

第3回有識者懇談会 議事要旨

日 時：平成20年5月28日（水）18時00分～20時00分

場 所：（社）日本監査役協会 本部A会議室

議 事：1. 論点の整理

2. 各論の検討（1）大規模第三者割当増資に対する監査役の関与

議事内容

1. 論点の整理について

事務局より、標題について説明があった。

事務局（伊藤専務理事） 「資料1」について説明します。関会長、飛山委員、増田委員からは、ここに挙げている検討事項以外にも問題提起がありました。ただ、1年間という限りのある中で、「どのように効率的に検討すべきか」ということで、当面の「今後の検討事項」を整理したものです。

「1. 会社法と金融商品取引法の問題」：

「(1)金商法監査と会社法監査の関係に関する緒論点」を掲げています。例えば、定時株主総会との関係で言うと、「財務報告内部統制報告と監査証明を総会に掛けるべきではないか」という問題提起がありました。ディスクロージャー制度のあり方については、「開示と監査がそれぞれ二重に実施されている現状を解消する方策は練れないか」という問題提起がありました。個別・連結の財務諸表のあり方についても、開示の観点から「連結に一本化してはどうか」という意見もありました。

「(2)監査役会に会計監査人の選任議案・監査報酬の決定権を付与することについて」の問題提起がありました。「(3)監査役の財務・会計の知見」は、監査役の一員に財務・会計の知見を有する者を置くことを検討してはどうかということがありました。

「2. 株主と経営執行との間における利害調整」：

この問題として、二つ掲げています。一つ目は「大規模第三者割当増資に対する監査役の関与」です。詳細はあとの個別テーマの第一弾で検討することになると思います。二つ目は「買収防衛策と関与」について、議論することになります。

「3. その他」：

2点あります。一つ目は、「子会社上場と監査役の関与」として、「(1)支配株主による少数株主の利益侵害の恐れと監査役の果たす役割」として、子会社の少数株主に対する具体的な利益侵害の恐れが発生する場合に、親会社なり子会社の監査役がそれぞれどのよ

うな役割・機能を果たすべきなのかというのが、一つの論点です。「(2)企業集団に関する緒論点」として、親会社の取締役の子会社に対する指揮命令権を与える、あるいは企業集団内部統制に関連した問題点を深掘りできるかどうかというのが、問題として掲げられました。

二つ目は、「監査役（会）機能の実効性確保のために検討すべき事項」として、「(1)監査役がその果たすべき役割を実効的に果たすために求められる人選、情報入手体制、その他の条件整備・環境整備のあり方」について、現実即して議論してはどうかということです。

「(2)社外監査役の「社外」性・独立性」、「(3)監査役会議長」、「(4)監査役の活動内容の「見える化」など、監査役の説明責任」、「(5)監査役が関与することが望ましい他の領域の有無」として、株主提案に対する監査役（会）の意見を添付するかどうか、第三者調査委員会、代表訴訟関連の問題が提起されました。

「3. その他」の「(2)」については、「1」と「2」の議論の過程で適宜取り上げる場合もありますし、ほかの検討が終わったのちに改めて取り上げることもなるとは思います。

2. 大規模第三者割当増資に対する監査役の間与

事務局より「資料2 大規模第三者割当増資に対する監査役の間与（論点整理）」について説明があった。

事務局（武井委員） 「資料2」と、参照用資料として「参照用条文抜粋」と「会社法における監査役の権限・義務」があります。うしろの二つに関しては、これからも毎回席上に配布したいと思います。

大規模第三者割当増資に関する論点はいろんなものがあると思いますが、その中で監査役が関与することで解決なり、前向きにしていける論点がないかという角度から検討したのがこのペーパーで、全部で20頁ほどあります。順次説明していきますが、9頁の「七検討される選択肢」が、各論の中心となります。

