

第4回有識者懇談会 議事要旨

日 時：平成20年7月2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. 第三者割当増資に関する前回の議論のまとめ

(1) 第三者割当増資の実態について

【報告者】(株)東京証券取引所 上場部長 河野 秀喜氏
日本証券業協会 常務執行役・自主規制本部長 平田 公一氏

(2) 前回懇談会の議論のまとめ

2. 各論の検討 (2) 買収防衛策と監査役との関与
3. 会計監査関連事項に関する今後の検討の進め方について

議事内容

1. 第三者割当増資に関する前回の議論のまとめ

(1) 第三者割当増資の実態について

河野氏及び平田氏より、標題について報告があった。

河野氏 「資料1-1」と「資料1-2」は、前回の有識者懇談会を受けて用意しました。小委員会に参加の皆さんは、6月12日に説明した内容と重複しますが、ご了承ください。「資料1-1」は総括、「資料1-2」は具体的な事例になります。

「資料1-1」を見てください。一番上の表は、種類別に「株式・CB・予約権」を合計したもので、「公募」、「第三者割当」、「株主割当」のそれぞれが、どれぐらいのウエートかを表したものです。それぞれのウエートで見ると、公募と第三者割当は中計の欄を、株主割当は株主割当の欄を見てください。

話題になっている第三者割当で見ると、全体の件数で444件のうちの268件です。これは、会社法がおおむね施行されて以降、3月31日までの件数ですが、件数では全体の60.4%、金額ベースで割合を見ると、40.9%というウエートで、第三者割当増資が行われています。

30%以上を見ると、件数は59件で13.3%、金額では8.7%です。20%以上30%未満で見ると、件数は37件で8.3%、金額は4.2%です。20%以上を足し合わせると、件数は全体の21.6%、金額では12.7%です。下の三つの表は、それぞれ種類別に「株式発行」、「CB発行」、「新株予約権発行」で、同様の表にしています。説明は割愛します。

「資料1-2」は、同じ期間で、大規模増資前の上場株式数に対して、発行株式数の割合が30%以上であったもののリストです。種別で比率が大きかったものから順番に並べています。公募では2件あり、一番上の例は、第一回有識者懇談会で飛山が説明したものです。株主総会直後に公募増資をして、報道等で話題になった例です。そのあとが、第三者割当増資が種別で株式のケースで、2枚目の途中からCBのケース、新株予約権のケース

の表になっています。

2枚目の真ん中辺りに、第一回有識者懇談会で紹介した事例があります。増資前の上場株式数に対して、発行株式数が比率で2,979.3%、約30倍になっています。30倍になっているのは、第三者割当増資の前に10対1の株式併合を行い、そのあとに第三者割当増資を組み合わせることで、結果的に30倍の株式数、新株発行がなされた例です。これを私どもは重要視し、公表措置を採りました。

同様に問題視した例で、「割当先に不透明な先があるのではないか」という指摘を受けているものがあります。例えば横文字の会社、ファンドの会社、バミューダ諸島のある一定の私書箱が割当先に出てくると紹介しました。第一回のとときに紹介した二つの会社の例を紹介しました。

平田氏 平成4年から、私ども証券業協会では証券会社の引き受けに関して、さまざまな受注を実証してきました。エクイティファイナンスの状況についても、それ以降は随時全国の証券取引所の上場銘柄に加えて、われわれが取り扱っているグリーンシート銘柄も含めたエクイティファイナンスの状況について、取りまとめを行っています。

「最近の第三者割当増資の状況について」という資料の1頁目は、河野部長から話のあった第三者割当の実態とほぼ重なる資料です。「第三者割当が増えている」という話が聞こえていますが、必ずしもそうではなく、公募増資が株価の状況に応じて減ってきて、第三者割当はコンスタントに実施されているという実態があります。なお、この表については、第三者割当の中に新規上場のオーバーアロットメントが入っているため、東京証券取引所とは違った数字になっています。金額も同じように、ほぼコンスタントに実施されている状況が見て取れます。

第三者割当の特徴について、四点ほど気が付いたことを取りまとめました。まず、本会議で問題になっている「発行数量の大型化」です。「資料1-1」、「資料1-2」、「資料1-3」が、実際にそれぞれの歴年で発行された全国の上場会社の第三者割当の実態の数字です。この数字の中には第三者割当の新株発行に加えて、新株予約権証券の発行も追加しています。50%を超えるような発行数量の第三者割当は、2006年は45件、2007年は52件、2008年は既に27件、かなり増加している実態が見て取れます。細かい内容については、のちほど紹介します。

二つ目は、東京証券取引所からも指摘があったように割当先の変化が見られます。従来からファンドへの割当は多く、ここ数年、特に海外ファンドへの割当が増加しています。

三つ目に、新興市場銘柄の第三者割当が非常に増えています。例えば、「資料1-1」の左側に「市場区分」という欄がありますが、ヘラクレス、JASDAQ、マザーズのような新興市場の銘柄が、第三者割当を行っているケースが非常に多いことがわかります。実際に2006年は49.5%、2007年は59.6%、2008年は63.3%と、新興市場銘柄の発行会社の発行比率が増加傾向にあります。

