

—座談会—

「令和元年会社法改正」

2020年（令和2年）9月4日（於：法曹会館）

出席者	東京大学大学院法学政治学研究科教授	神作裕之（司会）
	弁護士	梅野晴一郎
	法務省民事局大臣官房参事官 （現国土交通省大臣官房法務支援室長）	竹林俊憲
	中央大学法科大学院教授・弁護士	野村修也
	学習院大学法学部教授	松元暢子

はじめに

1. 本座談会の趣旨



○神作（司会） 昨年（令和元年）の12月4日、会社法の一部を改正する法律が成立しました。本日は、今般の改正の立案担当者でいらっしゃる法務省大臣官房参事官の竹林さんをはじめ、本改正に深く関わった野村さん、梅野さん及び松元さんにお集まりいただき、主要な改正点の概要や改正の背景、改正法をめぐる実務上の課題や解釈上の論点などについて幅広くご議論をいただきたいと思ひます。なお、お名前は、お互いに「さん」付けでお呼びすることに致しします。

---

## 2. 自己紹介

○**神作** 初めに、令和元年会社法改正との関わりにも触れていただきながら、自己紹介をお願いします。



○**梅野** 弁護士の梅野と申します。今日は、このような場にお招きいただきまして大変ありがとうございます。日弁連の司法制度調査会というところに所属しております、その関連で法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会（以下「法制審議会会社法制部会」という。）に幹事として参加させていただいておりました。ここでお話しさせていただくような知見はございませんけれども、いろいろご指導いただきながら、何とかこなしてまいりたいと思いますので、どうぞよろしく願います。



○**竹林** 法務省大臣官房参事官の竹林でございます。私は、法制審議会会社法制部会で事務当局を務めさせていただきますとともに、令和元年の会社法の一部を改正する法律案と会社法の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案の作成を担当させていただいたということで本日お招きいただきました。どうもありがとうございます。本日はどうぞよろしく願います。



○**野村** 中央大学法科大学院で教授をしております野村でございます。本日は、このような機会をいただきまして大変光栄に存じております。私が出社法の改正と関わりを持ちましたのは、「会社法」という法典の制定前である平成16年のことで、商法第2編に電子公告制度を導入したときでした。それ以来、平成17年の会社法の制定、平成26年の改正、そして今回の改正と法制審議会に参加させていただきました。その間、コーポレートガバナンスをめぐる我が国における議論と実務は大きく変化したと思いますし、また、電子公告制度を導入した時代に比べ、デジタル・トランスフォーメーションの技術や社会の受け止め方も随分と変化してきたと感じております。今日はそのあたりを背景に議論させていただければと思っておりますので、よろしく願います。



○**松元** 学習院大学の松元でございます。商法を専攻しております。研究者になる前に2年間だけ弁護士をしていたことがございまして、司法研修所では58期になります。令和元年の会社法改正の折には、法務省民事局の調査員として竹林参事官のグループでお手伝いをさせていただきました。本日はよろしく願います。

○**神作** 私は、本日司会を務めさせていただきます東京大学の神作でございます。大学では商法や金融商品取引法などを担当しております。法制審議会会社法制部会では、委員として皆様とご一緒させていただきました。本日はどうぞよろしく願います。

## I 令和元年改正の経緯と改正法の特徴

### 1. 経緯

○**神作** 令和元年会社法改正の経緯について、初めに私からごく簡単に述べさせていただいた後、ご参加の皆様から本改正に対する全体的な印象や本改正の特徴についてお話しいただければと思います。

平成26年（2014年）の会社法改正の附則25条において、社外取締役を置くことの義務づけと所要の措置を講じるかどうか、平成26年改正法の施行後2年を経過した時点において検討を加えることと定められました。

これを受けて、平成29年2月9日、法務大臣から法制審議会に対する諮問がございまして、企業統治に関する規律の見直しの要否を検討することという課題が提示されました。

神田秀樹学習院大学法務研究科教授を部会長とする法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会が設置され、そこで19回にわたって審議がなされ、「会社法（企業統治等関係）の見直しに関する要綱（以下「要綱」という）」が取りまとめられました。

その要綱に忠実にのっとりた法案が起草され、国会でご承認をいただき、昨年（2019年）の12月4日に会社法の一部を改正する法律が成立しました。

なお、9月1日から会社法の改正に伴う法務省関係政令及び会社法施行規則等の改正に関する、いわゆるパブリックコメント手続が始まっております。同月末を締切りとして広く意見が募られています。会社法施行規則等の改正案が公表されたことによって、今回の改正法の全貌がほぼ明らかになったと思われます。

初めに、竹林さんにお伺いしたいのですが、本改正法は実務にかなり大きな影響を与える改正事項を含んでいることもあり、実務界は施行時期について大いに注目していることと思います。差し障りのない範囲で、施行時期についてどのようなご予定か、お話しいただけますでしょうか。

○**竹林** 改正法でございますけれども、公布の日から起算して1年6月を超えない範囲内において政令で定める日から施行することとされておりますが、株主総会資料の電子提供制度の創設等に関する改正規定は、公布の日から起算して3年6月を超えない範囲内において政令で定める日から施行することとされてございます。現在のところ、施行期日を1年6月を超えない範囲内において政令で定める日とする改正規定につきましては、令和3年3月1日から施行したいと考え、政府内で検討等をしているところでございます。

他方で、施行期日を3年6月を超えない範囲内において政令で定める日とする改正規定につきましては、3年6月の期限までは待たずに、令和4年度中に施行したいと考えておりますが、システム改修等との関係がございまして、まだ具体的な期日を申し上げられるような状況にはございません。

---

## 2. 特徴

○**神作** 令和元年会社法改正に対する概括的・全体的な印象や特徴についてお伺いしたいと思います。各論に入る前に、今回の改正の全体的な特徴や、平成17年会社法制定以降、平成26年の改正を経て行われた今般の改正法の位置づけや方向感などについてお話しいただくと、全体の見通しがよくなると思われます。今回の立法過程に深く関わられたご経験も踏まえ、成立した改正法の特徴や印象などご自由にご発言いただきますと幸いです。

○**野村** 会社法制定後に実務において必要性が認識された様々な制度が一つ一つ吟味されて導入されたという側面があるため、やや断片的な改正であるかのような印象を受けますが、その背景にはやはり最近のコーポレートガバナンス改革の影響が見て取れると思います。ここ数年、我が国のコーポレートガバナンス改革は、会社法というハードローに加えて、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードといったソフトローを活用しながら急速に変化を遂げてきました。

その物の考え方としましては、伝統的な株主利益最大化という考え方から、世界的潮流でもありますステイクホルダーを重視した長期的利益追求型へとシフトさせながら、その規律付けの手段として株主との建設的な対話（エンゲージメント）を重視する方向性が示されてきました。

株主利益最大化モデルは、会社の利害関係人の中で最後に取り分を得るのは株主なので、株主利益の最大化は利害関係人全体の利益を底上げするといった考えを前提に、最も厳しい要求を突きつける立場にある株主を経営者に対するプレッシャー役に据える考え方です。確かに、この方策は経営者に対する規律付けを高めることにはなりますが、短期的な利益を追求する株主の声が前面に出ると、他のステイクホルダーの利益が犠牲にされ、株主の短期的利益を過度に「優先」するモデルに陥る可能性があります。それに対して、伝統的にはヨーロッパで主張され、昨年にはアメリカの経営者団体（ビジネスラウンドテーブル）も同調する声明を出すようになったステイクホルダー型のモデルでは、満遍なく利害関係を調整することはできるのですが、規律が緩んでしまうといった問題点も指摘されてきました。

そうした中で我が国の企業の多くが追求しておりますのは、様々なステイクホルダーの利益を調整しながら長期的な利益を実現させることであり、そのために、同じく長期的利益の実現に利害を持つ機関投資家の方々とはしっかりとエンゲージメントすることによって、短期的な利益を追求する株主の乱暴な議論を抑え込みながら、会社経営の合理化を図ろうとしているのではないかと思います。

そういう点では、IR（投資家とのリレーションシップ）やPR（一般大衆とのリレーションシップ）と並んで、SRと呼ばれるシェアホルダー（株主）とのリレーションシップが重視されているわけであります。会社法は企業活動のインフラですので、企業を特定の価値観に誘導するものではありませんが、仮に企業側が価値観を変化させた場合でも、それを妨げないような「器」を作る必要があります。その意味では、例えば今回の株主総会の電子化の問題の背景にも、株主に対し素早

---

く、しかも豊富な情報を提供することを可能にすることによって、機関投資家とのエンゲージメントに寄与する側面を見て取ることができますし、また、機関投資家にとって大きな関心事の一つであります役員の報酬等についても、より一層株主側の目線から制度設計が行われるなど、新たな発想を受容した改正が含まれているのではないかと考えられます。

○松元 3点ほど申し上げたいと思います。1点目は今回の改正の内容についてです。今回の改正の内容の中には、これまでのコーポレートガバナンスの考え方を踏まえた上で、その中身をより充実させるための改正と、これまでのコーポレートガバナンスの考え方自体が変化した部分、アップデートされた部分を反映した改正の両方が含まれていると考えています。

従来からのコーポレートガバナンスの考え方を踏まえながらも、さらにその内容を充実させるものとしては、株主との対話、コミュニケーションの充実ということが挙げられると思います。例えば、株主総会の資料の電子化ですが、この改正によって、多くの会社で資料の提供が1週間前倒しされることになり、あるいは電子化されることによって資料の中身自体がより充実するかもしれないということが期待される。また、株主提案権について数の制限が導入されましたが、これも、株主提案の中でも濫用的なものを制限することで、限られた時間の中で行われるコミュニケーションの内容を充実させることを目指す改正なのだと理解しています。

もう1点の、コーポレートガバナンスの考え方自体がアップデートされた部分というのは、特に役員報酬についての改正に表れているかと思います。最初に商法に役員報酬の規制が盛り込まれた当時は、その規制の趣旨はお手盛りの防止というところにあったわけです。このお手盛り防止という趣旨自体は今でも失われていないわけですが、この点に加えて、最近のコーポレートガバナンスの考え方の中では、報酬を役員に適切なインセンティブを与えるための仕組みとして捉える考え方が一般的になってきておりまして、今回の役員報酬についての改正では、この考え方が初めてかなり明示的な形で出てきたのではないかと考えています。

それから、2点目として、今回の改正が持ち得る影響について少し考えてみたいと思います。最近の議論の傾向として、コーポレートガバナンスの役割として、取締役の果敢な経営判断を後押ししていく必要があるという点が強調されるようになってきていると思います。敷衍しますと、当初は、コーポレートガバナンスといったときには、不祥事の発生防止とか発生してしまった場合の対応といった、狭い意味での監視・監督が注目されていたように思います。これに対して、最近の傾向として、狭い意味での監視・監督だけではなくて、ちゃんと会社内部で必要な手続、検討を踏むことで、取締役が積極的な判断をすることを後押しする、取締役がリスクをとることをサポートしていくという意味を含む監視・監督も重視されるようになっていきます。

今回の改正との関係で言うと、役員報酬の改正で、適切なリスクをとるように取締役をインセンティブ付けることが大事だということが示されたこと、あるいは会社補償やD&Oについてのルールが明示化されたこと、そして、社外取締役の設置の義務づけとの関係では、社外取締役を含めて

---

しっかりと議論した上で行われた経営判断であれば、取締役の責任は問われにくくなるかもしれないといったことに注目すると、今回の改正の影響として、取締役の積極的な経営判断を後押しするという効果が出てくる可能性があるかもしれないと考えています。

3点目ですが、先ほどステイクホルダーという話が出てきましたけれども、今回の改正とCSR (corporate social responsibility (企業の社会的責任)) とかESG (環境 (Environment), 社会 (Social), ガバナンス (Governance)), SDGs (sustainable development goals (持続可能な開発目標)) というのはどういうふうに関係しますかというご質問を受けることがございます。これは結論から申し上げますと、今回の改正自体はCSRやESG, SDGsといったことを直接の目的にしているわけではないと思います。

ただ、全く関係がないかという点、今回の改正が結果的に影響を与える可能性がある部分というのはあるだろうと思っていて、その中でも恐らく大きいのは、働き方の問題、それからジェンダーバランスの問題、この2つかと思います。

働き方の問題というのは、例えば、株主総会の資料の電子化というのは、デジタル化の一環と位置付けることができました、デジタル化によって業務を効率化することにつながるわけです。会社の従業員からすれば、これまで必要だった印刷作業とか発送作業というものがなくなりますし、同時に、総会資料を受け取る側の機関投資家も、これまで2週間で何百社もの株主総会資料を分析しなければいけないので作業が集中していたわけですが、検討期間が3週間に伸びたということで、3週間で十分かどうかは評価が分かれるところだと思えますが、多少なりとも検討時間が増えるということになると思います。

ジェンダーバランスというところで言えば、少し調べてみましたところ、2015年に閣議決定された第4次男女協働参画基本計画 ([http://www.gender.go.jp/about\\_danjo/basic\\_plans/4th/index.html](http://www.gender.go.jp/about_danjo/basic_plans/4th/index.html)) というのがあるんですが、これによると、上場企業役員に占める女性の割合について、2015年時点で2.8%であるところを、2020年までに10%にするという目標が掲げられています。2020年というのはもう今年なんですけど、実際どうなったのかというと、2019年時点で5.2%までは来たようです。2012年からの7年間の変化でみると、上場企業の女性役員数は約3.4倍に増えたということなので、女性役員がそれなりに増えているんだなという感じもします (<http://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/yakuin.html>)。

そして、今回の改正では上場会社について社外取締役の設置を義務付けたわけですが、ここで、社外取締役になる方に占める女性の割合は、取締役全般に占める女性の割合よりも多いと思われることに注目したいと思います。そうだとすると、社外取締役の設置を義務づけたことによって社外取締役の数が増えれば、社外取締役に占める女性の割合は内部昇進の取締役に占める女性の割合よりも多いということの結果として、女性役員が増えるという効果が出てくる可能性があります。

ただ、注意しなければいけないポイントもありまして、確かに女性役員は増えているんだけど

---

も、増加した女性役員の大部分は社外取締役か社外監査役である、つまり、内部昇進の役員はあまり増えていないという指摘があります（菅原佑香「内部昇進の女性役員が多い業種はどこか」[https://www.dir.co.jp/report/research/policy-analysis/human-society/20190128\\_020602.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/policy-analysis/human-society/20190128_020602.pdf)）。最終的にジェンダーバランスが本当に改善したと言えるためには、内部昇進の女性役員が増えることが必要だと思います。このことに留意した上で、そうはいつでも、今回の改正をきっかけに、まずは社外役員としてでも女性が入ることが増えるということ自体が大きな意味を持つと思います。

○梅野 私も、今回の改正に関してコーポレートガバナンスの強化という観点から少しコメントしようと思っていたのですが、野村さん、松元さんから既に重要なご指摘をいただいたので、社外取締役の選任義務付けに関して、いろいろな特徴が現れていると思いますので、その点に絞ってお話しします。

まず、おもしろいと思いましたのは、ソフトローが先行していたということです。東京証券取引所の上場規則やコーポレートガバナンス・コードが先に制定されている中で、会社法がその一部を法制化したわけですが、会社法とソフトローとの役割分担や今後の立法過程を考える上で、一つの先例となるのではないかと考えています。

社外取締役の選任義務付けについては、ご承知のとおり法制審議会会社法制部会でも様々な議論がございましたけれども、最終的には日本の資本市場への信頼、あるいは日本の上場会社等においては、社外取締役による監督が最低限保証されている旨のメッセージを発信すべきであるといったことが決め手となって採用されたという流れになると思います。日本の会社法を考える上で、単に日本の国内だけを見ていけばよいわけではなく、日本市場がグローバル経済の一翼を担っていることに伴う国際的な視点、あるいは経済界の中でも投資家サイドの目線といったものも意識しながら、会社法を考えていかなければいけないという面が現れていると思います。こういった点も今回の改正に当たって顕在化してきた特徴の一つだと思います。

もう1点は、法制審議会会社法制部会において、実証的研究の裏づけがあるのかないのかという点について多くの議論がされたと思いますが、今後の会社法、あるいは会社の在り方等を考える上で、単に法的な理論だけではなくて、実証的研究の裏づけ、エビデンスの必要性というものも、この議論の過程で明確に意識されてきた点であり、今後の会社法を考えていく上での一つの特徴かと思いました。

ちなみに弁護士会は、平成26年改正時から社外取締役の選任の義務付けを主張してきたのですが、様々な議論を経て、このような結論になったということは大変ありがたいことであると評価しております。ただし、制度をつくるだけでは仕方がございませんので、今後、中身の充実を図るための関係者の努力が必要とされると思う次第です。

○竹林 平成17年の会社法制定から約10年で平成26年改正、平成26年改正から約5年で令和元年改正ということとなってございますけれども、令和元年改正は平成26年改正法附則25条を受けまして、

