



成長戦略と会社法改正 —平成26年度ガバナンス改革への対応—

弁護士

武井 一浩

一 経済成長戦略として組み込まれたコーポレートガバナンス改革

1 日本再興戦略

平成26年会社法改正が成立しました。上場会社関連で最も関心が高いのはやはりガバナ

〈目 次〉

- 一 経済成長戦略として組み込まれたコーポレートガバナンス改革
- 二 平成26年度ガバナンス改革と会社法改正
- 三 日本流モニタリング・モデルとしての監査等委員会設置会社
- 四 持株会社化による監督と執行の分離と平成26年会社法改正の企業集団内部統制法制
- 五 日本企業の「稼ぐ力」を支える環境整備として今後さらに求められる事項
- 六 ガバナンス以外の平成26年会社法改正の重要事項

ンス関連でして、しかも会社法改正を超えて動きが活発となっています。

中でも日本経済の持続的な成長に向けた重点施策としてガバナンス強化がうたわれたことがとても特徴的です。平成26年 6 月24日に公表された日本再興戦略は「日本経済全体としての生産性を向上させ、「稼ぐ力（＝収益力）」を強化していくためには、企業経営者…（中略）…が自信を取り戻し、未来を信じ、イノベーションに挑戦する具体的な行動をおこせるかどうかにかかっている」、「日本企業の稼ぐ力すなわち中長期的な収益性・生産性を高めるには…（中略）…コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準のROE〔自己資本利益率〕の達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要である」と述べ、コーポレートガバナンス・コードが策定されることとなりました（注1）。

平成26年は会社法改正成立に加え、日本版スチュワードシップ・コードのコーポレートガバナンス・コードの策定、さらにはGPIF改革などの動きが一気に起きており、「平成26年度ガバナンス改革」と総称すべきインパクトをもたらしつつあります。今回の一連の平成26年度ガバナンス改革には、上場会社の目線がより資本市場のほうに向いていくかなり強い効果があります。

2 中長期的な企業価値向上のための機関投資家等の株主と上場会社の対話の促進

日本版スチュワードシップ・コードを踏まえ、上場会社側と機関投資家側との緊張感のある対話が今後より活発になります。対話に当たってはコミュニケーションの基本軸が必要となりますが、その点に関連して経済産業省から平成26年8月6日に「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクトの最終報告書（いわゆる「伊藤レポート」）が公表されています。

伊藤レポートでは日本の上場会社には投資家が重視する指標であるROEが国際比較でみて低位な企業が多いという状況認識を前提にした上で、自社の資本コストへの認識を踏まえていかなる「中長期的なROE」の向上策を行っているのかが対話の主要アジェンダとなると述べられています。「中長期的なROE」の向上策とは、たとえば①他社との

差別化で顧客に付加価値を提供して価格決定権を持つ、②自社の存在が不可欠となるポジショニングと事業ポートフォリオの最適化を徹底する、③オープンイノベーション等他社との連携も視野に入れた継続的なイノベーションを行う、④時代や自社に合った経営革新に変化を恐れず合理的に取り組むなど、自社の事業収益力を高めるための経営戦略です。中長期的視点をもった機関投資家等の株主を増やすことを含めインベストメントチェーン全体の中長期的な企業価値創造への最適化を目指すとともに、量（対話回数や対話を行う機関投資家先の数など）を稼ぐ対話よりも中長期的な企業価値を評価する共通基軸を持った質の高い建設的かつ双方向型の対話が企図されています。

ROEという指標については「新しいことはせず、今やっていることだけを整理してROEを上げるというやり方は、割り切ってやるのならそれでいい。しかし、もし経営者がROEを每期上昇させるという目標ばかり追求したら、資本を長い間じつくりと醸成させ、利益は遠い将来にやってくるという経営方針をとるのは不可能に近いだろう。ROE経営はすでにあるものの効率化は図れても、「今はないが、将来つくるもの」の価値を最大化することはできない。反対にそういうものを積極的に切り捨てた方がROEは上がる」などの指摘が従前からあります（原丈人「増補 21世紀の国富論」（平凡社、2013年）74～75頁）。今回の一連のガバナンス改革は、