四つ目は、新株発行と新株予約権の同時発行がかなり増えています。2006年は16件、2007年は19件、2008年は既に10件です。新株予約権と株式を同時に発行したのちに、また同じ年度に別の第三者割当をやっているようなケースもあり、複数の第三者割当、あるいは同時発行が増えています。

このような第三者割当が、最近は非常に増えていますが、「不適切である」と、市場関係者や投資家から苦情等が寄せられた物件をまとめると、いくつかの類型が見られます。こちらでも問題になっている大量の新株発行は、東京証券取引所では30%以上で集計をしていますが、特に苦情として寄せられる案件の中には、「発行済みの50%以上を発行するようなケースが散見されるのはいかがなものか」という投資家からの苦情が寄せられているケースがあり、中には株式の希薄化が散見され、特にファイナンス後の株価が下落するようなケースも見受けられます。

「資料1-3」に、2008年の「払込期日3カ月後の株価」の数値を、網掛けで入れています。発行価額と比較すると、3カ月後の株価が下落しているケースが散見されます。必ずしも、すべてが落ちているわけではなく、かなり上昇している銘柄もありますが、落ちている銘柄もあり、こういうものが苦情として表面化しやすいと言えます。

往々にして、新興市場銘柄のファイナンスが多いこととも関係があるのかもしれませんが、特に財務基盤が脆弱であり、短期的に債務超過を解消するような目的で行われるファイナンスが多々見受けられ、借入金の返済等のケースについては、「金利軽減策、あるいは短期的な債務超過回避策にしかならない」ということで、「抜本的なリストラに結び付いていないケースが、株価下落をもたらしているのではないか」という意見も出ています。

この懇談会とは直接関係ないのかもしれませんが、第三者割当の特徴の中で、苦情等で指摘される案件では、有利発行的な新株発行がかなり多いのではないかと。特に直近の株価と比べて10%を下回るようなケースは、必ずしもそれが有利発行に当たるとは言い切れませんが、かなり時価に比べて安い発行を行っているケースが散見されます。

「資料2」は、2006年から2008年までの間に行われたファイナンスにおいて、直前時の株価と実際に発行された価額が乖離をしているケース、あるいは実際に算定をした根拠となる数値と実際の発行価額を比較した表です。例えば、発行決議日の株価に比べて16.7%という相当安い株価で、有利発行の決議をしているということで問題になったケースがあります。

直前の乖離の数値の二つ右側に、このファイナンスにおける直近の株主総会の有無を書いています。上から六つ目に「なし」と書いているものに関して、直近の株価と実際の発行価額を比べると、71.2%という乖離が見られます。実際にこの発行会社が算定をした根拠としては、「直近3カ月間の終値の平均」ということで、この数字で行くと100.2%で発行されるケースですが、実際の時価と比べると相当落ちている価額で発行しているということで、株主からクレームが出ているものです。

株主総会で言えば、何ら問題はないのかもしれませんが、実際に発行されたのちに、わ

れわれのほうに苦情として寄せられるような案件が多くあります。

私どものほうで、第三者割当増資に関する取り扱いの指針を出しています。証券界としての基本的な考え方を取りまとめたもので、「参考」として出している資料ですが、基本的には、「払込金額は、第三者割当増資に係る取締役会決議の直前日の価額に0.9を乗じた額以上であること」を原則としたうえで、「ただし、値付けが悪かったり、売買高があまりないようなものに関しては、最長6カ月の平均が可能ではないか」という考え方を示しています。

これが必ずしも有利発行のためのガイドラインではありませんが、証券界としては、このようなことをベースに、発行会社にファイナンスの際の株価の決め方についてのお願いをしています。このような考え方もあるので、それに基づく、かなり株価が下で決められているようなケースが散見されます。

元の資料の3頁目、「(4)株式併合と組み合わせたファイナンス」は、東京証券取引所から紹介のあったケースです。それ以外にも、JASDAQの銘柄で、第三者割当と同時に株式併合決議をしていたり、あるいは第三者割当の直後に株式併合をするケースが見受けられます。

「(5)複数回のファイナンスの実施」は、新株式と新株予約権の同時発行が散見されます。かなり短い期間の間で増資をたくさん行い、1件当たりのファイナンスで見ると、発行済みの比率としては、それほど多くない比率になっていたとしても、年間で見るとかなり発行数量の多いケースが散見されます。

「資料3」のように、複数のファイナンスをやっているケースの中には、上場廃止になっているケースが散見されますが、これは卵と鶏の議論かもしれません。財務基盤が脆弱だからファイナンスをやらせ、ファイナンスをやった結果、解消されずに上場廃止になったケース、あるいは財務諸表の虚偽記載等々を行ってしまった会社など、上場廃止になったものが見受けられる実態があります。

私どもでも、第三者割当の在り方については、自主規制会議という会合の中で問題として取り上げています。現在、東京証券取引所が進めている対応策についても、全面的に協力をしたいと考えています。以上です。

(2) 前回懇談会の議論のまとめ

事務局より、標題について説明があった。

事務局（武井委員） 「資料1-4」は、前回の議論を踏まえて、方向性として、「大体こんな感じかな」というものもあれば、「こういう点を、さらに検討していく必要がある」という論点もあると思います。議論の状況に関する中間報告なので、極めて簡単なペーパーになっていますが、このような議論でよかったかどうかの確認をお願いします。

