

# 会社法についての私見 —買収防衛策，剰余金の分配を中心として—

藤井 則彦

## 目 次

はじめに

- I. 会社法の特徴と会社法についての問題提起としての私見
  - II. 会社法先取りの実情— 2005（平成 17）年 12 月決算企業の実情—
  - III. 会社法についての私見
    - (1) 企業とステークホルダーの関係
    - (2) 債権者と投資家の関係
  - IV. 今後の対応策—金融商品取引法を中心として—
- むすび

## は じ め に

今回の会社法について，買収防衛策，剰余金の処分・分配（配当）等に関連して，企業とステークホルダーにどのような影響を与えるか，そしてまた，ステークホルダーのうち債権者と投資家にどのような影響を与えるかについての私見を開陳するのが，本稿の目的である。

周知のように，2005（平成 17）年 6 月 29 日に「会社法」が成立，同年 7 月 26 日に「法律第 86 号」として公表され，翌 2006（平成 18）年 2 月 7 日に「会社法施行規則」（法務省令第 12 号）および「会社計算規則」（法務省令第 13 号）が公布され，同年 5 月 1 日より施行されることになった。

ところで，わが国の上場企業の約 8 割は 3 月決算であるから，株主総会の開催は 6 月末が一般的である。したがって，今回の会社法の適用については，2006（平成 18）年 3 月期決算において各企業がどのような対応を計画していたか<sup>1)</sup>，そしてまたそれ以前に会社法を先取りした 2005（平成 17）年 12 月期決算企業がどのように対応していたかがひとつの焦点といえよう。たとえば，株主への利益配分問題としての剰余金の処分・分配（配当）の決定機関（株主総会か取締役会か）についての問題，株主代表訴訟に関しての会計監査人責任限定問題等に関する定款の変更（会社法第 466 条）の問題，あるいは昨今の経営権取得を目的とした株式公開買い付け（TOB，Take Over Bid）による企業買収，特に敵対的 TOB<sup>2)</sup> に対する買収防衛策等について，株主総会での報告・説

---

1) 株主総会の招集を決める取締役会を会社法施行日である 2006（平成 18）年 5 月 1 日以前に開催すれば旧商法が適用され，同年 5 月 1 日以降であれば会社法が適用されることになっている。

明の必要性の有無に関する問題、そしてその一環としての発行可能株式数の変更（拡大）による既存株主の保護の問題（会社法第27条、第37条、第98条）等である。

買収防衛策および株主への利益配分等に関する定款変更について、2006（平成18）年6月末の株主総会を控え、各企業の会社法への対応について日本経済新聞社が実施した調査結果を参考に検討してみる<sup>3)</sup>。

まず、買収防衛策については、買収防衛策を導入済みあるいは導入を決定済みの企業が9%、導入を検討している企業が18%と、約3割弱の企業が買収防衛策の導入に前向きである。そして、実際に買収防衛策を利用する意思のある企業が、このうち約34%という状況である。この買収防衛策の是非について、企業とステークホルダーにどのような影響があるかについては検討の余地があろう。

次に、定款変更については、上場企業の97%が定款変更を株主総会に提案するとの回答であった。しかし、問題はその中身である。つまり、経営判断の迅速化として①「電子メールなどで取締役会の決議に参加」については89.0%、②「事業報告の開示にインターネットを活用」については84.9%と大半の企業が、定款変更を提案すると回答しているが、これに対して、株主への利益配分の柔軟化として③「利益配分の権限を取締役に移す」については、既に実施済みを含めて21.5%、④「株主への利益配分の回数を増やす」については17.6%の企業が定款変更を提案すると回答している<sup>4)</sup>。この状況をみれば、①、②は時代の流れとして当然と考えられ、異論はないと考えられるが、問題は③、④であり、今後、各企業がどのように対応するかであるが、この剰余金の処分・分配（配当）に関してステークホルダーのうち、債権者と投資家にどのような影響が生じるか検討の余地があろう。

以上の現状を踏まえて、買収防衛策の問題、利益配分の問題を軸に、旧商法・会社法と証券取引法との関係から会社法についての私見を開陳するのが本稿の目的である。なお、本稿は今回の会社法そのものに関する私見であり、会計基準との関連については言及していない。この点については別の機会に譲りたい。

---

2) 本来、TOBは少数株主をも含めた全株主に平等に株式の売却を呼びかける手法であるから、TOBそのものには問題がない。わが国においては、1995（平成7）年頃から急速に増加した。しかし、敵対的TOBとなると問題が生じる。わが国では、経営権取得対象企業の取締役会の賛同を得ない敵対的TOBを試みたケースはあるが、現実には成功した例は見当たらない。

3) 日経リサーチが実施。調査対象企業は東証1部、2部上場企業のうち3月期決算企業1,677社で、回答企業は720社。なお、本文に記述以外の項目として、取締役の権限強化として「議決権に満たない株主から代表訴訟の提起権を取り上げる」については71.8%、取締役の責任の明確化として「取締役の任期を従来の半分の1年に短縮する」については、既に実施済みも含めて35.3%の企業が定款変更を提案するとの回答。

4) たとえ定款変更をしても、実際に実施する予定企業は少ないのが実情である。たとえば、四半期配当の実施を予定していると表明している企業は、ホンダ、日興コーディアルグループなど7社にすぎない。ただ、四半期配当を検討中と表明している企業は91社あるが、あくまで今後の状況次第と考えられよう（日経会社情報2006夏号）。その後、実際に2006（平成18）年度から四半期配当を実施した企業は日興コーディアルグループ、野村ホールディングス等7社であり、この7社はいずれもその直後、株価が上昇している（日本経済新聞2006（平成18）年9月21日朝刊）。