---

制定時から形成された制度の骨格を維持しつつ、それまでにされておりました提言ですとかご指摘等を踏まえて見直しが必要であると考えられた箇所について可能な範囲で手当てをしたものでございます。

改正法を株主総会の運営及び取締役の職務の一層の適正化等を図るものと説明することがございますけれども、令和元年改正法の位置づけ、内容を短くまとめるということがなかなか難しくなっております。それは、先ほど申し上げましたように、ご指摘を受けた箇所、必要な箇所を、落ち穂拾いの的と言うと語弊があるかもしれませんが、見直しているということに由来するものと考えております。

また、ここで申し上げるのが適切かどうか分かりませんが、研究者の先生方からは、個々の制度の意義を問い直すようなさらに踏み込んだ根本的な見直しを検討したほうがよかったのではないかという趣旨のご指摘等をいただくこともございますが、取りわけ株主と会社、経営者の事実上の利益が対立して、その調整を必要とするような場面においては、個々の制度が既に存在していて、一定程度安定的に運用されている中では、不都合等が生じ得るような場合でも、よほど見直しの必要性などが高くない限り、制度を根本的に見直すということはなかなか難しいと法制審議会の部会の事務当局や法律案の作成を担当させていただく中で感じたことがございました。

他方で、ご紹介をいただきましたような社外取締役を置くことの義務づけなどについては、特に会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案についてのパブリックコメントの手続で寄せられた意見の影響なども大きかったという印象もございますし、パブリックコメントの手続や法制審議会の部会でのご議論等を経て取りまとめられた会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱に基づいて法律案を国会に提出したわけですが、国会での審議では、株主提案権の濫用的な行使を制限するための措置に関する部分について一部修正がされてございまして、法律が成立するに至るまでの過程で、中間試案、要綱、あるいは法律案がどのような評価を受けるかということを見通すことがなかなか難しい、いろいろな価値観が対立する状況にあるとも感じてございます。

○**神作** 竹林さんから、令和元年改正法の位置づけや内容を短くまとめることが困難になってきているというご指摘をいただきました。たしかにそのような面は否定できないと思います。

他方、これまでの改正の経緯から説明できる部分ももちろんあり、例えば、株主総会資料の電子提供制度の新設は、野村さんがご指摘されたように会社法の電子化を進めるという従来の流れの一環であるといえると思います。さらに、株主総会資料の電子提供制度には、機関投資家によるスチュワードシップ活動の進展に伴い機関投資家と経営者との間に、従来のIRやPRとは異なる新しいリレーションシップが構築されようとしているといった事情に鑑みますと、議決権行使を中心とする株主権の行使はもちろん、それを超えて経営者とのコミュニケーションを促進し深化させる可能性があると思います。松元さんが指摘されたCSRやESG要素も、最終受益者を意識した機関投資家



---

によって、経営陣に問題が提起され、その際、電子的に提供される株主総会資料は機関投資家の有力な判断材料になるという状況が生じているように思います。また、各論のところでご議論いただきたく存じます。

## II 株主総会関係

### 1. 株主総会資料の電子提供制度

#### (1) 制度趣旨・概要

○神作 それでは、各論に入ります。

初めに、株主総会資料の電子提供制度ですけれども、先ほど野村さんから松元さんから本改正法の特徴としてこの制度が取り上げられました。この制度は、株主総会の電子化の一環と位置づけられますが、特に導入が強制される上場会社における株主総会実務、さらには株主と経営者との対話ですとか、機関投資家のスチュワードシップ活動などに対しても大きな影響を与え得ると考えられ、実際かなりの注目を集めていると思います。

他方、株主総会の電子化という観点から見ると、株主総会資料の電子化という限られた局面について本改正により手当てしたということかと思えます。株主総会資料の電子提供制度の導入の背景にはどのような事情があり、また、この制度はどのような制度として創設されたのでしょうか。

○竹林 電子提供制度でございますけれども、電子提供制度という制度自体は、株式会社が自社のホームページなどウェブサイト上に株主総会参考書類等の内容である情報等に係る電子データをアップロードし、株主の方が情報の提供を受けることができるようにすることによって、株主総会参考書類等の株主総会資料が適法に株主の方に提供されたものとする制度でございます。改正法におきましては、電子提供制度を利用する株式会社は、定款において電子提供措置をとる旨を定めなければならないこととしてございます。そして、そのような定款の定めがあるときは、その定めも登記しなければならないこととしてございます。

電子提供措置とは、電磁的方法により株主が情報の提供を受けることができる状態に置く措置でございます。法務省令で定めるものをいうとしておりますけれども、法務省令におきましては、電子提供措置を、先ほど申し上げましたように、株式会社が自社のホームページ等のウェブサイト上に株主総会参考書類等の内容である情報等に係る電子データをアップロードし、株主が情報の提供を受けることができるようにする措置とすることを予定してございます。

電子提供措置をとる旨の定款の定めがある株式会社の取締役が株主総会の招集の手続を行う場合であって、株主総会に出席しない株主が書面又は電磁的方法により議決権を行使することができることとするとき及び株式会社が取締役会設置会社であるときは、株主総会参考書類、議決権行使書面、計算書類及び事業報告並びに連結計算書類の内容である情報等について電子提供措置をとらなければならないこととしてございます。

---

ただし、株主総会の前に有価証券報告書を開示する取組を促進する等の観点から、その発行する株式について有価証券報告書を提出しなければならない株式会社が、電子提供措置開始日までに電子提供措置事項を記載した有価証券報告書の提出の手続を、いわゆるEDINETを使用して行う場合には、当該事項に係る情報については電子提供措置をとることを要しないこととしてございます。

電子提供措置は、株主総会の日の3週間前の日又は招集通知の通知を発した日のいずれか早い日から株主総会の日後3か月を経過する日までの間、継続してしなければならないこととしてございます。他方で、電子提供措置をとる場合であっても、株主総会の招集の通知は書面でしなければならないこととしてございますけれども、招集の通知に記載し、又は記録しなければならない事項については、株主の方がウェブサイトアクセスすることを促すために重要である事項に限定することとしてございます。

また、株主の利益を保護するために、電子提供措置をとる旨の定款の定めがある株式会社の株主は、株式会社に対し電子提供措置事項を記載した書面の交付を請求することができることとしてございます。

そして、整備法におきましては、上場会社等の振替株式を発行する会社につきましては、電子提供措置をとる旨を定款で定めなければならないこととし、株主総会資料の電子提供制度の利用を義務づけることとしてございます。

なお、振替株式を発行している会社は、施行日をその定款の変更が効力を生ずる日とする定款の変更をしなければならないということとなってしまいますと、実務に混乱が生ずるおそれがございますので、改正法の施行日において振替株式を発行している会社については、改正法の施行日をその定款の変更が効力を生ずる日とする電子提供措置をとる旨の定款の定めを設ける定款の変更の決議をしたものとみなすということとしてございます。

○**神作** 本改正で導入された株主総会資料の電子提供制度は、株主総会の招集手続に関する規律の中でどのように位置づけられるのでしょうか。この制度に対してどのような評価や感想をお持ちですか。

○**野村** まずは、我が国の会社法というのは伝統的に強行法規であると考えられてまいりましたので、うちの会社だけは電子的な手続にしましょうという勝手な対応が許されるわけではなく、法律上の整備がなされないと電子化が進まないといった性質を持っています。今回の改正を、そういう観点から見えますと、これまで個別の同意がなければ電子的な提供ができなかったものを、むしろ電子的な提供ができることを原則とした上で、どうしても書面が欲しいという方々については、所要の手当てをするという形で制度の枠組みをつくったことは、電子化を大きく推進することになったと言えると思います。

昨今のコロナ対応でも感じますように、我が国全体の電子化はかなり遅れてきましたので、そういう点では会社法がこのような形で整備されたことは、我が国のインフラ整備として非常に望まし

---

い方向ではないかと思えます。

我が国の場合、年度会計を取っている会社の場合には、3月の末日に基準日を置いて、そこから基準日の有効期間である3か月のうちに決算の手続、さらには監査の手続、そして株主総会招集の手続といったものをぎゅっと凝縮して行うという実務になっています。

そうしますと、どうしても招集通知は法定されている会日から2週間前という時点に近いところでしか発送できないことになります。そうしますと、信託銀行とか、あるいは信託口を通じて議決権を行使する外国人株主の場合は、事前に連絡を受けた後、会日より数日前に設定された不統一行使のための締め切り日までに自分の意思を伝えなければならず、その間に翻訳などの時間を要することを考えると、議案の中身を検討できる日数が2日ないし3日程度に追い込まれてしまうといった問題がありました。

外国人株主が上場企業の大多数に大きな影響を及ぼす現状の中で、これでは株主としてしっかりとした判断ができないという声は多くあったわけで、その解決が重要だったと考えられます。もちろん、これについては、そもそも3月末日に基準日を置く必要があるのかといったような根本的な議論もあるところです。しかし、実務慣行が定着していますので、その中でこうした現状を打破するには、やはり電子化により印刷の期間を削減することが重要となります。その結果、株主の検討時間を確保する可能性が広がるのであれば、それは株主にとって望ましい方向だと評価されるのではないかなと思えます。

あと、先ほどもちょっとご指摘がありましたが、私は、今回の改正の中で非常に重要だと思えたのは、EDINETと言われている金融商品取引法をベースとした有価証券報告書の開示システムに法的な位置づけが与えられたことです。今回の改正前までは法的な位置づけがはっきりしないことから、他の法制度をそれにつなげることが難しいと言われてきたわけですが、今回のこの電子提供措置との関係の中でEDINETというものの位置づけが法的にも定まり、会社法上の制度との接合が行われたということは大きな進歩だと思います。将来的にも、かねてから問題となっている金融商品取引法と会社法の開示規制の一元化について、新たな接合の可能性を開いたと言えるのではないかと考えております。

## (2) フルセットデリバリー

○神作 野村さんから株主総会資料の電子提供制度には細かな論点がたくさんあるということをご指摘いただきましたけれども、典型的な論点の幾つかを取り上げたいと思えます。まず、電子提供制度の運用に当たって、電子提供の対象となる情報の範囲と招集通知に記載される情報の範囲—この点については先ほど竹林さんから詳細なご説明をいただきましたけれども、一さらには招集通知に同封された書面により提供される情報の範囲や内容に関連して、いわゆるフルセットデリバリーのように法律上要求されている情報、さらにはそれ以外の情報を書面で提供することが、株主総会

---

資料の電子提供制度の下で適法に行い得るのかどうか、できるとして、何らかの制約がないのかどうか、という論点があります。この問題は、立法段階から指摘されてはいたしましたが、令和元年改正会社法は、直接的にはこの論点について規定してはいないように思われます。解釈論に委ねられると思いますけれども、この点についてはどのように考えるべきでしょうか。

○梅野 フルセットデリバリーの具体的な定義について、必ずしも自信を持って申し上げられるわけではないのですが、アメリカのNotice & Access制度で、書面交付請求をしていない株主に対して、会社が任意に株主総会資料の一式を書面で送付することをフルセットデリバリーと呼んでいるようですので、まず、それを前提にお話しいたします。今、神作さんからご紹介があったとおり、今回の改正法は、これについて特段の禁止規定を設けていないことから、会社が任意に株主総会資料を書面で提供することは可能だという解釈に争いはないのではないかと思います。

今回の改正では、書面交付請求権を定款で排除できるという制度にしなかったわけですが、もしこれが定款で排除できるという制度になった場合には、フルセットデリバリーという形で特定の株主に書面で提供することは許されるのかという論点が出てくるとは思いますが、今回の改正法に対する解釈上は、そのような観点からは問題にならないのではないかと思います。そこで、実際の実務では、上場会社の中でも株主数が少ない会社の場合、書面交付請求に対応する手間等を考えて、逆に全ての株主に対して書面を送るといった取扱いをするところも出てくるのではないかと考えております。

フルセットデリバリーが認められるということ自体にはあまり疑問は呈されていませんけれども、株主平等原則の観点から恣意的な運用は避けるべきであるという点は議論されており、一定の合理的基準に則って運用を行うべきだろうとされています。具体的な例としては、株主総会に出席した株主に議場で株主総会参考書類等を配ることであるとか、投資家に対するミーティングにおいて、そういった書類を交付すること自体は特に問題がないのではないかと思います。

次に、フルセットデリバリーの問題なのかよく分からないところがあるのですが、会社が任意に株主総会参考書類等以外の情報提供をすることが許されるのかということも議論の対象だと理解しております。これに関しては、特段にこれを禁ずる規定がないことから、従前の実務を変えるものではないのではないかと考えております。

具体的には、先ほども話が出ましたが、IR活動で投資家に説明するような場合には、株主総会参考書類等というよりは、別途資料を作成して説明するときが多いと思いますが、そういう形での情報提供が行われています。あるいはプロキシファイトの場面で、会社が取締役会の意見を書面にして株主に交付するというような実務がありますけれども、そういったプラクティスに対して今回の改正が何らかの変化をもたらすのではないかと理解しております。

○神作 梅野さんから、実務的な観点から具体的な例に即して、フルセットデリバリー、さらには、会社が任意に株主総会資料以外の情報を提供できるのかという一般的な問題提起をいただきました。

---

研究者の立場から今の論点についてコメントをいただければと思います。

○松元 今、幅広くご説明をいただきましたので、重ねて指摘することはほとんどないのですが、フルセットデリバリーとの関係では、一部の株主に対してだけ書類を渡すことに問題はあるかという点が特に指摘されてきたのだと理解しています。

株主全員に、電子提供に加えて自主的に紙も配りますというのは、無駄遣いだという批判はあり得るとしても、それ以外の法的論点は生じないだろうと思うのです。問題になり得る点として指摘されてきたのは、一部の株主に対してだけフルセットデリバリーをするということが、株主平等原則違反や利益供与にあたるのか、さらに、招集手続に瑕疵があるという理屈で株主総会の決議取消事由にあたるのかという点だったかと思います。

ただ、この点についても、先ほどご指摘いただいたとおり、書面交付請求をすれば紙の書類を手に入れることができるというルールになりましたので、そのことを前提にすると、単に一部の株主だけに紙を自主的に配ってあげたということだけで、それが平等原則違反とか利益供与とか取消事由にあたりと評価されることはほぼ考えられないのではないかと思います。先ほど挙げてくださった、総会の当日に現地に来た株主に配るとか、あるいは機関投資家や大株主への説明のときに渡すというのが問題ないというのも、恐らく異論のないところではないかと思います。

○野村 今でフルセットデリバリーの話は終わりだと思うのですが、梅野さんがおっしゃった後者の問題は重要で、せっかく電子化するのだから、いろいろな情報を提供できるのではないかということで、例えば動画みたいなものを載せようという動きはこれから出てくると思うんですね。これはアクセスできる人にだけ情報が提供されるということで、アクセスできない人たちに対する情報提供が劣る点で不都合だと議論はあり得ると思いますが、ただ、紙で知らされる情報は法定の要件を満たしているわけですから、プラスアルファの部分についてのアクセス可能性の差異は特に法的な問題にはならないだろうと考えます。そうだとすると、今回の改正では正面切って改正されたわけではありませんけれども、むしろそうしたプラスアルファの部分を実質させていくことが、実務の中では大きなインパクトを与えていく要素になるのではないかと感じております。

○竹林 ご指摘いただいた点につきましては、いずれも異論等があるわけではございません。ただ、法定の書面とは違う書面を株主の方に交付するという場合については、それがどのような情報なのかによって、法定の書面にあるような内容を正確に要約したものであれば問題もないかと思いますが、あまり想定しているわけではございませんけれども、議決権の行使を一定の方向に誘導するような恣意的な情報の選択などがあつたりすると、決議の取消事由になってきたりとか、一定の制約があり得るだろうとは思っております。

### (3) 書面交付請求権

○神作 電子提供制度に関する一つの大きな論点であり、法制審議会会社法制部会でも様々な方向

---

から議論が交わされたのが、株主の書面交付請求権のあり方です。株主に書面交付請求権を付与すべきかどうか、付与するとして強行法上の権利とするのかどうか、また、具体的な権利内容をどのようなものにするかということについて、法制審議会会社法制部会では活発に議論されました。

電子化と書面交付請求とは相いれない側面があり、書面交付請求権が付与されていると、結局のところ、会社は紙を用意しなければならなくなり、場合によってはかなりの大量の書面を用意しなければならないということになったりすると、電子化のメリットが大きく減殺されるということになりかねません。改正法は、書面交付請求権を強行法的に保障していますが、他方で終了異議催告制度という興味深い制度を併せて導入し、書面交付請求が累積していくことを回避する工夫をしています。