日本企業の中長期的な収益性と生産性を向上させることが成長戦略としての本来の目的です。この本来の目的に常にきちんと立ち戻って、いわゆる手段を自己目的化させないことが、上場企業側にも機関投資家等の株主側にも求められるといえましょう。

■ 二 平成26年度ガバナンス改革と会社法改正

1 コーポレートガバナンスとは社会への付加価値の提供を通じて持続的に企業価値を向上させていくための仕組み

そもそもコーポレートガバナンスは、企業が社会への付加価値の提供を通じて持続的に企業価値を向上させていくための仕組みです。平成26年度ガバナンス改革の一連の動きは、日本企業の中長期的な収益性向上・生産性向上に向けた取組みとして行われています。日本企業ひいては日本経済の国際競争力強化という共通の大きな目標に向かって、関係者がオールジャパンでまさにsame boatで建設的に協調・連携・対話して進めていくことが重要となります。

2 Management Board/Supervisory Board/株主の三層構造

ガバナンスシステムは、①CEOを含む執行機関（Management Board）、②監督機関（Supervisory Board）、③株主その他のステークホルダー（更に言うならば社会全体）の

三層の役割分担から構成されています。

①の執行機関ほど果たすべき役割と責任が大きいことは当然です。ただ会社法改正を含め、日本で関心が現在高いのは監督機関の実効性確保の箇所です。

3 平成26年会社法改正を踏まえた監督機能強化

社外取締役導入がマスコミ等で議論されていますが、社外取締役は業務執行をしない役員、非業務執行役員です。日本では社外取締役と監査役が非業務執行役員の代表例です。一般株主からリスクマネーを集めた上場会社では、業務執行者に対する一定の監督機能（広義の監督機能）を持つ機関を置くことが今世界の共通インフラです。監督機関は、企業が社会に貢献するための基本的方針と体制について議論し、経営者（業務執行者、Management Board）が策定している経営戦略や計画に照らしその成果が妥当か否かを検証します。業務執行を監督する以上、利益相反解消の要請も含め、業務執行を行わない非業務執行役員が監督機関に参画することが会社法で求められています。

非業務執行役員の中には「独立」した者も求められています（注2）。平成26年6月の株主総会でも、日本版スチュワードシップ・コードと各種議決権行使基準が相まって、社外役員の独立性について厳しい議決権行使結果が相次いでいます。

社外役員の人選は今後とも企業側の重要課

題となりますが、社外役員が果たすべき役割や個別具体的なベストプラクティス事例について、経済産業省から平成26年6月30日に「社外役員に関するガイドラインと中間取りまとめ」が公表されていますのでご参照ください（注3）。

人材の多様化が各所で指摘されていますが、独立役員の人材面では、機関投資家を含めた資本市場側の考え方などについてリテラシーがある方も独立役員の構成員として今後期待されていくことでしょう。上場会社の監督機関は、企業全体としての価値創造への姿勢やコミットメント、環境変化への適応力・課題解決力等を含んだガバナンス体制の実質を投資家との対話の中で伝えることで、投資家が認識する将来の不確実性を低下させ資本コストを引き下げることできます。さらには、監督機関に属する者が機関投資家等と対話を行うことが求められる機会も今後は増えていくでしょう。

4 Management Boardに対し中長期的な企業価値向上を動機付けるガバナンス・ポリシーの策定

Management Boardがしっかりしないことには、いくらSupervisory Boardが頑張っても中長期的企業価値を向上しません。

中長期的な企業価値向上のためには、先ほどの一2の伊藤レポートの箇所にもあったとおり、事業としての競争力、差別化戦略、経営陣のリーダーシップ、インセンティブ制度、

差別化等が重要です。監督機関の職責は、こうした企業価値向上策にManagement Boardを動機付ける点にあります。たとえば①なぜ他社にできないことができているのか、②競争優位性は続くのかなどの点です。小売ならブランド力、製造業はR&D力、選択と集中に対する経営陣のリーダーシップ力などを見ていく必要があります。

