

平成20年5月28日

監査役制度改革有識者懇談会資料

Re: 大規模第三者割当増資に対する監査役の関与（論点整理）**一 関会長からのご指摘**

（2）株主と経営執行の利害調整にかかわる諸問題の顕在化—わが国資本市場の信任の喪失
上場会社にとり、株主・資本市場から信任を得ることは不可欠である。しかし、現実には、上場会社の健全性確保に向けた取り組みや経営判断等が、株主・資本市場から期待に反すると指摘される事例が少なからず生起している。わが国の上場企業に対する資本市場からの声・評価が年々厳しくなっているとの指摘も一部にある中、そうした諸課題は、株主・資本市場と経営・執行現場との意見の衝突が顕在化してきているとの見方もある。経営・執行から独立した機関として、株主から選任され会社に対して法的責任を負っている監査役としては、そうした会社と株主間の利害が衝突する諸問題について相応の役割を果たすことは、法が本来的に監査役に期待している職責と言えるのではないか。

② 大規模第三者割当増資（新株予約権社債の第三者割当を含む）

企業の資金調達の主たる手段が間接金融から直接金融へと移行する中、増資に占める第三者割当増資の割合が高まっている。問題は、その規模であるが、2007年暦年では、増資のほとんどが第三者割当増資であり、うち発行済み株式数の30%以上の第三者割当増資が占めるケースが、件数にして全体の約30%に上る。

わが国の会社法は、新株発行による資金調達や第三者割当増資について、機動的な資本政策の展開などの観点から、授権資本枠の範囲内であればこれらをすべて取締役会の決議で決定することができることとされている。調達する資本について用途目的や事業戦略上の裏づけがなければ、株式数の増加により一株当たりの利益が希釈化し株式価値に影響を与えることになる

し、また株式に転換するスピードと利益回収のタイミングが大きく均衡を逸することになれば、結果として既存株主の利益を著しく損なうこととなる。

欧米においては、一定以上の規模の第三者割当増資は株主総会の決議事項とされ、株主の判断が留保される仕組みとなっている。本件については、市場開設者や市場関係者が高い関心を払っているところであり、問題の解決に当たっては、欧米並みに株主総会事項とすることも考えられるが、そのほかにも市場規律を守る立場から、取引所の規則等で規制する方法も考えられるのではないか。

例えば、増資目的の開示を厳格化することに加えて、発行体における経営監督機能の向上を促す観点から、当該増資について監査役会（又は監査委員会）が合理性あり（又はなし）と判断した理由・意見等を取引所に提出することを義務化することや、さらに、当該監査役会の判断理由・意見等を取引所の適時開示事項又は総会における監査役監査報告の記載事項とするなど、ディスクロージャーを求めることも考えられるのではないか。

二 大規模第三者割当増資に関してどういった問題点が株主から認識されているのか

(議論となり得る事項—項目等についてはさらに要整理)

1 新興市場などでMSCB等を駆使して反社会的勢力の介入を許す事例

注 これは公募の場合の話か+そもそも当該企業自体の固有の問題ではないか?

2 大規模増資の割当を受ける第三者の不透明性

3 一株当たり価格等の条件決定の合理性

(1) 有利発行に該当するにもかかわらず総会決議を経ていないのではないか

(2) 適正な株数が発行されているのか(同じ資金額を調達するにしても、もっと高い一株価格で少ない株数を出すべきだったのではないか←株主損害があり得るパターン)

(3) 適正な払込額がなされているのか(発行する株数は正しいとして、一株価格をもっと上げて多くの払い込みを受けるべきだったのではないか←会社損害があり得るパターン)

4 調達資金の用途目的や事業戦略上の裏づけがあるか

注 法的に不公正発行に該当するケースとそうでないケース(なぜequity?とか)

注 せっぱ詰まった会社が資金を大量に必要とする事例は十分あり得る。但し、逼迫した資金需要の必要性が外から(株主から)は必ずしも見えにくい(会社としても見せづらい?)

5 株主総会の直後に(総会で説明がなかった)大規模増資を行った事例への批判

6 支配権に争いがある局面での保身目的の第三者割当増資ではないか(不公正発行の領域)

7 株主として差止権を行使したり市場で株式を売るとしても、上記の点について十分な情報が不足している。

8 (passive 投資の機関投資家のように)何かあったからと言って簡単に株式を売れるものではないが、大規模第三者割当増資も適法かつ公正に行っていただきたい(東証一部銘柄など)

9 その他

三 監査役として果たしうる役割について一領域の三分法

- 1 監査役はその果たすべき法的義務を果たしていない（**義務領域**）
- 2 監査役がそうした職務を行うことに「誰も」メリットを有していない（禁止されていないが義務でもない領域＝**中間領域**）
- 3 監査役がそうした役割を果たすことが会社法上禁止されている（**禁止領域**）。