「一 関会長からのご指摘」：

1、2頁は、関会長のペーパーの大規模増資に関する部分をそのまま掲載しています。改めて指摘の認識を共有したいと思います。

「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指摘されているのか」：

3頁は、特に株主・資本市場からになりますが、「大規模第三者割当増資に関してどういった問題点が提起されているのか」を、各論点の関連性もなく順不同で列挙しています

が、例えば「1」は、新興市場などでMSCB等を使って反社会的勢力の介入を許してしまっているような事例です。これは「公募の話ではないか」という議論もありますし、一部の新興市場の会社特有の話で、これが大規模第三者割当増資全般の問題なのかどうかという議論もあります。

つまり、大規模第三者割当増資に関して、一定の措置なり工夫なりをしたところで、「こういう方々はほかの手を使うだけではないか」という議論もあり、「こういう反社会的勢力の介入を許している会社自体の問題ではないか」という見方もあり得ると思います。ただ、「1」として、増資に関してこういう問題が指摘されているということで列挙しています。

「2」は、大規模増資の割り当てを受ける第三者の不透明性です。新聞紙上を賑わせた事例もありました。こちらに関しては、東京証券取引所でも改善報告書や追加の情報開示など、いろんな手当てをされたと思いますが、大規模増資を引き受けた人がどういう人なのかに関して、もう少し透明性を高めることができないかという議論があります。

「3」は、一株当たりの価格等の条件決定の合理性に関する指摘です。この問題は、「有利発行に該当するにもかかわらず、総会特別決議を経ないで取締役会決議だけで実施しているのではないかと、法的には翻訳できると思います。「有利発行に該当するのではないかと」という疑義の法的なとらえ方が、「株主損害があり得るパターン」と「会社損害があり得るパターン」の二つに理論的に分かれ得ると考えられます。

「(2)」の株主損害があり得るパターンは、その額を調達するのはいいけれども、「1株当たりもっと高い株価で少ない株数を出すべきだった」という場合で、「会社には損害はないが、株主に損害が生じているのではないかと」と法的に説明できると思います。

「(3)」は、発行する株数は正しかったけれども、1株当たりの値段が安すぎたということで、「もっとたくさんのお金を会社に入れるべきだった」と説明すると、会社損害があるのではないかと議論になります。

「4」は、調達資金の用途目的や事業戦略上の裏付けがあるかどうかです。典型的には、「法的に不公正発行に該当するケース」で問題となりますが、不公正発行に該当するケースでなくても、「そもそもなぜこの時期に社債等の手段を採らずに新株発行するのか」ということに対する説明を、経営者に求めることがあります。

これに対して、資金調達の必要性について、「本当にうちは金が足りない」と言い過ぎると信用不安に見えてしまい、「あまり金が要ると強く言えない」と指摘した人もいました。いずれにしても、調達資金の用途目的や事業戦略上の裏付けに関して、もう少し株主が合理的に納得できるような形にできないかという指摘のあるところです。

この点について、昨年東京証券取引所では第三者割当増資に関して、「資金調達の必要性まで含めて開示の拡充がなされている」ことを付言しておきます。

「5」は、株主総会直後に総会で説明のなかった大規模増資を行った事例への批判です。総会が終わった2、3日後に2割を超える大きな増資をした事案で、当時の社外監査

役が、いくら増資が総会決議事項でないとはいえ、そんなに大きな増資をするなら、事前に総会でそういった増資をすることを説明して、そういった増資をする経営陣に対する信任の機会を、総会の場で得ておくべきだったのではないか、ということで強い不満を述べた例がありました。これも監査役の意見といえると思います。

「6」は、支配権に争いがある局面での保身目的の増資ではないかという点です。これは法的に「不公正発行」の形で、裁判所で争われている事例です。これは裁判で決着がついているので、クリアーといえるかもしれません。

「7」は、増資に関して、株主として差止権を行使するとか、市場で株を売るにしても、資金調達の実態に関して、「十分な情報が株主に開示されているのか」という指摘もされています。

この点に関しても、繰り返しになりますが、今年の東京証券取引所の「増資に関する情報開示強化の試み」が、実施からまだ半年ぐらいですので、その状況に関してはもう少し見る必要があるという意見もあります。

「8」は、パッシブ投資の機関投資家のように、何かあっても簡単に株を売れない投資家の場合には、「増資を適正に行う行動を動機付けるようなインフラがあるとうれしい」という議論があります。