## I. 会社法の特徴と会社法についての問題提起としての私見

わが国の会計に関しては、税法関係は別として、商法会計と証券取引法会計のおのおのにおいて規制が存在しており、この点は商法会計と証券取引法会計が一致しているイギリス・フランス・ドイツ・アメリカ等欧米諸国とは異なった状況に置かれている<sup>5)</sup>。

わが国の商法は1890(明治23)年にドイツ法的立法を範として旧商法が制定され、1899(明治32)年に新商法が公布、施行され、その後の改正を経て今日に至った。その主旨は株式会社の配当規制を目的とした債権者保護と、株主総会での計算書類の承認の要求を目的とした現在株主保護を視野に入れた、両者の調整を目的とした会計に関する法規である。この商法が今回、会社法として新しく制定、公布されることになった。その主な特徴としては次のような事柄があげられる。

- ① 従来の商法第2編「会社」、「有限会社法」および「商法特例法(株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律)」を統合、再編した点で系統だった会計に関する法規となった点。
- ② 従来の商法、有限会社法は片仮名による文語体での表記であったが、会社法は平仮名による口語体での表記となり、利用者にとってわかりやすくなった点。
- ③ 合同会社(Limited Liability Company, LLC)の新設。
- ④ 最低資本金制度の見直し。
- ⑤ 組織再編に係る規制の見直し。
- ⑥ 株式の譲渡制限に係る定款自治の拡大、金銭債権の現物出資に係る検査役の調査の省略。
- ⑦ 新株予約権、社債制度の改善。
- ⑧ 利益配当等の見直し、回数制限の撤廃、取締役会での利益配当等の決定の許容。
- ⑨ 取締役の責任に関する規定の見直し。委員会設置会社とそれ以外の会社の取締役の責任に関する規定の調整。
- ⑩ 株主代表訴訟制度の合理化。
- ⑪ 大会社における内部統制システムの義務化。
- ⑫ 会計参与制度の新設。

などである。確かに、中小企業やベンチャービジネス等起業にとっては最低資本金制度の撤廃や取締役会の設置の必要性などメリットは大きい。

しかし、本稿の目的はその主旨である旧商法・会社法会計と証券取引法会計との関連に着目して、「企業とステークホルダーとの関係」および「債権者と投資家との関係」に視点をおいて私見を開陳することにある。

この債権者保護、現在株主保護を目的とした旧商法に対して、投資家保護を目的として証券取引法が(Securities and Exchange Law)、アメリカの1933年の証券法、そして1934年の証券取引法を

---

5) アメリカの場合は、会社法独自の規定がなく、証券取引法を利用。

範として、1948（昭和23）年に制定された。

企業を取り巻く外部のステークホルダーのうち、比重の高い債権者と投資家のおおのの立場に立った会計に関する法規として旧商法と証券取引法が並存する状況、つまり、商法会計と証券取引法会計とが並存するのが、わが国の特徴といえる。ただ、証券取引法は証券取引所上場有価証券の発行会社、証券業協会登録の店頭売買有価証券の発行会社、有価証券届出書提出会社に適用されるから、適用範囲において旧商法とは異なる。したがって、本稿では両会計共通に適用される企業を対象に検討することになる点を断っておく。

いまや、経済のグローバル化の時代、企業の国際競争力の時代、そして一般的に規制緩和いや規制撤廃の方向にある今日、市場原理の尊重、企業価値の向上、経営の自由度、経営の選択肢の拡大等により、会社法が企業にとって種々な点で有利な法規となったことは世界的流れとして当然であると考えられる。しかし、定款の変更等により、株主総会の権限を取締役に移行することにより、企業にとってはスピーディに企業運営が可能となろうが、反面、株主総会の形骸化、株主の発言権の縮小にならないかとの危惧をもつ。ここに、企業とステークホルダーとの関係について検討の余地があろう。

また、企業の国際化の今日、ファイナンスの視点より、企業にとっては世界各国の投資家を対象としなければならなくなった。つまり、世界各国からの資金調達を視野に入れなければならなくなった。したがって、企業にとっては投資家に目を向けなければならないのは言うまでもない。その意味で、旧商法に比べて会社法が投資家に焦点をおく色彩が感じられる。この点では、ある意味で、会社法は証券取引法に近づき、両者の相違が最小限になったとも考えられるのではないか。しかし、ステークホルダーのうち債権者と投資家とを比べた場合、両者の関係、有利・不利にどのような影響が生じるか、検討の余地があろう。

## Ⅱ. 会社法先取りの実情— 2005（平成17）年12月決算企業の実情—

既に（はじめに）において2006（平成18）年3月期決算企業の会社法に対する各企業の対応についてはふれたが、ここでは、それ以前の2005（平成17）年12月決算会社について、会社法をどのように先取りしていたかを概観することにより、今後の問題点を浮き彫りにする。約150社を対象にした結果、次のような状況であった<sup>6)</sup>。

- ① ライオン、日興コーディアルグループ等は、剰余金の処分・分配（配当）の権限を株主総会から取締役会に移管、四半期配当などの可能性についての定款の変更を提案。
- ② ライオンは、買収防衛策として敵対的買収者の出現に対して、既存株主に対して新株予約権を無償で発行する「信託型ライツプラン」を株主総会に提出し、86%の株主の賛成を得て成