四 義務領域—現行法における監査役の法的義務

- 1 監査役は取締役の職務執行を監査する＋監査結果について監査報告を行う（381 I）。
 - ・ 取締役の職務の遂行に関し、①不正の行為又は②法令・定款に違反する重大な事実があったときはその事実について監査報告を行う
- 2 監査役は、取締役が①不正の行為をしたと認めるとき、②不正の行為を行うおそれがあると認めるとき、③法令・定款に違反する事実があると認めるとき、④著しく不当な事実があると認めるときは、遅滞なく取締役会に報告しなければならない(382)＋監査役は、取締役会に出席する＋必要があれば意見を述べる（383）。

注 取締役等から監査役への情報提供

- (1) 取締役は、会社に著しい損害を及ぼすおそれのある事実があることを発見したときは、直ちに監査役に報告しなければならない（357）。
 - (2) 取締役会は、業務の適正を確保するための体制の一環として「取締役及び使用人が監査役に報告するための体制その他監査役への報告に関する体制」を決議しなければならない（会社法施行規則100条3項3号）
- 3 監査役は、取締役が株主総会に提出しようとする議案及び書類を調査しなければならない＋①法令・定款に違反すると認めるとき、②著しく不当な事項があると認めるときは、

その調査の結果を株主総会に報告しなければならない (384) ¹

4 監査役は、取締役が①会社の目的の範囲外の行為その他法令・定款に違反する行為をしたと認める場合、②会社の目的の範囲外の行為その他法令・定款に違反する行為をするおそれがある場合で、当該行為によって**会社に著しい損害が生ずるおそれがあるとき**、取締役に対して当該行為を止めることを請求することが出来る+裁判所に仮処分を求めることも出来る (385)

Q 大規模第三者割当増資について監査役が差止権を行使できる場合は何か？

新株発行が「株主が不利益を受けるおそれ」はあっても、「会社に著しい損害が生じる」とまで認定することは難しいのか？

(1) 増資によって会社に資金が入ってくるため、会社に著しい損害は生じていないのか？

著しく不公正な合併比率による合併について、会社に損害は発生しない旨判示した判例がある(東京高裁平成7年6月14日資料版商事法務143号159頁)(大阪地裁平成12年5月31日判時1742号141頁。消滅会社の株主に対し同社の資産内容に比して過大な株式が割り当てられたとしても、消滅会社の株主が不当に利得する反面、存続会社の株主が損失を被ることになるとしても、存続会社自体には何ら損害は生じないものと解される旨判示)。

(2) 他方、有利発行の場合で、もっと高い一株当たりの払い込みを引受人から行わせて多額の資金拠出を受けるべきであったという議論であれば、会社に(「著しい」損害

¹ なお、監査役は以下の事業報告開示事項について、監査報告において意見を述べなければならない(会社法施行規則127+129)

(1) ①「会社の財務・事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針(「基本方針」)に照らして不適切な者によって会社の財務・事業の方針の決定を支配されることを防止する取組み」及び②「会社の財産の有効な活用、適切な企業集団の形成その他の基本方針の実現に資する特別な取組み」が当該基本方針に沿うものであること

(2) ①②の取組みが株主共同の利益を損なうものではないこと

(3) ①②の取組みが会社役員の地位の維持を目的とするものではないこと

かどうかはさておき) 会社に損害は生じているという議論もある。

(3) 監査役の会社法429条による対株主責任

・ 取締役の善管注意義務に反する大規模第三者割当増資が行われた場合、会社に損害が生じていなくても株主に損害が現に生じれば(たとえば違法または不当な有利発行決議)、取締役+(それを看過した)監査役は、(重大な過失があった場合に)会社法429条の第三者責任を株主に対して負いうる。

(4) 会社法429条2項3号の対株主責任

・ 会社法429条2項3号。監査役が「監査報告に記載し、又は記録すべき重要な事項についての虚偽の記載又は記録」をしたとき、(監査役の側で注意を怠らなかつたことを証明しない限り)これによって第三者に生じた損害を賠償する責任を負うものと定める。

・ 旧商法では取締役の虚偽記載の責任規定を準用する形で規定されていた(旧商法280条2項による266条の3第2項準用)。そして、旧商法266条の3第2項は、「情報開示が一定の客観的な形態を取る場合」に、「それが事実と反すること自体の違法性」を問題としたものであり、「何が重要事項であるか、抽象的には、取引の決断にあたってそれに影響すると一般に認められている事項というほかない」とされる(新版注釈会社法(6)310頁[龍田])。

・ 本条に基づく責任が監査報告以外の意見陳述にどういった形で適用されるのかは解釈論

五 中間領域

1 監査役を取締役会等での意見陳述の範囲

・ 意見を述べることができる範囲は業務監査権限の範囲にかかる(『注釈会社法補巻昭和49年改正』45頁[北沢正啓])とされるところ、業務監査権限の範囲には、新株発行のような会社の組織に関する事項を含めて、取締役が職務上行う行為はすべて含まれると考えられている(味村治「株式会社監査制度改正要綱案の解説」商事法務626号4頁、『注釈会社法補巻昭和49年改正』59頁[竹内昭夫]、『新版注釈会社法(6)』442頁[竹内昭夫]等)。