以上のように並べました。あえて最初にたくさん並べていますが、この中で「監査役がやれば助けになるものは何か」ということは、冷静に議論しなくてはいけないと思っています。監査役がこれを全部解決できると見るよりは、「監査役が一定の関与をすることでどの問題が解決するのか」を見ていかななくてはいけないと思われま

「三 監査役として果たし得る役割について一領域の三分法」：

監査役として何ができるかを考えるにあたり、「義務領域」、「中間領域」、「禁止領域」という三つの領域を意識して議論するのはどうかということです。「義務領域」は、監査役はそのことをすべきだという法的義務領域のもの。「中間領域」は、法的義務があるわけではないけれども、やってはいけないことにもなっていない、禁止もされていない領域のもの。「禁止領域」は、そういうことをやるのは会社法上禁止されていると考えられる領域のもの、この三つに分けています。

「四 義務領域—現行法における監査役の法的義務」：

「四. 義務領域」に関して、大規模増資に絡むところで言うと、「1. 監査役は取締役の職務執行に関し、『法令・定款に違反する重大な事実』があった場合には、その事実について監査報告を行わなくてはならない」とされています。

現状、私の理解するところでは、営業年度中に行われた増資に関して、監査役が会社法の監査報告において何か意見を述べたという事例はほとんどないと思います。「法令・定款に違反する重大な事実はない」と監査役は判断しているのだと思いますが、大規模第三

者割当増資が法令・定款に違反する重大な事実該当するのであれば、監査報告の形できちんと開示することが監査役義務領域としてあるということで、「法令・定款に違反する重大な事実」という概念をチェックする必要があります。

「2」は、監査役は、取締役が「法令・定款に違反する重大な事実があるとき」に加えて、「著しく不当な事実」があると認めるときは、遅滞なく取締役に報告しなければならないとなっています。そういう意味では、外に向かって言うことに関しては、「法令・定款に違反する重大な事実」という概念になっていますが、社内で話すことに関しては、「著しく不当な事実があると認めるとき」という概念が加わっています。これが二つ目の監査役義務領域です。

きちんと取締役会で意見を述べ、それを踏まえて、取締役会の決定に相応の影響を与える。新株発行自体に関して、監査役に決定権はありませんが、著しく不当なことがされないように、取締役に對してきちんと意見を述べることを期待しているのだと思います。

「注 取締役等から監査役への情報提供」は、監査役が新株発行に関して、著しく不当かどうかを判断するためには、取締役会場でいきなり聞くのか、事前に情報を聞いているのかで違うと思いますが、取締役などから監査役への情報提供のあり方として、会社法が規定しているものが二つあります。

一つ目は、「『会社に著しい損害を及ぼすおそれのある事実』があるときには、取締役は監査役に報告しなければならない」という会社法上の義務があります。二つ目は、「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」となっています。この二つが、監査役に情報が行く体制として、会社法が規定している条文の2種類です。

「3」は、総会決議事項に関して、監査役は「法令・定款に違反すると認めるとき」に加えて、「著しく不当な事項があると認めるときには、その調査の結果を総会に報告しなければならない」となっていますので、増資の中で総会に付議する場合には、著しく不当な事項があるかどうかを、株主に対してきちんと述べるのが義務付けられています。

これに関する趣旨はいろんな議論がありますが、一つには株主が議決権行使の形で一定の権限行使をするにあたり、株主のデシジョンメイキングに有益な情報を与える機能を監査役に与えている一つの条文とも言えると思います。これが「384条」です。

「4」は差止権の話です。監査役差止権限は、会社に「法令・定款に違反するおそれがある場合」、かつ「会社に著しい損害が生じるおそれがあるとき」にだけ、監査役差止権限がありますので、増資の中でも、会社に著しい損害が生じる恐れがあれば、監査役に差止権があるという条文になっています。

増資に関しては、「株主に不利益がある場合には株主に差止権がある」という規定になっているので、監査役にある差止権は、あくまで会社に著しい損害が生じる恐れがあるときだけに限られています。実際問題として、監査役に差止権まで行使できるような増資が