6) 日本経済新聞2006（平成18）年3月28日、同年3月31日朝刊。

- 立。また、シーエーシー（情報システム会社）は、事前警告型の買収防衛策の導入を決定。
- ③ キヤノンは、監査機能の強化として監査役の定員の増加について定款変更を決定し、公認会計士等を社外監査役として選任を提案。
  - ④ サッポロホールディングス、シマノ等は、取締役会のネット・書面決議を可能にする定款変更を提案。
  - ⑤ ライオン、エスピーエス等は、会計監査人と責任限定契約の締結を可能にする定款変更を提案。
  - ⑥ サッポロホールディングス、ライオン、シマノ等は、社外監査役と責任限定（責任の上限は2年）契約の締結を可能にする定款変更を提案。
  - ⑦ さらに、2007年の株主総会に備えて、オークネット、スミダコーポレーション等は、経営に関する詳細な情報をネット上で追加開示できるよう定款の変更を提案。

### Ⅲ. 会社法についての私見

#### (1) 企業とステークホルダーの関係

##### 1. M&A（企業の合併・買収）に対する買収防衛策について

従前は、買収防衛策については開示義務がなかったが、会社法施行規則では開示が義務付けられた（会社法施行規則第127条）。買収防衛策の導入については、原則として株主総会の承認なく取締役会の決議のみで導入できるから（ただし、新株予約券発行による場合は株主総会の決議が必要）、この方式で導入するか、あるいは株主総会で報告・説明し、承認を得て導入するかである。

事前警告型の場合、本来、株主総会の承認なく、取締役会の決議のみで導入できるから、2005（平成17）年度はこのようなケースが多かったが、2006（平成18）年度は株主総会での決議を得る傾向が多くなった<sup>7)</sup>。その理由としては、①企業年金連合会や地方公務員共済組合連合会などが取締役会の決議のみでの導入に難色を示したこと。②経済産業省と法務省が「買収防衛策に関する指針」で、公正な防衛策の条件として株主総会の原則を掲げたこと。③総会決議を得ておけば、買収者との交渉の際有利な材料になりうることなどである。

取締役会の決議のみで導入を決定した場合、既存株主の利益が損なわれる可能性があるし、企業価値の破壊につながる可能性もあるし、なによりも過剰防衛という問題が浮上し、取締役の保身ににつながる可能性が生じると考えられる。したがって、説明責任という視点より、何らかの形で株主総会（たとえば、臨時株主総会等の開催）での承認を得るか、経営陣から独立した「第三者委員会」に判断を仰ぐなどが好ましい。ただ、たとえば、次のような方式も考えられる。取締役会での決議

---

7) 株主総会での決議の手法としては次の3通りがある。①定款変更議案に盛り込み、出席株主の3分の2の賛成を得る。②通常議案として、出席株主の過半数の賛成を得る。③防衛策を導入した全取締役の選任議案を提出し、出席株主の過半数の賛成を得る。

のみで導入する場合、取締役の任期を1年とし、毎年、株主総会で選任投票を受ける方式、あるいは導入は取締役会で、発動は臨時株主総会によるケースもあり得る。

なお、株主総会の承認なく、取締役会での決議で可能なケースもある。たとえば、合併で消滅する企業の資産が存続企業の資産の20%以下の場合、存続企業の株主総会は不要であるし、また、親会社が90%以上の議決権を保有する子会社を合併する場合、子会社の株主総会は不要である（会社法第784条第1項）。

そこで、種々な買収防衛策について検討し、おのおの方策についての問題点や企業での採用予定の実態を含めて検討する。買収防衛策としては次のような方策が考えられる。

- ① 信託型ライツプラン
- ② 事前警告型ポイズンピル

以上の2つが代表的な方策であり、これらについては後ほど詳細検討する。これら以外の方策としては、

- ③ ホワイトナイト（白馬の騎士）：自社に友好的な企業に自社の買収を依頼。しかし、この方策は特定企業への利益供与の可能性も生じ、違法と考えられる可能性もある。
- ④ クラウンジュエル（王冠の宝石）：重要な事業、技術、資産を外部に売却。
- ⑤ 種類株式の1種である議決権制限株式の発行（会社法第115条）：買収者にのみ議決権のない株式を発行。
- ⑥ 種類株式の1種である拒否権付株式（黄金株）の発行（会社法第108条）：重要事項に関する拒否権の付いた株式（黄金株）を友好的株主に保有依頼。
- ⑦ 種類株式の1種である複数議決権株式の発行（会社法第108条）：1つの株式に複数の議決権を付与することにより、買収者の議決権を阻止する。企業の創業者が保有するケースに例があり得る。
- ⑧ 種類株式の1種である取得条項付株式の発行（会社法第2条第19号）：株主の同意なしに、特定の理由が生じたときに会社が株式を取得できる。
- ⑨ 種類株式の1種である基準日後発行の新株に議決権を付与（会社法第124条第4項）。
- ⑩ 株式分割（会社法第183条）：株式を分割することにより、議決権割合を希薄化する。
- ⑪ スーパーマジョリティ条項：合併や営業譲渡などは株主総会で決議不可能にする。
- ⑫ 自己株式の取得（会社法第156-160条、第162条）<sup>8)</sup>：自己株式の取得・消去により株数を減少させ、株価の引き上げにより、買収を困難にさせる。
- ⑬ 株式の持ち合い<sup>9)</sup>、従業員持ち株会による株主の安定化。
- ⑭ 株式の非公開化：上場廃止により、買収を不可能にする。