・ 監査役の権限との関係では、権限の種類によりその範囲を区別すべきであるとした上で、

取締役会における意見陳述権に関しては、①法がその範囲に関し要件を設けていないこと、②意見の陳述の効力は、あくまで勧告ないし助言の範囲にとどまり、取締役会がその勧告・助言を採用するかしないかは、全く取締役会の任意であるから、監査役に自由な意見の陳述を認めても何ら弊害はないこと、③取締役の議事については議事録が作成され、その議事録は会社の本店及び支店に備えおかれて、株主及び会社債権者の閲覧に供されるものの、これは取締役の発言についても同様であるから、特に監査役について慎重な意見の陳述が要求されるというわけのものではないことなどから、意見を述べられる範囲に特に制限はなく、適法性・妥当性のいずれに関するかを問わず、監査役は自由に意見を述べる事が許されるという見解がある(水田耕一(弁護士)「監査役業務の範囲—適法性監査と妥当性監査をめぐる議論への一提言」商事法務668号8頁)。

・ 江頭憲治郎『株式会社法第2版』479頁は「違法な業務執行を早い段階で未然防止することは必要であるから、監査役が取締役・取締役会に報告し、または取締役会において意見を述べる際には、妥当性の問題だとして制約を受けるべきではない。」と指摘している。

・ 岩原先生のご指摘：「・・・監査役の個々の権限の範囲については、それぞれの説が指摘している通りの規定がなされているわけであり、それを監査役全体の権限として評価した場合に、適法性監査に権限が限られていると評価するか、妥当性監査まで権限が及んでいると評価するかという、評価の差に過ぎないように思われる。適法性監査に限られるという説が指摘するように、監査役株主総会に対する調査報告、監査報告書に記載できる取締役の職務遂行に関する問題点、取締役に対する差止請求権等は、いわゆる適法性の範囲の問題に限られており、監査役は妥当性を理由に取締役を選任・解任する権限を持たない。その意味では監査役業務の範囲は原則としては適法性監査に限られていると思われる。しかし他方、妥当性監査権限を肯定する説が指摘するように、監査役権限の中には、取締役業務執行の妥当性に踏み込んだ判断を求められるものがあり、業務執行そのものを担う権限も含まれていることも事実である。」

六 禁止領域—監査役が大規模第三者割当増資について意見等を述べる事が何か法的規律に反しているか

1 業務執行者を兼ねてはいけないという規律 (= 自己監査の弊害の回避)

・ 監査役は取締役を兼ねることができないとされている(会社法335条)。兼任禁止の趣旨は、

監査する者と監査される者が同一であっては、監査の実があがらないからであると一般的に説明されている（前掲江頭470頁）。このような自己監査の弊害が生じないものであれば、監査役が行うことは禁止されないと考えられないか。

- ・ 「禁じるべきは監視監督機関が「業務執行」に携わること、すなわち会社の目的である具体的事業活動に関与することであり、業務執行を行わない限り、・・・問題はない。」と述べる見解もある（大杉謙一・旬刊商事法務1796号8頁）。

2 「取締役」との法的立場の違い

- ・ 取締役は、取締役会の構成員となり、取締役会は会社の業務執行の決定を行い（会社法362条2項1号）、代表取締役を選定し（会社法362条2項3号）、権限を委任し、その職務の執行を監督する。
- ・ 全体として取締役との区別がつかなくなるような権限を与えることは、現行の監査役制度と委員会設置会社制度との区分を困難にすることとならないか²。

3 岩原先生のご指摘

- ・ 「・・・いずれにせよこのような政策的な役割を監査役が果たすこととされたのは、母法であるドイツにおいて監査役が株主、特に大株主の代表として、取締役を選任・監督するだけでなく、会社と取締役の利害が相反するような場合等においては、自らが会社経営に関与することもありうるという立場にあったことを反映したものと思われる。

このような監査役の業務執行自体、もしくは業務執行の政策的判断への関与は、監査役の業務執行に係る妥当性監査権限を認める説が指摘するように、近時の会社法立法において、取締役の責任軽減案等への同意権が監査役に与えられたこと、株主代表訴訟における被告取締役側への会社の補助参加の同意権が与えられたこと、内部統制システムの相当性や買収防衛策に関する意見の監査報告書への記載等、個別の監査役権限拡充の中で進められているように思われる。このように監査役の業務監査権限は、原則は適法性監査に限られるものの、個別の監査役権限

² よって、委員会設置会社の監査委員の場合については、上記1の兼任禁止規定との絡みが主な論点となると考えて良いか。

に関しては、妥当性監査を認めたり、場合によっては監査役が業務執行そのものを担うことが認められてきたわけであり、そのような権限を認めることは監査役に関する法体系に反するためにそもそもあり得ないということは言えないと思われる。業務執行や妥当性監査は元来は取締役（会）の権限事項であるが、政策的要素が低く、経営者からの独立性の高い判断が求められるような業務執行や妥当性監査の事項については、監査役の権限に帰属させてもよいということではなかろうか。」