どれぐらいあるのか。現行の「会社に著しい損害が生じるおそれ」が広いと言えるかどうかは、疑問があると思います。

囲みの中は、それに関する検討をしています。6頁の「(3)」と「(4)」は監査役の法的義務に関する検討をしています。「429条」と「429条2項3号」という二つの規定は、監査役が直接株主に対して責任を負い得るパターンについて会社法が規定しているので、それに関する条文の説明をしています。

「五 中間領域」：

「五. 中間領域」は、適法性・妥当性の議論もありますが、基本的に「六. 禁止領域」にさえ当たらなければ、「妥当性に関する意見を言うてはいけない」という規律にはなっていないということで、江頭座長、岩原委員の見解を掲載しています。

「六 禁止領域」：

7頁の「六. 禁止領域」は、そういうことを監査役にやってもらおうとすると、法律改正まで必要になるものにはどういうものがあるかという整理で、「禁止領域」に係る理屈が二つあります。

一つ目は「業務執行者を兼ねてはいけないという規律」で、「自己監査をさせてはならない」ということです。二つ目は「『取締役』との法的立場の違い」です。監査役には、取締役会における議決権はないという、取締役との法的立場の違い、言い換えると、「監査委員」ではないことに伴う法的立場の違いも認識しなければなりません。

「禁止領域」に関して、前回岩原委員から指摘のあったポイントを掲載しています。

「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」ということです。ただし、第三者割当増資に関する妥当性については、「監査役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り、基本的には適切でないように思われる」という意見があります。

「七 検討される選択肢」：

以上が前振りですが、具体的な方策として9頁の「七. 検討される選択肢」を議論のために挙げています。

「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、あるいは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」という選択肢をどう考えるか、議論の俎上に上げていきますが、何点か論点があります。

「2. 監査役に提出を求める根拠」です。この根拠に関しては、「(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」という構成が一つ考えられます。あくまで取引所が開示を求める先は上場企業であり、監査役個人ではないけれども、上場企業から出してもらった書類の中に、今でも大規模増資なり、第三者割当増資に関しては、上場規則上開示が求められていますが、そこに「監査役の意見を付する」というアレンジが一つ考えられます。

(2)は、(1)の取引所の対応と併せて、監査役監査報告においても、記載がされるように、協会のひな型、会社法の政省令等で注意喚起を行うことも考えられる、ということです。

「3. 提出か提出+開示か」は、監査役の述べた意見をどのように出すのかということで、「提出型」と「提出+開示型」の二つの選択肢を書いています。

「提出型」は、現在「合併比率算定書」などでやっているとおおり、作成するけれども、取引所に提出する意見書そのものは開示されないパターンです。開示されるとなると、記載事項が深化されなくなるデメリットを防ぐ効果があると思います。

「提出+開示型」は、監査役の意見が対外的にも載るので、株主に対する情報開示、情報提供の観点からは「提出+開示型」のほうが優れているかもしれませんが、中身の適正という観点からの議論をお願いしたいと思います。いずれにしても、理論的に「提出型」と「提出+開示型」という二つの選択肢があることを提示しています。

「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付けに関する論点整理」：

10頁の「八」は、より詰めていかなければいけない論点を記載しています。「1. 対象となる『大規模第三者割当増資』の範囲」について、「特定の第三者に増資前発行済み株式総数の2割を超える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」とする案を書いています。「特定の第三者」は何を言うのかに関しては、同時に発行される関連グループの合算をすとかしないとか、公募増資は含まれないとか、「どういう形で大規模第三者割当増資を切り取るか」という議論は、細かく詰めていかななくてはならないと思います。

対象に関しては、株式に限らず、潜在的株式である新株予約権とかCBも含まれると思われれます。あとは、「2割にするか、5割にするか」というパーセンテージの議論があると思います。監査役の意見に関しては、「資本市場側が欲しがっている情報は何か」という観点も大事だと思いますし、企業側が情報開示を行うにあたって、資金調達性の円滑性への配慮も必要になるので、そういうことを踏まえて、最後に大規模第三者割当増資の範囲が決まる議論になるかもしれませんが、「大規模第三者割当増資の範囲をどこまでにするか」という論点の一つ目です。