終了異議催告制度とは、書面交付請求日から1年を経過したときは、会社はその株主に対して書面交付を終了する旨を通知し、かつ、これに異議のある場合には1か月以上の一定の催告期間内に異議を述べるべき旨を催告できるものとし、異議が出されない限りは催告期間が経過したときに当該株主の書面交付請求権が失効するというユニークな制度です。書面交付請求権の付与と終了異議催告制度について、理論的に、また実務的な観点から、どのような点が注目されますでしょうか。

○野村 デジタルデバインドに対する配慮というものは、今回の法制度改正にとっては大切な要素でありまして、株主の中にはご高齢の方々もおられますし、いろんな理由からインターネットというものをお使いにならない方々もおられるわけですから、そういう方に対してきちっとした情報が提供されるという仕組みが重要です。今回は、相当議論して仕組みを練り上げましたので、出来上がったものは望ましい形に収まったのではないかと考えております。

議論の中でありましたのは、印刷するのが面倒くさいので何回も紙をよこせと言いつける人への対応でした。インターネットにはアクセスしていて、ふだんインターネットを盛んに使っている人なのに、印刷するのが面倒だから紙をよこせという人に、会社は付き合わなければならないのかといった議論です。

ただ、昨今の趨勢としてはもはや印刷するということを発想する人自体がデジタルデバインドなのではないか。つまり、印刷せずにタブレット端末だけで済ませている若い世代の人たちとの間にもう既にギャップがあるのだとすれば、そういった要請をしているということ自体、既に発想が古いのではないかというような議論もあり、そういう中で最終的には書面交付というものについて強行法的にそれを保障することに決着しました。

とはいえ、やはり一旦請求したから、あとはそれがもう要らなくなったにもかかわらず、ずっと惰性で書面を送り続けてもらうというようなことがまかり通るならば、会社に余計な負担が生ずることは間違いがないので、そこをどうするかが重要です。そこで議論の末に工夫されたのが終了催告という制度でした。1年単位でもうやめるかどうかというのを催告して、1か月間を超えない範囲内において返答をもらうという制度です。要するに書面交付請求の賞味期限を1年に限るといっ

---

た制度を導入したわけで、このことは、やはり徐々に書面が要らない人たちが増えていくという時代の流れに合った制度設計になっているのではないかと思います。

恐らく実務的に問題となるのは、その終了の催告、もうやめますかということの聞き方です。既に書面交付請求している人をセレクトして、その人たちに個別に催告していくのか、それとも一般的に招集通知の中で広く期限が来ている人たちは、この1か月の間にお返事をいただけなければ、次は出しませんよというようなものを送ったことによって、催告をしたものとみなせるのかどうかといったことが実務上は重要で、今後議論が出てくるのではないかとはいえます。

その中の一つの解決としては、例えば何年何月以前に請求をした人については、今回もう期限となっているので、もし1か月以内にお返事がなければ、次回は送りませんよといったような、やや中間的な催告の仕方も工夫されてくる可能性があるかと思っています。ここは実務の問題ですけれども、まだまだ論点は残っているとは思っています。

○**神作** 書面交付請求権については、一体どれぐらいの割合の人がこれを行行使してくるのかという点についても、人によって相当に幅のある予想をされていると思います。今、野村さんからご指摘があった終了異議催告の仕方も、そもそも書面交付請求権を行行使する人がどれぐらいかということにも関連してくるように思います。実務家の立場からご覧になって、書面交付請求権と終了異議催告制度というのは、どのように評価され、実務上どのような課題が生じるとお考えでしょうか。

○**梅野** まず、既に話が出ていることなので簡単にしますが、現在の、特に高齢者等におけるデジタルデバイドの問題を考えれば、書面交付請求権が強行法規的に保障されたことは評価すべきだと思います。一方、書面交付請求の累積の問題、つまり、書面交付請求が多くなされるならば、事務負担の軽減とか早期の情報提供といった株主総会資料の電子提供措置の制度趣旨が阻害されかねないことに鑑みると、法制審議会会社法制部会の事務局におかれて終了異議催告制度を工夫されたことは大変よかったと思っております。

野村さんもお指摘されたと思いますけれども、こういう制度をどういう立て付けにするかは、デジタルデバイドの状況がどうなのかという立法事実によって異なってくる問題だと思います。法制審議会会社法制部会でも申し上げましたが、この制度は永続するものではなく、将来、状況に応じて定款による排除を認める、さらには書面交付請求権自体を廃止するといった可能性はあるのではないかと考えております。

どの程度書面交付請求権の行使がなされるかによって、実務上どのような課題が生じるかが異なってくると思います。例えば、チェック欄にチェックするだけで書面の交付が受けられるとなると、株主は気軽にチェックするといったこともあり得ますので、窓口となる証券会社をはじめとして関係者が、今回の電子提供制度が株主にもたらすメリットや、電子提供措置の利用方法をわかりやすく説明するといった働きかけをしていかないと、書面請求の数が増えかねないと思います。この点は現場で実務に携わる方々の努力に係ってくる部分だろうと思っております。

---

実務上の問題点としては、どのタイミングで催告書面を対象株主に送るのかであるとか、毎年送付するのか隔年で送付するのかとかが、工夫を要するところでしょう。また、野村さんがご指摘されたように、書面交付請求を実際に行った株主だけをセレクトして催告書面を送付しなければいけないのか、あるいは株主全員に対して催告書面を送付することができるのかといった解釈論上の問題があるのではないかと思います。

書面交付請求をした株主に限られるということになると、いつ、誰が書面交付請求をしたかを管理しなければなりません。コンピューター化されていて、さほど難しいことではないのかもしれませんが、書面交付請求をした株主かどうかによって配付する書類の内容が異なることになり、事務負担が増えると思われます。つまり、書面交付請求をした株主に対しては、招集通知と電子提供措置事項を記載した書面を交付する際に催告書面を同封するといった実務になると思うのですが、異議催告が可能となる時期が株主ごとに異なるために、異議催告が可能になった株主にのみ催告書面を送付しなければならないことになると、実務上は会社側の負担が増えることとなります。

もう一つのやり方、つまり、株主全員に異議催告書面を送るというやり方も許容され得ると思うのですが、先ほどご説明したように、いつ書面交付請求をして、いつ異議を述べたかによって異議催告が可能となる時点が異なってきますので、普通の株主は、自分が異議催告の対象となっているかどうか、よく分からない場合も多いと思われます。したがって、全員に異議催告書面を送る場合でも、受領した株主がその対象であることを明らかにすることが望ましいと思いますが、そうすると、先ほどの管理の問題がどうしても残ってしまうこととなります。

ですから、このあたりの実務をどうするかについて、今後施行までに考えていかなければいけない課題だと思っています。実務家的な考え方からすると、さほど重たい厳格な制度にする必要はないのではないかと。つまり、書面交付請求権が一回終了し、その年は書面がもらえなくなっても、翌年改めて請求すれば書面の交付を受けられることになるので、あまり厳格な形を要求して実務が重たくなってしまふということは避けたほうがいいのではないかといった感想を持っております。

○神作 重要なお指摘をいただき、ありがとうございます。書面交付請求権と終了異議催告制度は、よく工夫された制度であるけれども、決して固定的なものではなく、将来的には、変更もあり得るし、終了異議催告の具体的な方法について実務的に詰めるべき点が少なからず存在することも理解いたしました。書面交付請求権については、どのような株主がどの程度行使するか、現時点では不明ですが、運用の状況を見守りつつ、必要があればさらなる制度の見直しもあり得るように感じました。

#### (4) 実務に対する影響とEDINET特例

○神作 次に、株主総会資料の電子提供制度が、実務に対してどのようなインパクトを与えるか、ご議論いただきたいと思います。野村さんが冒頭にご指摘くださったように、電子提供制度によっ



---

て議案の検討期間を今までよりも長く確保することが可能になります。特に機関投資家は、電子提供された株主総会資料に基づき、今まで以上に議決権行使について検討したり、あるいはより深化、深掘りされたスチュワードシップ活動を行ったりすることが可能になるという声もあるようです。

さらに、EDINETを使用して電子提供がなされる場合、いわゆるEDINET特例が適用される場合が増加すると、有価証券報告書の開示とともに株主総会資料が電子提供されることから、議決権行使やスチュワードシップ活動に際して参考とし得る情報が豊かになり、日本の上場会社の株主総会及び機関投資家の議決権行使活動やスチュワードシップ活動にさらに大きな影響を与えるように思われます。

他方、日本の上場企業は、ご承知のように、総会前に有価証券報告書を開示することに対してこれまでかなり消極的でした。今般の改正が従来の上場会社のマインドや行動に何らかの影響を与えられるのかどうか、このあたりも含めて株主総会資料の電子提供制度が株主総会のあり方や機関投資家のスチュワードシップ活動等に与える影響についてご議論いただきたいと思います。

○梅野 概要については先ほどご説明がありました。EDINETを用いた場合の例外の規定を利用するためには、電子提供措置開始日、とりあえず株主総会の3週間前としておきますけれども、それまでに電子提供措置事項を記載した有価証券報告書をEDINETに登録しなければならないことから、一般の実務家の受け取り方としては、現在の実務スケジュールに照らすと利用可能性はあまり高くはないのではないかとされていると思います。

この点については、従前から、例えば金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループ報告などでも言及されていましたが、株主が株主総会前に資料内容を十分に検討する期間を確保するために、有価証券報告書提出時期を株主総会前のできるだけ早い時期に前倒しすることが課題だったと認識しております。

しかし、監査に時間を要するという事情もあって、大幅に早めることは困難とされていたようですが、その困難さがどの程度のものなのかということは、会計の専門家ではない者には必ずしもよく分からないところがあります。会計監査人の監査報告書の日付の平均が決算期後44日程度だったという報告もあって、そうすると、会計監査を何とかもう少し早められれば、間に合わせられないスケジュールではないというような見方も成り立つのかと思います。

ですから、EDINETによる例外が利用されることでいかに投資家に歓迎されるかということが会社サイドに伝わってくるならば、関係者には努力するインセンティブが生まれるのではないかとというのが感想めいたところでございます。

逆の方向性としては、株主総会時期を遅らせる。つまり、3月決算の会社であっても基準日をずらせば7月に総会ができる。あるいは、6月総会は監査等が立て込んで大変であれば、12月決算にして4月にやってはどうかという議論もあると承知しています。しかし、7月総会にして、その3週間前ということになってしまうと、投資家になるべく早く情報を提供するという観点からは、か

---

えって今までよりも情報提供の時期が遅くなるという逆の方向にもなりかねないところがあるので、目指すべき方向は、なるべく現在のスケジュールを前提にEDINET開示を早めるということであり、そのためには、抽象的な言い方で申し訳ございませんけれども、監査実務、あるいは有価証券報告書の作成実務に携わっている方々の努力が要請されるのではないのでしょうか。

ただし、現状は、新型コロナウイルス感染拡大の影響で、現在の監査スケジュールでさえ大変だという状況が生じていますので、この問題について建設的な議論をするには、コロナの状況が収まってからでないとなかなか難しいといったことも考えている次第です

○野村 考えなければいけないのは、ディスクロージャーを行う場所ですね。つまり、社会におけるインフラとして、みんながそこに行けば情報が取れるというプラットフォームをどう構築していくかが重要で、ほうっておきますと、我が国の場合、行政がどうしても縦割りになってしまうので、この書類はここ、この書類はここみたいな話にならざるを得ない。そうなってきますと、やはり利便性は大きく下がってきますので、電子政府的な発想からいくと、一つのプラットフォームを構築していく方向に向かっていくのが望ましいのだろうなと思います。

そういう中で今回、もともとは電子提供が中断してしまった場合の話から議論がいろいろと始まったわけですが、EDINETを使う案が浮上しました。ここだと中断の問題は起こりませんし、有価証券報告書との一体的な開示につながりますので、メリットがあるということになりました。

しかし、実際には、株主総会というのは定時株主総会だけではなくて、臨時株主総会とか種類株主総会とかもあるわけで、これらの場合にはEDINETの有価証券報告書とのリンケージがなかなか難しい。したがって、結局のところは、定時株主総会に限定した形で制度をつないだというところにとどまっていると言わざるを得ません。

さらには、実務の今のスケジュール感から考えても、有価証券報告書を株主総会の前に出している会社が1%を切っているという現状の中で実務が劇的に変化するとは考えにくい。有価証券報告書と一緒に開示しようという方向に動くには、今回の利便性向上に加えて、もう一つ、二つぐらいのインセンティブが必要なのではないかと感じています。

○神作 先ほど、野村さんから、株主総会資料の電子提供制度との関係でEDINETの法的位置づけが明確にされ、それによって、将来的には、金融商品取引法をベースとした有価証券報告書の開示システムと会社法上の制度が接合してゆく新たな可能性が開かれたとのご指摘がありました。他方で、現実には、小さな一歩にすぎない可能性が高いという見通しを示されたと思います。

梅野さんが指摘された2つ目の方向、すなわち総会の開催を遅らせるという方向性については、私も、梅野さんと同じように、他の先進諸国に比べて決算期日末日を経過した後、迅速に株主総会が開催されて、計算書類が確定することは、日本の良いところだと思います。諸外国は、事業年度が終了して当該事業年度に係る財務諸表等が株主総会決議によって確定するまでに、決算期が終了

---

してから4か月、5か月を要するといわれています。私は、できるだけ日本のいいところ、すなわち事業年度終了後、株主総会が迅速に開催されるという長所は残しつつ、しかし、有価証券報告書が株主総会の後に開示されるという点—多くの国は総会の前に財務諸表が公表されておりますけれども、—については、総会の前に有価証券報告書が公開されるという方向に持って行っていただくように、努力していただきたいと思います。総会の開催を遅らせて、わざわざ日本の良いところを失わせるような議論は、少しもったいないなという気がしておりますので、その長所を維持した上で、EDINET特例が広く利用されることを願っています。

○**梅野** 野村さんをご指摘されたプラットフォームの点ですが、電子提供措置は、通常自社のウェブサイトで行うことになると思われますが、ウェブサイトの数を限定することは想定されておらず、複数のウェブサイトで電子提供措置をとることができるようです。この点に関連して、法務省と東京証券取引所で打合せをしていただき、自社のウェブサイトに加え東京証券取引所のウェブサイトにも掲載するという流れと理解しております。これは主として電子提供措置の中断が生じるリスクを軽減するためのバックアップという目的だと承知しておりますけれども、同じプラットフォームで複数の会社の情報を簡単に比較できるようになるのであれば、投資家、株主サイドにとって歓迎すべき方向であると思っておりますので、とりあえず一言感想を申し上げました。

## (5) 完全バーチャル総会

○**神作** 最後に、少なくとも法制審議会会社法制部会では想定していなかった事態であると思えますけれども、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の拡大に伴って、むしろ実務界から株主総会の電子化をさらに促進して、完全なバーチャル総会を会社法上許容すべきであるという声が上がっています。株主総会の在り方について、電子化という観点からさらに進めて完全バーチャル総会を認めるという方向性があり得るのかどうか、皆様のご意見を頂戴できればと思います。

○**竹林** これは全くの個人的な見解になりますけれども、確かにバーチャル株主総会、取りわけバーチャルオンリー型のバーチャル株主総会を制度化するかどうかということは大きな問題になってくるのではないかと思います。

一方で、バーチャル株主総会というものの作り込みの仕方にもよるのかもしれませんが、株主総会を開催することの意義を軽視するかのようにも見える考え方があることには、個人的には気になっているところがございます。バーチャル株主総会というものを制度化するかどうかということを考える上でも、株主総会というものがどのように位置づけられ、どういう意味を持っているのかということとはきちんと検討されるべきではないかと思っております。

また、神作さんがおっしゃったこと、あるいは梅野さんがおっしゃったこととも少し関わるのですけれども、新型コロナウイルスの感染が拡大していた状況下でも、例えば定時株主総会の議決権行使の基準日を定め直した会社が少なかったことですか、いわゆるエンプティ・ボーティング

---

(empty voting)の問題等も踏まえますと、日本における基準日の制度の在り方は、硬直的になっているのではないかという思いや、6月下旬に株主総会が集中していることの一つの原因にもなっているという思いもありまして、このあたりについても、もし可能であれば考えてみてもいいのかなと思っております。

○松元 この問題は、既に20年ほど前に神作論文で指摘されていた問題で（民商法雑誌126巻6号52頁）、2008年の私法学会のシンポジウムでも京都大学の北村雅史先生が取り上げていらして（旬刊商事法務2175号5頁）、学会でもかなり注目されているトピックなのではないかなと思います。

北村先生が指摘されていたのは、電子化と一言で言っても、これまで進んできた電子化というのは、紙でやっていた部分を電子化するということだったのに対して、今後は、紙だったものを電子化するという話ではなくて、総会の議事、審議自体を電子化ということが課題になってくるとい話だったと思います。そういう意味では、今回の改正での株主総会資料の電子化というのは、紙でやっていた部分を電子化するという内容であって、今後の課題としては、議事、審議自体の電子化をどう進めるかということが問題になるのだと思います。