「大規模第三者割当増資と監査役の議論の整理」の「一. 基本的方向性」として、上場

会社が行う一定の大規模第三者割当増資について、一定の観点からの監査役の意見を求め、開示を求める方向で検討を行うことにしてはどうか。このような方向性について、さらに詳細を詰めて議論をしていきます。

「二、二読取りまとめに向けての整理・検討事項」は、これから詰めるべき論点を書いています。一つ目は、2割等の一定比率を超える増資に対して、株主・資本市場が果たしてどのような点に違和感を持っているのかという点に関して、改めて議論を詰める必要があるのではないかという指摘がありました。

監査役が意見を述べるにあたっては、少なくとも、企業が行う健全な資金調達に対して、支障にならないような配慮が必要だと思えます。「何をもって妨げになるのか」という議論もあると思えますが、2割の増資をしている場合に、正当なものまで過剰に止めてしまうことがないような配慮の観点から、何か考えるべき点があるかないかということを検討します。この点については、さらに調査して、考えていきます。

二つ目は、対象となる大規模第三者割当増資の範囲について、前回示したたたき台案として、特定の第三者に、増資前発行済み発行株式総数の2割、3割、5割を超える規模の第三者割当増資を行う場合を、たたき台の議論の対象として考えてはどうかということです。発行の対象は、株式だけでなく、新株予約権とCBを含みます。対象の範囲に関しては、最初にイメージを持ちながらも、最後にどうするのかは決まってくると思えます。

三つ目は、監査役が意見を述べる観点として、前はA案・B案・C案を示しましたが、皆さんの異論がなかったのは、B案の一部を持ってきた「A案プラスアルファ」で、具体的には、「(1)法令・定款違反の事実が認められないこと」プラス「(2)著しく不当な事実がないこと」に関して、監査役が意見を述べます。

具体的には「①・②・③」で例示していますが、有利発行に該当するにもかかわらず、取締役会決議でやってしまっていないかどうか。新株発行を決めた過程が経営判断の原則に則っているのかどうか。プロセスの話もありますが、経営判断の原則の場合、日本の場合は「著しく不当」も経営判断の原則の判断材料に入っているのです。内容が著しく不当でないことも含まれます。「③新株発行の主たる目的が、現経営陣の保身目的とは認められないこと」が、監査役としてチェックすべき代表的な項目になるのが、「A案プラスアルファ」のイメージとして例示をしています。

ちなみに、「注」に書いているように、「1」と「2」に関しては、「少なくとも監査役は、会社法上、こういうことは監査をしてください」と解釈できる範囲内のことなので、現行の監査役に、「会社法にないことをやってください」ということにはなっていないという理解のもと、「A案プラスアルファ」という整理を行っています。

「4」は、監査役が意見を述べるとして、実効性のある意見をどのように得るか、監査役の実効性をどのように図るかという論点です。一つ目は、「監査役の実見等を取引所の『開示事項』とすることなども検討することでどうか」ということで、取引所とも詰めていければと考えています。

ちなみに、「開示にするか、提出にするか」という議論がありました。先ほどの「範囲」と同じように、最終的に決まってくることもかもしれませんが、前回の議論の中で、「開示までしないと意味がない」、「株主が差し止め権を行使するための情報提供として不十分ではないか」という議論がありました。

二つ目は、どのような開示を監査役の見解とするのかに関して、たたき台の「A案プラスアルファ」であっても、「問題はありませんでした」という1行を書くのでは情報提供にはならないので、どのようなチェックをして、意見を述べるべきなのか、監査役に示したほうがいいのかということ。監査役は実際にどのようなことを調べたうえで意見を述べるのか、ある程度詳細にわたる形で示したほうが、より具体的になっていいのではないかということで、「(2)」の記載を書いています。

「5. その他の法的論点の検討」の「(1)」は、監査役が意見を述べることの効果について、例えば監査役から適正意見でなくてもいいとしても、何の意見の開示もない状況で強行された大規模増資についてどう考えるのか。この意見の法的効果に関して詰めるのが、一つ目の例です。

二つ目の例は解釈論になりますが、監査役が対外的に述べる意見に関して、監査役がどのような法的責任を負うのか。現行法で言うと、「会社法第429条2項」のような、「監査意見に対する対外的な株主に対する瑕疵責任」という話になってくると思いますが、そのような法的責任に関しても、解釈論の整理がつく限り、できるだけこの論点整理の中で示したいと思います。

「5-(2)」は、前回の懇談会のあとに出た議論です。監査役は独任制ですが、監査役会の意見にするのか、1人の監査役でも意見を述べればいいのかということで、監査委員会の場合はこのような問題はありませんが、監査役の独任制という特殊性に照らして、どのような形の意見がいいのかということです。

たたき台としてここに書いているのは、「社内監査役が1人だけが『いいよ』と言った意見に、どのぐらいの意味があるのか」という議論が、前回の小委員会で出ました。いくら増資が機密性を持って社内で行わなければいけない事案であっても、「社外監査役の見解もある程度反映させた形で、監査役の見解が出ないと意味がない」という議論があり、「監査役会の意見」という書き方をしています。

ただ、他方で、法令・定款違反も入っているので、監査役会が多数決で、「法令・定款違反がない」と言ってしまう話でもなく、その中で監査役が1人でも、「これはおかしい」と思うのであれば、独任制のもと、そのような意見も出てくることになるという整理をしています。

