応募機会を実質的に確保するとともに、合理的なスクイーズアウト手続を明文上のルールとして定め、機動的な完全子会社化を実現できるようにすべき。

<セルアウト制度>

TOBの結果、買付者が対象会社の○%（ex.2/3）の株式を取得できた場合には、TOBに応じなかった残余の株主は、買付者による公告後の一定期間内に限り、その保有する株式をTOB価格を下回らない公正な価格で買い取らせること（セルアウト）を当該買付者に対して請求できることとし、実質的にTOBへの追加応募の機会を与える。

<スクイーズアウト制度>

TOBの結果、買付者が○%（ex.5/6）の株式を取得できた場合には、当該買付者は、一定期間内に限り、TOBに応募せず、又はセルアウトをしなかった残余の株主に対して、その保有する株式をTOB価格を下回らない公正な価格で売り渡すことを請求でき、対象会社を完全子会社とすることができるものとする。

実態として全部取得条項付種類株式を用いて少数株主の縮出しが行われている例が多い。

b u t

①二段階買取において二段階目に全部取得条項付種類株式を用いる少数株主の縮出しは、会社側にとって株主総会の決議やその他の実務上の手続を経る必要があることから、スケジュールの遅延につながる。

②少数株主の側にとっては、手続がわかりにくい。

③1段階目のTOBと2段階目の縮出しの間に時間がかかることなどから、1段階目のTOBにお

ける買付価格が不十分と考えていても、1段階目のTOBが成功した場合に、TOBに応じなかった株主が2段階目に不利な取扱いをされる不利益をおそれて、買付けに応じるようにしいられる「強圧性」の問題が発生しやすい。

4 救済手段の充実

商事・金融高等裁判所の創設（提案⑦）

●東京、大阪などの全国の主要な高等裁判所において、会社法・金商法など商事・金融紛争の控訴審・抗告審を専門的に審理する部を設けて事件の処理を集中させる仕組み。

IV グループ総合力の生かした経営の推進

1 問題意識

企業を単体してではなくグループ全体としてみて、総合力を発揮しようとする「グループ経営」の手法は、すでに多くの企業により行われている。グループの多様な経営資源を活用しつつ、分権化により意思決定を迅速化させるなどのメリットがあり、企業価値向上に資する経営手法として尊重すべき。b u t 現行会社法は単体経営を前提とする法制度となっており、グループ経営を前提とした場合の親会社株主保護や子会社少数株主保護に関して、規制が不足との指摘。

⇒あるべきグループ経営に関する制度や規律を検討すべき。

2 グループ経営の合理化のための法制度整備

企業価値向上に資するような合理的なグループ経営を可能とする法制度をまず整備し、かかる制度の下、株主保護などの面から不都合が生じる局面について、株主保護制度を検討すべき。

⇒●合理的かつ機動的なグループ経営に資する制度として、提案⑧（法人選任取締役）、提案⑨（グループ・ガバナンス）、提案⑩（グループ配当金）、提案⑪（グループ会計開示）の各制度の創設・整備。

3 株主保護制度の検討

検討の視点

グループ経営における株主保護制度としては、①親会社の株主保護を目的とする制度（上からの規律）と②子会社の少数株主保護を目的とする制度（下からの規律）がある。

①の問題

純粋持株会社を利用したグループ経営においては、親会社が主要な事業活動の子会社を通じて行う結果、親会社株主が事業の意思決定に関与することができなくなるという「株主権の縮減」の問題。

e x . 2004年、UFJホールディングス傘下のUFJ銀行が、三菱東京フィナンシャル・グループに拒否権付優先株式を発行したことについて、主要事業子会社であるUFJ銀行の重大な業務執行に関して、上場持株会社であるUFJホールディングスの株主が関与できなかった。

②の問題

新しい支配株主の下でグループ経営が展開されるということになれば、親会社の圧力の下で、子会社にとって不利な取引が強要されるかもしれない。

上からの規律（提案⑫）

●現行の法制度を前提として、子会社の業務執行に対しては親会社役員の子会社管理責任を重視すべきであり、親会社株主の保護は、子会社管理を担当する役員を選解任を通じて、あるいは子会社管理を担当する役員に対する求償を通じて図られるべき。

諸外国：

事前の規制として、子会社の重要な意思決定について親会社株主総会の承認を要する。

v s. 意思決定を分権化して機動的な経営を行おうとする合理的なグループ経営を妨げる。

事後の救済として、親会社株主に子会社（の取締役等）への代表訴訟提起権（多重代表訴訟）を付与する規律。

v s. 制度設計の困難性（諸外国では立法ではなく判例で形成。）

下からの規律（提案⑬）

●支配従属関係が「形成されている」段階ではなく、支配従属関係が「形成される」段階の規律を検討すべき。

←

①すでに「形成されている」支配従属関係における子会社少数株主よりも、支配従属関係が「形成される」場面の子会社少数株主の方が要保護性が高い。

②第三者割当増資が諸外国に比べて容易に実施でき、支配株主の登場または異動が潜在的に起きやすい状況にある。

③いったん支配従属関係が形成されてしまうと、そこで生じる問題に対処するのは簡単ではない。

●支配従属関係形成時の対象会社株主保護の規律については、少数株主の「退出権」を検討。

①TOB時の任意のセルアウト制度の創設。

②株式買取請求権制度の整備として、株式買取請求を受け支払を行った対象会社が、支配株主に対し当該支払分を請求できることとする制度の整備。

③一定の割合の議決権を有する大株主が出現した場合、残余株主は自己の保有する株式を買い取ることを大株主に請求できることとする残余株主の退出権制度の創設などの制度整備。