先端的な上場会社では既に行われていますが、こうした持続的な企業価値向上を支える仕組みとしての「ガバナンス・ポリシー」を各社で策定し、対外的に積極的に説明する取り組みが企業側に求められていくことになりましょう。機関投資家等との対話促進の流れの中、OECDガバナンス原則にも言及されているとおり「長期的で辛抱強い投資家」を誘引するためにも、自社のガバナンスシステムは信頼に足るものであることが求められます。

5 「監督」というより叱咤激励

OECD原則などを含めて、上場企業では、Management boardをmonitorなりoverseeするsupervisory board機能なりmonitoring board機能が必要とされています。supervisory機能／monitoring機能はガバナンスの仕組みにおける国際標準であって、日本の監査役会設置会社においても取締役会及び監査役会にかかるsupervise/monitorの職責が課されています。

superviseやmonitor、overseeと言う用語は会社法の規定の用語に従ってここでは「監

員会設置会社で指名と報酬を社外取締役過半数で占めなければならないとしていた点を、監査等委員会設置会社では株主総会決議事項（注7）としています。

2 監査等委員会設置会社は日本流ガバナンスの良さを取り込んだ日本版モニタリングモデルであること

監査等委員会設置会社に移行するか否か、各社とも検討中ですが、監査役会設置会社との比較については巷でも大変関心が高いところ です。

監査等委員会設置会社では、Supervisory Board機能とManagement Board機能との分離が認められることで、経営判断の効率性及び機動性が格段に高まる利点があります。この点は企業の成長戦略という観点から大変大きな点です。Supervisory Board機能とManagement Board機能との分離が認められる点では、モニタリングモデルが採用できるという表現が出来ます。

他方で、監査役会設置会社には、いろいろな点で日本流の良さ・実効性もあると経営現場からよく指摘されます。そしてこの点についても、監査等委員会設置会社は、モニタリング・モデルを採用できるとしつつ、こうした監査役会設置会社の良さをきちんと取り入れ、モニタリング・モデルについて指摘される弱点を補強していることが特徴的です。この点はあまりまだ指摘されていないので、改めて述べておきたいと思います。

監査等委員会設置会社では、そもそも監査等委員を、取締役会で選解任するのではなく株主総会で選解任することになっています。監査役が取締役とは別に選任され、報酬等も総会で別に決定される構造を監査等委員会設置会社では維持しています。取締役会の中の内部機関という位置付けで貫徹させていないところが委員会設置会社と異なっています。

監査等委員会設置会社では、委員会設置会社下におけるモニタリング・モデルの構造的弱点を、監査役の良さを取り入れて補強しています。何点かありますが、①監査等委員の選任と報酬決定について他の取締役とは別に総会決議を求めることで、独立性を維持していること、②任期が委員会設置会社の監査委員の任期1年の倍の2年としていること、③監査等委員の解任権は取締役会でなく株主総会にあるとしたこと、④株主総会議案に対する意見陳述権を残していること、⑤指名・報酬について社外取締役2-3名だけで決めることとはしていないことです。④も結構意味がありまして、委員会設置会社の監査委員は指摘事項を全て取締役会で述べるべきという前提になっています。これに対して監査等委員は株主総会でもいろいろ意見陳述できるとしていきまして、ガバナンス的にも委員会設置会社の監査委員より実効的かつ強力な権限を与えています。

⑤について、委員会設置会社の制度的硬直性として実務界で指摘されているのが、指名委員会や報酬委員会の結論を取締役会全体で

覆せない点です。これは指名委員会や報酬委員会が社外取締役過半数で取締役会自体は社外取締役過半数となっていないことが理由で、法制的にこうなっているのですが、指名や報酬について取締役会の他のメンバーの意見が反映されにくい難点・懸念があるという指摘も出されています。これに対して監査等委員会設置会社では、社外独立取締役を必ず含んだ取締役会全体で議論をして、取締役会全体が責任を負うという構造になります。社外独立取締役を含んだ指名委員会や報酬委員会を任意につくって、その原案を取締役会で議論して決議する形態でもかまいません。