「2. 監査役はいかなる事項について監査をしたうえで、意見を述べるのか」は、一番自主的な話になりますが、「A案：適法意見型」、「B案：適法+公正意見型」、「C

案：適法＋公正＋妥当意見型」に、不正確を承知であえて三つに分けた案を出していません。

「A案：適法意見型」は、適法であることに関する意見を求めるもので、大規模第三者割当増資に関して、法令・定款違反と認められる事実がないことに関する意見です。「法令・定款違反ではない」ということで、義務的領域に属すると思います。

法令違反としては、典型的には有利発行に当たらないかどうかという話が一番大きいと思いますが、金商法手続きを遵守しているかどうか、授權枠を破る人はいないと思いますが、授權枠のチェックなど、そういう点がメインになると思います。

論者によりますが、11頁の「(3)」に書いているように、新株発行が経営判断の原則に則って行われていることに関して、「A案」に入れる人と「B案」に入れる人がいると思いますが、二つとも監査役として、取締役会が決めた新株発行の過程が経営判断の原則に則っていて、善管注意義務違反がないことに関するチェックしているはずなので、それに関する意見を述べることもあり得ると思います。これが「A案」です。

「B案：適法＋公正意見型」は、法令・定款の「A案」に加え、「著しく不当な事実」という概念が会社法の中にありますので、著しく不当な事実に当たらないことに関して、何らかの意見を述べるのが「(b-1)」です。微妙に違うと思うのが、株主の目線で見ると、差し止める対象となる「著しく不公正な発行」という「会社法210条」の概念になるかどうかに関する意見を述べるのが「(b-2)」です。

「(b-1)」と「(b-2)」ではアプローチによって違うのか、中身も違うのかどうかの議論はしなくてはならないと思いますが、いずれにしても、この二つをまとめて、「不公正でない、不当でない」という意見を述べるのはどうか」というのが「B案」です。B案になったときに、何が入ってくるかですが、A案とB案の境界線はかなり微妙で、境界線はないという議論もあり得るかもしれませんが、一応頭の体操に列挙したのが12頁の「(3)」から「(6)」です。「(3)」は先ほどの「A案」の「(3)」で出てきた、経営判断の原則に則っているかどうかです。

経営判断の原則に関しては、ご案内のとおり、プロセスがきちんとされているだけでなく、その判断が「著しく不当でないこと」という要件が下級審の裁判所で行っているため、「新株発行の内容が著しく不当でない」ということは、経営判断の原則を見ている過程でもチェックされていますので、「B案」に入れる考え方もあり得るかもしれません。

「(4)」は、新株発行を決めた目的が保身目的でないということに関するチェックが考えられるかもしれません。

「(5)」とか「(6)」は、「B案」の話なのか「C案」の話なのか。MSCBの遵守義務は法令だと考えると「A案」になりますし、法令でないだと考えると「B案」かもしれませんが、これをどちらに入れるかという議論があるかもしれません。「(6)」の話が「B案」の話なのか「C案」の話なのかは、多分人によって意見が分かれると思います。

囲みの中ですが、「取締役会で意見を述べるべき著しく不当な事実」は、会社法で

「382条」に入った条文で、解釈論がいろいろあり、詰め切れない部分があります。

「C案：適法+公正+妥当意見型」は、著しく不公正でないことをさらに越えて、資金調達的手段でエクイティーを選んだことが正しいとか、調達資金で本当に全体の利益率が上がるとか、株主・投資家が満足するという経営判断としての妥当性についても意見を述べるのが「C案」です。「C案」に関しては、さすがに「中間領域」だけでなく、「禁止領域」に該当するものが含まれ得るのではないかという懸念が出てくると思います。

岩原委員の指摘を掲載していますが、その関連で14頁の囲みに戻ると、「妥当性に関する事項を述べるには論点を考えなくてはいけない」ということだと思います。

「(1)」は、妥当性に関する事項を、取締役会等の社内で述べるならともかく、取締役会決議で既に決まったことを、社内の人間が「あれはおかしい」と言うことに問題はないのか。監査役に限らず、取締役会の構成員である取締役でさえ、こんなことをやってもいいのかという論点があるのではないか。社内の人間として、決まったことに対して、「中で話す」と「外で話す」の違いを認識しなくてはいけないのではないかという指摘が一つ目です。

