

平成 22 年 6 月 23 日  
金融庁総務企画局企業開示課長  
三井 秀範

## 金融・資本市場の観点から重要と考えられる論点

企業統治の在り方、親子会社に関する規律（企業結合法制）に加え、その他会社法制の見直しについて検討をお願いしたい事項のうち、金融・資本市場の観点から重要と考えられる論点は、金融審議会「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」報告に記載されている事項のほか、以下のものが考えられる。

金融庁では、上場会社等のコーポレート・ガバナンスを巡る動きについて、担当課室長と市場関係者・有識者等との間で意見交換を行うため、「コーポレート・ガバナンス連絡会議」を開催している（これまで 4 月 22 日、5 月 24 日、6 月 16 日の 3 回に渡り開催）。以下の論点は、連絡会議における議論を踏まえたものである。

### 1. エンプティ・ボートینگ等／実質株主

経済的利益を有しない株主が議決権を行使することとなるスキーム（エンプティ・ボートینگ等）は、会社の価値を増加させるインセンティブを持たない株主が議決権行使することにつながり、コーポレート・ガバナンス上問題がある旨の指摘がなされている。以上のような問題意識及び株式保有形態の多様化の実態を踏まえ、コーポレート・ガバナンスの観点から、株主の議決権をどのように位置付けていくべきかについて、検討をお願いしたい。

また、名義株主を経由して株式を保有しているような実質株主の株主総会の出席権等の株主権行使の在り方について、株式保有形態の多様化を踏まえつつ、実質株主の調査方法と併せて検討をお願いしたい。

#### 【問題の所在 1】

エクイティ・デリバティブ等のスキームを利用することにより、経済的利益と議決権を分離することが可能となっている。会社の様々な利害関係者の中で株主のみが議決権を行使できるのは、株主が会社財産に対する残余権者であり、会社の価値を増加させるインセンティブを有していることから説明する場合、経済的利益を伴わない議決権を有している株主は、会社の価値の向上のために議決権を行使するインセンティブを有していないこととなる。当該株主については、会社の価値の向上と無関係な自らの利益のみを図る可能性が高く、他の株主との間で利益相反関係にあることが多いとの指摘がなされている。

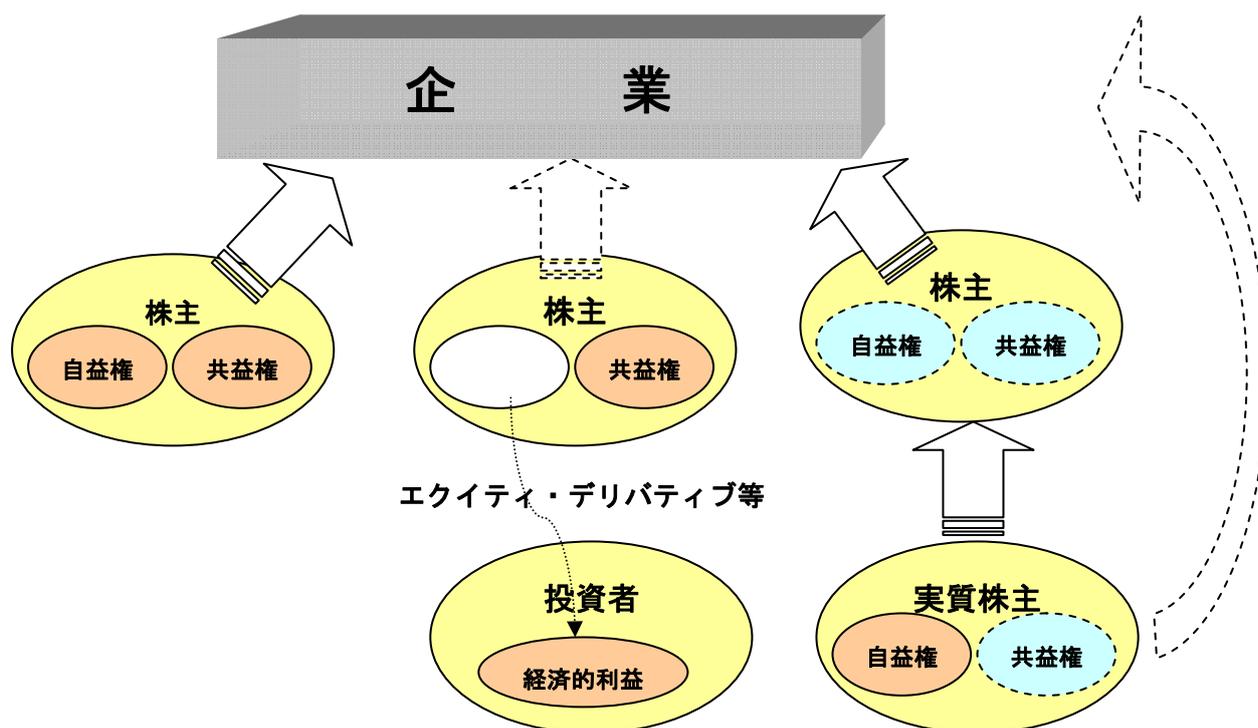
以上のような問題意識及び株式保有形態の多様化の実態を踏まえ、コーポレート・ガバナンスの観点から、株主の議決権をどのように位置付けていくべきかについて、検討をお願いしたい。