そして、審議とか議事を電子化するとすると、ハイブリッド型、つまり、どこかではリアルな総会をやって、それに遠隔からもインターネットを通じて参加できるというタイプと、バーチャルオンリー型、つまり、全く議場は設けない、完全にインターネットを通じた参加のみという形でやるタイプがあるわけです。

このうちハイブリッド型については、最近、経済産業省もガイドラインを出しています（「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」<https://www.meti.go.jp/press/2019/02/20200226001/20200226001.html>）。ハイブリッド型については個人的には、今の法制下でも随分対応できる部分があると思いますし、前向きに進めていっていいのではないかなと思っています。その理由はなぜかという、ハイブリッド型を導入すると、むしろ総会における意見交換とか審議の部分がより実質化する可能性があるように思うためです。といいますのは、これまで書面やインターネットを通じて議決権を行使する株主というのは、総会での議論を聞く前に議決権行使しなければいけなかった。けれども、ハイブリッド型が使われれば、現地に行けない人が、当日の議論を聞いて、その後、投票ができるということになるわけです。その場合、総会運営を担当していらっしゃる方の当日のご負担は大変だろうなというのは申し訳ない感じもするのですが、ただ、総会の在り方としては、そちらのほうが本来の在り方に近いのではないかなという感じがします。

他方でバーチャルオンリー型については、20年前の神作論文で既に二つの問題が指摘されていたところ。一つは、バーチャルオンリー型にすると、物理的な株主総会が一切開かれませんが、株主が経営者に対峙して対面対話をしたいという利益を一切奪ってしまうことになる。そのことを株主総会というものの在り方との関係でどう考えるのかについての整理が必要になる。もう一つは、デジタルデバイドの問題です。リアルな総会が全く開かれないということになると、インター

---

ネットを使えない株主は一切参加できないということになるので、そのことをどう考えるかという問題です。バーチャルオンリー型については、株主総会の意味をどう捉えるかという大きな視点を含めて、今後の改正の大きな課題の一つになるのではないかなと思います。

## 2. 株主提案権

○**神作** 株主提案権については、濫用的な行使の実例が出てきており、株主権の濫用を認めた裁判例があります。東京高判平成27年5月19日金判1473号26頁等です。けれども、実務上は、株主権の濫用法理については、事前に会社の側で株主権の濫用に該当するかどうかを判断するのは困難であるという意見があり、また、最終的には裁判を待つことになるため、立法による対応を望む声が高まりました。

このような背景の下、改正法案は、要綱に基づき、305条の議案要領通知請求権について提案できる議案数を制限するほか、304条の総会会場における議案提案権及び305条の議案要領通知請求権について、目的等により議案提案権の行使を制限する規定を含んでいました。ところが、後者の目的等による制限を課す旨の規定は、国会の審議の際に修正が入り、削除されました。

初めに、目的等による議案提案権の制限に係る規定が削除されたことによって、一体どのような影響が生じるのか。削除された規定には、権利濫用論では包摂されない規律が含まれており、具体的には、株主提案によって株主総会の適切な運営が著しく妨げられ、株主の共同利益が害されるおそれがある場合に、株主提案権の行使が制限されるものとするのが提案されていましたが、この類型は権利濫用とは言えないのではないかというご指摘があります。そうであるとすると、単なる権利濫用論を超えた規律を法案は実は含んでいたため、権利濫用に包摂されない先ほど述べた類型については、法案が削除されたことによる影響が生じ得るということになりそうです。

また、目的等による株主提案権の制限に係る規定が削除されたので、会社の側で権利濫用論を使うことはますます難しくなったという実務家からのご意見も伺っています。

内容や目的による制限について定めた規定が国会修正によって削除されたことは、株主提案権の行使についてどのような影響を与えるでしょうか。

○**竹林** 神作さんからご指摘をいただきましたように、修正前の304条3号及び305条6項3号は、304条及び305条1項から3項までの規定は、304条の規定による議案の提出又は305条1項の規定による請求により株主総会の適切な運営が著しく妨げられ、株主の共同の利益が害されるおそれがある場合には適用しないこととしておりました。この部分につきましては、従前言われていたような主観面に着目した権利の濫用とは異なる客観的な要件を定めていたものと考えておりました、この場合につきましては、実際に立法がされた場合とで違いが生じ得るのではないかと考えております。

ただ、ほかの部分につきましては、株主が不当な目的等によって議案を提出した場合につきましては、個別具体的な事情によるかとは思いますが、権利濫用法理が適用されることとなると考

---

えております。これは神作さんからご指摘いただきましたように、権利濫用に当たるかどうか判断しにくいという問題があるかとは思いますが、法案が修正を受けたことによって権利濫用法理の適用の有無ということ自体が変わるということはないと思っております。

改正法案で設けられていた株主による不当な目的等による議案の提出の制限に関する規定は、法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会では、株主提案権が濫用的に行使された場合において株式会社が株主提案権の行使を拒絶することができるきを明確化する観点から、典型的な場合等を明文化したものであるとご説明しておりましたので、この場合につきましては、立法がされた場合とで実務におきまして違いが生じるということまでは私としては考えておりません。

○野村 今回の立法案自体は二つあったと思うんですね。一つは、今、竹林さんからもお話がありましたように、伝統的な主観的悪質性に着目した専ら人の名誉を侵害し、侮辱し又は困惑させといったような要件の下で濫用的な行為を規制しようという話です。この部分はもう既にHOYAの判例であるとか、その他裁判例でも認められてきたことなので、今回ここが立法的に削除されたからといって、裁判例で確立していた実務は揺るがないのだろうなとは思いますが。

他方でもう一つのほうについては削除の影響を慎重に考える必要があります。先ほど来から議論が出ていましたが、例えば1人で株主総会の時間を長時間占拠するような行為をどうするかが問題です。確かに伝統的な権利濫用とは違うのかもかもしれませんが、株主総会の在り方としてそうした行動はいかがなものかと思っておりますので、私は今回立法ができなかったからといって、完全にこれを適法なものとする必要はないと考えています。典型的に事前の規制をするのは時期早尚だから、むしろ個別事案ごとに検討しろというのが国会の判断ではないかと考えています。したがって、個別具体的には検討の余地が残ると考えるべきだと思います。

一部の実務家の先生の中には、今回立法できなかったことで、この主張はもう難しいのではないかという論文もあるわけですが、そうではなく、100何件もの提案をするようなケースについてはやはり濫用的な側面があるということが専門家の間で共通認識になったという事実は重い意味を持つものとして残るのではないかなと考えております。

○神作 次に、改正された規定について取り上げます。取締役会設置会社において、議案要領を通知請求できる議案の数が10に制限されました（305条4項）。議案の数の数え方については詳細なルールが置かれておまして、役員等の選任と解任及び会計監査人を再任しないことに関する議案は、提案数にかかわらず、それぞれ一つとみなされます。議案の数の数え方について、恐らく解釈上、最も問題となるのは305条4項4号だと思われます。同号は、定款の変更に関する2以上の提案は、当該2以上の議案について異なる議決がされたとすれば、当該議決の内容が相互に矛盾する可能性がある場合には、これらを一つの議案とみなすと定めます。

実務では、定款変更に関する議案は、定款変更の件の各内容として、議案の数としては一つとして扱われることが多いと指摘されています。しかし、定款変更の議案の中には、実質的には複数の

---

提案がなされている場合があるため、実質的に異なる議案はそれぞれ1議案として扱う一方、定款変更に関する2以上の議案について異なる議決がされたとすれば、当該議決の内容が相互に矛盾する可能性がある場合には、これを一つの議案とみなすこととしたものと考えられます。

そこでご議論いただきたいのは、具体的に2以上の議案について異なる議決がされたとすれば、当該議決の内容が相互に矛盾する可能性がある場合というのは、一体どのような場合でしょうか。特に実務的に、このような複数の議案がまさにこの場合に該当するという典型的な例がございましたら、具体例を挙げてご議論いただければ幸いです。

○**梅野** この点については、いろいろ法制審議会会社法制部会で審議がされたところだと思いますが、定款の変更に関する2つ以上の議案が提出された場合において、内容が相互に矛盾する可能性があるときは、それらの議案の内容に相互に密接な関連性が認められ、表裏一体のものとしてまとめて可決されることを念頭に提出されていると考えることが合理的であるため、そのような場合には一つの議案とみなすこととして、このような条文になったと理解しております。

「異なる議決がされたとすれば当該議案の内容が相互に矛盾する可能性がある場合」とは、一部の議案について可決され、他方の議案について否決される場合の組合せのうち、いずれかの組合せにおいて議決の内容が相互に矛盾することとなる場合をいうと理解されているようです。具体的には、例えば監査役設置会社の株主がその会社を監査等委員会設置会社に移行させようと、監査等委員会の設置および監査役の廃止を内容とする定款変更議案を提案するというような場合が、部会においても典型例として挙げられていたと思います。

この両議案が成り立たないとおかしなことになってしまっていて、例えば、監査等委員会の設置が可決されて監査役の廃止が否決されると、監査等委員会設置会社は監査役を置いてはならないという327条4項に違反する事態となってしまいますので、そういった場合を念頭に今回の規定が置かれたのだらうと理解しております。

○**松元** 今ご説明頂いたとおりで、かなり複雑なので立案担当者解説を一旦引用すると、「『異なる議決がされたとすれば当該議決の内容が相互に矛盾する可能性がある場合』とは、一部の議案について可決され、他の議案について否決される場合の組合せのうち、いずれかの組み合わせにおいて議決の内容が相互に矛盾することとなる場合を意味する」（金融法務事情2135号27頁）と説明されているわけです。Aという議案とBという議案があるときに、A議案が可決、B議案が否決、あるいはA議案が否決、B議案が可決という組合せのどちらか一方の場合にでも、議決の内容が相互に矛盾するという場合は、A議案とB議案を一の議案とみなすということだと理解しています。先ほど挙げて頂いた例について、A議案は監査役会を廃止するという内容で、B議案は監査等委員会を設置するという内容だった場合、そして、この会社は監査役会等を設置する義務がない会社だった場合を念頭に置いて考えてみたいと思います。仮に監査役会を廃止しますというA議案は可決されて、監査等委員会を設置しますというB議案は否決されたということになると、結果として監査役会も

---

監査等委員会も両方置かないということになりますが、ただ、この会社は監査役会等を置く義務はない会社なので、議決の内容が相互に矛盾するといえるかどうかには解釈の余地が残ります。ただ、他方で監査役会を廃止するというA議案が否決されて、監査等委員会を設置するというB議案は可決されるということになると、監査役会も監査等委員会も両方設置されるというおかしなことになってしまうので、これは議決の内容が相互に矛盾する場合に当たると思います。

では、A議案可決、B議案否決の場合と、A議案否決、B議案可決の場合のどちらか片方の場合においてだけ議決の内容が相互に矛盾することになる場合には他にどのような場合があるだろうかということで、頭の体操としてあと2つ挙げてみたいのですが、一つは、発行可能株式総数を増やすというA議案と新株発行をするというB議案があった場合についてです。例えば、発行可能株式総数が5000株で、既に4000株発行されていて、残りの枠はあと1000株しかないときに、追加であと3000株発行したいという場合を考えます。ここで、発行可能株式総数を1万株まで増やすという内容のA議案と、3000株の新株発行をするというB議案があったとすると、発行可能株式総数を増やすというA議案だけが通って、新株発行のB議案は通らないというのであれば別に矛盾はしない。ただ、逆に発行可能株式総数を増やすというA議案は否決されたのに、新株発行をするというB議案だけが可決されるということになると、それは無理だということになって矛盾するようになります。

もう一つ、既に挙げられている例（旬刊商事法務2230号18頁）としては、監査役会設置会社が監査等委員会設置会社に移行するというA議案と、取締役のうち監査等委員にならない人の任期を2年から1年にしますというB議案がある場合というのがあります。監査等委員会設置会社にするというA議案は通ったのに、取締役の任期を2年から1年にするというB議案は否決されるということになると、議決の内容が相互に矛盾することになる。ただ、他方で、監査等委員会にするというA議案は否決で、取締役の任期を2年から1年にするというB議案だけが通るといえるのであれば問題はないと思います。

こんがらがりながら頭の体操をしたので、もし間違っていたらご指摘ください。

○**神作** 非常におもしろい例を挙げていただいて、ありがとうございます。松元さん、追加していただいた例のうち、発行可能株式数の増加と新株発行の例は、新株発行が何らかの定款変更に関わる議案を含んでいるという前提でしょうか。今回の改正の議案の数の数え方は、文言上は、定款の変更に関する議案の中での話であるように読めます。もちろん、解釈問題としては、定款変更議案を超えて、複数の議案が相互に矛盾する関係にある場合に、それらをどのようにカウントするかという論点があるのではないかという気はするのですが、今松元さんが指摘された例は、定款変更に関する議案という前提ですか。

○**松元** 新株発行が総会決議事項でなければいけないので、非公開会社であるということは前提にしていたんですが。

○**野村** 種類株だと。



○神作 多分両方の例があり得ますよね。でも、どちらを念頭に置いて議論されていたのでしょうか。両方とも定款変更に関する議案ということでしょうか。

○松元 新株発行は定款変更ではないパターンの方を考えていましたが。

○神作 それは一つのまた別の論点であるように思います。

○松元 なるほど、新株発行の場合だと、定款変更の議案ではないので、そもそも、今回の改正で問題になっている、定款変更議案同士の数え方の問題にならないということですね。定款の変更に関する議案同士ではないので、そこは……。

○野村 別個ということではないですか。

○松元 そうですね。ご指摘いただいてありがとうございます。先ほどの新株発行の例は、今回の定款変更議案の数え方の事例には当たらないと理解しました。

○神作 例えば次のような複数の議案は考えられるでしょうか。公開会社において、株主提案により、定款に株式の譲渡制限の定めを導入する議案Aを提出するとともに、そのことを前提に、クラス・ボートイング種類株式を新たに発行することを可能にする議案Bを提出したとします。この場合、議案Aが否決され、議案Bが可決されると、矛盾する決議になるように思われますが、いかがでしょうか。

○松元 なるほど、そのケースであれば、議案Aも議案Bも定款変更議案ですし、クラス・ボートイング種類株式は公開会社では発行することは認められないので（108条1項但書）、A議案が否決でB議案が可決だと決議の内容が相互に矛盾するということになりますね。他方で、A議案が可決でB議案が否決だと、必ずしも問題ではないので、まさに、片方の組合せにおいて議決の内容が相互に矛盾することとなる場合に当たるように思います。ありがとうございます。

○野村 今のお話が非常に興味深いのは、同じ提案でも否決、可決によって矛盾したり、しなかったりすることがあるということは、実務上、非常に難しい問題をはらんでいるんだと思います。従来議論では、否決、可決を問わず相矛盾する事例を念頭に置いていたと思いますが、今ご提示いただいた事例については別々に数えなければならないような感じもしなくはないので、ちょっとまだ頭の整理がつきませんけれども、今のご指摘は非常に重要なのではないかと思います。

○神作 恐らくこの論点については、いろいろな具体例が実際に生じてきて、議論がさらに深まるものと思います。なお、松元さんが挙げてくださった例のように、定款変更を超えて、複数の議案が相互に矛盾する関係にある場合に、議案の数をどのように数えるのかという解釈論上の論点があるようにも思われます。興味深い例をお考えいただき、どうもありがとうございました。

### Ⅲ 取締役等関係

#### 1. 取締役の報酬関係

○神作 取締役の報酬に係る改正法の規律に移ります。改正前法における取締役の報酬に係る規律

は、先ほど松元さんからご発言いただきましたけれども、どのような考え方に基づいて解釈、運用されてきており、その考え方にはどのような問題点があると考えられて、本改正に至ったのか、本改正によってどのような規律に変更されたかについてご議論いただきます。

公開会社かつ大会社である監査役会設置会社であって、その発行する株式について有価証券報告書を提出しなければならない会社及び監査等委員会設置会社は、取締役の個人別の報酬等の内容についての決定に関する方針として、法務省令で定める事項－以下、報酬等の決定方針と申します－を決定しなければならないこととされました（361条7項）。これは、従来の取締役の報酬規制の基礎にある考え方からすると、一種のパラダイム転換とも評価し得る重要な改正であると思われます。

改正法は、ただいま申し上げた報酬等の決定の方針のほか、金銭でない報酬等に係る株主総会の決議による定め、及び、取締役の報酬として付与する出資の履行のない株式・新株予約権について、規律を改正又は新設しました。取締役の報酬関係に係る改正法の主要なポイント、特にパラダイムの転換があったと考えられる点についてご議論いただきたいと思います。