「(2)」は、株主総会決議事項であれば、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「会社法384条」の趣旨を、どこまで広げていけるのか、これが二つ目です。

「(3)」は、先ほどの「著しく不当」という話は、「取締役会でそういう意見を述べる」となっていますが、取締役会で述べたことは何でもかんでも開示することにはなっていないで、取締役会議事録の閲覧・開示は制限されています。特定の利害関係者しか見られないという観点もあるので、その観点から、「何でもかんでも社内の議論は外に出せ」とはなっていない会社法の立て付けの中で、著しく不当かどうかに関して、どこまで何を外に出すのが適切なのか。

この三つの視点を踏まえて、どの程度まで監査役に意見を述べてもらうか。「提出+開示型」という選択肢を採るのであれば、こういう事項も問題意識として持ったうえで、範囲を決めていかなければいけないと思います。

「A案・B案・C案」を紹介しましたが、AとBの境界線、BとCの境界線には微妙なものがあり、人によって何を含めるかで変わってくるので、一応A・B・Cの三つに分けましたが、最終的には「具体的に何を述べてもらうのか」を決めて議論するほうが、議論が錯綜しなくていいと思います。

16頁の「3」は、監査役意見が出ない場合の効果という論点を書いています。これにも論理的には三つの選択肢があると思われます。一つ目の「適正意見提出型」は、適正意見がない増資を行った場合、直ちにサンクションに結び付く方法で、こうなると、恐らく適正意見がない増資はしないわけですが、それは監査役に拒否権を与えるのとほぼ等しくなりますが、そこまで強い権限を与えることをどう考えるかということだと思います。

二つ目の「意見提出型」は、適正意見でなくても何らかの意見があればいいということ

で、意見がないことをやる場合にはサンクションを伴うとするものです。

三つ目の「意見ナシ型」は、意見がないまま実施してもいいけれども、意見が出なかったことを市場に開示し、意見のない増資をしたことについて判断してもらうものです。

「意見ナシ型」に関しては、池田さんの意見にもありましたが、「本当に監査役の意見を述べることに、業務執行者側が協力するのか」という指摘はあり得ると思います。

いずれにしても、論理的に三つの選択肢は境界線が微妙かもしれませんが、考えられる選択肢は三つあり得ると思いますので、どれがいいかという議論が必要だと思います。

17頁の「5. 監査役監査意見に不実記載があった場合の対会社または対株主に対する法的責任」は、仮に監査役がこういう意見を外に述べることになった場合に、現実には監査役が考えることは、そういう意見を外に述べて、自分の法的責任が増えるのか、どう変わるのかということをおぼろげにするとおぼろげに思います。その観点から、監査役にどのような法的責任が被さっていくのかに関して、若干整理したのが17頁から19頁になります。

法的責任が出るものとしては、会社法の世界で言うと、「423条1項」の対会社責任、代表訴訟の対象になる問題。18頁の「429条1項」の第三者責任、「旧266条の3」です。それなりに重要なのが、19頁の「会社法429条2項3号」というほとんど使われたことがない条文ですが、監査報告に関し、「記載すべき重要な事項に虚偽があった場合には第三者に対して責任を負う」というものです。

「429条1項」は、監査役の重過失がないと責任を負わないのですが、「429条2項3号」は、過失があるだけで責任を負うので、こういう新たな記載事項を加えることにより、過失責任的なものを負うことにもなり得ると思いますので、会社に対する責任を負うなり、株主に対する責任を負うなり、どちらであれ、監査役が外に何らかの意見を述べることになった場合には、理論的には昔からあった責任とはいえ、リアルに監査役が法的責任を負う可能性が増える。監査意見をきちんと述べないと法的責任が出るという理論構成になると思われます。

この制度を入れた場合は、監査役はかなりまじめにやるようなインセンティブが、法的責任の観点からはあると思います。民法上の不法行為責任も当然あり得ますし、金商法では監査役の意見は拾われてないのですが、民法の不法行為責任を含めて、いろんな議論があると思います。

