

# 「稼ぐ力」の強化に向けた コーポレートガバナンス研究会 第2回事務局説明資料

2024年10月17日

経済産業政策局 産業組織課

# 用語の定義

本資料で用いる用語は、別段の記載のない限り、以下のとおりとする。

用語	定義
CGSガイドライン	コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針
SSコード	スチュワードシップ・コード
産競法	産業競争力強化法

# 1. 会社法の改正の方向性

# CG等に関する過去の会社法の主な改正事項

- 委員会型の機関設計制度や、取締役等に対する株式の無償交付制度の創設等、コーポレートガバナンスの更なる進展や、日本企業の競争力の強化等の観点から、多様な事項について会社法の改正が行われてきた。

## CG等に関する過去の商法・会社法の主な改正事項

【2002年 商法改正】

- 委員会等設置会社制度（※現：指名委員会等設置会社制度）の創設

【2005年 会社法制定】

- 組織再編に関する規律の整備（合併対価の柔軟化、簡易組織再編の要件拡大等）

【2014年 会社法改正】

- 監査等委員会設置会社制度の創設
- 社外取締役の要件の厳格化、上場会社等において社外取締役を設置しない場合の説明義務
- 会計監査人の独立性の強化（選解任議案の決定権を取締役会から監査役会・監査(等)委員会に）

【2019年 会社法改正】

- 取締役の報酬に関する規律の見直し（取締役・執行役に対する株式の無償交付を含む）
- 株式交付制度を創設し、自社株式を対価とする国内会社の子会社化を現物出資規制の対象外に
- 株主総会資料の電子提供制度の創設、株主提案の個数の上限の設定（議案の数の10個まで）
- 社外取締役に関する規律整備（上場会社等における社外取締役の設置の義務化を含む）
- 会社役員賠償責任保険（D&O保険）契約、会社補償契約に関する規律の整備

# 現行制度に対する指摘（例）

- 過去の改正時から企業をめぐる社会経済情勢が変化した結果、制度が現在の状況に沿わないものとなったり、現行制度に関連して新たなニーズが発生する等、現行制度に対する課題が指摘されている。

	過去の会社法等の改正内容	現行制度に対する指摘（例）
株式の無償交付	2019年 取締役・執行役に対する株式の無償交付を可能に	<ul style="list-style-type: none"> <li>従業員や子会社の役職員に対する株式の無償交付は認められていない</li> </ul>
実質株主情報開示	(2020年 SSコードの脚注に実質株主の開示が望ましい場合がある旨規定)	<ul style="list-style-type: none"> <li>大量保有報告制度を除き、ハードローにおいて、実質株主の情報開示制度が存在しない</li> </ul>
株式対価M&A	2019年 株式交付制度の創設（※買収会社が被買収会社をその子会社とするために被買収会社の株式を譲り受け、当該株式の譲渡人に対して当該株式の対価として買収会社の株式を交付することができる制度）	<ul style="list-style-type: none"> <li>自社株式を対価として海外会社を子会社化する場合や、子会社株式の買い増しを行う場合は株式交付の対象外</li> </ul>
バーチャルオンリー株主総会	(2021年 産業競争力強化法において、バーチャルオンリー株主総会制度を創設)	<ul style="list-style-type: none"> <li>経済産業大臣・法務大臣の確認が各企業の負担となっている可能性</li> </ul>
機関設計	2002年 委員会等設置会社制度（現：指名委員会等設置会社制度）の創設 2014年 監査等委員会設置会社制度の創設	<ul style="list-style-type: none"> <li>社外取締役が取締役会の過半数を占める指名委員会等設置会社でも、一部の取締役のみが参加する指名委員会に、取締役候補者の決定権限が帰属している</li> </ul>