「 但し、買収防衛策・第三者割当増資・関連会社取引等の妥当性については、上述した事業報告書記載の買収防衛策の妥当性につき監査報告書に意見を記載する義務の例外を除けば、現行会社法上は監査役の権限が及ばないものと考えられる。立法論としても、これらの非常に政策性の高い問題について、監査役が妥当性の判断をすることは、取締役会との間で会社の政策決定の二元化をもたらすことになって、基本的には適切でないように思われる。我が国の監査役・監査役会の場合、ドイツの監査役会におけるように、取締役と異なって株主総会で選任されることから株主の利益の唯一の代表機関という側面もないし、また従業員の利益の代表という側面もない。尤も、現在は買収防衛策に関してのみ規定されている監査役・監査役会による監査報告書への意見の記載を、第三者割当増資や関連会社取引等に拡大したり、これらに関する妥当性につき株主総会への報告事項に加えることなどは、政策決定の二元化の虞が少ない行為と考えられるのであれば、検討対象になりうるかもしれない。更にまた、取締役のそれらの行為が、会社との関係では違法とされないが、少数株主の利益を明らかに害するような場合、例えば、既存の株主の持株割合を毀損する著しく不公正な新株発行であるが、株主はそれに気付かない等の事情で株主による新株発行差止訴訟が提起されていないような場合に、監査役がそれを差し止めしたりする何らかの行為ができるような権限を与える法改正をすることは、検討課題たりうるように思われる。」

七 検討される選択肢

- 1 一定の大規模第三者割当増資について、監査役に一定の項目の監査意見を述べさせ、取引所に提出するor上場規則等を通じて上場会社に開示させることはどうか？
- 2 監査役に提出を求める根拠
 - (1) 取引所が上場企業に対して一定の事項に関する情報の提出を求め、その際に監査役の

意見を付したものの提出を求めるという構成となるのか。

(2) (1)の取引所の対応と併せて、監査役監査報告においても、記載を行うよう、協会のひな型等で注意喚起を行うことも考えられる。

3 提出か提出+開示か

提出型 作成して会社に提出の上、取引所に提出するが意見書そのものは開示されない
(合併比率算定書などの例)

← 開示されるとなると慎重な記載(あるいは深化しない記載)となるのに比して、深化された記載がなりえる?

提出+開示型 監査役の意見が、大規模第三者割当増資のプレスにおいて概要等が開示される

八 一定の大規模第三者割当増資に対する監査役意見添付の義務づけに関する論点整理

1 対象となる「大規模第三者割当増資」の範囲

20%案 特定の第三者(注)に増資前発行済株式総数の20%³を超える⁴第三者割当増資を行う場合に「大規模第三者割当増資」に該当するとする。

注 「特定の第三者」=同時に発行される関連groupは合算して含む。公募増資は含まれない?⁵

注 株式以外に、新株予約権、CBを含む。

50%案 特定の第三者に増資前発行済株式総数の50%を超える第三者割当増資を行う場合

³ 簡易組織再編の比率との平仄・比較の議論があり得るか?

⁴ 一回の増資で20%超が発行される場合をここでは念頭においている。「一回の増資」についてどうカウントするのか(通算等)の議論は別途ありえる(こうした通算の議論はどういった制度でも常にありえる)。

⁵ NYSEの基準のように、発行会社が複数の取得者に当該証券を発行する場合でも、どの取得者も(関連グループを合算して)発行会社の普通株式の株式数の5%を超える数の議決権を取得する(転換権行使による取得を含む)ことがない場合も、適用除外とする手もある。

に「大規模第三者割当増資」に該当するとする。

← 支配権の移動が明白となり、既存株主に与える影響が極めて大きい。

2 監査役はいかなる事項について監査をした上で、意見を述べるのか

A案：適法意見型 適法性に関する意見を求める＝取締役による大規模第三者割当増資に、法令・定款違反（会社法210条1項1号参照）と認められる事実がないことの意見（←義務的領域）

→監査すべき事項の例

(1) 法令違反に関して

- ① 法が定める権限ある機関の決定を経ているか（会社法199条2項4項、201条1項、202条3項、204条2項、322条1項4号）—特に有利発行に該当していないか？
- ② 公開会社において募集株式の引受人にとり特に有利な払込金額による公募・第三者割当てによる募集が株主総会の特別決議を経ずに行われていないか（会社法201条1項）、募集条項が不均等でないか（会社法199条5項）等
- ③ 金商法で求められる手続が遵守されているか

(2) 定款違反に関して

定款所定の発行可能株式総数（授權資本枠。会社法37条、113条）を超過していないか、定款に定めのない種類の株式（会社法108条1項2項）の発行でないか等。

(3) 取締役会として新株発行を決めた過程など経営判断の原則に則った判断がなされており、それを逸脱するものではないこと（←著しく不当な判断ではないことという事項も経営判断原則上含まれていることから、これはB案？）

・ 岩原先生のご指摘

「買収防衛策にせよ、第三者割当増資にせよ、関連会社取引にせよ、第三者（相手方）に特に有利な払込金額（条件）であるのに株主総会の特別決議を経っていない等、法令・定款違反があったり、取締役の善管注意義務なり忠実義務に反する違法な内容であれば、監査役は適法性監査権限を行使して（会社法381条1項）、取締役、取締役会や株主総会に報告したり（会社法382条・383条2項・384条、会社規則129条1項・130条2項2号）、差止権