このように、種々の買収防衛策が考えられるが、これらのうち、次の2つについては問題があるのではなかろうか。この点について検討する。

株式の持ち合いについては、買収防衛策としては「抜け道」といわれる方策である。つまり、株

主総会、取締役会いずれの決議にも関係なく、実行できる方策である。しかし、株式の持ち合いは以前のわが国の特徴といわれていたが、企業の国際化の時代、世界の投資家から批判の対象とされ、徐々に解消されようとしている。このような時期に、たとえ買収防衛策の方策の一環といえども、歓迎されるべき方策とはいえないであろう。

また、株式の非公開化とは、経営陣が金融機関や投資ファンドから投融資を受け、企業や事業部門を買い取るにより、買収から防衛する方策であり、MBO (management buyout) といわれ、アメリカで1980年代に盛んになり、わが国においても2000(平成12)年頃から目立ちはじめ、2005(平成17)年7月にワールドが、同年8月にポッカコーポレーションが、そして最近では、2006(平成18)年6月に「すかいらーく」が実施した。さらに、2006(平成18)年8月には住友金属工業の100%子会社である鳴海製陶が中国の投資ファンドと組んで実施すると表明した。この方式は経営者が自ら大株主になることから、株主の意向に関わらず、意思決定が迅速に行われ、経営の自由度が増し、長期的視点から経営が可能となるなどのメリットはあるが、反面、多額の融資を受けていることから、財務内容の悪化の懸念もありうるし、経営者の都合により、もしMBOと再上場が繰り返されるようなことになれば、市場の混乱を招き、投資家にとっては迷惑な話である。したがって、いかに昨今、買収防衛策が問題となっているとはいえ、この方策は「究極の買収防衛策」といわざるをえないであろう。なお、上述したワールドのその後については、経営の自由度は増したが、情報開示については後退したといわれている。また、ポッカコーポレーションのその後については、資金を提供したアドバンテッジパートナーズが実権を握り、オーナー企業の面影は薄れ、近々株式の再上場が計画されているようであり、これらの先行事実からみても、この方策は問題を含んでいるといえよう<sup>10)</sup>。

さて、ここで代表的な方策である「信託型ライツプラン」と「事前警告型ポイズンピル」につい

---

8) 自己株式 (treasury stock) の取得・消去の当初の目的は、バブル経済時代における大量のエクイティファイナンスの結果、流通株式が増加したが、その後のバブル経済の崩壊により株価が下落し、株式市場の混乱が生じた。そこで、流通株式の減少により、株価の上昇を期待し、1株当たりの価値を高め、株主に報いることであった(詳細については、藤井則彦『日本の会計と国際会計』1997(平成9)年、中央経済社、PP138-141参照)。しかし、昨今、そのような目的以外に、買収防衛策の一環としても盛んに実施されるようになった。自己株式の買い額は2002(平成14)年度には3兆円であったが、2005(平成17)年度には5兆円に達し、2006(平成18)年度も5兆円と予想されている。この点より、自己株式の取得・消去は買収防衛策の一環として実施されていることが明白である。たとえば、2006(平成18)年7月には新日本製鉄が1,000億円の自己株式取得を鉄鋼業界の世界再編に備え、買収防衛策の一環として決定した。

9) 株式の持ち合いについては、藤井則彦『財務管理と会計—基礎と応用—第2版』2004(平成16)年、中央経済社、P166参照。

株式の持ち合いについては徐々に復活しつつあり、かつての銀行と事業会社との持ち合いは減少傾向にあるが、事業会社間での持ち合い、それも同業者間での持ち合いが徐々に増加しつつある。特に、世界的に再編が問題となっている鉄鋼業界にその傾向が見られる。したがって、かつての持ち合いとは意味が異なり、明らかに買収防衛策の一環であると考えられる。

10) 日本経済新聞2006(平成18)年6月11日朝刊。なお、M&A仲介大手のレコフによると、わが国のMBOは1999(平成11)年には14件であったが、2005(平成17)年には66件で、金額も2975億円であった。

て検討する。

信託型ライツプランは導入に際して株主総会の特別決議が必要であり、その内容は次のようである。

平時に、発行会社が新株予約権を発行し、信託銀行に信託する。その際には、新株予約権を交付される株主は不特定株主である。そして、有事になれば、①信託銀行が買収者以外の確定した株主に新株予約権を交付し、②その株主は新株予約権を行使し、③発行会社がその株主に新株を交付することになる。ライオン、ペンタックス等がこの方策を導入とのことである。

これに対して、事前警告型ポイズンピルは取締役会の決議のみで導入が可能であり、その内容は次のようである。

買収者が被買収対象企業の取締役会の事前同意なく、議決権割合の20%以上など大量の株式を買い付けた場合、被買収対象企業は大量買付けのルールへの遵守を求め、買収者に対して、買収目的、内容、買い付け対価の算定基準、買い付け完了後の経営方針および事業計画等の情報提供を求める。その結果、被買収対象企業の取締役会が検討できる時間的余裕は60-90日間である。そして、買収者が遵守しない場合は、買収者に対して対抗策を実施する旨警告する。そして、被買収対象企業の取締役会が是非を検討し、買収者と交渉する。そして、株主に反対意見、代替案を提示し、最終的には株主が判断する。

このような手続きが一般的であって、取締役会は反対意見や代替案の提示のみで、最終判断は株主に任せるが、この方式を採用しているのが松下電器産業である。これに対して、東芝の場合は、複数の社外取締役による委員会が対抗措置を判断し、それに基づいて、取締役会が対策を講じる方式を採用している。