欧州では、EU 指令により、支配株主が登場し、または異動した場合には、原則として全部買取義務の課された TOB を実施しなければならず、対象会社の支配獲得時の少数株主の退出の機会を確保。

日本の金商法の TOB 制度では、支配株主登場・異動時の退出の機会是不十分。

←

①欧州では TOB 実施義務が生じるタイミングは支配権を取得した後に対し(イギリスやドイツにおいては対象会社の議決権の 30%、フランスでは対象会社の資本又は議決権の 3 分の 1 を超えて保有することとなった場合に、TOB が義務付けられる。)、日本では、一定以上の議決権を取得する買付け自体を TOB により行うもの。

②日本の TOB による全部買付義務は株券等所有割合の 3 分の 2 以上を取得する TOB を行う場合に義務づけられているにすぎず、それ以下の取得の場合には部分買収も可能。

③日本の TOB 規制では市場内で買い付ける場合には TOB 実施義務は適用されず、また新株発行による支配権取得の場合も TOB 規制に該当しない。

V コーポレート・ガバナンス向上による「変化対応力」強化

1 問題意識

日本経済の中長期的な繁栄のためにコーポレート・ガバナンスを検討するに当たっては、「変化対応力」の強化を軸に検討し、制度整備を行う必要。

2 社外役員・独立役員要件の見直し(提案⑭)

平成 21 年 12 月の東京証券取引所の上場規則改正等

⇒上場会社においては独立役員を 1 名以上確保することが求められる。

b u t

会社法上の「社外」の要件が、過去 1 度でも業務執行取締役等に就任していないこととされ、上場規則上の「独立性」の要件もこれと平仄を合わせており、社外役員や独立役員を確保しづらい。

(独立性の基準につき、アメリカ(ニューヨーク証券取引所上場規則)では、過去 3 年間、役員・従業員でなければよく、イギリス(統合規範)では、過去 5 年間、従業員でなければよく、フランス(経済団体に依る自主規範)では、過去 5 年間、業務執行者・従業員でなければ良い。)

社外取締役：「株式会社の取締役であって、当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役(株式会社の第 363 条第 1 項各号に掲げる取締役及び当該株式会社の業務を執行したその他の取締役をいう。以下同じ。)若しくは執行役又は支配人その他の使用人でなく、かつ、過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人となつたことがない者」をいう。(会社法 2(15))

独立役員：「一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役」

●社外性や独立性の規定を、諸外国のように、数年間の冷却期間を経れば、社外役員・独立役員として認められることとすべき。

●形式的な社外取締役の導入を一律、画一的に義務付けるべきではない。

(←一般株主や一般投資家の立場からみて実質的に当該企業にとり最適な統治構造をつくりあげる上でも、妨げになる場合も想定される。)

●社外取締役を過半数導入した委員会や取締役会の決定について株主総会決議を免除するという形での社外取締役の導入促進。

(独立でない) 社外役員 (e x. 親会社、取引先、メインバンク等が含まれる) : その知見と監督へのインセンティブの関係からコーポレート・ガバナンス向上に資する可能性が高い。

独立役員 : 株主へのアカウンタビリティの観点から重要。

3 執行・監督機関の機関設計の柔軟化など (提案⑩⑪)

A : 委員会設置会社 (2%)

～監督と執行が制度的に分離され、業務執行は執行役が担当し (取締役は原則として業務執行はできない)、会社を代表する者の代表執行役となるほか、業務の意思決定も大幅に執行役に委ねられる。取締役会の役割は、基本事項の決定と委員会メンバーおよび執行役の選任等の監督機能が中心となり、過半数が社外者からなる指名、報酬、監査の3委員会が監査・監督というガバナンスの重要な位置を占める。

B : 監査役会設置会社 (大多数)

～取締役が執行と監督を自ら行うことを前提に、その上で監査役会によって業務の適法性を確保する仕組み。

b u t

コーポレート・ガバナンスの充実の観点から、多くの企業が執行と監督の分離を進めている。

(監査役会設置会社においては約6割の企業が執行役員制度を導入し、任意の監査委員会類似の合議体、報酬委員会、指名委員会類似の合議体を設置する会社が多く存在。)

●委員会設置会社と監査役会設置会社の間にあたる形態を新設し、機関設計の柔軟化を図る。

①指名委員会・報酬委員会を任意設置とする代わりに、取締役会から執行役への権限移譲を行わないとする新たな機関設計類型の創設。

②社外・独立取締役が過半数を占める任意の委員会を設置した場合、当該委員会に決定権限を付与した事項について、株主総会の特別決議事項を普通決議事項とする (軽微な定款変更など)、あるいは株主総会決議事項を委員会決議事項とする (役員報酬の決定など) ことを認める。

4 従業員選任役員制度の検討 (提案⑫)

上場企業の態様はさまざまであり、一律な義務付けには慎重な検討が必要。

5 株主によるガバナンス

●無記名投票や、議決権行使状況の開示等、実質株主の開示・登録の制度

←株主と会社が企業価値向上に向けた問題意識を共有するために、両者の対話を促進し、議決権行使に係るIRの充実を図っていく。

●株主の意思がより適切に反映されるよう、株主総会の運営合理化。

●株主総会の運営規則のデフォルト・ルールを会社法施行規則等の中で明確にする。

e x. 委任状勧誘合戦時における委任状に記載すべき事項およびその授權範囲に係る事項。議決権の行使・集計の方法およびその集計の時期等。総会決議において株主提案と会社提案とに争いがある場合を想定したルール等の明確化。

←現行会社法では、株主総会の運営に関する細則について明確に定められていない。

●インターネット上の仮想空間での株主総会。

←株主による会社経営への参画機会を増やす