20頁の「6」は、例えば「意見を開示しましょう」となったときでも、きちんと資本市場が相応の評価をするような意見を述べたほうがいいので、実際にきちんと監査役が意見を述べ、同時に資本市場が思っているような大規模増資に対する不透明感、「取締役会がきちんとプロセスを経て大規模増資をやっている」という説明責任を果たすにあたり、監査役がそれをきちんとチェックする。

監査役がきちんと意見を述べることで、取締役会が行う大規模割当増資も適正に行われているという信頼を、資本市場に対して醸成していく観点で助けになればということで、実務レベルで何が必要なのかを詰めていったほうがいいと思いますので、それに関する点

を「6」で書いています。

「(1)」は、監査役に事前に情報の提供がされていることが大事になります。「(2)」は、監査役に適正に意見を作成する現実のインセンティブ、動機があるか。20頁の「②」は、「見える監査役」という議論がありますが、不祥事に関して、よくされる議論が、「火種を消した、予防監査をやって火は消えた。そのときに『こういう火種がありました』と、あとで開示する人はいない」、そんなことをすると、「こういう不祥事がありました」と言うのと同じなので、「昔こういう火種がありました」とは、なかなか開示できないという説明をする監査役が結構います。

「監査役の仕事は性格的に見えにくい」という指摘をする人がいますので、その辺を踏まえて、今回の増資に関して、監査意見を述べさせることに関して、「消えた火種論」というか、「見えにくい」という性格論に関連して、留意すべき点を書いているのが「(2)②」です。

「(3)」は、どのような具体的な監査をして意見を述べるのかに関しても、きちんと協会から監査基準なり実施基準をある程度具体的な行動規範として示したほうが、より実効的な意見を述べるのではないかということです。

「(4)」は、根本的な問題として、こういう点に関して述べるので、監査役の人選・その他に関して、何か検討すべき点はあるかということです。以上です。

3. 意見交換

説明後、意見交換が行われた。主な要旨は以下のとおり。

- ・ 大規模第三者割当増資について、例えば株主総会の特別決議を要することとするなど、発行市場規制としての検討が必要ではないか。
- ・ 監査役意見を提出するとした場合、証券取引所がそれをどのように活用していくべきなのか、あるいは活用していくことができるのかという点について、証券取引所が既に行っている上場管理をより実効的なものとする方向で、この監査役意見が機能するような検討が進められるべきではないか。
- ・ 第三者割当増資にあたって監査役が意見を述べるとすれば、事務局説明で提示された「B案：適法+公正意見型」程度の意見は示さなければ投資家としてもあまり役に立つ情報とはいえないのではないか。
- ・ 第三者割当増資に関して、実際に証券市場の公正性を左右するような問題があるのだろうか。
- ・ 大きな株式併合の後に反社会的勢力などに第三者割当増資をするというケースは非常に多い。こうした形で会社の支配構成が変わるのは、株主・投資家にとって非常に大きな問題であり、開示によって何らかの手当てをすることが必要ではないか。
- ・ 第三者割当増資が原則自由であるということについて考える必要があるのではないか。例えばイギリスでは株主割当が原則とされており、会社を救済するなどの合理的

理由がない限り第三者割当増資は認められない。また、日本の議論では、第三者割当であれ何であれ、発行してしまえば有効であるということを前提に議論されているが、本当にそれでよいのか考える必要があるのではないか。株式併合の直後に第三者割当増資をするというのは、偽計取引ともいえるような行為である。そうした行為が放置されている現状に問題があるのではないか。