なお、事前警告型のポイズンピルの場合、取締役会の決議のみで導入は可能であり、松下電器産業、イオン、シャープ、神戸製鋼所等が採用している。しかし、それ以外の方式を採用している企業もある。導入は取締役会であるが、発動は臨時株主総会が判断する方式の企業としては新日本製鉄であり、株主総会の決議で導入の企業は東芝、帝人、住友金属工業、阪急ホールディングス等である<sup>11)</sup>。

以上の導入方式に関して、関係諸機関は次のように表明している。

- ① 企業年金連合会および地方公務員共済組合連合会の見解は、株主総会の承認のない買収防衛策の導入には反対であり、その場合には、取締役の再任決議に反対する。
- ② 経済産業省、法務省の見解は、株主総会の決議が理想である。
- ③ 経済産業省の企業価値研究会の見解は、株主の総体的意思を尊重する。

このように、たとえ取締役会の決議のみで導入が可能であっても、一般的には、株主総会に諮る

---

11) 日本経済新聞2006(平成18)年6月16日朝刊。なお、日本経済新聞社の調査によると、2006(平成18)年度について買収防衛策を採用する企業は153社であり、このうち85社が6月の株主総会で議案として提出する予定とのこと。



ことを要求していると考えられる。

なお，以上検討してきた買収防衛策について，最後に東京高等裁判所と東京証券取引所の提示しているルールを示せば以下のようなものである。

東京高等裁判所が示している買収ルール，つまり，買収防衛策が認められるケースとしては次のような場合である<sup>12)</sup>。

- ① 株価をつり上げて，高値で引き取らせる目的の場合（グリーンメーラー）。
- ② 会社を一時的に支配し，知的財産権や企業秘密を移転させる目的の場合（焦土化経営）。
- ③ 会社資産を買収者の債務の担保や弁済原資に流用する場合。
- ④ 会社資産を売却処分し，一時的な高配当や株価急騰での売り抜けが目的の場合。

また，東京証券取引所が2006（平成18）年3月8日に公表した上場企業の買収防衛策のルールは次のようである<sup>13)</sup>。

事前相談制度により，東証が買収防衛策の発動条件，判断基準をチェックし，3週間以内にその結果を通告する。

また，ポイズンピル（毒薬条項）<sup>14)</sup>については，中立的な第三者機関の承認を求めること。

また，黄金株については，

- ① 発行計画→東証が是非を判断→既存株主への影響が大きい場合→否認→見送り→上場維持。
- ② 発行計画→東証が是非を判断→既存株主への影響が大きい場合→否認→発行→上場廃止。
- ③ 発行計画→東証が是非を判断→既存株主への影響が小さい場合→容認→発行→株主・買収者へ提案および拒否権発動。

なお，TOBの撤回については，現在の証券取引法では特殊な場合を除いて<sup>15)</sup>原則として禁止されているが，IV（今後の対応策）でふれるように，金融商品取引法では撤回を認める方向にある。

以上，企業とステークホルダーとの関係について，会社法がどのような影響を与えるかについて買収防衛策に焦点をおいて検討してきた。しかし，この問題については，買収防衛策の問題のみならず，他にも検討の余地がある事柄が考えられる。そこで，この点について検討する。ただ，紙面

12) 2005（平成17）年3月のニッポン放送の新株予約権発行差し止め仮処分申請に対する東京高裁の決定（日本経済新聞2006（平成18）年2月20日朝刊を参考にして）。

13) 日本経済新聞2006（平成18）年3月8日朝刊。

14) ポイズンピルについてのEU諸国の動きは，EUルールを見送り，ドイツ，オランダ等はポイズンピルを容認。これは保守主義への傾斜とも取れるのでないだろうか。

EU指令の例外規定である9条（TOB期間中に防衛手段をとるためには，株主の事前同意を得ることを必要とする.），および11条（すべての株式の議決権を平等に扱う「1株1票」の原則を明確にする.）について，ドイツやオランダは不適用とした。イギリスやフランスは9条のみを適用するが，各国独自の法律を公布する。このように，EU諸国では足並みはそろっていない。

15) 現在の証券取引法で，TOBの撤回が認められている例外としては，対象企業が株式交換，会社分割，合併，解散，破産や会社更生法の手続き開始，手形・小切手の不渡り，災害損失，主要取引先との取引の停止，上場廃止等の場合である。

の関係があるので、詳細な検討は別の機会に譲るとして、要点のみ検討する。

2. 役員の実任限定制度に関しては、過失責任については原則として不注意やミスがあれば責任を負う（過失責任）。ただし、違法配当（会社法第461条）、違法な利益供与（会社法第120条第4項）、利益相反取引（会社法第423条第3項、第428条）等の責任については、不注意やミスがなくても、結果に責任を負う無過失責任に該当する。この点について旧商法は、すべて無過失責任としていたから、会社法の方が責任が軽いと考えられる。ただし、役員が免責されるためには「注意を怠らなかった」ことを株主に説明しなければならない。

なお、役員の実任注意義務（善良な管理者の注意義務）については、民法第644条（役員は善良な管理者として注意し、委任事務を処理する義務を負う。）、会社法第330条（株式会社と役員および会計監査人との関係は、委任の規定に従う。）、同第355条（役員は法令や定款、株主総会決議を遵守し、株式会社のため忠実に職務を行なわなければならない。）、同第423条（役員は任務を怠った結果、株式会社に損害が生じた場合、賠償責任を負う。）等によって定められている。