導入された重要な例です。株主の権能とSupervisory Board機能との役割分担は、平成26年ガバナンス改革が進んでいくことで今後さらに重要論点になっていく事項だと思っています。後記五3を参照ください。

明責任を果たせる行動を取るべき仕組みとなっています（注9）。

他方、委員会設置会社や監査等委員会設置会社の場合には、当該業務執行事項が取締役会で付議されていない場合が多いはずなので、独立役員等が事後的アクションとして会社の説明責任を果たせるしかるべき行動を執れる構造です。ただ、機関設計の選択肢によって企業の健全性の維持機能に差異が生じることは避けるべきですので、監査役会設置会社と同様のリアルタイムで止められる仕組みを日本型ガバナンスの良さとして積極的に組み込んでいくべきです。

■四 持株会社化による監督と執行の分離と平成26年会社法改正の企業集団内部統制法制

監査役会設置会社から委員会設置会社への移行はあまり進まなかったものの、監督と執行を分離するニーズが日本で放置されてきたわけではありません。持株会社化によって監督と執行との分離を図っている事例は多くあります。

委員会設置会社や監査等委員会設置会社は同一法人格内での監督と執行の分離であって、持株会社化は法人格を跨いだ監督と執行の分離です。ただ持株会社化を行った場合、法人格を跨ぐことに伴う遠心力が強く働いたため、遠心力が過度に働くことで企業集団全体としての企業価値創造に懸念がある場合には

持株会社化は選択されません。

平成26年会社法改正では、こうした企業集団化に対応して、企業集団内部統制として企業集団全体にリスク管理体制を整備運用することが求められています。この点も、基本的に法人格単位で規律が置かれていたこれまでの会社法から一歩踏み込んだ議論です。会社法の射程範囲からは、企業集団化したことで社会的責任への遵守が後退することのないよう、黄色信号の芽をどこでどう止めてポテンヒットを防止するのかの体制を企業集団全体で構築していかなければなりません。

企業集団内部統制の構築に当たっては、子会社化のメリットをいかに損なうことなく、どこまでの事項を親会社がどう管理するのかの線引き・役割分担が重要となります。

親会社も子会社の経営現場にいないという点で、企業集団内で一種の非業務執行役員の役割を有します。子会社現場では解消されないおそれがある利益相反があるときには親会社の出番といえます。現場に利益相反がある典型例は不祥事で、マイナスの情報ほど上に早く上がるよう、親会社は子会社に対して求めておく必要があります（注10）。逆に「プラスを伸ばす」企業戦略のほうは、現場がよくわかっているので、親会社は経営資源の配分等で統制すれば足りる場面も多いでしょう。

■五 日本企業の「稼ぐ力」を支える環境整備として今後さらに求められる事項

1 欧米並みの役員就任環境の整備

今回の一連のガバナンス改革はあくまで経済成長戦略の一環です。日本再興戦略にも「経営者…（中略）…が、「活力ある日本の復活」に向けて、新陳代謝の促進とイノベーションに立ち向かう「挑戦する心」を取り戻し、国はこれをサポートするために「世界に誇れるビジネス環境」を整備する」と明記されています。経営者が挑戦する心を持って収益性を高める環境、健全にリスクをとれる環境を整備することが重要です。その観点から欧米の現状に比べ日本が遅れている点はまだまだあります。

第一が役員の就任環境です（注11）。米国の上場会社の大半ではby-laws（定款に準ずる規程）において、役員就任に伴って何らかの損害を役員が受けた場合には、役員自身に故意や自己利得行為等がない限り、会社が補償する旨が明示されています。端的にいうと、役員は自らの職務遂行に軽過失があったからといって、個人財産を召し上げられて個人破産することはありません。軽過失があったかどうかは当局等の事後判断でどう判定されるかわからない面があるため、有能な人材を上場会社の役員として得るため、欧米では補償制度が整備されています。日本でも役員の第