この部分は、現行の解釈論の中でどのように考えるかですが、「監査役の見解」となったときに、監査役は複数いるので、だれの見解なのかもここで詰めていかなければいけないことを書いています。その他、検討すべき論点を指摘いただければ、二読までに詰めていきます。

「6」が、一番大事になってくると思います。しかも、大規模増資に限らず、ほかの項目についても同じことをやっていく必要があります。実際に監査役がこのような役割を果たしていく中で、現在の監査役のいろんな環境において、足りない部分として、どのような部分を整理していくべきか。

例えば監査役の人選の問題、独立性の問題、独立性も何の観点からの独立性かも詰めていかななくてはけません。情報入手体制として、業務執行者側と監査役側との情報伝達、社内監査役と社外監査役との情報伝達の在り方に関して、より実効的に株主・資本市場を含めて、皆様からの期待に沿った仕事を、監査役がしていくためにはどのような環境整備が必要か、できる限り示していくのが「6」の宿題です。以上が、前回までの第一読を終えた、たたき台の整理です。意見等があれば、よろしくお願いします。

(3) 意見交換

報告後、意見交換が行われた。主な要旨は以下のとおり。

- ・ 例えば、割当先が反社会的な勢力であるとか、ファンドの裏に反社会的な勢力があることが、経験的にわかるケースなどが「著しく不当だ」ということになるのかどうかを明確にしておいたほうがよいのではないか。
- ・ 上場企業であれば、第三者割当増資は正当な理由がなければ実施すべきではなく、実施するのであれば、正当な理由や合理的な説明が常に求められるという前提で考えるべきである。正当な理由を説明させたいうえで監査役が何らかの意見を述べるものとするべきではないか。

2. 各論の検討 (2) 買収防衛策と監査役の間

(1) 論点整理

事務局より、標題について説明があった。

事務局（武井委員） 「資料2-1 買収防衛策と監査役（論点整理）」は、基本的には前回の増資のような感じで整理を行っていますので、似ているところも多々あります。ただ、買収防衛策特有のものとして、若干新しい論点も出ていますので、その点を含めた説明をします。

最初の3頁は、関会長の指摘をそのまま掲載しています。いろいろな指摘がありますが、少なくとも現状の買収防衛策の状況に関して、いろいろな提言があり、その中で、「特に監査役として果たすべき役割について、もう少しきちんと考えるべきではないか」という指摘がされています。それを含めて、4頁からは前回と同じように、監査役が果たし得る役割について、「義務領域」、「中間領域」、「禁止領域」という三つに分けて議論を考えます。

「義務領域」に関しては、4頁から5頁に、「どのようなことが義務領域として、監査役にあるのか」という整理を行っています。若干前回よりも法律的に論理立てて整理して書いています。「1」と「2」は監査報告義務で、「1」は、「381条1項」で、全般的に監査

報告を行うという規定があり、「2」は、「436条2項」に、事業報告について監査役の監査報告義務の規定があります。

この「436条」の中に、具体的に5頁の「6」ですが、買収防衛策に関しては、「会社法施行規則127条と129条」の規定で、事業報告に開示された買収防衛策に関しては、それが「株主共同の利益を損なうものではないこと」と、「会社役員の地位の維持を目的とするものではないこと」という二つの観点に関して、監査役は監査報告において意見を述べなければいけないという規制が、既に会社法に入っています。この点が前回の大規模増資とは違う、追加的に出てくる規定で、規定上の根拠として、「既に存在しているものがある」という点が、大規模増資とは違う点です。

6頁からは、「業務執行者を兼ねてはいけない」という規律と、「取締役という立場との法的立場の違い」という二つの観点から、「会社法上、監査役は何ができるのかを考えなくてはいけない」ということです。6頁から7頁は、岩原委員のペーパーを張り付けています。下線を引いていますので、ご参照ください。

以上の点を踏まえて、9頁の「買収防衛策と監査役の関与に関する論点整理」から、具体的な各論の話に入っています。「買収防衛策」といったときに、現在において、一番関心の高い論点整理が必要になる、俗に言う「事前警告型の買収防衛策を念頭に置きましょう」ということを、整理しています。買収提案がされたときに、一定の時間と情報を確保することによるもので、対応はいろいろありますが、アメリカの「ライツプラン」のような機能を持ったものについて、「事前警告型」という形で広く呼び、その買収防衛策に関する監査役の関与について、論点整理を行うことにしています。

「2」は、事前警告型の場合、必ず新株予約権が使われるので、必ず何らかの形で取締役会決議がなければいけません。この取締役会決議に関して、判例法や会社法の規定にもあるとおり、「会社役員の地位の維持を目的として使われないこと」、俗に「保身目的」と言われるものですが、保身目的をもって使われないことに関して、何らかの形でチェックがされなくてはならない。株主の目からも、保身目的に使われてないことが、一つの大きな関心事になっています。

「ブルドック事件」の最高裁決定においても、保身目的に関しては、「もっぱら経営を担当している取締役等、またはこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、原則として著しく不公正な方法によるものと解すべきである」ということを、はっきり述べました。それを踏まえて、「3」は、買収防衛策の発動が取締役会決議だけで行われるパターンがどれだけあるのか、私は懐疑的ですが、前回の大規模増資における論点整理に準じて、監査役意見の在り方について考えていくのはどうでしょうかという整理をしています。