○野村 今日冒頭にも松元さんからお話がありましたように、伝統的に我が国における報酬規制は、お手盛りの防止ということを前提にしてきたということが言えると思います。これは、いわば会社の利益というのを役員と株主とで分け合うという形で、役員側にこれだけのお金を渡すことを株主は同意します、あとは役員の中で適当に分けてくださいという形で実務が進んできて、これ以外に株主には利害関係はないと考えられてきたわけです。しかし、実際のところは、報酬というものは取締役の行為に大きく影響を与えるわけでありまして、特に昨今コーポレートガバナンス・コードで導入が促されているインセンティブ型の報酬といったようなものについて、その作り込みいかんによっては取締役の行為規範として様々なものが発生してくる。利益のとらまえ方から、それぞれ経営方針の立て方、実際の業務の遂行の仕方にも報酬が大きく影響してくるということが言えると思います。

そうした中で株主の利害関係は、むしろ報酬のつくり方、どういう報酬をどのような形で与えるのかということにも深く関心を持つようになってきているということから、今回の改正においては、特に方針についての承認という大きな枠組みについて関与すると同時に、特にインセンティブ型の報酬については、その内容についても株主が一定程度決議をすることができるとしたことは大きな進歩だと思います。

それと同時に、今回の改正の中で出てまいりました株式報酬と言われているものにつきましては、これは報酬の一つの在り方として、これまでの実務で想定してきていた金銭報酬の現物出資型のものとは異なる形で、直接株式を報酬として渡せるというのは理論的には大きなパラダイム転換という部分があるかと思えます。

アメリカなどでは、もともと報酬は業務執行の一環で報酬委員会が決めるといったような形の発想もある中で、コーポレートガバナンスの大きな潮流の中で、やはり株主にも一定程度声を上げる

---

チャンスが与えられるべきだという議論が進んできた中であって、我が国は原則株主が関与していましたが、関与の仕方を世界的な趨勢に合わせていくということになったのではないかなと思っております。

○**神作** 取締役の報酬等の規律に関する今般の改正の全体像は、どのようなものでしょうか。

○**竹林** 私からは概要だけをご説明させていただきます。野村さんからご指摘いただいたような考え方を背景といたしまして、神作さんにも言及いただいたような見直しをしておりますが、改正法におきましては、取締役の報酬等の内容の決定手続等に関する透明性を向上させるため、上場会社等の取締役会は、定款の定めや株主総会の決議により取締役の個人別の報酬等の内容が具体的に定められていない場合には、その内容についての決定に関する方針を定めなければならないこととしております。

また、取締役の報酬等として、当該株式会社の株式又は新株予約権を付与しようとする場合には、定款又は株主総会の決議により、当該株式又は新株予約権の数の上限等を定めなければならないこととするなどの見直しをしております。

さらに、確定額である金銭の報酬等に関する事項を定め、又はこれを改定する議案を株主総会に提出した取締役は、当該株主総会において当該報酬等を相当とする理由を説明しなければならないこととする見直しもしております。

そして、上場会社が取締役の報酬等として株式の発行等をする場合には、募集株式と引換えにする金銭の払込み等を要しないこととするなどしており、また、法務省令におきまして、取締役の報酬等に関する事項について、公開会社における事業報告による情報開示に関する規定の充実を図ることを予定しております。

○**神作** 上場会社等の取締役会に義務づけられた取締役の報酬等の決定方針の決定というのは、それ自体は株主総会における説明義務の対象ではないように思われます。他方、株主総会における報酬に関する説明義務について、改正法は、ただいま竹林さんからご説明いただきましたように、確定額の金銭報酬を定め、又はそれを改定する場合も含め、361条1項各号に掲げる事項を定める議案を株主総会に提出した取締役は、株主総会において当該事項を相当とする理由を説明しなければならないものとしています(361条4項)。ここに言う「相当とする理由」というのは、一体どのような説明がどの程度なされることが期待されているのでしょうか。

○**松元** この点の改正は、ややこしいように見えるのですが、実は条文の変化を見るとすごく分かりやすいところです。361条の4項が、相当とする理由を説明しなければならないという条文です。まず、報酬は3種類に整理されていて、361条1項1号の確定金銭報酬、2号の不確定金銭報酬、3号の非金銭報酬です。そして、361条4項の目的語にあたるのがどの部分だったかという点、これまで、このうちの2号と3号、つまり、不確定金銭報酬の場合と非金銭報酬の場合についてだけ、相当とする理由を説明しなければならないということになっていたわけですが、それが、今回の

---

改正によって、1号の確定金銭報酬についても相当とする理由の説明の対象に含まれたというのがポイントだと思います。

これは何なのかということですが、今回の改正で取締役の報酬をインセンティブを与えるための仕組みだと捉えたときに、適切なインセンティブを与えているかどうかを判断するためには、固定額の部分と業績連動型の部分の割合が適切かどうか、組合せ方が適切かどうかということも見なければ、株主は全体として報酬が適切なインセンティブを与えるものかどうかを判断できないだろうという考え方があったのだと理解しています。

つまり、業績連動型報酬を払っていますよといっても、95%が固定額で業績連動型は5%だけだというような場合には、インセンティブ付けとして十分かどうか疑問が生じるわけですが、そういった点は固定額部分を含めた組合せを見ないと分からないということです。そこで、これまでは説明するまでもないだろうと思われていた確定額の金銭報酬の部分も含めた説明を要求する、つまり、組合せや割合を含めて説明の対象とする趣旨での改正だと理解しています。

○梅野 今、松元さんにご指摘いただいたとおりだと思います。ほぼその繰り返しになりますが、相当とする理由として、そのような報酬等を定めることが必要かつ合理的であることについて、株主に分かりやすく説明することだと理解しています。

今回の改正前、つまり現在の実務では、例えば業績連動型報酬について相当な理由を説明する場合には、「取締役の報酬について業績および株価との連動性をより明確にし、取締役の中長期的な企業価値向上への貢献意欲を高めるとともに、株主と皆様との利害共有を図ることを目的としており」といった形で、いわば抽象的な意味での企業価値の向上、あるいは株主との利害の共通性といったことを、業績連動報酬を採用する相当な理由として説明していたと思うのですが、この改正が施行された場合、より詳しい説明が求められるのではないかと感想を持っております。

と申しますのは、先ほどのご指摘のとおり、改正前は361条4項の対象は、1項の2号及び3号だけだったわけですが、これが1項全体に広がったため、単に各号の報酬だけの相当性だけでなく、それぞれの組合せやその割合を含めて説明をしなければならないのではないと思われるためです。具体的には、松元さんからご説明があったとおり、例えば固定報酬と業績連動報酬がある場合、固定報酬と業績連動報酬との割合とそのような割合にすることについてそれぞれ相当性の説明が必要になるのではないかと考えられます。

また、業績連動報酬だけをとってみても、今回のパブリックコメントに付されている会社法施行規則案を見ると、業績連動報酬の算定の基礎として選定した業績指標の内容や、それを選択した理由について事業報告において開示させることを現在、法務省としてお考えのようです。そこで、相当性の説明としても、業績連動を単に採用することだけではなくて、業績連動報酬の算定の基礎として、こういう業績指標を取っているから、こういった意味で当社の企業価値の向上につながると考えているといったレベルでの説明が求められていくのではないかと考えます。

---

つまり、361条1項がより詳細になった関係で、それに応じ、それらをどういう割合で組合せているのか、それがどうして当社にとって相当なのかといった説明が求められるようになるのではないかと印象を持ちました。

○**神作** 先ほど野村さんが、取締役の報酬等に係る規律について大きな考え方の転換があったと指摘されました。上場会社の場合には、取締役の報酬等として株式を無償で付与することができるという、いわゆる株式の無償交付が認められることとなりました（202条の2）。また、上場会社は、取締役の報酬等として新株予約権の行使に際して出資を要しない新株予約権を発行することもできるとされています（236条3項・4項）。このような新しい規律が導入された背景と意義についてご議論いただきたいと思います。

また、この場合に有利発行規制の適用があるのかという論点があり、法制審議会会社法制部会でも様々な議論がなされましたけれども、この点について改正法の下では一体どのような規律が適用されることになるのでしょうか。

○**竹林** 意義等についてご説明をさせていただきます。まず、背景でございますが、取締役に株式を付与することにより、取締役を株主としての立場に立たせ、取締役と株主の利益を一致させるとともに、適切にリスクをとって果敢に経営させることを促すことなどの効果を期待することができるかと指摘されておまして、株式を報酬等として株主に付与することが注目されてございます。

現行法では、199条1項の募集に係る株式の発行又は自己株式の処分におきましては、募集株式の払込金額又はその算定方法を定めなければならないこととされていたわけですが、これによりまして取締役の報酬等として株式を交付しようとする株式会社においては、実務上、金銭を取締役の報酬等とした上で、取締役をして株式会社に対する報酬支払請求権を現物出資財産として給付させることによって株式を交付するということがされてございました。しかし、このような方法が技巧的であって、また、株式を交付した場合の資本金等の取扱いが明確でないというような指摘等もあったところでございます。

そこで、改正法では、より円滑に株式を報酬等として取締役に交付することができるように、上場会社は取締役の報酬等として株式の発行又は自己株式の処分をするときは、募集株式と引換えにする金銭の払込み又は現物出資としての財産の給付を要しないこととしているわけでございます。

具体的には、金融商品取引所に上場されている株式を発行している会社は、定款又は株主総会の決議による361条1項3号に掲げる事項についての定めに従って、その発行する株式又はその処分する自己株式を引き受ける者の募集をするときは、199条1項2号及び4号に掲げる事項を定めることを要しないこととして、取締役の報酬等として株式を発行するもので、募集株式と引換えにする金銭の払込み又は現物出資財産の給付を要しない旨及び募集株式を割り当てる日を定めなければならないこととしているわけでございます。

この事項を定めた場合には、引受人は割当日にその引き受けた募集株式の株主となることとしてございまして、また、定款又は株主総会の決議による361条1項3号に掲げる事項についての定めに係る取締役、取締役であった者を含みますが、それ以外の者は、募集株式の引受けの申込み又はいわゆる総数引受契約を締結することができないこととしてございます。

神作さんからご指摘をいただきましたように、改正法では、取締役の報酬等として金銭の払込み等を要しないで、株式の発行等をする場合には、株式の払込金額を定めることを要しないこととしておりますので、有利発行規制は適用されないこととなります。

この点につきましては、株式会社が取締役の報酬等として株式の発行又は自己株式の処分をする場合には、当該株式は取締役の職務執行の対価として交付されるということとなりますので、取締役が株式会社に対して職務執行により役務を提供することとなるため、金銭の払込み等を要しないこととすることが特に有利な条件に該当するとは想定しがたいのではないかと、また、改正法では、当該株式会社の募集株式又はそれと引換えにする払込みに充てるための金銭を取締役の報酬等とする場合には、株主総会の決議によって株式の数の上限等を定めなければならないこととし、株主総会の決議を必要とすることによって許容される希釈化の限度について株主の意思を確認することとしておりますので、重ねて有利発行規則を適用するまでの必要性はないと考えたことによるものでございます。

○野村 今、説明いただいたとおりであるかと思いますが、私から有利発行に関して若干言及させていただきますと、もともと要綱の中では有利な条件というのに該当するのではないかというような議論もあったわけですが、最終的な法制度の整理の中で、今、竹林さんからお話がありましたように、払込金額というものがないということになりますと、199条3項にそもそも当てはまる余地がありませんので、形式的には有利発行規制は外れるということになったのだと思います。

実質的な判断としては、今、ご指摘がありましたように、実体としては払込みはないわけですが、事実上の対価性として役務を提供することによる正当性の根拠はあるかと思ひますし、また、大きな枠組みで考えてみますと、有利発行規制というのはそもそも同じ株主でありながら既存の株主と新株の引受人との間で利益の移転が起こることが基本でありまして、有利に発行すると、希釈化が起こることで既存の株主が新株引受人に対して利益を提供する形になるので、その同意を求めなければいけないということがあったかと思ひます。それに対し、今回は、報酬という位置づけになっていて、付与されるのは取締役又は取締役であった者に限られ、この一定の地位にある人にしか交付されないということですから、構造的には株主対取締役という構図の中で株主が全体として利益移転を許容する場面と捉えれば十分だと言えらる気がします。取締役に利益を与えるのがまさに報酬なわけですから、報酬規制の並びで規制すれば、特に有利発行規制のような特別決議を求めなくても合理的な制度設計と言えらるのではないかと思ひます。

○梅野 その点に関し、よく分からなかったところなのですが、新株予約権を取締役の報酬とする

---

場合、新株予約権においては、有利発行規制は引き続き残っていると理解しておりまして、株式報酬との違いが少し分かりにくいと思いましたので、その感想だけ申し上げておきます。

○**竹林** 梅野さんがおっしゃった点は、新株予約権の議論にどれだけ影響があるかということになってくると思うのですが、株式報酬につきましては、報酬として付与するという場面に限られているので、有利発行規制を適用しないこととしております。新株予約権につきましては、必ずしも全てがストック・オプションというわけではないので、規定上は有利発行規制が適用され得ることとなっておりますが、報酬として付与したときに、有利発行規制が適用されないのかどうかということとは解釈に委ねられることとなると考えております。

○**野村** あと1点、実務的に皆さんがちょっと関心があるのだと思うのは、従来先渡し型とか後渡し型といって金銭報酬を現物出資したものとして構成されてきた報酬がもう既にこの世に存在しているわけですが、それを定めた際の過去の決議が今回の改正の中でちゃんと整合性が取れているのかどうか、特にもう一度決議の取り直しが必要かどうかというところは、実務的には結構難しい論点かなと思っております。

○**神作** 改正法の下で、従来の金銭報酬の現物出資構成が否定されたわけではありませんが、その場合には、当該株式と引換えにする払込みに充てるための金銭について当該募集株式の上限やその他法務省令で定められることになる交付の条件の概要ですとか当該株式の内容などについて株主総会の決議によって定めるべきこととなります。

本改正法の規定は、施行前に生じた事項についても適用されますが、改正前会社法の規定によって生じた効力は妨げないものとされています（附則2条）。したがって、施行後に新たに報酬等を付与したり施行前に決定した報酬等を変更したりする場合にのみ、改正法が適用されることになると考えられます。現物出資構成を採用し、かつ、金銭報酬のうち金額が確定しているものの総額の上限だけを株主総会決議で定めていたときは、当該決議に基づく報酬等としての株式の付与の効力が改正法の施行日までに発生していないものについては、改正法が適用されることになるように思われます。野村さんのご指摘のとおり、報酬プランが中長期的に設計されている場合などには、どの局面で改正法が適用され、どのように株主総会に諮るかなど、実務上、慎重な検討を要することになるように思います。

## 2. 会社補償・D&O保険

### (1) 会社補償

○**神作** 会社補償については、改正前法の下では規定がありませんでした。補償契約とは、株式会社等が、役員等に対して次の費用等の全部又は一部を当該株式会社等が補償することを約する契約と定義されています（430条の2第1項）。会社補償の対象になる費用等は、第1に、役員等が、その職務の執行に関し、法令の規定に違反したことが疑われ、又は責任の追及に係る請求を受けたことに

---

より要する費用ですが（同条同項1号）、通常要する費用の額を超えない部分に限られます（同条2項1号）。第2に、役員等が、その職務の執行に関し、第三者に生じた損害を賠償する責任を負う場合に、①当該損害を当該役員等が賠償することにより生ずる損失と、②当該損害の賠償に関する紛争について当事者間に和解が成立した場合において当該役員等が当該和解に基づいて金銭を支払うことにより生じる損失です（同条1項2号）。

会社補償には、次のような効用があると思われれます。第1に、役員等を損害賠償請求訴訟その他の裁判手続費用や第三者に対する損害賠償責任から適切に保護し、すぐれた役員のなり手の拡大を図るとともに、委縮した経営を防止する可能性があります。第2に、会社にとっても役員等が第三者から責任の追及に係る請求を受けた場合に、当該役員等が適切な防御活動を行うことができるようにそれに要する費用を負担することで会社の損害の拡大の抑止に資するといったメリットがあります。他方、会社補償が認められる範囲によっては、役員等の職務の適正性が損なわれたり、役員等の責任や刑罰等を定める規定の趣旨が損なわれたりするおそれ、すなわち違法行為抑制効果が減殺されるおそれがあるほか、株式会社と補償を受ける役員との間には、役員から会社財産に対する求償という構造的な利益相反が発生し、会社法が定める役員等の免責に関する規律に抵触し得るといふ会社法の規律との調整の問題が生じます。

改正前法には会社補償に関する規定が無かったわけですが、それではこれまで会社補償が一切行われてこなかったかという、そういうわけではなく、会社法330条が準用する民法650条3項や補償契約に基づいて行われてきたと考えられます。このように、本改正以前から会社補償というものは行われてきたと思われれますけれども、それにもかかわらずこのたび会社補償制度が新設された意義と背景についてお話をいただければと思います。