三者責任を含め同様の補償措置を整備すべきです。会社法上の論点は、手続のあり方、特に利益相反性の排除の手続と機関決定のあり方となります。

また、会社役員賠償責任保険（D&O保険）のプロテクションについても日本の現状は改善すべき点が多々あります。たとえば、D&O保険料が一部個人負担になっているのは主要国で日本だけです。役員一人に生じている瑕疵が他の役員（社外役員を含む）にも容易に横展開しうる点、防御費用が直ちに役員に支払われない場合が広い点なども欧米の状況と比較すると環境整備を検討すべき論点です。

2 役員報酬の構造改革

経営者が挑戦する心を持って収益性を高める環境として、役員報酬の構造改革も喫緊に取り組むべきテーマの一つです（注12）。

コーポレートガバナンスの構成要素は、一言でいうとアカウントビリティの仕組みとインセンティブの仕組みです。OECDガバナンス原則や多くのガバナンスコードにおいても、持続的かつ中長期的な企業価値向上に向けた動機付けとして適正に機能する役員報酬のあり方が、一つの重要テーマとして挙げられています。

役員報酬は①固定報酬②短期連動報酬③長期連動報酬の三つに分けられ、欧米企業は総じて三つがバランス良く分布しています。長期連動報酬の比率向上を求める声が資本市場

側に多い中、日本の上場会社の平均（中間値）は固定報酬が7割を占め、長期連動報酬は1割前後しかありません。長期連動報酬の国際的主流は自社株報酬です。

経営者に自社株の長期保有を求めることで、企業の成長戦略への長期コミットを高めるインセンティブ構造が確保されます。一定期間の在職を条件とするRestricted Stock (RS) と一定業績の達成を条件とするPerformance Share (PS) を欧米上場会社の7－8割が導入しています。

最近公表された早稲田大学の久保教授の論稿では、①企業の業績向上に向けた経営者としてのインセンティブを検討するに当たっては、会社から支払われている金銭報酬額以外に、経営者が保有する持株数が重要である、②株主価値を一定程度上昇させても、日本の上場会社経営者は米国の上場会社経営者の20分の1しか報酬増をもらっていない、③日本の上場会社経営者は業績が悪化したら経営者交代というペナルティを受けている一方で、業績が向上しても所得は増えない構造になっているということは、日本の経営者は大成功を目指すよりも大失敗を避けることを目的として行動するインセンティブ構造になっていると外から見える、④業績向上に向けた目標を設定した上で当該目標に対するコミットメントとして報酬と目標を連動させることによって、機関投資家等から見てより明確に、経営者が設定した当該目標を理解できる効果がある等と指摘されています（注13）。

日本企業も既存の固定報酬に加えて日本版RS/PSを導入し、現在の報酬構造を改善していくべきでしょう。日本版RS/PSの受け皿としては信託を活用したスキームが開発され導入事例が広がってきています。

3 監督機関への利益相反処理の法的権限の付与

監督機関の機能強化の流れの中で、監督機関に利益相反処理の法的権限を明確に持たせることも今後の制度課題となりましょう。この点は株主と企業との対話促進を企業の収益性向上に結びつけるためにも重要です。

企業経営者が積極的に収益性向上のためにチャレンジをする局面（すなわちプラスを伸ばす局面）において、収益性を上げるためには、企業経営者がリスクを取って前に進むことができる環境が必要です。資本市場には、多種多様な利害と動機を持った株主が参加している。他方で、機関投資家等の株主と対話を行うことが進むと、多種多様な意見が経営現場に寄せられることとなります。留意すべきなのが「株主の大半の意見である」と一括りにできない事項も現実には多いことです。特に大胆な経営判断事項ほどその傾向は強くなります。ある経営判断を行ったら株主Aグループから反対され、行わなかったら株主Bグループから反対されるというジレンマに陥っては、物事が決まらず、企業経営者のチャレンジは促進されません。