限を行使する義務があるというべきであろう（違法な有利発行により会社法385条の監査役による差止請求権の要件としての会社損害が発生するかという問題につき、例えば、田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任——会社の損害か株主の損害か——」松澤還暦記念『会社法と商事法務』（商事法務、2008年）143頁・154頁以下参照）。そのような場合に権限を行使せずに、取締役が第三者特別委員会を設置してその意見に基づいて違法行為を行おうとしているのを看過していたとすれば、監査役はその義務を果たしていないのであり、自ら招いた空洞化であって、その責任が追及されるべきであろう。」

B案：適法+公正⁶意見型 (a)法令・定款違反に加えて、(b-1)「著しく不当な事実」（会社法382条）がないことあるいは(b-2)著しく不公正な発行に該当しないこと（会社法210条1項2号参照）に関する意見（←義務的領域+中間的領域？）。

→監査すべき事項の例—A案のものに加えて：

- (3) 取締役会として新株発行を決めた過程など経営判断の原則に則った判断がなされており、それを逸脱するものではないこと（←A案との境界線は実は微妙？）
- (4) 取締役会として新株発行を決めた主たる目的が（保身目的でなく）資金調達や業務提携等の正当な目的であること（←duty of loyaltyのチェック）
- (5) MSCBが遵守義務等に適した内容であるか？（←A案で見る有利発行該当性だけでは包摂されていないチェック項目が何かあるか？）
- (6) 株主総会の直後に（総会で全く説明をしなかった）大規模第三者増資を行うなど、株主に対する説明責任のあり方の問題（←これはむしろC案の話？）⁷

Q 当該大規模第三者増資が、取締役会で意見を述べる必要がある「著しく不当な事実」（382条）に該当するかどうかの判定

(1) 「著しく不当な事実」の意味

⁶ 正確には「著しく不当でないこと」あるいは「著しく不公正ではないこと」

⁷ たとえば、そこまでの大規模増資が行われるのであれば、それは一種の経営責任の問題でもあり、総会前にきちんと開示をして、株主総会の場で経営陣に対する選解任の信任を得ておくべきではなかったのかという議論。

監査役の株主総会への調査・報告義務について定めた旧商法275条の「著しく不当な事項」の解釈としては、「取締役の業務執行についての善管注意義務ないし忠実義務の違反となるような不当な点を含むものをいうが、それは必ずしも明白に違法性を帯びるものである必要はない。」(新版注釈会社法(6)461頁[谷川久])と解釈されていたようである。

会社法382条は、監査役、株主総会に対する報告義務と取締役会に対する報告義務の要件の平仄を合わせるために、取締役会への報告義務にも「著しく不当」という要件を付け加えたとも考えられる。そうだとすれば、「著しく不当」の解釈は上記の会社法384条・旧商法275条のそれと同様に考えられるか。

役会に報告を要する範囲が、「著しく不当な事実」にまで広げられているとすれば、問題となる第三者割当増資が不公正な新株発行として取締役の任務違反となるとの確証を得るまでには至っていない場合であっても、取締役会へ報告する必要があると考えてよいか？

(2) 不公正な新株発行を行うことは、取締役の善管注意義務に反する行為なのか？

← 不公正な新株発行も取締役の任務違反となるとする見解がある(今井宏「会社法論〔中巻〕」第三版 652頁、注釈会社法(5)175頁[近藤弘二]、青竹正一「新株の不公正発行に対する救済措置」加藤ほか編『商法学における論争と省察』19頁)。

← 不公正発行を行った取締役についても同様だが、不公正発行が裁判所で差し止められた場合には、会社に損害はあまり生じておらず⁸、実際に損害賠償請求等の責任追及が行われていない？

(3) 「著しく不当な事実」(会社法382条)がないことと「著しく不公正な発行」(210)に該当しないこと(会社法210条1項2号参照)とは、どこが異なるのか？

注 株主は、株式・新株予約権の発行(無償割当ての場合も類推適用)が①法令定款違反又は②「著しく不公正な方法」により行われ、それにより株主が不利益を受けるおそれがある場合には、当該発行をやめることを請求することが出来る(210)

← 不公正発行の差し止めは、株主が自分が受ける損害・不利益を回避するための自衛措置。

← 他方、監査役の現行法での差し止めや監査報告として義務づけられている領域は、会

⁸ 手続きに要した諸費用等は理論的にはありえるが。

社に（著しい）損害がある場合（大規模第三者割当増資とは範囲がずれる）。株主総会決議事項であれば、監査役は、「著しく不当」かどうかについて意見を述べて、株主の判断の前提となる情報提供を行う。

Q 取締役会に報告すべきにとどまる「著しく不当な事実」（＝監査報告を対外的に行うことは会社法では強制されていない？）について、対外的に開示することを強制して良いか？