具体的には、「法令・定款違反の事実が認められないこと」と「著しく不当な事実がないこと」に関して、特に一番大事なのは、経営陣の保身のために発動を決議していないことがあります。一定の意見を監査役が述べることで、整理をしています。

10 頁の「4」は、前回の大規模増資とは若干異なり、新しい点になりますが、買収防衛策の事前警告のようなものは、「株主意思の原則に則ることになっている」と理解しています。少なくとも、株主の意思を問う形で発動がなされることが多く、現実によくの買収防衛策においては、最終的には何らかの形で株主総会の場において、株主意思の反映の機会を得ることが多いと理解されます。

株主総会の場での諮り方としては、勧告的決議の場合もあれば、取締役の選解任決議の場合も、買収者側から招集請求がされる場合もありますが、有事の株主総会での意思確認において、きちんと監査役が株主に向けてメッセージを送る必要があるのではないかと、指摘しています。既に、「会社法 384 条」で、監査役は取締役会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。法令・定款に違反すると認めるとき、あるいは著しく不当な事項があると認めるときには、その調査の結果を株主総会に報告しなければならないという規定があります。

しかも、「384 条」の監査役の調査結果があるときには、結果の概要を株主総会参考書類に記載しなければいけないという規定が、会社法施行規則としても存在しています。ただ、現在は買収防衛策に関して、監査役の意見が述べられた事例はありませんが、「384 条」の観点も含めて、買収防衛策において、「監査役が株主に対していかなる役割を果たしていくべきか」ということも、このような規定を根拠に考えていくことでどうかという整理をしています。

「5」は、独立委員会と監査役会との関係についても整理するのが、「後記八」です。

「七-(1)監査役が調査結果を述べることについての諸考慮要素」については、「384 条は何のためにあるのか」、いろんな議論があるかもしれませんが、少なくとも株主総会で何か株主が権限を行使するにあたっては、監査役に一定の調査を課しています。要は、「監査役には株主の判断の前提となる重要な事実や情報を提供する職責を、会社法は監査役に課している」という説明の仕方でもできると思います。

11 頁の「(2)」に、「合理的限界説？」と書いていますが、前回の大規模増資でも議論が出ましたが、会社法上、監査役も会社役員であり、取締役会の過程で、いろんな意見を言うことは自由ですが、いったん取締役会で決まった事項に関して、監査役が、「俺はおかしいと思うと、どのぐらい自由に言っているのか」ということで、何でもかんでも言うわけにはいかない。取締役会で1回決まったことに関して、監査役が言えることに関しては、一定の限界があるのではないかという議論が一部にあります。

そのような限界も踏まえつつ、「(3)」は、実際に監査役監査報告で著しく不当な業務執行について、監査意見を述べることは可能ですが、会社法が既に監査役の監査報告ないし「384 条」において、「意見を述べてもいい」と言っているので、会社法が認めていることに関して、合理的限界説を考える必要はなく、著しく不当な買収防衛策の発動であれば、最終的に監査役の意見が言えることで、初めて取締役会の場で監査役が言う意見にも重みが出るし、買収防衛策の運用を行う際に、監査役の意見も踏まえて最終的に決定されるこ

とになるのではないか。会社法の規定に従って、監査役が外に意見を言う分には、合理的限界説はそんなに気にする必要はないという整理をしています。

12 頁は、実際に会社法施行規則において、買収防衛策について、「株主共同の利益を損なうものではないこと」と、「会社役員の地位の維持を目的とするものではないこと」についての意見を述べるのが求められていますから、「監査役としていかに実効的に述べるか」ということを真摯に考えていくことは、現行法のもとでの整理としてもいいということで、整理をしています。

一点、現行法の「会社法施行規則 127 条と 129 条」は、事業報告における買収防衛策に対する監査役の監査報告ですから、原則として、「定時総会のときでない」と、127 条と 129 条の監査役意見は出ない」という法的構造になると思われます。「有事における株主総会の株主意思の確認」が、定時総会ではなく、臨時総会で行われる場合に、「127 条と 129 条」がそのまま使えるのかという議論があり得るので、その場合には「384 条」のルートできちんと意見を言うことを考えなくてはいけないということです。

いずれにしても、「384 条」と「会社法施行規則 127 条と 129 条」を足すと、監査役には、「株主共同の利益を損なうものではないこと」、「会社役員の地位の維持を目的とするものではないこと」という二つの視点に関して、きちんと調査をし、意見を株主に対して述べることを、会社法も求めていると考えられるという整理をしています。以上が「1」についてです。

実際に何をチェックして監査役が意見を言うのかということが、12 頁の「2」で、前回のよう「A 案」と「B 案」の二つを書いています。「A 案 プロセスチェック型（プラス著しく不当でないことの実質内容チェック型）」の肝になるのは、「(1)取締役会による買収防衛策の発動または不発動の判断が、保身目的で行われていないこと」で、保身目的でないことを見るためには、いろんなことを見なければいけません、その観点で、「(2)」以下は、その例示とも言えます。