会社補償については、補償の対象や補償できない場合の要件について詳細な規定が置かれています。役員等がその職務の執行に関し、第三者に生じた損害を賠償する責任を負う場合における所定の損失のうち、会社が当該損害を賠償するとすれば当該役員等が当該株式会社に対して423条1項の責任を負う場合における当該責任に係る部分は補償の対象外とされています（430条の2第2項2号）。さらに、役員等が、その職務の執行に関し、第三者に生じた損害を賠償する責任を負う場合における損失に関しては、役員等がその職務を行うについて悪意・重過失があったときは、当該損失の全部が補償の対象外とされています（430条の2第2項3号）。

そうすると、最もニーズがある典型的な場合であると思われる429条1項に基づく取締役の第三者責任は、会社補償制度によってはカバーできないのではないかと指摘がなされています。そのような理解でよろしいでしょうか。

○松元 大変難しいところだとは思いますが、結論としては429条の責任についてはカバーされないという整理になるのではないかと理解しています。

理由は二つありまして、一つは、今まさにご指摘いただいた改正法の430条の2第2項2号のと



---

ころです。これによると、「当該株式会社が前項第2号の損害を賠償するとすれば当該役員等が当該株式会社に対して423条第1項の責任を負う場合」、この責任に係る部分はカバーされないということになっているわけです。そして、取締役が任務懈怠によって429条に基づいて第三者に対して責任を負う場合には、取締役だけではなく、会社自体もその第三者に対して責任を負う場合が多いと思われまふ。そうすると、仮に会社が先に第三者に対して支払いをするということになれば、これは会社としては第三者に対して支払いをした後に、求償といひますか、今度は取締役に対して423条に基づいて全額を請求していくということになると思ひますので、そうすると、まさにこの2号の場合に当たることになって、会社補償ではカバーされないということになると思ひます。

もう1点は、もしかするとこの後の話とも関連するのかもしれないのですが、429条1項では悪意重過失が要件とされているところ、改正法は悪意、重過失がある場合には補償できないということを行っていることが理由です。改正法の430条の2第2項3号で言う重過失の意味については、これまでの議論を拝見していると、今までの会社法425条、426条、427条あたりの責任免除に関する要件としての重過失と同じ意味に捉えていいのではないかというような意見が多いのではないかと思ひます。そうだとすると、429条に言うところの重過失は、425条等における重過失よりも簡単に認められるかもしれないという解釈も存在しますので、この解釈を前提にすると、429条で言うところの重過失はあるけれども、430条の2第2項3号の重過失はないというケースは、理論的には隙間としてはちょっとあるのかもしれませんが。ですので、そのちょっとの隙間のところは、もしかしたら重過失との関係では会社補償の対象になり得るのかもしれないとは思いつつ、そのちょっとの隙間の具体的な例が考えられるかという、なかなか思いつかなくて、やはりほとんどのケースでは重過失という意味でも補償はされないのではないかと思ひます。

以上の2つの点で、429条の責任については、会社補償ではカバーできないのではないだろうかと思ひています。

○野村 今の松元さんの意見が全うな法解釈というか、恐らくほとんどの会社法学者は、今のような解釈をしていくんだろうと思ひます。私自身もそれに異論はないのですが、ただ制度の大きな枠組みから考えてみますと、何のために会社補償という制度を導入しているかといへば、萎縮効果の防止だと思ひます。会社経営において責任を意識するが過度な萎縮をもたらすのであれば、そこを軽減し堂々と会社経営に取り組んでほしいという発想は、経営判断の原則と類似していると考えられます。

そうしますと、実は我が国においては、429条1項の責任と経営判断の原則がどういふふうな関係に立つのかということがまだ必ずしも決着がついていないところがあつて、裁判例も分かれていひますし、学説の中にも重過失の中に織り込んで考えている人もいへば、別途当然のごとく経営判断の原則が適用されるという考え方の人もいひます。他方で、冒険的な行為をすることが第三者のメリットになるという関係が構造的に存在するわけではないのだから、第三者との関係で冒険を奨励す

---

る必要はないといった、硬い解釈も残っている状況だと思います。

こういう中で、先ほど唯一の隙間というところがあったとするならば、著しく不合理な経営判断をしたわけではないけれども、それが第三者責任を発生させてしまうというような出来事がもしあったのだとすると、その部分での調整弁として会社補償というのが使われる余地は残るんじゃないかなと思います。そうすると、そこは先ほどの重過失の解釈の問題になると思うんですが、補償が認められない重過失というのはかなり限定的なものと考えつつ、429条の重過失との間に差分が生ずるというような形で考えていくことはできるのではないかなと思います。

アメリカなどでは逆の発想で、当該役員が合理的に信じた方法で行為した、すなわち、会社の最善の利益になるか、又はそれに反しないと当該役員が合理的に信じた方法で行為した場合には、会社補償をしてあげましょうという形なので、ある意味では真面目に会社経営をやっていた人は補償の対象にするわけです。私はそれが合理的だと思いますので、こうした発想とどこで折り合えるのか、これは今後の解釈問題なのではないかなという感じがしています。

○**神作** 重過失の意義について、立案担当者のご説明がございまして、430条の2第2項3号の重過失とは、425条から427条の重過失と同義であると解説されています。竹林さん、重過失の意義も含め、429条の責任が会社補償の対象になる場合があり得るかどうかについて、どのように考えることになりますでしょうか。

○**竹林** 私どもは、通説的な解釈を前提に法律案を作成しておりますので、重過失という場合には、通常人に要求される程度の相当な注意をしないでも、わずかな注意さえすれば、たやすく違法有害な結果を予見することができた場合であるのに、漫然これを見過ごしたような故意に近いとか、故意に準ずる著しい注意欠如の状態であるということになるかと思います。

そこから先は解釈の問題になってこようかと思ひまして、重過失という同じ文言をどこまで異なって解釈することができるのか、それぞれの条文の趣旨等も含めての解釈になろうかと思ひます。429条の責任につきましても、同様に考えておひまして、野村さんや松元さんのご指摘なども踏まえて、重過失という同じ文言を異なって解釈する余地があるかどうかということになるかと思ひます。

## (2) D&O保険

○**神作** D&O保険についても、会社補償と同様、現行会社法には規定がありません。しかし、D&O保険も、特に上場会社では広く普及しています。D&O保険の長所と会社法上の問題点は、先にご議論いただいた会社補償の場合と非常に共通していると思われます。

改正法は、役員等賠償責任保険契約を、「株式会社が、保険者との間で締結する保険契約のうち役員等がその職務の執行に関し責任を負うこと又は当該責任の追及に係る請求を受けることによって生ずることのある損害を保険者が填補することを約するものであって、役員等を被保険者とする

もの」と定義した上で、当該保険契約を締結することにより被保険者である役員等の職務の執行の適正性が著しく損なわれるおそれがないものとして法務省令で定めるものを除いています（430条の3第1項）。このように定義した上で、D&O保険について規律していますが、規律の内容は、D&O保険と会社補償では大分異なっています。D&O保険については、主として手続規制と開示規制に重点が置かれています。それに対し、会社補償の場合には、どのような損失を補償の対象にすることができるかとか、どのような要件があると補償できないかといったことが細かく規定されていました。D&O保険についてはそのような規律はなく、むしろ手続規制と開示が規律の中心です。

D&O保険についてどこまで開示を求めるかについては、法制審議会会社法制部会でも議論が分かれました。比較法的にも、グローバル・スタンダードといえるものがないと申しますか、そもそもD&O保険について開示するかどうかも含め、国によって取扱いが大きく異なります。

現在、パブリックコメントに付されている会社法施行規則改正案121条の2では、基本的には要綱の考え方に基づいて当該保険者の氏名、名称、当該役員等賠償責任保険の被保険者の範囲、被保険者が実質的に保険料を負担している場合にあつては、その負担割合、保険事故の概要、それから当該役員等賠償責任保険によって被保険者である役員等の職務の執行の適正性が損なわれないようにするための措置を講じている場合にはその内容、及び保険契約の内容の概要等を記載することを求めています。D&O保険の開示規制の利害得失、あるいはその範囲をどうすべきか。開示事項とされた項目について、解釈論上、どのように開示すべきか。特に会社法施行規則改正案に提案されている「役員等の職務の執行の適正性が損なわれないようにするための措置」について、今後どのように開示が行われることになるのかといった点について、ご意見を頂戴できればと思います。

○野村 まず、基本的に何のために開示させるのかということがポイントだと思うんですね。株主に対して、こんな形でたくさん保険に入っているのだから、当社の経営は冒険的なものになりますよとか、あるいは逆に、こんな内容のD&O保険に入っているから会社に対しては責任追及しやすくなりますよというようなことを、株主にお知らせする必要があるのかというのが論点です。

保険会社側としては、保険は商品であつて、必ずしも一物一価ではありませんので、保険料というのはそれぞれの会社のリスク状況に応じて保険料が違ってきているということもありますし、付保している金額も、それぞれの会社の考えているリスク状況において大きな額を掛ける会社もあれば、そうじゃないところもあるという状況でありますので、それを知らしめる必要があるのかということが利益の対立点だったとは思いますが。

そうしますと、業務執行がルーズにならないことについての開示ということだとすれば、今パブリックコメントに付されておりますように、職務の執行の適正性が損なわれないようにするための措置を講じているということをしつかりと示していただくということが、一つの合理的な方向性なんじゃないかなと思っています。

○松元 今、ご指摘がありましたように、具体的な保険料とか補償額についても開示を要求するの

---

かどうかという点は、今回一つの議論のポイントだったわけですが、結局具体的な金額についてまでは開示は要求されていません。具体的な金額の開示は要求されないことになったことの背景としては、具体的な金額、特に補償額を開示してしまうと、訴訟の請求額が保険の補償額ぎりぎりに設定されるかもしれないとか、和解をするときにも、保険の補償額まで和解額が引き上げられるのではないとか、そういった指摘もあったように思います。

○**神作** 梅野さん、先ほど野村さんからご指摘があった会社法施行規則改正案に含まれている「職務の執行の適正性が損なわれないようにするための措置」として、一体どのような措置が考えられるか等も含めて、役員等賠償責任保険契約に係る開示事項について実務的にどのような開示がなされることになると考えられるか、その他の問題点を含め、お気づきの点をご指摘いただければと思います。

○**梅野** 今回のパブコメに付されている会社法施行規則案にさほど違和感はないのですが、その中で121条の2第3号の「職務の執行の適正性が損なわれないようにする措置」の内容として具体的にどのようなものがあるかという点、なかなか難しい点があるのだと思います。実務的には、約款上の免責金額であるとか免責事由が適切に設定されているとか、また、取締役が株主訴訟の代表訴訟特約部分の保険料を負担しているというような事実があれば、そういった点についても開示していくのではないかと考えております。

それと、これ自体は、D&O保険の問題というよりも、内部統制の問題のような気もするのですが、社内的にコンプライアンス等で保険事故が起らないような体制をいかにとっているかといったことも、大きくとらえれば、そういった工夫の一つと言えるのではないかなどと思います。

### 3. 社外取締役の活用等

#### (1) 社外取締役の設置の義務付け

○**神作** 平成26年会社法改正の附則25条において、26年改正法の施行後2年を経過した時点において、社外取締役の選任状況その他の社会経済情勢の変化等を勘案し、社外取締役を置くことの義務付け等所要の措置を講ずるものとすると定められ、この論点の検討が令和元年改正作業を開始する直接的な契機になったと理解しています。冒頭に梅野さんからご指摘いただきましたように、平成26年改正に際しても、法制審議会会社法制部会において社外取締役の設置の義務付けの是非について議論がされましたけれども、当時は義務付けが見送られました。

ところが、令和元年改正法は、公開会社かつ大会社である監査役会設置会社が有価証券報告書提出会社であるときは、社外取締役を置くことを義務付けました。これに伴い、平成26年改正で導入された、上場会社等が社外取締役を置いていない場合に、その事業年度に関する定時株主総会において社外取締役を置くことが相当でない理由を説明する義務が削除されました。

今回の改正では、法制審議会会社法制部会の議論においては確かにいろいろ意見が分かれました

---

けれども、最終的には上場会社等には社外取締役を置くべきだということで全会一致でコンセンサスが得られました。わずか5年ほどの間に、なぜこのような変化が生じたのか。また、社外取締役にはそもそもどのような機能が期待されて、上場会社等にその設置が強制されることになったのでしょうか。

○野村 この間の数年間の大きな変化は、やはりコーポレートガバナンス・コードによって実際の上場企業の中に多数の社外取締役が設置される実務が先行したということが言えると思います。もはやこの義務付けがなされて、これによって新たな選任をしなければならない会社というのはほとんど存在しないというのが現状ですから、そういう意味では、この規律自体は実務にとって当然のことを規定したというような形になっていると思います。

ただ、私は、これを会社法の中にきちっと書いたということに非常に大きな意味があって、アナウンスメント効果は非常に大きいと思います。世界的に見て社外取締役の設置というものが当然のトレンドとなっていく中で、日本には社外取締役の設置が法律上強制されていない組織形態があるということ自体が、やや投資家にとってみると、なぜそんな形態を取っているのかということの質問を招きかねない状況にあったわけですが、今後は、有価証券報告書提出会社については一律に社外取締役が1名以上存在するということを、個社のIR活動等ではなく、国が全世界に対して情報発信をしてくれることになったわけで、そのインパクトは非常に大きいと思っております。

それから、こういったような社外取締役の設置に関しては、従来、監査役会を設置している会社の場合については、社外監査役という社外者がいるわけですが、その社外の監査役では果たせない役割というのがやはり取締役には存在している。言うまでもありませんが、それは代表取締役の選解任権を持っているということでありまして、私の拙い経験ではありますが、ある会社の社外取締役をやっております、この会社はもともと監査役設置会社だったので、監査役も取締役会に同席されていたんですが、後に監査等委員会設置会社になったために、その監査役の方々がみんな取締役のスライドされました。その結果、同じ会社、同じ人なんですけれども、監査役だったときには一言も取締役会で発言されなかった方が取締役になった途端に発言をされるようになった。これは頭の中での整理にすぎないのかもしれませんが、ある意味では自分の役割というものを取締役として位置づけたときに、会社の中で社外者がやるべき活動は監査役とは異なるんだという発想の転換が起こり得るということだと思えます。やはりそういう意味では、社外者というだけで共通ではなく、取締役という地位に就いていただくことに意味があるんじゃないかなとは思っております。

○梅野 野村さんがおっしゃられたこととほとんど変わらないのですが、マクロ的に見ると、我が国の資本市場が信頼されるように、上場会社等においては社外取締役による監督が最低限保証されているというメッセージを、国内外を問わず市場に発するという意図を持ってなされた改正だろうと思います。

より具体的には、社外取締役に期待される機能については、平成26年改正時から議論されていますけれども、経営全般の監督機能として、取締役会における重要事項の決定に関して議決権を行使すること等を通じて経営全般を監督する機能、および経営全般の評価に基づき、取締役会における経営者の選定や解職の決定に関して議決権を行使すること等を通じて経営者の監督をする機能が言われておりました。また、利益相反の監督機能として、会社と経営者の利益相反の監督、あるいは会社と経営者以外の利害関係者の利益相反を監督する機能といったことが言われていて、これらは引き続き妥当するのだらうと思います。

社外取締役が1名いて何の意味があるのかという指摘もありますが、法制審議会会社法制部会でも申しましたけれども、社長を頂点とするピラミッド社会といいますか、同質性が非常に強い日本の株式会社において、通常は全員一致で取締役会が運営されてきた場合が多いのではないかと思います。その中に業務執行者から一定の独立性を持っている部外者が入る、それも議決権を持っている社外取締役が入ること自体、自分のわずかながらの経験上も、非常に大きなインパクトのあることだと思っております。先ほど述べたような日本の株式会社の取締役会においては、議案に反対されるという事態があり得なかったので、社外取締役に反対されないために会社側は説明を尽くすこととなります。また、法制審議会会社法制部会において投資家の委員の方からご発言がありましたけれども、取締役会において、会社内部の言葉なり社内の常識ではなく、世の中に通用するようなロジックを通じて、議案の必要性を説明するというプロセスがとられることにより、取締役会の意思決定の透明性と公平性の向上が期待できるので、そういった観点からも社外取締役が1名いるといないのでは、取締役会の監督機能に質的な相違をもたらし得ることだらうと思います。

実証的に社外取締役の存在が企業価値の向上に資するかどうかという点は置いたままになってしまっていますけれども、以上述べたような観点から、今回の改正というのは評価できるし、これによりガバナンスが向上することを期待できるのではないかと思います。

○**神作** 社外取締役の役割や機能については、経産省が、ソフトローと言えるかどうか分かりませんが、各種実務指針の中で触れており、また、今年の7月31日には、「社外取締役の在り方に関する実務指針（社外取締役ガイドライン）」を公表するなど、議論が高まっていると思います。社外取締役ガイドラインをはじめとするこれらの指針は、社外取締役に対してどのような役割や機能を期待しているのでしょうか。