(1) 妥当性等に関する事項を、取締役会等の社内で述べるならともかく、役会決議で一旦決まったことについて対外的に監査役が述べることは何か法的問題点がないか？

→ 意見が違った取締役でさえ、妥当性に関する見解の違いを対外的に自由に述べて良いのか（又は制度でそうした意見を述べることを強制して良いものか）？

(2) 株主総会決議事項について、（これから意思決定を行う）株主への情報提供の観点から、著しく不当な事項がないことについて監査役は意見を述べることになっているが、この制度との関係はどうか？

(3) 取締役会議事録の閲覧・開示が制限されている関係で、取締役会等で監査役が述べた意見を対外的に開示することは難しいのか？

取締役会議事録の閲覧・開示が制限されている趣旨について次のように述べる見解がある。

「取締役会は、原則的な業務執行決定機関であり、そこでは会社の命運にかかわるような重大な企業秘密にわたることも討議され、報告されるはずである。その議事の経過の要領およびその結果を記載した議事録が無条件で公開されるとなれば、会社は自衛上、現実には次の三つの行動のいずれかまたは全部をとることになる。事実上閲覧謄写の請求を拒否してこれを開示しないか、取締役会では重要なことを討議せず、常務会等の非公式の機関で実質的な決定をするかである。」そのため、議事録の閲覧・謄写を制限することにより「権利濫用的な閲覧等の申請をチェックし、総会屋による悪用を排除する効果を期待している。さらに、取締役会の場において実質的な討議がされ、その経過および結果が議事録にきちんと記載されることを期待しているのである。」（稲葉威雄「商法等の一部を改正する法律の概要（中・二）」商事法務 909 号 16 頁）。

→ 大規模第三者割当増資など一定の態様のものに限る分には問題ない？

C案：適法＋公正＋妥当意見型 (a) 法令・定款違反＋(b)不公正発行に加えて、(c)会社利益に適う妥当な大規模第三者割当増資であることについての意見、(d)株主・投資家の利益にも適う意見を述べる（←中間的領域＋（中には）禁止的領域？）

→監査すべき事項の例—A案・B案のものに加えて：

(7) 資金調達手段として新株発行を選んだことの合理性（レートなどの時期、他の代替手段との比較等）

(8) 調達資金が資本コスト以上の利益を上げる投資に振り向けられるため、全体として利益率が増加し、株主・投資家の期待する以上に企業価値が向上する見込みであること

・ 岩原先生のご指摘：「・・・このように監査役の業務監査権限は、原則は適法性監査に限られるものの、個別の監査役権限に関しては、妥当性監査を認めたり、場合によっては監査役が業務執行そのものを担うことが認められてきたわけであり、そのような権限を認めることは監査役に関する法体系に反するためにそもそもあり得ないということは言えないと思われる。業務執行や妥当性監査は元来は取締役（会）の権限事項であるが、政策的要素が低く、経営者からの独立性の高い判断が求められるような業務執行や妥当性監査の事項については、監査役の権限に帰属させてもよいということではなかろうか。

但し、買収防衛策・第三者割当増資・関連会社取引等の妥当性については、上述した事業報告書記載の買収防衛策の妥当性につき監査報告書に意見を記載する義務の例外を除けば、現行会社法上は監査役の権限が及ばないものと考えられる。立法論としても、これらの非常に政策性の高い問題について、監査役が妥当性の判断をすることは、取締役会との間で会社の政策決定の二元化をもたらすことになって、基本的には適切でないように思われる。我が国の監査役・監査役会の場合、ドイツの監査役会におけるように、取締役と異なって株主総会で選任されることからくる株主の利益の唯一の代表機関という側面もないし、また従業員の利益の代表という側面もない。尤も、現在は買収防衛策に関してのみ規定されている監査役・監査役会による監査報告書への意見の記載を、第三者割当増資や関連会社取引等に拡大したり、これらに関する妥当性につき株主総会への報告事項に加えることなどは、政策決定の二元化の虞が少ない行為と考えられるのであれば、検討対象になりうるかもしれない。更にまた、取締役のそれらの行為が、会社との関係では違法とされないが、少数株主の利益を明らかに害するような場合、例えば、既存の株主の持株割合を毀損する著しく不公正な新株発行であるが、株主はそれに気

付かない等の事情で株主による新株発行差止訴訟が提起されていないような場合に、監査役がそれを差し止めしたりする何らかの行為ができるような権限を与える法改正をすることは、検討課題たりうるように思われる。

更に、これらの事項の合理性に関する監査役・監査役会・監査委員会の意見書を、証券取引所に提出することを義務付けさせ、証券取引所の適時開示の対象にすることも提言されている。会社法的には、上記の監査報告書への記載や株主総会への報告と同様、そのような行為を監査役が行うことが、会社の政策決定の二元化を齎す虞が大きくないかという配慮が必要であろう。また証券取引所のような機関がコーポレート・ガバナンスに関しいかなる役割を果たすべきかは大きな議論のあるところであるが（加藤貴仁「証券取引所と上場企業の管理」『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論下巻』（商事法務、2007年）683頁以下、飯田一弘「上場制度総合整備プログラム2007」ソフトロー研究11号（2008年）1頁以下等参照）、会社経営者の行動に実際に影響を与えることができる究極的な存在は資本市場であり、監査役・監査役会・監査委員会の意見を資本市場にさらすことによって、資本市場の力を背景に監査役等がコーポレート・ガバナンスに一定の役割を果たすということは、考えられる方向ではある。しかし、監査役等の意見が公正かつ適切なものとして資本市場の信頼を得られることがその前提であり、その点での条件の整備が課題となる。」