3. 株主代表訴訟に関連して、役員の実任賠償責任については、責任の上限に関しては、旧商法よりも軽くなり、責任の上限は代表取締役（代表執行役）については報酬の6年分（限定の方法は、株主総会の特別決議または定款変更後に取締役会決議）、取締役（執行役）は4年分（限定の方法は、代表取締役の場合と同じ）、監査役・社外取締役・社外監査役は2年分（限定の方法は、監査役については代表取締役の場合と同じ、社外取締役と社外監査役の場合は定款を変更し、就任前に契約）に限定されることとなった（会社法第425条）。確かに、以前の旧大和銀行の巨額損失についての800億円もの賠償命令（実際には、2億5千万円で和解）等の例を考えれば、会社法の規定は理解できるが、反面、経営者の緊張感の欠如や企業と会計士との緊張感の欠如を危惧する<sup>16)</sup>。

4. 重要な財産の処分等重要議案については、「特別取締役」を設置することにより（会社法第373条）決議することができる。つまり、取締役が6人以上の会社では、取締役会の決議により、3人以上の特別取締役を任命し、その過半数の賛成で重要議案の決議が可能となるので、たとえば、社長、副社長そして専務取締役のみで重要議案の決議が可能となり、ステークホルダーにとって不安を覚えることになるのではないかと危惧する。ただし、特別取締役による決議は取締役会の決議

---

16) 監査法人と企業との間の責任限定契約については、監査法人としては、監査人は本来、第三者の立場であるから、株主代表訴訟の対象になるのはおかしいとの立場から、契約の締結に賛意を示しているが、企業側は拒否の姿勢が多く、70%以上の企業が契約を結ばないようである。

アメリカでは、「軽過失の場合は会社が取締役の責任を免除する」などの定款を決議することができる。

最近の株主代表訴訟の例については次のようである（日本経済新聞2006（平成18）年7月29日朝刊）。

① 1996（平成8）年6月の日本航空電子工業のミサイル部品不正輸出（東京高裁で1億円で和解）。

② 2000（平成12）年9月の旧大和銀行NY支店の巨額損失（大阪高裁で2億5千万円で和解）。

③ 2004（平成14）年12月のヤクルト本社のデリバティブ取引による巨額損失（東京地裁で67億円の賠償命令）。

④ 2006（平成18）年6月のダスキンによる無認可の添加物入り肉まん販売（大阪地裁で5億5千万円の賠償命令）。

で取り消しができるし、特別取締役を導入する企業は1人以上の社外取締役を任命し、株主総会でその社外取締役の情報を開示しなければならない。

5. 旧商法では、100%減資については全株主の同意が必要であったが、会社法では100%減資が容易に可能になったことについては、種類株式の1種である全部取得条項付株式（当該企業が株主総会の決議により当該種類株の全部を取得できる株式）が新設された結果、株主総会の特別決議により、企業がすべての株式を取得できることになった。これは私的整理などに利用されうる可能性がある（会社法第171条第1項、第108条第1項第7号）。

以上のように、企業とステークホルダー、特に株主との関係を考えれば、会社法は企業にとって有利な法規となったのではないかとの視点から、株主にとって危惧を覚える。この点については、株主に投資回収の手段や機会を保障する必要があるが、これについては株主に対して株式買い取り請求権を幅広く認めることにはなった（会社法第116条）。しかし、果たしてこれだけで十分であろうかとの危惧を覚える。

以上、会社法は企業にとって企業運営において幅広い自由が与えられたことは国際化、グローバル化の今日、当然といえようが、反面、ステークホルダーの立場からは企業の行為をいかに監視するかが問題である。そこで、その対応策として、大企業については「内部統制システム」（会社法第348条第1項第4号および第4項、第362条第4項第6号および第5項、第416条第2項）において、大企業以外については「会計参与」（会社法第326条第2項）の導入により対応することになるが、この点についてはIV（今後の対応策）で検討する。

## (2) 債権者と投資家の関係

ステークホルダーのうち債権者と投資家との関係については、次のような点が主に問題となろう。

1. 最低資本金制の撤廃については、その結果、資本金の額は抛出された財産の額に応じて決定されることになった（会社法第27条第4号、第445条、会社計算規則第74条）。

既にI（会社法の特徴と会社法についての問題提起）で触れたように、最低資本金制の撤廃は起業に際しては好ましいし、発起設立については保管証明が不要となり、残高証明のみとなるなどメリットは大きい。

このことは本来、資本金は売掛金や買掛金のような実体勘定とは異なり、名目勘定であるから、当然といえよう。

しかし、確定資本金制をはじめ資本維持は債権者保護を目的とした制度・思考であるから、ステークホルダーのうち債権者軽視につながらないかとの危惧がある。しかし、剰余金の処分・分配（配当）をウォッチングする方がむしろ債権者保護になるとも考えられるので、この点については次に検討する。

2. 剰余金の処分・分配（配当）については、利益還元手続きが大幅に緩和されることになったが、その結果、投資家にとっては歓迎されることではあっても、債権者にとっては財産権の保護、侵