また、何か会社の健全性を損なう行為が行

われた懸念がある場合（すなわちマイナスを防ぐ局面）でも、株主がいろいろと疑義を呈して動くことは、それはそれでコストがかかります。株主が動く前に、会社利益を踏まえ監督機関が責任を持って動くべきです。

この点に関連して、監督機関が訴訟委員会的機能を有していないことが日本の会社法制上の課題として挙げられます。日本の現行制度では、一株主の判断（しかも当該経営判断を行った時点では株式を保有していなかった一株主の判断でもよい）によって、代表訴訟を開始でき、経営者は時間を訴訟対応に割かれる事態となります。一株主の判断・行為がここまで会社全体に影響を及ぼす仕組みは、サイレントマジョリティの株主の利害に反している場面もありえ、欧米の制度に比してもバランスが悪いといえます。監督機関を強化していく流れの中で、監督機関に付与される利益相反処理権限を法制的に実効化させていくことも、日本企業の「稼ぐ力」の復活のため検討していくべき論点といえましょう。

4 株主権の適正行使に向けたバランスの取れた規律

冒頭に述べましたとおり、機関投資家等の株主と上場企業側との対話促進が大きな流れになっています。ただここで思い起こさないといけないのが、日本の会社法は総会屋対策等として有名な利益供与規制を置いてきたことです。株主には多種多様な人がいるわけで、短期的利益や個人的利益を追求したい人が株

主としてリスクマネーを供給すること自体、何ら禁止されません。株主と会社との双方向の対話を前提とする方向性は会社法制から見ても一つの転換期といえますが、ただ同時に、株主権の適正行使に向けたバランスの取れた規律のあり方は、今後とも舵取りが必要な論点であるといえましょう。

日本で未解決な問題として、エンプティ・ボーティング（empty voting）があります。共益権である議決権と自益権である経済的所有権とを分離し、議決権に見合う経済的所有権を保有することなく、議決権を行使する事態です。「経済的所有権＜議決権」となるエンプティ・ボーティングが批判される理由は、経済的リスクを負わない議決権行使者により企業価値を破壊するような議決権行使がされるおそれがあり、他の株主の利益を害し社会的非効率を生み出すことです。議決権を行使する者が当該議決権に見合った経済的リスクを負わない結果、会社の価値を最大化させるインセンティブがあるという前提が崩れることになるわけです。

エンプティ・ボーティングの周辺で、Morphable Ownershipという「潜伏所有権」とでも訳すべき事象も問題視されています。潜伏所有権はまさに変身可能な株式保有状態で、会社の支配権の一部が実質的には移動しているにもかかわらず、デリバティブ等の介在によって情報開示が不十分となる現象です。潜伏所有権は一部のアクティビスト型株主が企業支配権をめぐる局面においていわゆ

る「ウルフパック戦略（群狼戦略）」として採用しています（注14）。ウルフパック戦略は、複数のファンドが、デリバティブ等を駆使して各国の大量保有報告制度に基づく開示を行うことなく、上場企業株式に対する一定の権益を取得し、機会を見て一斉に上場企業側に対して攻勢をかけ自らの要求を実現させる行為です。

こうした事象などを踏まえても、上記3で述べた株主側とSupervisory Boardとの適正な役割分担のあり方は今後とも重要論点なわけです。日本ではSupervisory Boardの機能について早めにインフラを深化させていかないと、短期的な圧力を含む多種多様な圧力にきちんと対処できなくなるおそれがあります。

■六 ガバナンス以外の平成26年会社法改正の重要事項

以上、会社法改正と経済成長戦略という観点からはどうしてもガバナンスの話が多くなってしまいましたが、最後に時間の都合で短くなりますが、その他の改正事項で特に指摘しておくべき点を触れておきたいと思います。