注 「公正」（or 著しく不公正ではないこと）と「妥当」との境界線は？

3 監査役意見が出ない場合の効果

適正意見提出型 監査役の「適正意見」のない大規模第三者割当増資は、上場規律上の何らかのサンクションを伴う⁹とする方法

← 監査役の「適正意見」がなければ大規模第三者割当増資はできないとなると、監査役に差止権を認めたのと同じことにならないか。

意見提出型 「適正意見」でなくても良いが、監査役から何らの意見も提出されていない

⁹ 上場契約違反としての過怠金や、その手前としての注意勧告その他のバリエーションがいろいろとありえる。

大規模第三者割当増資は、上場規律上の何らかのサンクションを伴うとする方法

意見ナシ型 監査役から何ら意見が開示されることなく大規模第三者割当増資が行われても、上場規律上の何らかのサンクションを伴うことはなく、単に取引所がその旨を開示して市場に注意を呼びかけ、市場の判断に委ねる方法（そういった大規模第三者割当増資を行う会社であると市場に理解させて市場の判断に委ねる方法）

← 監査役の見解がなくても新株発行できるとなると、業務執行者は監査役調査に協力しないおそれはないか。

5 監査役監査意見に不実記載等があった場合の対会社又は対株主に対する法的責任

(5-1) 会社法423条1項の対会社責任（会社法423条1項）

①監査役に任務懈怠があること、②会社に損害が発生すること、③任務懈怠と損害との間に因果関係があることが必要（監査役は、任務懈怠に帰責事由がないことを主張・立証することにより責任を免れうる）

(5-1-1) 特別決議を経ずに有利発行がなされた場合

- ・ 有利発行に該当することを知りながら、該当しないとの意見を述べたのであれば、①の監査役の任務懈怠は認められるのではないか。
- ・ ②の会社損害については議論がある（前述の通り）¹⁰。
- ・ ③の因果関係についてはどうか（通常認められうる？）

(5-1-2) （有利発行ではない）不公正発行が行われた場合

- ・ 不公正発行が取締役の任務懈怠に該当するのであれば、不公正発行に該当することを

¹⁰ 取締役がなすべきことを、「発行する株数は正しいとして、一株価格をもっと上げて多くの払い込みを受けるべきだったのではないか」と考えると、会社に損害があったといえよう。他方、「（同じ資金額を調達するにしても、もっと高い一株価格で少ない株数を出すべきだったのではないか）」と考えると会社に損害はないか。株主代表訴訟において、公正な発行価額総額と実際の発行価額総額との差額について会社に損害を与えたと判示する判例として、東京地裁平成12年7月27日判決。

知りながら、該当しないとの意見を述べたのであれば、①の監査役の任務懈怠は認められるか。

- ・ ②の会社損害については議論があり、会社には損害ナシとなる場合が多いか¹¹。

(5-2) 会社法429条1項の対株主責任¹²

①監査役に任務懈怠があること、②それについて悪意・重過失があること、③株主に損害が発生すること、④任務懈怠と損害との間に因果関係があることが必要

(5-2-1) 特別決議を経ずに有利発行がなされた場合

- ・ 有利発行に該当することを知りながら、該当しないとの意見を述べたのであれば、①の監査役の任務懈怠は認められるのではないか→あとは、②の悪意重過失といえる程度のものかどうかの認定
- ・ ③の株主損害については議論がある。違法な増資直前の株式価値と有利な発行価額による株式価値の低下との差額が株主の損害と認められるか¹³？

¹¹ この場合、取締役は、当該募集株式の発行をすべきではなかったのであり、当該募集株式の発行をしなれば会社財産は1円も増加しなかったはずである。それにもかかわらず、取締役が任務懈怠（発行すべきではないのに発行してしまったこと）によって不公正発行を行ったとしても、会社の財産が増加するだけであり、会社に損害が生じたとは解しえないのではないかとする説がある（田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任—会社の損害か株主の損害か—」（商事法務発行・会社法と商事法務）179頁参照）。

¹² その他、民法上の不法行為責任についても本来検討する必要がある。

¹³ 有利発行による株価の目減りによる株主の損失は、有利発行により会社に生じた損害の反射的效果であると解すべきか（間接損害説）、それとも会社には損害が生じておらず、株主が直接に被った損害であると解すべきか（直接損害説）、という議論がある（前掲田中亘154頁）。この点、判例は、取締役が悪意・重過失により会社に対する任務を懈怠し第三者に損害を被らせたときは、当該任務懈怠と第三者の損害との間に因果関係がある限り、間接損害・直接損害のいずれであるかを問わず取締役に損害賠償の責任を負わせたものと解している（前掲江頭459頁、最判昭和44年11月26日判決）。