- 証券取引所の規則で規制するとの案もあるが、違反した場合に善管注意義務違反や虚偽記載に問われることまで想定するのであれば、連邦会社法のない米国などと異なり、日本では会社法で規定したとしても違和感はないのではないか。
- 理想論を言えば、事務局説明で提示された「C案：適法+公正+妥当意見型」までの意見を出すことのできる資質を備えた人材を監査役として選任すべきであるということと言えるのではないか。
- 「資料2」においては、監査役の意見を証券取引所に提出することを前提としているが、監査役の果たすべき役割を検討する上では、ほかにも方策が考えられるのではないか。例えば、会社法の210条2号に基づき不適切な第三者割当増資の差止を株主が裁判所に請求することも考えられるが、現実問題としてコストや情報不足の点から株主が直接行動を起こすことが難しいということであれば、端的に監査役に差止権を与えるといったことも考えられるのではないか。
- 確かに株主が差止請求することは難しいが、監査役の見解が示されていれば、株主からも折に触れて、経営者になぜそのような増資をしたのかといった意見を述べることで済むため、経営者以外の意見が示されることは非常に大事ではないか。
- 株主がどこまで動けるのか、実際にはあまり期待できないとすれば、株主の利益を擁護するために監査役にある程度の役割を期待してはどうか。差止請求権を単に会社の利益が害されたときだけでなく、株主の利益を守るためにも行使できるようにすることは十分考えられるのではないか。株主代表訴訟における不提訴理由の通知のように、監査役が積極的に動かない場合にはその理由を述べさせるようにするなど、監査役がそうした役割を果たさざるを得ないような制度的仕組みを検討することは有益ではないか。
- 現実に、不適切であると思われる第三者割当増資が少なからず実施されている。明確な法律違反がない場合には、こうした増資を止める手立てがない現状では、監査役が何らかの意見を示すといった手当てをしなければいずれ大きな問題が発生する可能性があるのではないか。
- 監査役がどの程度まで意見を出すべきかについては、適法性に限定することは難しいと考えられるが、ある程度限定した範囲での「適法+ α 」と考えるべきではないか。あくまでも適法、あるいは定款に適合するかどうかについて、意見を述べるのであって、それに加えて例えば、「著しく不当な事実」があるかないか、あるいは「著しく不公正な発行に該当しないこと」について述べるものとして整理すべきである。

- 基本的な資金の調達方法は公募であり、第三者割当増資は例外的なはずである。限定されるべき資金調達の方法が最近は非常に多くなり、かつ極端なものが多いのはなぜなのかという辺りを、もう少し分析する必要があるのではないか。不透明なものが多いとすると、規制する何らかの手当てが必要だが、今の監査役がそういうことを果たすのが適切といえるのか。あるいはもっとディスクロージャーを徹底するなど、選択肢としてほかにも方法があるのではないか。
- 監査役に何らかの役割を与えるという手当ても考えられるが、その場合には、監査役が本来の機能を発揮することが前提であり、制度として監査役を関与させることで、逆に現状が肯定されたり合理化されてしまうことのないようにする必要がある。
- 第三者割当増資にあたっては、例えば、現行の法令等に明確に抵触するわけではないが、相手方に関する情報を十分に調べた結果、問題ありと判断される事例であれば、差し止める何らかの方策は必要である。現状ではその役割を果たせるのは監査役しかないのであり、監査役の本来の機能を明確にした上で議論をしていけば、できる範囲ややらなければいけない部分はおのずから見えてくるのではないか。
- 監査役が意見を述べるとしても、「著しく不当」という概念の境界線のある程度意識しておく必要があるのではないか。
- 第三者割当増資については、経営政策的な要素が強いため、原則としては取締役会が判断すべきだが、第三者割当増資の中には、明らかに利益相反的な要素が強いものもあるし、さらに会社の経営支配の構造の根本を変えるようなものもあり得る。そういった、普通の経営判断を越えるレベルの決定がなされる、かつ利益相反的な要素が強い場合については、少なくとも監査役がそれについて対外的にも意見を出すことがあっていいのではないか。
- 通常想定される経営判断の枠を越えていると思われるような第三者割当増資が行われる場合には、最後の砦である監査役が何らかの意見を示すという道を作っておくことは重要ではないか。
- 通常であれば、監査役は取締役会に出席した際、経営判断の原則に則った意思決定が行われているかどうかといった視点で案件をチェックし、必要に応じて意見を述べている。しかしながら、現実にはすべての監査役がそうした意識を持っているかという点については問題があるといえ、監査役が役割を果たさざるを得ないような立場に制度的に仕向けていくということも有効なのではないか。

以上