「(2)」は、独立委員会が設置されている場合は、「取締役会による判断が現経営体制の保身にならないように」という目的で、独立委員会を置いている場合がほとんどなので、本当に独立委員会が機能しているのかを見る。監査役は、取締役会が買収防衛策の発動を保身目的で行っていないことに対して意見を言うので、保身目的を避けるために、取締役会で置いている独立委員会があるのであれば、独立委員会の独立性や実際の活動状況に関しては、監査役としても監査対象としてチェックをし、監査役が外に述べるという論理的な関係に立っていくのではないか。

関会長の指摘にもあるように、独立委員会との関係では、監査役はそもそも独立委員会がどのぐらい実効的に機能しているのかについて、意見を述べるべき立場に、既に会社法上あるのではないかということです。

「(3)」は、買収防衛策が、そもそもの目的に沿って運用されているかどうか。特に「企業価値ひいては株主共同の利益の確保・維持のため、必要な情報の入手や代替案の模索、

あるいは真摯な交渉を行っていたか」を見ます。

「(4)」は、取締役会の買収条件や買収提案の内容、買収者の属性・資力等について、真摯な検討を行っているかどうか。買収提案を受けたときに、取締役として行うべき行動、善管注意義務をきちんと果たしているかどうかを見ます。

「(5)」は、金銭の支払いに関して、「極めてネガティブに考えるべきだ」という考え方が、最近では強いのですが、金銭の支払いが行われるにあたり、当然利益供与など、適法性監査の観点からの監査も必要になってきます。

「(6)」は、株主意思の確認にあたり、きちんと取締役会や株主に対して説明責任を果たしているかという点も、プロセスチェックの一環として、監査役が意見を述べるのが考えられます。

以上、「(1)」から「(6)」は、あくまで例示ですが、株主の利益を損なうものではないことと、会社役員の地位の維持を目的にしていないことに関して、監査役が監査すべき観点として考えられるものではないかと思われまます。

「B案」は、「(1)」から「(6)」に足して、さらに「(7)」のように、「買収者と現経営者のどちらが将来の企業価値を高めるのか」という実態的な内容に関してまで、監査役が一定の意見を述べます。

「B案」まで行くと、監査役としての「禁止領域」、こういうことまで意見を述べるのが、監査役として法的にできるのか、そもそも述べるべき監査役の職責に入っているかという議論があり得るので、いろんなところに「？」が付いている整理になっています。

14頁の「3」は、監査役としての意見をどのように実効的に言うのかという視点です。「(1)」は、定時総会で意見を述べることに限っては、現行の「会社法436条2項」と、それに基づく「施行規則129条」に関して、何を調査すればこのような意見を述べるができるのか、既に法的に義務付けられたことですので、きちんとやるのではないかと思われまます。

「129条」が使えない臨時総会に関してが、14頁から15頁の「A案」と「B案」です。排他的な意味ではなく、両方を合わせてやっていかなければいけないと思われまます。「A案」は、監査役が意見を述べるにあたり、何をすべきなのか、ある程度ガイドをしていかないと、3行半とかの短い意見しか述べないことになるのではないか。逆に言うと、何を調べるべきかに関して、ある程度具体的なガイダンスを出すのがいいのではないか。

「384条」の株主総会の監査役の意見は、会社法の規定上、「法令・定款違反があった場合は調査結果を報告すること」になっているので、違反がなければ何も書かないこともできます。現に総会実務の中では、総会提出議案に関して、特に監査役として問題がないことを、単に総会のシナリオというだけの位置付けでやっている事案もあります。

そのようなことに関して、監査役の監査報告では、例えば「取締役の義務違反があるときはその旨を書く」という規定に対して、監査役協会が出しているひな型などで、「義務違反はありません」というひな型を出すと、みんな「義務違反はない」と書いていることも

踏まえると、どのような形でガイドをするのかを考えれば、立法までしなくても、監査役は従うのではないかということを書いています。

もし必要であれば、取引所との連携を図りながら、いろんな実効性を高める効果を考えることも有効になるのかもしれないことが、次に書いてあります。

「B案」は、規制だけでなくインセンティブを付与します。監査役が意見を述べれば述べるほどメリットがあれば、監査役もより詳細に書くと思いますが、メリットの付け方についての指標として、ブルドック事件の最高裁が言っているように、株主総会に対する判断の適正性の司法審査にあたり、監査役がまともな意見を述べていれば、司法審査でも多少は参考にしてもらえると期待を持つとか、書く方向にインセンティブが働くような説明の仕方はないだろうかというのが、「B案」です。

「C案 その他」は、ほかに意見があればお寄せいただければということです。

16頁、17頁は、「独立委員会と監査役との関与に関する論点整理」です。独立委員会と監査役会との関与をどう考えるかで、いろんな指摘がありますが、独立委員会はあくまで取締役会が最終的に法的責任を負って行う判断に対して、利益相反を消す形で、取締役会が最終判断をする過程において、置いている任意の機関なので、あくまで最終的な法的責任を負っているのは取締役会であり、「独立委員会を経たことで利益相反の恐れがなくなっているのかどうか」ということが、先ほど来から言っているとおり、監査役として監査をすべき対象になっています。

いずれにしても、監査役は独立委員会とはリンクを持たざるを得ないし、監査役としての意見を法的義務に従って述べるためには、独立委員会をきちんと監査しなくてはならないことになっているのではないかと思います。