害という視点より果たしてどうであろうか。

剰余金の処分・分配（配当）<sup>17)</sup>については旧商法では期末配当と中間配当の年2回までと制限されていたが（旧商法第281条第1項第4号、第293条ノ5）、会社法では随時に年何回でも可能となった（会社法第453条、第454条第1項）<sup>18)</sup>。また剰余金の分配額（分配可能額）については、たとえば、「のれん」や繰延資産について一定水準を上回った場合、配当財源から減額するなど厳しく制限し（会社法第461条）、債権者保護の視点より最低資本金制の撤廃との関係で、純資産が300万円を下回る場合には、剰余金があっても配当はできないとしている（会社法第458条、会社計算規則第186条第6号）。しかし、純資産300万円の根拠は旧有限会社の最低資本金に合わせたものと解釈できるから、株式会社として果たしてこの金額で十分であろうかとの危惧を覚える。

剰余金の処分・分配（配当）の決議機関については、原則としては株主総会の普通決議によりいつでも剰余金の分配が可能であるが、原則外として、会計監査人設置会社、監査役会設置会社、取締役の任期が1年の会社（会社法第332条）および委員会設置会社は定款の変更により、取締役会の決議で年何回でも剰余金の分配が可能である（会社法第453条、第454条第1項、第459条第1・2項）<sup>19)</sup>。また、中間配当については、取締役会設置会社（会社法第2条第12項第7号）であれば定款の変更により、年1回取締役会の決議で可能である。

以上のように、会社法は剰余金の処分・分配（配当）については旧商法に比べて緩和されたといえるが、果たして債権者にとってどのような影響があるか危惧する次第である。

また、債権者保護の視点からは、元来、配当は連結ベースではなく、単独決算ベースにより実施されているため、連結決算が赤字であっても配当を実施するという考え方があり、これにも問題があるといえよう。

以上のように、会社法は債権者保護よりも投資家に目を向けた法規と考えられうるが、この点については、会社法は旧商法とは異なり、「会計計算」に焦点があると考えられ、会社法は会社財産の保全よりも、会社の財産状況、つまり、責任財産の額が適切に開示されているかという、会計情報の開示に重点が置かれており、したがって、債権者に対しては会計情報の開示をもって責任を果たすという姿勢であると考えられる。

17) 会社法では、配当のみならず、自己株式の取得等も含めて剰余金の処分、分配と表現している。

18) アメリカの場合、配当に関する規制は特になく、四半期配当が一般的であり、約75%の企業が四半期配当を実施しているといわれている。

19) 2006（平成18）年6月の株主総会で、剰余金の処分の権限を株主総会から取締役会に移行する定款変更について可決された企業としては、旭化成、東ソー、凸版印刷、住友化学、神戸製鋼所等があり、否決された企業としては任天堂、日本アジア証券投資、ミツミグループ本社等がある（日本経済新聞2006（平成18）年6月30日朝刊および同2006（平成18）年8月17日朝刊）。

#### IV. 今後の対応策—金融商品取引法を中心として—

以上検討してきたように、会社法は企業に対して大幅な自由を与えたが、反面、自己責任の問題を課すことになる。また、ステークホルダーにとっては不安材料も随所に見られると考えられる。

既に少し触れたが、会社法においては「内部統制システム」について規定しているが（会社法第348条第3項第4号以下，前出）<sup>20)</sup>、この会社法の規定は具体的にどのように取り組むかについて各企業にゆだねられており、果たしてどれだけの効果があるか疑問の余地があろう。そこで、投資家保護と市場の透明性を目的として法令違反を防ぐために、日本版SOX法<sup>21)</sup>である「金融商品取引法（投資サービス法）」<sup>22)</sup>が内部統制について義務付けているので、これに期待したい。

金融商品取引法は2006（平成18）年6月7日に成立し、施行については3段階に分かれ、第1段階は2006（平成18）年7月4日で、インサイダー取引違反についての罰則規定の強化、第2段階等については2006（平成18）年末以降、TOB規制や金融商品の販売・勧誘のルール等について施行されることになっているが、実際には、2008（平成20）年4月から内部統制報告書の作成とその監査が義務化されるようである。

まず、内部統制の規定について会社法（以下、前者と表現）と金融商品取引法（以下、後者と表現）とを比較すると、対象会社については、前者は大会社（資本金5億円以上または負債総額200億円以上）および委員会設置会社で、約1万社以上に及ぶのに対して、後者は上場会社など政令で定める会社（東証マザーズなど新興上場会社を含む）で、約3,700社である。統制の対象となるのは、前者は業務全般であるのに対して、後者は財務報告が中心である。監査義務については、前者はないが、後者があるので、開示義務については両法ともあるが、前者は取締役会の決議内容についてであるのに対して、後者は監査済みの内部統制報告書についてである。したがって、罰則規定

20) 会社法における内部統制については、会社法施行日である2006（平成18）年5月1日以降最初の取締役会で決議し、2回目の株主総会で取締役会での決議内容を開示し、株主の判断を仰ぐことになっている。

21) 日本版SOX法とは、アメリカで2002（平成14）年7月に成立した「企業改革法」（サーベンス・オックスレー法、サーベンスとオックスレーの2人の国会議員により提出された法律で、正式には、「上場企業会計改革及び投資家保護法」といい、11章から成り、第404条において「経営者が内部統制の状況を評価し、経営者に報告書の提出を求める。」と謳われている。）をモデルにしたものである。アメリカでは、2001（平成13）年12月に大手のエネルギー会社「エンロン」の巨額粉飾による経営破綻、そして2002（平成14）年6月に大手の通信会社「ワールドコム」の巨額粉飾による経営破綻をきっかけに、「内部統制」の強化策として成立した法律である。

なお、日本版SOX法の目的は、企業が自社のプロセスを改めて見直すことによって、財務報告の健全化をはかり、自社の経営の有効性を高め、一般投資家を保護することにある。