1 組織再編行為に対する差止制度の創設

これは、合併・株式交換・会社分割などのいわゆる組織再編行為に対して新たに株主からの差止制度を導入するものです。元々組織再編に対して事後的に無効となる場合は限定

的でしたが、今回事前の差止制度が導入されたことで、組織再編行為に対する規律が強まることになります。

差止めできる根拠は法令定款違反があることで株主に不利益が生じている場合に限られます。当事会社の役員の善管注意義務違反は法令定款違反には該当しないという前提で立法されていると理解されます。法令定款違反の典型例は当事会社における開示義務違反があった場合となります。組織再編における情報開示にはさらに注意が求められることになります。

2 支配株主異動の大規模第三者割当に対する総会決議化

次に支配権の異動を伴う大規模第三者割当に関する新たな規律の創設です。

公開会社が支配権の異動を伴う第三者割当増資を行う場合、払込期日の2週間前までに株主への公告又は通知が義務づけられます。当該公告等から2週間以内に10%（これを下回る割合を定款で定めた場合は当該割合）以上の議決権株主から反対通知が集まった場合には、株主総会の普通決議による承認が必要となります。公募増資の際に引受証券会社が一時的に過半数の株式を取得する場合についての例外措置は規定されていません。

例外は、「当該公開会社の財産の状況が著しく悪化している場合において、当該公開会社の事業の継続のため緊急の必要があるとき」で、株主総会の普通決議による承認が不

要となります。

今回の改正法で新たに創設された世界は、支配権の異動・創設について株主意思を反映させつつ、事業継続のための緊急性という例外を付することで（10%など）少数株主の反対通知で（資金調達ができないという）株主全体の利益が損なわれることを避ける設計といえます。いかなる場合が事業継続のための緊急性に該当するかは今後の解釈論です。当該大規模第三者割当ができなければ会社が破綻し、総会期日を待つ余裕もない場合が該当することは明らかなですが、要件を解釈・認定するとなると考慮すべき論点がいろいろ出てくるので、現実には、手続面や実務面を含めたいろいろな諸要素が複雑に絡まって解釈が形成されていくのでしょう。

3 重要な子会社の株式譲渡の場合の総会決議化

これは事業譲渡に規律を並べる形で、子会社株式を譲渡する場合に譲渡会社側に総会特別決議が必要であるとしたものです。実務的には相応のインパクトがある改正です。

4 反対株式買取請求権の諸改正

反対株式の株式買取請求権については、株主多数決に対する少数株主の保護措置ですが、日本ではマーケットアウトと割り切っていないので、依然として試行錯誤が続いています。今回の改正では、簡易組織再編の存続会社側・完全親会社側の株主には買取請求権

を否定したこと、株式取得のための振替口座の設定、利息支払義務を軽減する一種の供託制度（価格決定前の支払制度）の導入など、買取請求を用いたマネーゲームの余地を制限しています。

5 略式スクイーズアウトの解禁等

9割取得している場合の一種のコールオプション的な略式スクイーズアウト制度（特別支配株主の株式等売渡請求）も導入されました。ただむしろ重要なのは、対象会社取締役会が、株式を売らないといけない少数株主の利益の観点から、価格の適正性等について判断する職責が明記されたことです。米国の判例法上のレプロン義務まではまだ導入されていませんが、取締役会が一定の場面では一種のヨコの利益相反（支配株主対少数株主）についても一定の職責を負うことが明記されたわけです。

また株式併合や全部取得条項付種類株式を用いたスクイーズアウトについても情報開示規制の強化、1の同様の差止制度が導入されています。

6 詐害会社分割に対する残存分割会社債権者の取消権創設

これは、分割会社から財産を会社分割で移すことで、分割会社に残される債権者を害する行為を行う場合に、残余債権者が承継会社に対して債務弁済等を請求できる権利を会社法の世界でも新たに創設したものとします。