## 【問題の所在 2】

名義株主を経由して株式を保有しているような実質的な株主保有者（実質株主）について、現状、実質株主が名義株主から委任状を取得して代理人という立場で株主総会に出席しようとする場合でも、株主名簿上の株主でないことを理由として株主総会の出席を拒否される場合があるとの指摘がなされている。名義株主に指図をして議決権その他の株主権を行使させる場合、指図に違反して議決権を行使されたとしてもその効力は有効と解され、また、実質株主として株主総会への出席・発言・質問ができないとの指摘がなされている。

名義株主を経由して株式を保有しているような実質株主の株主総会の出席権等の株主権行使の在り方について、株式保有形態の多様化を踏まえつつ、実質株主の調査方法と併せて検討をお願いしたい。

※ 実質株主の調査方法として、イギリスにおいて、公開会社は、株式に係る利害関係者に対して、株式に関する一定の情報を確認することができ、当該利害関係者が所定の期間内に回答しない場合には、当該利害関係者の議決権を停止することができるとされている。



## 2. 公開買付規制違反等に対するエンフォースメントの複線化

公開買付規制、大量保有報告規制等の規制に違反して保有されている株式について議決権の行使がなされることにより、他の株式の共益権が害される可能性が指摘されている。このような問題意識の下、規制違反の株式の議決権行使の取扱いに関し、会社支配の公正さを確保する観点も踏まえた検討をお願いしたい。

## 【問題の所在】

公開買付規制、大量保有報告規制等に違反した場合には、課徴金や刑事罰のサンクションが設けられているほか、公開買付規制違反に対しては、金融商品取引法上、損害賠償の民事責任に関する規定が設けられている。もっとも、規制に違反して取得した株式について、私法の一般原則により、譲渡の効力、株主名簿の名義書換、議決権行使等を否定することができるのか明確ではなく、規制に違反した株式の議決権行使がなされることにより、他の株主の共益権が害される可能性がある。また、特に外国人に対しては課徴金や刑事罰の執行が必ずしも容易ではなく、規制の実効性が確保できないとの指摘もある。

このような問題意識の下、規制違反（公開買付規制、大量保有報告規制の他、委任状勧誘規制、第三者割当増資等に関する規制等の違反）の対象となる株式の議決権行使の取扱いに関し、会社支配の公正さを確保する観点も踏まえた検討をお願いしたい。

もっとも、我が国において諸外国の制度（下記参考1）と同種の制度を検討する場合には、①いかなる規制違反を議決権停止の対象とするか、②効力をどうするか（議決権行使を否定するか、あるいは譲渡の効力や名義書換まで否定するか）、③議決権停止の対象（引渡権、指図権等を通じて実質的に議決権を保有していたり、関係者が保有していることにより、規制の対象となる株式の取扱い）や議決権停止の期間をどうするか、④取引の安全への配慮（違反者が参加した決議の効力、違反者から株式を譲り受けた者の権利等の取扱い）、⑤申立権者の範囲などの論点が考えられ、幅広い観点から十分な検討が求められる。

（参考1）公開買付規制違反・大量保有報告規制違反の株式の議決権に関する主な外国法上の取扱い

アメリカ	<ul style="list-style-type: none"> <li>大量保有報告規制違反による議決権行使の差止めについて、理論的にその可能性が否定されているわけではないが、過去の裁判例では認めない事例が多い。</li> </ul>
イギリス	<ul style="list-style-type: none"> <li>公開会社が、株式に係る利害関係者に対して、株式に関する一定の情報を確認する旨の通知を行った場合に、所定の期間内に当該利害関係者から回答がない場合には、当該利害関係者は議決権を行使できない（2006年会社法 797条1項(b)）。</li> </ul>
ドイツ	<ul style="list-style-type: none"> <li>大量保有報告規制違反の株式の議決権は行使できない（証券取引法 28条）。</li> <li>義務的公開買付けの規定に違反して公開買付けを実施しない場合、公開買付けを実施するまでの間、買付者等に属する株式に係る権利は存在しないものとされる（買収法 59条）。</li> </ul>
フランス	<ul style="list-style-type: none"> <li>義務的公開買付けの規定に違反して閾値を超える議決権を取得した場合、当該買付者は、公開買付案を提出するまで超過分の議決権を持たないものとされる（通貨金融法典 L433-3条I）。</li> <li>大量保有報告規制に違反した者は、関連する閾値を超える部分の議決権の行使を2年間停止される。また、会社、他の株主及びAMF（フランス金融市場庁）は、商事裁判所に対して、その者の有する議決権の全部又は一部の行使を最大5年間停止するように申し立てることができる（商法典 L233-14条）。</li> </ul>