それを踏まえて、独立委員会の中に監査役が入るのか、入らないのかという議論に関して、「入ってはいけない」というのが「3」ですが、多分入ってはいけないということではなくて、取締役会が一定の判断をするにあたり、「監査役に事前に意見を聞いてはいけない」ということは、会社法上、一言も書いてないし、取締役会に監査役が出席して意見を言うので、「独立委員会に監査役が入ってはいけないということにならない」というのが、「3」に書いていることです。

さらに、「4. 独立委員会に対する監査役の関与についてどう考えるか」で考慮される点として、「(1)」、「(2)」、「(3)」と書いていますが、「独立委員会には監査役が絶対入れ」という議論をしてしまうと、独立委員会にもいろんな内容のものがあり、単に、取締役会が利益相反的な危惧なくやっているかどうかを見るだけに置いている独立委員会もあれば、積極的に買収者との買収条件の交渉まで行う独立委員会もあるので、後者のような独立委員会に対して、「監査役が絶対入る」という議論をしてしまうと、監査役の法的性格上できる、できないという議論が出てくるのではないかと思います。

そもそも「(2)」は、独立委員会は任意機関であり、独立委員会を先に考えて、そこに監査役がどう入るかを考えると、神学論争やクイズのようになってしまって、答えが出ない

話になると思います。監査役のほうが、会社法に書いている明確な機関なので、「監査役が会社法上どのようなことをやるべきか」、その過程で、「独立委員会にどのように関与するかを考えるべきである」ということです。

「(3)」は、会社法の規定に則って、監査役がきちんと意見を言うことが本来求められているので、先ほどの整理にあった三つ、取締役会の部分、株主総会における監査報告と「384条」のルートで、監査役がきちんと意見を言っていけば、「独立委員会の必要性はどのぐらいあるのか」という議論も当然出てきます。

まずは、監査役が会社法上求められている職責をきちんと果たしていくことで、実務で独立委員会に監査役を入れていくこともあるかもしれませんが、会社法上求められている職責を、監査役にきちんと果たしてもらうことに議論の主眼を置いて、そのためにはどうするかということをやっていくほうが、独立委員会との関係もすっきり整理できるのではないかという整理をしています。

「九」の MBO 周りは、少数株主保護の関係で先に若干やるかもしれませんが、頭出しです。

「十」は、このような監査役の意見をきちんと言うためには、「どのような環境整備が必要か」ということに関して、「1」、「2」、「3」という形で書いています。以上です。

(2) 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。

- ・ 大きな制度の在り方からすれば、買収防衛策については、イギリスのシティーコードのような、個別のケースごとの対応を定めてルール化をするのが先ではないか。
- ・ 買収防衛策が機能するかどうか、相手方次第という面もあるのではないか。あまり真摯な買収提案とは思われないような場合には、防衛策が多少保守的であっても認められる場合もあるが、真摯な提案に対しては同じような防衛策でも経営陣の保身目的であると判断される場合もあるのではないか。したがって、一般的に意見を述べるというのはなかなか難しい面もあり、どういった状況の防衛策に対してどういった意見が述べられるのかという具体的なイメージが持ちにくいという印象がある。
- ・ 「特別委員会によったときにどうなのか」、あるいは、「総会に上がるからどうなのか」ということを議論するよりは、「買収防衛の中で、監査役が本質的にどんな役割を担うべきか」と、ストレートに議論したほうが良いのではないか。
- ・ 今の監査役が置かれた法制度のもとで、この問題に関しては相当のことが義務付けられているし、相当のことができるはずである。買収防衛策を策定するとか、あるいは実際に発動する・しないというときは、会社にとっても極めて重要な局面であり、当然、株主の負託を受けている監査役も、株主の立場に立って意見を発信する必要があるし、義務があるのではないか。監査役自身が本来のミッションをどう遂行していくかという整理が大事ではないか。

- ・ 買収防衛策の発動に関する株主総会決議の正当性についての司法判断にあたって、監査役の見解がプラスに働くという可能性は実際にあるのか。
- ・ どれぐらいの多数で可決されればいいのかという問題は残っているが、とにかく株主総会で多数の賛成があり、総会決議に瑕疵がなければ、それを覆すのは非常に難しい。したがって、それについて「瑕疵はありません」と監査役が言えれば、少なくともブルドックのケースを前提にすれば、かなり強力な効果はあるのではないかと。
- ・ 株主の意思を尊重する原則といっても、いろいろな形が考えられる。直接的に株主総会に防衛策そのものをかけるときや、あるいは事業報告に記載し、それを報告するときは、会社法自体が予定しているので、監査役としては、割と直接的に意見を書ける。しかし、そうではなく、例えば、取締役選任議案の形でその是非を論じる場合には、経営者の是非について監査役が直接的に意見を述べるのは難しい面もあり、また違った形での議論が必要になるのではないかと。
- ・ 買収防衛策に関する監査役の見解は、実際にはどのように示されているのか。
- ・ 監査役協会が作成したひな型では、「指摘すべき事項は認められない」旨の一文が示されているのみであり、実務でもそれに倣った運用がされている。ひな型の記載のあり方についても検討すべきではないかと。
- ・ 監査役の監査報告への記載の前提として、事業報告にどの程度の説明がされているのかも問題ではないかと。会社ごとに事情は異なるのであり、その会社の事情にかなった説明がされている必要がある。現状ではそうした説明がされていないことにも根本的な問題があるのではないかと。