また、「特に有利な発行価額による新株発行が違法になされた場合に既存株主に生じる損害は、その発行価額と本来会社に払い込まれるべき適正な発行価額との差額（すなわち、本来増加すべき会社資産）が増加しないことにより、既存株式の客観的価値が低下することである。そして、右株式の客観的価値の低下は、違法な新株発行直前の株式価値と有利な発行価額による株式価値の低下との差額として算定するのが相当であ

- ・ ④の因果関係についてはどうか（通常認められうる？）

(5-2-2) （有利発行ではない）不公正発行が行われた場合

- ・ 不公正発行が取締役の任務懈怠に該当するのであれば、不公正発行に該当することを知らながら、該当しないとの意見を述べたのであれば、①の監査役の任務懈怠は認められるか→あとは、②の悪意重過失といえる程度のものかどうかの認定
- ・ ③の株主損害については議論がある。株主損害は生じうる（但し立証等が困難か？）¹⁴。

Q 義務領域に属する事項の意見と法的責任

義務領域に属する事項については、きちんと監査役として精査して意見を述べないと、監査役に任務懈怠が認められる可能性があり、監査役に423条あるいは429条の法的責任が生じうる。

Q 中間領域に属する事項の意見まで開示を義務づけるのか？（プロコンがありえる）

(5-3) 会社法429条2項3号の対株主責任

- ・ 会社法429条2項3号。監査役が「監査報告に記載し、又は記録すべき重要な事項についての虚偽の記載又は記録」をしたとき、（監査役の側で注意を怠らなかったことを証明しない限り）これによって第三者に生じた損害を賠償する責任を負うものと定める。
- ・ 旧商法では取締役の虚偽記載の責任規定を準用する形で規定されていた（旧商法280条2項による266条の3第2項準用）。そして、旧商法266条の3第2項は、「情報開示が一定の客観的な形態を取る場合」に、「それが事実と反すること自体の違法性」を問題としたものであり、「何が重要事項であるか、抽象的には、取引の決断にあたってそれに影響すると一般に認め

る・・・。」と判示する判例がある（大阪高裁平成11年6月17日判決）。

¹⁴ 「支配目的による新株発行により、特定の既存株主に損害が発生する。それは同人の旧株式の持株比率の低下とそれによる会社に対する割合的地位の相対的低下、議決権を中心とする会社支配力の低下である。しかし、その支配的価値の低下による具体的損害額の算定は極めて困難である。」と判示する判例がある（京都地裁平成4年8月5日判決）。また、「持株比率の減少による損害は、実際上は算定が不可能」（洲崎博史「不公正な新株発行とその規制（二・完）」民商法雑誌94巻6号739頁以下、青竹正一「新株の不公正発行に対する救済措置」

られている事項というほかない」とされる(新版注釈会社法(6)310頁[龍田])。

Q 会社法429条2項3号は、今回出される監査役意見に対してどういうふうに応用乃至類推適用されるのか?—監査役に何らかの任務懈怠があってはじめて適用されるのか?

(5-4) 民法上の不法行為責任

- ・ たとえば欺罔目的で違法な新株発行について適法監査意見を述べた場合?

(5-5) (適正)意見を監査役が出すべきであったにもかかわらず当該意見を出さなかった結果、会社が①上場廃止とか(必要な資金を得られなかった場合を含む)②上場規律上のサンクションを受けた場合、監査役にはどういった責任が問われるか?

← 監査役が自らの法的責任に過剰に反応する余り、会社にとって必要な資金調達(大規模第三者割当)が止まってしまうかねない事態についても、考慮要素として上記の各選択肢において検討すべきではないか。

6 監査役がこうした意見を適正に述べるために必要な体制・条件整備等は何か

(1) 監査役は当該大規模割当増資が取締役会に付議される前に十分な情報提供を受けているか+十分な情報へのアクセスがあるか。

← 業務執行側にも監査役に情報を事前に提供する現実の動機が生じるような設計が求められるのでは。

(2) 監査役に適正に意見を作成する現実の動機があるか

① 監査役が適正に監査意見を言わないと、法的責任を問われるリスクがあるか。

② 単に「適法だ」といった意見の結論を述べるだけでなく、そのような結論に至った判断過程も併せて述べてもらうことにより、監査役の意見に対する信頼性を増すことになるが、どの程度まで現実に可能か?—不祥事案への監査意見のように「消えた火種をわざわざ開示する羽目となる」といった懸念が、大規模第三者割当増資に対する監査役監査意見の開示において何か存在するか?

加藤ほか編『商法学における論争と省察』7頁)との指摘もある。

(3) 監査役がどの程度自ら調査を行って意見を述べる必要があるのかについては、例えば自主ガイドライン（監査役協会からの自主規範等を含む）が公表されて、調査の方法・程度等を定めて、監査役として果たすべき具体的任務の範囲を明らかにしていくことが必要ではないか

(4) その他（監査役の人選等のより根本的事項ほか）

以上