（参考2）議決権の停止に関連する主な国内の法令（いずれも外資規制）

- 株主名簿の名義書換を拒絶することを認めるもの：
  - 放送法 52条の8第1項・第2項、52条の32第1項
  - 航空法 120条の2第1項
- 株主名簿に記載された株主の議決権を否定するもの：
  - 放送法 52条の8第3項、52条の35第1項

### 3. ファイナンス

ライツ・オフリングの手法による資金調達について、新株予約権割当通知の交付期限により期日の柔軟性が損なわれることや海外の証券規制の適用を受けないための外国株主の権利行使制限と株主平等原則の関係が不明確であることが実務上、支障となっていることが指摘されている。そのため、これらの論点を解決するための法制について検討をお願いしたい。

また、近時、第三者割当増資等を契機とした既存株主や市場に悪影響を与える不公正なファイナンスが散見されるなど、会社法上の制度が悪用されるケースがあることも問題意識として踏まえた検討をお願いしたい。

#### 【問題の所在】

ライツ・オフリングは、公募増資、第三者割当増資と並んで、企業の収益性向上のための増資手法の一つであり、大幅な希釈化を伴う第三者割当増資等が、既存株主の権利、コーポレート・ガバナンスの観点から問題視されている中、投資者等からは、既存株主により配慮した増資手法としてライツ・オフリングの活用を求める声がある。

このような背景の下、東京証券取引所の新株予約権の上場基準の改正(昨年12月施行)、金商法に関する開示府令・開示ガイドラインの改正(本年4月施行)といったライツ・オフリングの利用に関する取組みが実施されている。

会社法との関係でも、

- ① 権利行使期間開始日の2週間前までに必要とされている新株予約権割当通知の交付期限の延長(株式の割当通知の交付期限との平仄から権利行使期間末日の2週間前までとする等)、
- ② 米国等の証券規制の過度の適用を回避するために、外国居住株主による権利行使を制限することが株主平等原則に抵触しないことを明確化するセーフハーバー規則の制定等

の要望が実務界からなされているところであり、このような要望を踏まえた法制の検討をお願いしたい。

また、近時、大幅な希釈化を伴う第三者割当増資等やこれを契機として相場操縦、インサイダー取引といった不公正取引が引き起こされることにより、既存株主の権利や市場の公正に悪影響を与える事例が散見される。流通市場における複合的な問題の根元が発行市場における会社法上の問題であることもあり、制度導入時に想定された趣旨とは異なる利用方法によって会社法上の制度が悪用されている事例もある。会社法改正においては、このような取引実態も問題意識として踏まえた検討をお願いしたい。

#### 4. 株式対価の公開買付け等

日本企業が、自社の株式を対価として、他の日本企業又は海外企業の株式を公開買付けにより取得することは、会社法上の規制等との関係で実務的には行われていない。この現状を踏まえ、株式を対価とする公開買付けのニーズを検証し、株式を対価とする公開買付けの実効性を高めることの検討をお願いしたい。

また、日本企業が組織再編を行う場合に海外の証券規制の適用を受けないための外国株主の権利行使制限と株主平等原則との関係に係る法制について検討をお願いしたい。

#### 【問題の所在】

日本企業が、自社の株式を対価として、他の日本企業又は海外企業の株式を公開買付けにより取得することは、会社法上の規制（現物出資規制）（※）との関係で実務的には行われていない。会社法上、現物出資については、原則として検査役調査及び発行企業の取締役等の填補責任規制の対象となること、現物出資が有利発行に該当すれば発行企業の株主総会決議が必要となること等が論点として挙げられている。

これらの論点については、日本企業による企業買収の多様化・グローバル化のニーズを見極めつつ、株主・投資者保護を図りながら株式を対価とする公開買付けの実効性を高める観点から、現物出資を用いた他の取引類型における実態や、事前規制及び事後措置のあり方なども踏まえ、必要な検討をお願いしたい。

また、3のファイナンスと同様、日本企業が組織再編を行う場合に、米国等の証券規制の過度の適用を回避するために外国居住株主による権利行使を制限することが株主平等原則に抵触しないことを明確化するセーフハーバー規則の制定等の法制の検討をお願いしたい。

※ 会社法上の規制に加え、日本では公開買付けに応募した対象会社の株主に係る譲渡益課税の繰延べ措置がないことも株式対価の公開買付けの実効性に影響しているとの意見もある。