3. 会計監査関連事項に関する今後の検討の進め方について

(1) 会計監査関連の要検討事項について

事務局より、標題について説明があった。

事務局（町田行人弁護士） 「資料3」について説明します。会計監査関連の論点については、次回、8月27日の有識者懇談会で具体的に検討されます。それに先立って、議論の出発点としてどういう問題点があるのか、議論する前提としてどういう問題点を把握しておく必要があるのかという、実務上の調査すべき事項についてまとめたので、説明します。

なお、こちらのペーパーは、特にここで結論や方向性を示すものではなく、議論の出発点としての調査事項をまとめたという位置付けです。ここは主に実務上の問題点を挙げています。検討すべき法的な問題点はいろいろあると思いますが、ここでは特に挙げていません。

それでは、中身に移ります。「一．有価証券報告書及び内部統制報告書・監査人監査報告書と定時総会との関係(定時総会前の株主への情報提供に関して)」という論点があります。

これを議論する前提として、「有価証券報告書及び内部統制報告書・監査報告書が定時総会前に株主に情報提供されていないことで、実際にどういう問題が生じているのか、または生じ得るのか」ということを把握する必要があると考えています。

内部統制に関する監査役監査報告と、監査人の内部統制監査報告との差異、また、二つ目として、どういう問題が具体的に生じてくるのかは、「有価証券報告書」と「事業報告・決算書類」そのものの関係、例えば、一本化の是非に関する提案等についての必要性とも関係してくると思われます。

「2」として、「有価証券報告書と内部統制報告書を定時総会前に出す場合、実務上どのようなスケジュールが想定されるのか」という問題があると思います。

「3」として、「前倒して作成することが、現実に可能なのか。実際は難しいとしたら、その主要因はどこにあるのか。作成者側の事情なのか、監査法人側の事情なのか、監査役側の事情なのか」というところから、まず、実務上、本当に前倒しが可能なのかを把握する必要があると思います。

「4」として、「金商法上の監査人の内部統制報告書が定時総会で報告される、または総会前に提出されるための障害となる事由」に、実態面と法制面では何があるかが挙げられます。

続いて、「二．有価証券報告書と事業報告・計算書類との関係」です。現状、この二つの制度が並存していますが、「これが二つ存在することで実際に何が問題となっているのか」を、議論の出発点として把握する必要があると思います。「(1)」としては、「作成者側からの問題の指摘」と、逆に、「利用する側(株主・投資者)からの問題の指摘」の両方の観点から把握する必要があると思われます。

「2」として、「両者の記載事項ではどういう差異があるのか。また、実務面で何が負担となっているのか」も把握する必要があると考えています。「3」として、「重複事項の記載を一方の開示書類で省略できるとした場合、実務上の負担は本当に大きく減るのか」についても把握する必要があると思います。逆に、「利用者側からの利便性を損なう恐れはないか」という視点も必要だと思われます。

「4」として、「両者の法的性格とその機能との差異」があります。「5」として、「財務書類が会社法と金商法で両方あり、二重監査となっている状況について、監査人側ではどのような負担があるのか」という問題の指摘もあると思います。二重監査によって監査人が受ける負担は、開示書類を統一して監査証明を一つにしなければ解消できないようなものなのか、ほかに何らかの負担を減らす方法を考えられないかという検討も必要かと思われます。

「三．『インセンティブのねじれ』問題の関連」です。「1」として、「監査人の独立性を阻害する事実として、具体的にどのような事実・問題点が存在しているのか。それは、『インセンティブのねじれ』が原因で、実務上、実際に生じているものなのか」ということを、議論の出発点として把握する必要があると思います。

「2」として、「会社法上の会計監査人と金商法の監査人とは、役割・権限等においてどういふ差異があるのか」、また、「3」として、「会社法上の会計監査人と金商法の監査人の報酬は、どういふ差異があるのか」といふ問題があると思ひます。

「4」として、現在、監査役は「同意権」を持っています、現行の『同意権』では、実務上、『インセンティブのねじれ』を克服することはできないのか。できないとすればその原因は何なのか、なぜなのか」といふことも把握する必要があると思ひます。

「5」として、「監査役に決定権を与えることによつて、実務上どういふ変化が生じると想定されるか。これによつて監査人の独立性を確保するに足りるよふな変化が生じると想定できるか」といふことも把握する必要があると思ひます。

「6」として、「監査役に決定権を付与する選択肢について、そういふ選択肢を取つた場合に監査役側に求められる条件・環境整備等として、どういふものがあるか」といふ問題もあると思ひます。

次に、「四. 会計関連の観点から監査役に求められる役割・能力・人選」といふことで、「現状の監査役についてどういふ問題点があるのか」。「2」として、「現状において監査役は、監査人の選任及び報酬決定を適切に行うことができるだろうか。そのためには、監査役にも会計監査に関するある程度の知見が求められないだろうか」といふ問題点があると思ひます。「3」は、ほかの問題点です。以上です。

(2) 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。

- ・ 「インセンティブのねじれ」については、「監査役に決定権を与えることに何か問題があるのか」といふ点をよく詰めることが必要ではないか。
- ・ 監査報酬については、従来はクライアントである企業側が強いイニシアチブを持っていたが、現在は監査人の側にイニシアチブが移っているのではないか。監査役には、報酬決定にあつての仲介役の役割が大きく求められているのではないか。

以上