○**松元** 経済産業省は社外取締役の機能や役割に関連して、表に列挙していただいた5つのガイドラインを策定・公表していますが、①から⑤のうち、①と②と④について検討したCGS研究会（コーポレート・ガバナンス・システム研究会）については、私自身も委員として議論に参加させていただきましたので、個人的に感じたことをお話しさせていただきます。

- ① 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」（2017年3月31日策定，2018年9月28日改訂）
- ② 同「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）」（2019年6月28日）
- ③ 同「公正なM&Aの在り方に関する指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」（2019年6月28日）
- ④ 同「社外取締役の在り方に関する実務指針（社外取締役ガイドライン）」（2020年7月31日）
- ⑤ 同「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～（事業再編ガイドライン）」（2020年7月31日）

大きな傾向を申し上げると、従来は社外取締役の役割として、不祥事の防止とか発見とか、発見された場合の対応といった役割が注目されていたように思うのですが、最近の傾向としては、社外取締役に対して、より経営の意思決定に近い部分での役割も期待されるようになってきていることを感じます。

実際、④の社外取締役ガイドラインというのがあるわけですが、そのうちの心得の1では、経営陣に対する評価とそれに基づく指名、再任や報酬の決定を行うことというのが社外取締役の重要な役割として記載されていますので、不祥事の発見とか、そういうことだけではなくて、経営陣がきちんと利益を上げられるような効率的な経営ができていのかどうかをチェックするという役割、つまり、経営そのものを評価する役割も求められているということだと思います。

そのこととの関係で、①の実務指針、これは「CGSガイドライン」とも呼ばれているのですが、ここでは社外役員として経営経験者を含めることを検討すべきであるということが明確に書かれていることが注目されます。社外役員は1人ではありませんし、社外役員自体のポートフォリオというのも大事ですので、例えば社外取締役の中に弁護士がいたり、公認会計士がいたりすることによる効果というのも色々と考えられるわけですが、そうした中で、特に経営経験者を含めることを検討すべきだということが明示されたのは、社外取締役の役割の中でも経営のモニタリングという役割が重視されていることを示しているように思います。

より具体的な話としては、挙げていただいたガイドラインの中に③の公正なM&Aの在り方に関する指針とか、あるいは⑤の事業ポートフォリオに関する事業再編ガイドラインがあるわけですが、利益の上がっていない事業の切り出しとか、あるいは親会社との間の取引についても、社外取締役に積極的な役割が期待されているように思います。例えば、あまり利益が上がっていない事業の切り出しを検討する際に、社内の取締役だけだと、自分が今まで担当してきた事業を切り出しづ

---

らいといった問題があるのではないかとか、あるいは親子会社間の取引では子会社に不利益な条件が設定されてしまうのではないかとか、そういった問題が懸念されるわけですが、社外取締役にはそういった場面でも対応できる能力が求められているのだらうと思います。

まとめますと、社外取締役には経営に関する知識や経験を持ってほしいという考え方が強くなってきているのかなという感じがしております。

○野村　すごく大事なことだと思うんですけども、例えばサッカーならサッカーの試合を考えてみると、プレイをしている人がいるじゃないですか。そこにキャプテンがいるわけですね。これが社長だと思うんですよ。実際に部下を引き連れて、中にはいろんな従業員の人もみんな引き連れて、内部統制をしながら、みんなで作戦を練って活動しているわけですね。社外取締役というのは、このコートの中にはなくて、外にいて、しかし、レフェリーではないんですね。レフェリーではなくて、コーチだったり監督だったりしているわけなので、とにかく勝つことを一生懸命、一緒にゴールに向かってゴールのほうを向いていますね。

従来の監査役は、どちらかという、立ちはだかっているというか、試合している人に対して笛を吹くレフェリーみたいな感じの役割で足りると思っていたような気がするんです。しかし、社外取締役の場合は、ちょっと違って自分たちも勝つためのチームの一員だとまず位置づけなければいけないと思うんですね。そうすると、一緒に走っている方向を向きながら、場合によっては選手の交代だったりとか、あるいは作戦を与えたりというようなことをする。これが大事だと思うんですけども、先ほど出てきた属性の中で、例えば弁護士とかが来ちゃいますと、どうしてもレフェリーになってしまって、立ち位置が逆向きになってしまう人たちがいるような気がします。

ただ、逆に今度は経営者の人になると、コートの中に入っちゃう人がいるんですね。要するに、自分が取ってきたきねづかはそっちだから、外にいて言うという役割になかなか馴染めずに中に入ってしまった、自分が取引先を紹介するから、これでやれとかみたいな話になってしまう。今は過渡期なので仕方がない面がありますが、いずれのパターンもあまり望ましくない姿だと思います。モニタリングのあるべき姿を模索していかないと、ただ形式的に社外の人を入れたからといってうまくいくわけではないということを強調する必要があると思います。

## (2) セーフハーバー規定

○神作　セーフハーバー規定が導入された点も、改正法の特徴であると思います。新設された改正法348条の2第1項は、指名委員会等設置会社以外の株式会社が社外取締役を置いている場合には、当該株式会社と取締役との利益が相反する状況にあるとき、その他取締役が当該会社の業務を執行することにより株主の利益を損なうおそれがあるときは、取締役会の決定によって当該業務の執行を社外取締役に委任することができるものと定めます。指名委員会等設置会社と執行役との利益が相反する状況にあるときも同様です（同条2項）。その上で、社外取締役に委託された業務の執行は社



---

外取締役の定義における非適格要件である業務の執行には該当しないことを明らかにし、セーフハーバー規定を設けました（同条3項）。もっとも、社外取締役が業務執行取締役又は執行役の指揮命令によって当該委託された業務執行をしたときには、セーフハーバー規定は働かないこととされています（348条の2第3項ただし書き）。

このセーフハーバー規定の具体的な適用範囲ですけれども、典型的に利益が相反する状況、あるいは業務執行によって株主の利益を損なうおそれがあるというのは一体どのような場合でしょうか。

○**松元** 典型的な例として挙げられているのは、MBOのように社内取締役が利害関係者である場合や、親子会社間の取引のように子会社の少数株主の利益が毀損されるおそれがある場合、社内の取締役の不祥事について調査する必要がある場合といったあたりだと思います。

親子会社間の取引ということとの関係では、先ほどご紹介した経済産業省のガイドラインのうち②のグループガイドラインと呼ばれるものが、社外取締役の独立性についての考え方を示していることも注目されます。といいますのは、これまでは独立性というと、基本的に、その会社の経営陣からの独立性ということが想定されていたわけですが、グループガイドラインでは、親会社からの独立性ということも社外取締役には重要なのではないかということが指摘されました。このグループガイドラインを受けて、東証の規則も変わっています。

それから、社外監査役についてはセーフハーバー規定が置かれていない点についても触れておきたいと思います。もともと改正法で社外取締役についてセーフハーバー規定が置かれることになった背景には、社外取締役の場合ですと、業務執行をしてしまうと社外性の要件を満たさなくなってしまうという問題意識があったわけです。これに対して、社外監査役の場合は、もともとそういう立て付けになっていませんでしたので、規定を作る必要がなかったということだと理解しています。

1点問題になり得るとすると、監査役には取締役との兼任を禁止するルールがありますので、社外監査役があまりにも業務執行をしてしまうと、この規制の趣旨に抵触するのではないかという問題があり得るわけですが、今回のセーフハーバー規定の対象として想定されているのは利益相反のような状況において、一時的に対応するということですので、こうした行動との関係では、実際に兼任規制との関係が問題になるようなことはまずないのではないかと考えています。

○**神作** 実務のご経験から、どのような場合にセーフハーバー規定が適用されることになりそうか、あるいはボーダーラインにある微妙なケースが思い当たりましたら、ご教示ください。

○**梅野** 具体例としては、今ご指摘されたようなマネジメントバイアウトの場合、あるいは親会社による子会社の完全子会社化の場合、さらに似た場面ですけれども、キャッシュアウトによる少数株主の締め出しの場合といったところが典型的なところなのかと思います。

また、親会社あるいは支配株主の利益を、少数株主の利益よりも優先しがちだという面からいえば、必ずしも親会社なり支配株主とは言えないまでも、一定の影響力を有する大株主との間の取引などについても、独立性を有する社外取締役によって、アームスレングスの取引かどうかをチェッ

---

クさせる場面というのにはあり得るのではないかと思います。

○野村 不祥事が起こったときの不祥事調査というのを第三者委員会ではなく、社内の調査ということになると、本来業務執行の一環として行っているのだと思うんですが、その客観性を担保するために、やはり社外取締役中心の内部委員会をつくるといったようなことも考えられるのではないかと思います。

○神作 そのような場合にセーフハーバー規定を適用することは、改正法の趣旨に反しないように思いますが。

○野村 働かせるのが望ましいのではないかなと思います。

○竹林 業務執行の社外取締役への委託の適用場面につきましても、社外監査役について規定がない理由につきましても、私から補足させていただくようなことはございません。

### Ⅲ 社債関係

#### 1. 社債管理補助者

○神作 社債については、社債管理補助者という新しい制度が導入されました。これは社債管理者の設置が強制されていない社債を対象にしており、さらに任意の制度であるということもあって、実は法制審議会会社法制部会においても議論が低調であったと思います。この制度はどのような理由から導入されて、社債管理の実務から見てどのようなメリット、デメリットがあるのか。また、特に社債管理補助者の担い手という観点から見て、社債管理者と大きく異なるのは、弁護士と弁護士法人が社債管理補助者に就任することが認められることになるであろう点です。会社法施行規則改正案171条の2により、弁護士又は弁護士法人が社債管理補助者に就任することが認められる予定です。弁護士又は弁護士法人が社債管理補助者に就任する場合の問題点ですとか、それを克服する工夫などがありましたら、その点も含めて、梅野さんからお話いただければと思います。

○梅野 社債管理補助者ですが、日本証券業協会が2015年ころに行った「社債市場の活性化に関する懇談会」あたりを契機としているのではないかと思うのですけれども、信用リスクが相対的に高い会社の社債発行の促進および投資家の裾野拡大に向けた環境整備という問題意識から検討が進んできたのだと思います。社債管理補佐人という制度が考えられたものの、破産のときにおいて社債権の総額債権の届出ができないというような問題があり、そういったことを踏まえて問題提起がされて、今回社債管理補助者制度が設けられたと理解しています。

社債管理補助者の主要な役割としては、社債の管理に関する最低限の事務を行うということで、破産手続への参加、強制執行の手続における配当要求、あるいは委託契約に従って情報の伝達をするといった機能が期待されています。

問題は、実際にこの制度が利用されるかということなのですけれども、社債管理者不設置債（FA債）においてデフォルト、債務不履行が発生した場合に債権届出等で混乱が生じたという事例

---

がありますが、そういった案件が増えれば社債管理補助者が利用される可能性が高まるのではないかと思います。

一方、社債管理補助者の法定権限が、破産手続への参加等最低限の権限にとどまっていることから、逆に社債管理補助者を設置する債権というのは信用リスクが高いのではないかと受け取られかねず、なかなか利用されないのではないかとといった懸念も表明されています。

社債管理補助者が利用されるようになるかどうかというのは、結局のところ、今後の経済情勢や資金調達手段における社債の必要性次第なのではないかと思います。今までのところ、資金調達における社債の重要性はさほど高くはないと言われていますけれども、最近では低利率で発行される社債も登場しています。新型コロナウイルス感染症の感染拡大のように、企業への悪影響が長期的に生ずる可能性が生じている状況において、発行会社の信用リスクが高い低格付け債へのニーズが高まれば、社債管理補助者を設置する社債を発行することも有力な選択肢になるのではないかと実務家サイドで言われています。

以上をまとめますと、社債管理者不設置債に社債管理補助者を設置することで、破産手続等における債権届出や、約定権限によってはデフォルト事由のモニタリング等の軽減が期待できるので、信用リスクが相対的に大きい会社が低格付け債を発行することが社会的・経済的なニーズとなってくれば、この制度が活用されるのではないかと思います。

もう1点、弁護士及び弁護士法人に対する資格付与の点ですけれども、弁護士等に社債管理補助者を依頼するかということに関しては、マーケットの状況とか報酬のレベル次第だろうと思います。弁護士サイドの観点からは、ある程度マーケットが広がってくるのであれば、破産債権届出等は弁護士の業務に本来になじむところなので、これに取り組もうとする弁護士あるいは弁護士法人が出てくると思います。

ただし、コンフリクトの処理の問題があるので、例えば大規模な法律事務所は、むしろ社債管理補助者となることによってコンフリクトアウトされることを嫌って、受任しない可能性が大きいのではないかと予測しています。

また、弁護士及び弁護士法人については、利益相反行為等についての懸念があり、弁護士会の会則による適切なルールづくりが望まれると法制審議会会社法制部会でご指摘を受けました。同様に、弁護士は自然人であることを踏まえた、要するに死亡等により業務ができなくなる場合に備えた弁護士会の会則等による適切な実務対応が必要であるというようなご指摘も受けました。

これを受けて日弁連は、本年2月21日に「社債管理補助者に関する指針」を制定しました。内容は大きく分けて2点ありますが、1点目は、先ほどの利益相反行為等の懸念に対してガイドラインをつくったということになります。新たなルールをつくったというわけではないのですが、社債の構造として、社債管理補助者は、社債発行会社との間で委託契約を締結しつつ、社債権者の法定代理人としての立場から社債管理の補助を行うという二面性を有しておりますので、コンフリクトを

---

どう処理するかが問題になります。そのような状況において、弁護士法あるいは弁護士職務基本規程をどう解していくべきなのかという観点から、保守的な見方に立って、こういう場合はこうすべきであるといったことを定めたガイドラインを既に策定しました。

加えて、事務の承継についても、弁護士が社債管理補助者を受任する場合には、714条の7において準用する714条1項の適用に備えて、事務を承継する社債管理補助者を委任契約で定めるべきであるといった規定も設けました。ご指摘を受けた点についてのルールは整えたつもりであります。

## 2. 社債権者集会

○**神作** 次に社債の元利金の減免についてご議論いただきたいと思います。社債の元利金の減免が社債権者集会の特別決議によって可能かどうかについて、改正前の会社法はそれを認める明文の規定を置いていませんでした。改正前法の下でも解釈論として可能であるという意見も有力でしたが、今般の改正によって可能であることが明確にされました（706条1項1号）。

他方で社債権者集会の決議が効力を生じるためには、裁判所の認可を必要としますけれども（734条1項）、裁判所は、社債権者集会において例えば社債の金額の50%をカットしたというようなときに、そのような社債権者集会決議を認可するのでしょうか。これはなかなか難しい判断になるのではないかと思いますけれども、裁判所がそのような社債の元利金を減免した社債権者集会の決議に対して認可を与えないというのはどのような場合か、認可を与えるかどうかにあたり、どのようなファクターが考慮されることになるのか。このような論点があるかと思います。

○**竹林** 一般的なことしかご説明できませんけれども、もともとこの改正は実務上、社債発行会社の事業再生の場面等において社債の元利金の支払債務の減免を認める必要がある場合があり、このような元利金の支払債務の減免については、現行法上も706条1項1号の和解として社債権者集会の特別決議によりすることができるといような解釈を前提とした運用がされていたということを前提としていたものでございます。また、いわゆる事業再生ADRに関する産業競争力強化法54条及び55条が、裁判所は特定認証紛争解決事業者が経済産業省令・内閣府令で定める基準に適合するものであることの確認を行った社債の減免を行う旨の社債権者集会の決議に係る認可の申立てが行われた場合には、当該減免が当該事業者の事業再生に欠くことができないものであることが確認されていることを考慮した上で、当該社債権者集会の決議が不認可事由に該当するものかどうかを判断するとされており、裁判所は決議が著しく不公正であるときや決議が社債権者の一般の利益に反するときなどには、社債権者集会の決議の認可をすることができないとされております。

この点についてはご説明させていただくようなことではないかもしれませんが、決議が著しく不公正である場合とは、決議が一部の社債権者のみに有利な内容である場合等をいう、あるいは決議が社債権者の一般の利益に反する場合とは、清算価値を下回る金額まで社債権者の有する債権を放棄する場合等をいうということが言われてございますので、こういったことにならないようであれ

---

ば、事業再生に必要な場面等においては社債の元利金の支払債務を減免する社債権者集会の決議が認可されることはあり得るのではないかと考えております。

○梅野 裁判所の判断に当たっては、発行会社の企業価値とか、倒産手続において社債権者の権利がどの程度の価値を有するのか、さらには、果たしてその減免によって倒産を避けることができるのかといったファクターを考慮すべきであるという実務家の説もございます。また、清算価値保障原則といいますか、例えば免除などをする場合には、破産した場合に比べて、その結果として社債権者に対する配当がより多くなるといったことが必要なのではないかという説もあるようです。