22) 金融商品の規制に関する法律としては、株式、投資信託、国債、社債等については証券取引法が、金融先物取引については金融先物取引法が規定しており、それらを一括して金融商品取引法となるので、金融商品取引法は証券取引法の抜本的改正につながり、改正後は証券取引法は金融商品取引法と名称変更される。

23) 日本経済新聞2006（平成18）年8月24日朝刊。なお、2006（平成18）年内に監査基準等の見直しが行なわれるようである。

については、前者はなく、株主が監視することになるが、後者は内部統制報告書の未提出や虚偽記載に対しては代表取締役等に罰則が科せられることになっている。

以上のように、会社法も金融商品取引法も内部統制については規定しているが、どちらかといえば、会社法の方が規制が緩やかではないかと考えられるので、金融商品取引法に期待したいから、1日も早く適用されることを期待したい。しかし、アメリカでは、SOX法があまりにも企業にとってコストがかかりすぎ過酷な規制であるから、規制緩和の方向にあるとのことで<sup>23)</sup>、一部には折角の日本版SOX法である金融商品取引法の効力に疑問を呈する見解も出つつあるのが現状である<sup>24)</sup>。

## む す び

今回の会社法は既にこれまで述べてきたように、企業の国際化、グローバル化の時代、企業にとっては今後責任は重くなるが、反面、経営の選択肢の拡大により自由に企業運営が可能となる点では、わが国の会計法規に関しては画期的な法改正といえよう。確かに、資金の面では最低資本金制の撤廃により1円企業の出現や、組織の面では取締役1名でも可能など中小企業やベンチャービジネスの起業、あるいは非公開企業にとっては規制緩和、規制撤廃の視点から、中小企業等の成長を促し、活性化させる効果はあろう。また中小企業においては「会計参与」<sup>25)</sup>の導入によりこれまで以上の信頼が増すなど、今回の会社法はメリットが多々あるであろう。

しかし、本稿では、公開大企業において企業とステークホルダーの関係を考えれば、たとえば、買収防衛策等においてステークホルダーにとってどのような影響があるか、そしてまた債権者と投資家の関係を考えれば、たとえば、剰余金の処分・分配（配当）において債権者にとってどのような影響があるかなど、危惧を覚える点があるのではないかとの問題意識からアプローチした次第である。そこで、この点に関しては、内部統制という視点から、会社法においても、また新しく制定された日本版SOX法である金融商品取引法によっても内部統制が完備されればとの期待がある。しかし、この法規はアメリカのSOX法をモデルにしているが、アメリカにおいてさえあまりにも厳しすぎて、実効性に問題があるといわれているから、わが国においてもその実効性に疑問を抱く見解も出はじめている。

結局、会社法は、会計の機能・目的が「利害調整」から「情報提供」に移りつつあることを如実に示したものと考えられるであろう。

---

24) なお、監査の重点項目としては、粉飾のおこりやすい売上高、売掛金および棚卸資産をあげている。また、内部統制の実施にあたって、企業側の懸念はコスト増と要員不足をあげている（あずさ監査法人の調査）。

25) 会計参与は、今回の会社法で新しく取り入れられた役員の1つであり、主として中小企業において取締役と共同で計算書類の作成の任にあたる。公認会計士（または監査法人）か税理士（または税理士法人）に限られ、株主総会で任免され、原則として任期は2年である。日本税理士連合会の調査によれば、2006（平成18）年8月現在、約300社の企業が導入しているとのこと。

## 主要参考文献

- 1) 相澤哲編著『新・会社法』2006（平成18）年2月 商事法務
- 2) 企業会計指示審議会内部統制部会『財務報告に関する内部統制の評価及び監査の基準案』2005（平成17）年12月
- 3) 新日本監査法人編著『対照式—会社法施行規則・会社計算規則・電子広告規則』税務経理協会 2006（平成18）年3月
- 4) 中央経済社編『会社法』2005（平成17）年7月 中央経済社
- 5) 中央経済社編『会計法規集—第23版—』2005（平成17）年9月 中央経済社
- 6) 藤井則彦著『日本の会計と国際会計—増補第3版—』1997（平成18）年4月 中央経済社
- 7) 藤井則彦著『財務管理と会計—基礎と応用—第2版—』2004（平成16）年3月 中央経済社
- 8) 藤井則彦著『エッセンシャル アカウンティング』2005（平成17）年11月 同文館出版
- 9) 雑誌『企業会計—VOL. 58 NO. 5—』2004（平成16）年5月 中央経済社
- 10) 雑誌『企業会計—新「会社法」詳解』2005（平成17）年8月 中央経済社
- 11) 日本経済新聞朝刊各紙
- 12) <http://law.cgov.go.jp/htmldata/S23/S23HO025.html>
- 13) <http://www.fsa.go.jp/access/18/200607c.html>

My Private Opinion about The Corporation Law of Japan  
— Focus on the Defense against TOB (Take Over Bid) and the Dividend —

Norihiko FUJII

**ABSTRACT**

The Corporation Law of Japan has been established in 2005. So, the purpose of this paper is to express my private opinion about The Corporation Law of Japan. My key issues is the relationship between the corporation and the stakeholder, and the relationship between the creditors and the investors. I think the Corporation Law of Japan will be necessary as part of the easing of regulation or deregulation, so the corporation side will welcome The Corporation Law, but the stakeholder especially creditors side will share concerns with The Corporation Law of Japan. So, we want to expect the revision of The Securities and Exchange Law of Japan.