（注1）日本再興戦略はほかに、①「持合株式の議決権行使の在り方についての検討を行うとともに、政策保有株式の保有目的の具体的な記載・説明が確保されるよう取組を進める。さらに、上場銀行、上場銀行持株会社について少なくとも1名以上、できうる限り複数の独立社外取締役導入を促す。また、上場銀行持株会社の100%出資銀行子会社に関しても、独立社外取締役の導入について検討するよう促す」、②「企業と投資家との対話の促進の観点から、株主総会の開催日や基準日の設定等について国際的な状況を踏まえてその運用の在り方についての検討を行うとともに、産業関係団体等におけるガイドラインの検討を行う」、③「企業の投資家に対する情報開示等について、企業が一体的な開示をする上での実務上の対応等を検討する。これとともに、持続的な企業価値創造の観点から、企業と投資家の望ましい関係構築を促すための、中長期的情報の開示や統合的な報告の在り方、企業と投資家の建設的対話促進の方策等を検討するための産業界・投資家コミュニティ、関係機関から成るプラットフォーム作りを推進する」とも言及している。

（注2）独立役員が果たすべき役割について、たとえば株式会社東京証券取引所編『独立役員の意義と役割』別冊商事法務377号、神田秀樹監修・株式会社東京証券取引所編著『ハンドブック独立役員の実務』（商事法務）など。

（注3）解説として、梶元孝太郎「社外役員に関するガイドラインと中間取りまとめの概要」商事法務2040号（2014年）38頁。

（注4）監査等委員会設置会社制度に関する公的解説として、坂本三郎ほか「平成26年改正会社法の解説〔Ⅱ〕」商事法務2042号19頁。

（注5）拙稿2010年7月13日付日本経済新聞朝刊29面「経済教室 上場会社の経営形態 監査委員会設置

会社の解禁を」、拙稿「監査委員会設置会社の解禁」商事法務1900号13頁、「監査等委員会設置会社と今後のガバナンス法制上の課題」神作裕之責任編集・資本市場研究会編『企業法制的将来展望—資本市場制度の改革への提言〔2014年版〕』335頁以下。

（注6）モニタリング・モデルを採用する経営機構では、取締役会は業務執行者に業務執行の決定をできるだけ委譲すべきであるという考え方もある。モニタリング・モデルをめぐる最近の議論については、藤田友敬「〔社外取締役・取締役会に期待される役割—日本取締役協会の提言〕を読んで」商事法務2038号4頁に詳しい。

（注7）総会決議事項なので、社外取締役が決議に参加した取締役会決議を通常経ていることになる。

（注8）「監査等委員会設置会社という機関設計は、絶妙な折衷案として注目すべき仕組みと言える」と評したものとして、今井卓哉「社外取締役としての職務と期待される役割—日本取締役協会の提言をもとに—」信託259号16頁など。

（注9）この点は、平成23年の監査役監査基準の改定時に、監査役監査基準24条において明記されている。日本監査役協会編『平成23年改定 監査役監査基準・内部統制監査基準—非業務執行役員としての監査役・監査委員の新たな指針—』別冊商事法務360号参照。

（注10）最近の企業不祥事案から企業集団内部統制のあり方を分析したものとして、たとえば広瀬雅行＝武井一浩「企業集団内部統制（連結内部統制）への実務対応」商事法務2024号（2014年）4頁など。

（注11）議論の詳細については、山下友信＝山下丈＝増永淳一＝山越誠司＝武井一浩「役員責任の会社補償とD&O保険をめぐる諸論点（上）（中）（下）」商事法務2032号から2034号（2014年）連載参照。

（注12）論点の詳細については、拙稿2014年5月8日付日本経済新聞朝刊28面「経済教室 役員報酬の

構造改革急げ－自社株交付の拡充を」、神田秀樹＝
武井一浩＝内ヶ崎茂編著『役員報酬改革論』（商事
法務、2013年）など参照。

（注13） 久保克行「日本の経営者インセンティブとス
トック・オプション」商事法務2041号（2014年）
49頁以下。

（注14） 拙稿「ヘッジファンド・アクティビズムの新
潮流〔上〕－ウルフパック戦術（群狼戦術）と金
融商品取引法－」商事法務1840号2頁以下。

（ 本稿は平成26年9月12日に行われた講演内容を講演者が
加筆修正したものである ）