そういった観点から、裁判所には非常に難しい判断をお願いすることになります。しかもそういった判断が、迅速性を必要とする倒産手続、再生手続において要請される関係から、果たしてどの程度できるのか、あまり時間を要してしまえば元も子もなくなってしまうので、そのために当事者は資料の提供等に努めなければいけないということになると思います。

最後に、社債権の元利の減免は、非常にドラスティックな場面で活用されるので、そのようなリストラクチャリングの手段として過剰にならないようにしなければいけないというように学者の先生が指摘されていますけれども、裁判所、あるいは実務家としては、そういった観点も踏まえて判断をしていく必要があると思います。

#### IV 株式交付

○神作 最後に、株式交付についてご議論いただきたいと思います。株式交付制度とは、株式会社が他の株式会社を子会社化するために、当該他の株式会社の株式を譲り受け、当該譲渡人に対して会社法の定める募集株式の発行手続によらずに、当該株式の対価として当該株式会社の株式を交付するという制度です（2条32号）。

株式交付制度は、組織変更等についての第5編に新たに第4章の2を設け、組織再編行為の一環として位置づけられ規律されています。そのため、募集株式の発行等による場合と比較すると、現物出資規制や有利発行規制が適用されず、そのことは実務上はメリットになると思われれます。他方、例えば株式交付子会社のレベルにおける手続規定は置かれていないなど、他の企業再編行為とは異なる点も少なくありません。株式交付制度の会社法上の位置づけや、その主要な法的効果についてご議論いただきたいと思います。

また、株式交付制度については、それを利用できる局面が議決権の過半数を取得する親子会社関係創設の場合に限られています。また、外国会社の株式や持分会社の持分を株式交付の対象にすることができないなどの制限もあります。適用範囲については法制審議会会社法制部会においても、特に経済界からは株式交付制度の利用範囲を大幅に拡大してほしいという意見も強く出されておりましたけれども、改正法は株式交付を利用できる局面をかなり限定しています。

株式買取請求権の存在ですとか税法上の取扱いの不透明さから、株式交付制度が実際にどれくら

---

い利用されるのかということについては既にいろいろな議論があるようでございますけれども、実務上のメリット、デメリットなども踏まえて株式交付制度の存在意義ですとか利用の見通しについてご議論いただきたいと思います。

○梅野 実務上のメリット、デメリットというところから申し上げますと、株式対価M&Aの手法として、現在、株式交換、現物出資方式によるM&A、さらには産業競争力強化法上の会社法上の特例措置というのがございますが、新たな選択肢が増えたということは実務家としては歓迎すべきことだと思います。株式対価M&Aのメリットは、買収サイドとしては手元資金の確保とか新規の資金調達が必要になりますし、対象会社の株主としては、新たに買収会社の株式を取得することによってシナジー効果を享受することができるというメリットがございますので、この選択肢が増えること自体は非常によいことだと思います。

しかし、今、神作さんからお話があったとおり、議決権の過半数を有している子会社の株式の買い増しであるとか、過半数まで至らない株式取得ができません。さらに株式交付子会社となる会社は、中間試案の段階までは外国会社が含まれていたかと思いますが、最終的にそれが含まれないことになったということで、利用できる範囲が限定的になりました。特に外国会社を株式交付で取得できなくなったということは少し残念だと思っています。

株式交付制度の利用の見通しを考えるに当たり、何よりも重要だと思われるのは、課税繰り延べ措置の点でございます。広く利用されるかどうかは、結局のところ、株式交付子会社の株主が株式交付の結果、課税繰り延べ措置を受けられるかどうかにかかっていると思いますので、この点についての対応が不可欠だろうと思います。現時点において私が認識しているところでは、閣議決定された令和2年度の税制改正大綱には盛り込まれなかったと思います。もちろん施行日まで時間がありますので、その点に対処していただければ、株式対価M&Aの場面で使われる一つの制度になると思います。

○神作 株式交付制度の利用範囲について、梅野さんからご指摘がございましたが、立法の経緯についてご説明をお願いしますでしょうか。

○竹林 株式交付制度については、ご指摘いただいたように、いろいろ利用できる範囲について限定がございますので、少しご説明をさせていただきます。

株式交付制度は、株式交付親会社と株式交付子会社との間に親子会社関係が創設されることに着目し、株式交換その他の組織法上の行為と同様に199条1項の募集によらずに、株式交付子会社の株式の譲渡人に対して当該株式の対価として親会社の株式を交付し、親子会社関係を円滑に創設することができるようにする制度でございます。しかし、株式会社が既に議決権の過半数を有している他の株式会社の株式を買い増す場合ですとか、他の株式会社を子会社としようとしめない場合については、株式交換その他の組織法上の行為と同様であると整理することは困難であると考えたものでございます。

---

そこで、改正法におきましては、株式会社が株式交付により他の株式会社を子会社——法務省令で定めるものに限るとしてございますが——とする場合に限り、株式交付をすることができることとしておりまして、さらに、法務省令で定めるものとしては、株式交付子会社の議決権の総数に対する株式交付親会社、子会社及び子法人等は含むわけでございますが、その形態において所有する議決権の数の割合が100分の50を超えている場合の子会社とするようなことを予定してございます。

これらの点も含めまして、株式交付の手続を進めて、その効力発生日が到来した後に株式交付の要件を満たさないこととなるなどした場合には、法律関係が混乱するというおそれがございますので、株式交付に関する規律の対象の範囲は株式交付をする前に判断することができる客観的かつ形式的な基準によって定めることとしたものでございます。

また、持分会社につきましては、持分を取得することのみによっては直ちに当該持分会社を子会社とすることができるわけではございませんので、今申し上げましたような客観的かつ形式的な基準によって判断することができないと判断したものでございます。

さらに、株式会社と同種の外国会社につきましても、外国会社が株式会社と同種であるかどうかということについての判断が、その設立準拠法の内容に基づく当該外国会社の類型ごとの評価によらざるを得ないというようなこともございまして、取りわけ私人間の取引である株式交付について、客観的かつ形式的な基準によって外国会社が株式会社と同種の対象外国会社であるか否かを判断することは容易でないというような法制的な理由から対象の範囲から外されたという経緯でござい  
ます。

○野村 先ほど梅野さんがおっしゃられた課税の問題は最大のネックになるかなとは思っていて、産業競争力強化法では、いわゆる現物出資規制を逃れるという側面と課税繰り延べという側面で、いわば認可を受けて行うという余地があったわけですが、今回の改正で限定はありますけれども、子会社化するときに関しては、現物出資規制なくして組織再編的な手続によって行うことができるようになったということはかなり前進なわけです。しかし、やはり課税の繰り延べのところ  
で改めてそこで引っかかってしまいますと、産業競争力強化法による認可を受けなければ先に進まないということになりかねない。

もう一つありますのは、後からの議論になるのかもしれませんが、本来、株式対価TOBというのが本当は念頭に置かれていて、TOBとなると公開買付け規制と株式交付の制度の重畳適用になるわけですね。そのときに、結局これがうまく接合できるのかどうかという問題はたくさんあります。

神作さんもお指摘になっているんですけども、途中で差し止めになってしまったりとか、あるいはそもそも株主総会の決議が取れなかったということになってしまいますと、先行して公開買付けを始めてしまっていると撤回できませんので、結局、株主総会の決議を取ってからでないと始まらないというようなことがありますし、始まった後、差し止められちゃったらどうするのかとい

---

う問題もある。いずれにせよ実務に残された課題はたくさんあると感じています。

○**神作** 公開買付け制度と株式交付制度は別個独立の制度として、少なくとも法制審では両者の関係や制度間の調整については議論がなされなかったと思います。しかし、野村さんがご指摘されたとおり、実務的にはいろいろな問題が生じるとと思いますが、株式対価の公開買付けの法的手段として株式交付制度が利用される場合があると思います。実務上、検討していかなければならない課題がありましたら、ご指摘ください。

○**梅野** まず、公開買付けと株式交付を併用する場合に、申込みの撤回との関係で、どのようなスケジュール設定をするかということが問題になると思われま。応募株主は公開買付け規制上、公開買付け期間終了までいつでも応募を撤回できるので、これと株式交付における通知および申込みをどう整合させるかという論点です。この点については、公開買付け期間の末日を株式交付の申込期日とするということでの対処することができるのではないかと思います。

2点目は、野村さんがご指摘された点ですが、差し止めにどう対処するのかということがあると思います。公開買付けの撤回をできる場合は極めて制限されておりまして、公開買付けの目標の達成に重大な支障となる事由、金融商品取引法施行令14条1項に規定するものに限られますが、これが生じ、かつ、公開買付開始公告及び公開買付届出書において、かかる事由が生じたときは公開買付け等を撤回することがある旨の条件を付した場合のみ撤回ができるとされています。

それでは、施行令14条1項がどう規定されているかという、当然のことながら、現時点において、株式交付の差し止めというのは挙げられていません。株式交付における差し止めを金融商品取引上の施行令に入れ込むというのは難しいだろうという話が聞こえております。そうすると、同項では、「株券等の取得につき他の法令に基づく行政庁の許可、認可、承認その他これに類するものを必要とする場合において、公開買付期間の末日の前日までに、当該許可等が得られなかったこと」によって撤回することができるとされていますが、金融庁が公表したQ&Aに、買付者が公正取引委員会から独禁法を理由に排除措置命令を受けたような場合には公開買付けを撤回できるという解釈が示されているので、そのアナロジーとして、万が一差し止められた場合も、撤回が認められるような実務をつくっていく必要があると思われま。

この場合、そういった「差し止め」を撤回事由として公開買付開始公告等に記載することが認められるかどうかというハードルがまたあって、これが認められない場合には、施行令14条4項4号の文言どおり記載しておいて、いざ事が起こった場合には、「その他これに類するもの」に差し止めも含まれるといった解釈論によるしかないように思われま。差し止められるリスク自体はさほど高いものではないと思われまが、そういった事態に備えて工夫をしていく必要があるだろうと思っております。

そのほかの論点としてはいろいろありますけれども、公開買付けの場合には金商法27条の12第1項に、応募株主は公開買付期間中いつでも公開買付けに係る契約を解除できるという規定があるの



---

ですが、株式交付については意思表示の瑕疵に関する規定について一定の主張の制約が設けられました。これらをどう整合させるかという問題があると思いますが、通常では、株式交付に基づく意思表示の瑕疵が主張できる場合には、公開貸付けにおける契約の解除もできる場合も多いと思いますので、実務上はあまり問題にならないかもしれません。

ただし、事後的に、つまり、公開買付けや株式交付が成立した後に、そういった意思表示の瑕疵に関する主張がなされた場合で、その結果、給付を受けた株式の総数が株式交付契約において定めた下限の数を満たさないこととなったときには、株式交付の無効事由になります。さらにこのときには公開買付けの効力は一体どうなるのかといった非常に難しい問題もあるように思います。

詳細は省きますが、債権者保護手続との関係でスケジュール設定をどうするかといった問題も併せてあると思います。少し長くなりましたが、公開買付け規制と株式交付制度が交錯する場面では、いろいろと問題があり得るところだと思っています。

○**神作** 株式交付制度が利用されるもっとも有用な場面の一つは、公開買付けを株式対価で行う場合だと思います。公開買付け規制との関係で、様々な論点が生じることは、野村さんと梅野さんがご指摘くださったとおりですが、実務の知恵と解釈論を通じて、それでも困難がある場合には立法措置も視野に入れて、ぜひ株式対価の公開買付けが実現し普及するようにご検討と実践が進むことを願っています。

## V さいごに

○**神作** それでは最後に令和元年会社法への期待について、一言ずつお願いします。

○**松元** 今回の改正は、平成26年改正後に指摘されてきた様々な問題点に対応するという意味合いも大きかったため、改正点が色々な分野に散らばっており、やや分かりにくい印象を持たれるかもしれません。ただ、それぞれの改正内容を見てみると、株主との対話の促進であるとか、役員へのインセンティブ付与であるとか、株式を対価とした組織再編手段の追加といった点を通じて、会社の効率的な経営を促進することに寄与し得る内容であるように思います。近年では日本企業の収益力の向上というのが重要な課題になっていますので、今回の改正がこうした課題の解決に結び付けていくことを期待したいと思います。

○**野村** 実務において使い勝手が悪いと思われていた部分を丁寧に拾い上げ、利害の対立を上手に調整しながら行われた改正だったと思います。その意味で、やや技術的に捉えられがちな部分も多いのですが、冒頭で申し上げましたように、その背後には昨今のコーポレートガバンスの潮流をしっかりと受け止められるインフラを提供するといった視点もあるわけで、特に株主総会の電子化が今後SRにどのような影響を与えるのかについては注目していきたいと思います。他方で、理論上も興味深い改正がいくつも施されています。株式の発行には金銭ないし現物の出資が必要だとする考え方に一石を投じたり、有利発行と報酬の関係、定款変更に関する提案の数え方など、今後の解

積に委ねられた部分も多いので、学問的にも議論を深めていく必要があるように思います。さらには、EDINETに関する法的整理にみられたように、今後、金融商品取引法と会社法の開示規制を調整する上で重要な第一歩となる改正も行われました。かくして会社法も制定から2度目の改正を終えたわけですが、そろそろ根本的な部分から総点検する必要性も生じているように思います。例えば、今回は法制審議会会社法制部会の段階で見送られましたが、監査役設置会社においてもいわゆるモニタリングシステムを採用できるように取締役会の法定決議事項を限定できる仕組みを求める声は少なくありません。しかし、まさにこの問題などは、機関設計の根本から議論し直す必要があるわけで、次の改正では、会社法全体を抜本的に見直すことも必要なのではないかと考えています。

○竹林 法律案の作成に関与した者としては、株主総会資料の電子提供制度など、改正法を実務で活用いただきたいという思いが強くなります。会社としては規律が強まり負担が生ずることもあるかと思いますが、株主から見れば会社の経営の透明性が高まるメリットもあると思います。改正法の趣旨を踏まえ、改正法を適切に運用、活用いただきたいと考えております。また、改正法をめぐる議論、検討をきっかけとして、会社法上の問題についての議論等が深められていくことを期待しております。本日は、大変勉強になりました。ありがとうございました。

○梅野 あまり付け加えることはございませんが、令和元年会社法は、平成26年改正で宿題とされた社外取締役の選任義務付けなど企業統治関係を中心としつつも、様々な分野で調整を行ったものとの印象があります。ひとまず器はできましたので、実務に携わる者がこれに魂を入れていくことが必要になります。社外取締役について言えば、真に経営陣から独立した立場から経営監視を行い、さらには企業価値の向上に貢献できる人材を育成し、社外取締役に選任した上で、日本の市場の信頼性を高めていく必要があると思います。そうすることにより、必ずしも実証研究によるエビデンスは十分ではなかったかもしれないが、令和元年会社法制定時の判断は間違っていなかったと後に評価されるのであれば、喜ばしいことだと思います。

ところで、法制審議会会社法制部会が審議を継続していた2018年11月にいわゆるゴーン事件が起こり、取締役報酬の決定や開示の在り方について、問題を提起しました。また、令和元年会社法成立後、誰も予想しなかった新型コロナウイルス感染症の発生・拡大という事態となり、これは企業統治・株主総会の分野においても、株主総会資料の電子化といった面にとどまらず、バーチャル総会の可能性を含め、株主総会の在り方を見直す必要が生じています。

一方、冒頭で、会社法の立法過程において、ソフトローの果たす役割、日本市場がグローバル経済の一翼を担っていることに伴い投資家サイドの発言力が増していること、また、実証研究に基づく政策決定が必要とされていることといった特徴を指摘させていただきましたが、こういった傾向はさらに強まるのではないかと思います。

社会経済の変化に応じて、経済のメイン・プレイヤーである会社の在り方を律する会社法は不断

---

に進化をしていかなければなりません。ソフトローの構築や実証研究の裏付けを得ながら、いかなる企業統治が望ましいのか、さらに検討を続ける必要があると思っております。令和元年会社法への期待ということからは少しそれてしまいましたが、そのような感想を持っております。

○**神作** 本日は、令和元年会社法改正に深く関与された方々にお集まりいただき、同改正の背景を含めて解釈論上の問題ですとか実務上の問題について非常に有益なご議論をいただきました。改正法が施行され、株式交付制度や社債管理補助者などの新たな制度が実務に広く利用され、また、すでに実務で行われたきた会社補償やD&O保険についても、本改正によって会社法上の位置付けが明確になり、透明性を高める形で有効かつ適正に利用されることになれば大変うれしく存じます。株主総会資料の電子提供制度や、取締役の報酬等の規律は、コーポレートガバナンスの根幹に関わるものであり、令和元年改正法が改正の目的であるコーポレートガバナンスの向上に結び付くこと、さらに本日の座談会がそのための一助になることを願っております。拙い司会ではございましたが、本日はご多用のところ、誠にありがとうございました。