# 今後の検討事項（1/2）

## 第1回研究会資料で提示した会社法改正に向けて検討する事項案

今回検討する事項

項目	概要
<b>従業員・子会社役職員に対する株式の無償交付</b>	従業員や、子会社の役職員に対して株式を無償で発行することを認めるべきか。認める場合、既存株主保護等の観点から手続要件を設定する必要があるか。
<b>実質株主の情報開示制度</b>	企業やその他の第三者が、議決権指図権限や投資権限を有する者（実質株主）について把握する制度を導入すべきか。導入する場合、どのような制度設計とするべきか。
<b>株式対価M&amp;Aの拡大</b>	自社株を対価として海外会社の買収や、子会社の株式の買い増しを行う場合に、会社法上、現物出資規制を適用しないこととするべきか。その場合、どのような制度設計とするべきか。
<b>バーチャルオンリー株主総会 ※</b>	会社法上、バーチャルオンリー株主総会の開催を可能とし、経済産業大臣・法務大臣の確認を不要とするべきか。その場合、どのような制度設計（対象企業・手続要件等）とするべきか。
<b>指名委員会等設置会社の権限の見直し</b>	指名委員会等設置会社における指名（・報酬）権限を取締役に帰属させるべきか。その場合、他の機関設計の見直しを含めた、制度設計全体の見直しを行う必要があるか。
<b>キャッシュアウト法制</b>	キャッシュアウトの方法のうち、株式等売渡請求権による場合の議決権要件を90%から3分の2に引き下げるべきか。また、複数株主の議決権割合の合算を可能とするべきか。

（※）併せて、バーチャルオンリー社債権者集会についても検討することが考えられる。

# 今後の検討事項（2/2）

- 第1回研究会資料で提示した項目のほか、第1回研究会では、株主総会の在り方について見直すべきといった意見や、責任限定契約の対象者を拡大すべきとの意見が見られた。

## 本研究会における主な意見（要旨）

### 株主総会の在り方の見直しに関する意見

【弁護士】 会議体としての株主総会の在り方そのものについて議論を深めることも考えられるのではないかと。例えばバーチャルオンリー株主総会を会社法に入れるとしても、そもそも株主総会は何のためにあるのか、という点から議論をしていくとよい。株主総会の合理化が進めば、総会開催日の集中の問題や、株主総会前の有価証券報告書の開示にもつながってくる可能性がある。

【弁護士】 株主総会は、ほとんどのケースにおいて、**株主総会議案の帰趨は事前に見えているので、現行の態様で実施するのは無駄なように思う。**もちろん、**株主との意思疎通は重要であるが、その機会には別の制度を設ければ足りる。**今回の会社法改正に盛り込むのは難しいかもしれないが、中長期的に検討いただきたい。

### 責任限定契約の対象者の拡大に関する意見

【弁護士】 **執行のリスクテイクを促すという観点からは、責任限定契約の制度については見直すべきである。**

(※) 社外取締役を含む非業務執行取締役や監査役は、役員の実務執行に関する責任について、定款の定めに基づき、会社と契約を締結することにより、責任の限度額を予め定めることができる。現行法上、業務執行取締役が責任限定契約を締結することは認められていない。

## **2. 会社法の改正に関する各論**

### **(1) 従業員等に対する株式の無償交付**

# 従業員に対する株式付与の意義

- 従業員に対して株式を付与することは、企業価値や株価に対する意識を高める効果や、帰属意識の醸成効果が期待でき、人材の価値を引き出しながら企業価値を高めていく上で意義があると考えられている。

## 従業員に対する株式付与の意義

### 人財戦略

- 株価や中長期業績と報酬を連動させることによる**企業価値意識の醸成**
- 株式を実際に保有することによる**愛着心や帰属意識（絆）の醸成**
- 中長期目線の報酬をアドオンすることによる**優秀な人財の獲得・引留め**

### 資本戦略

- 役職員という**長期視点の株主が増加し**、資本構成が安定
- 新たな資本主義下における**保有自己株式の新たな活用方法**

### ガバナンス

- 株価や中長期業績と報酬を連動させることによる**中長期意識の醸成**
- 株式を実際に保有することによる**株主との立場共有**（所謂セイムポート）

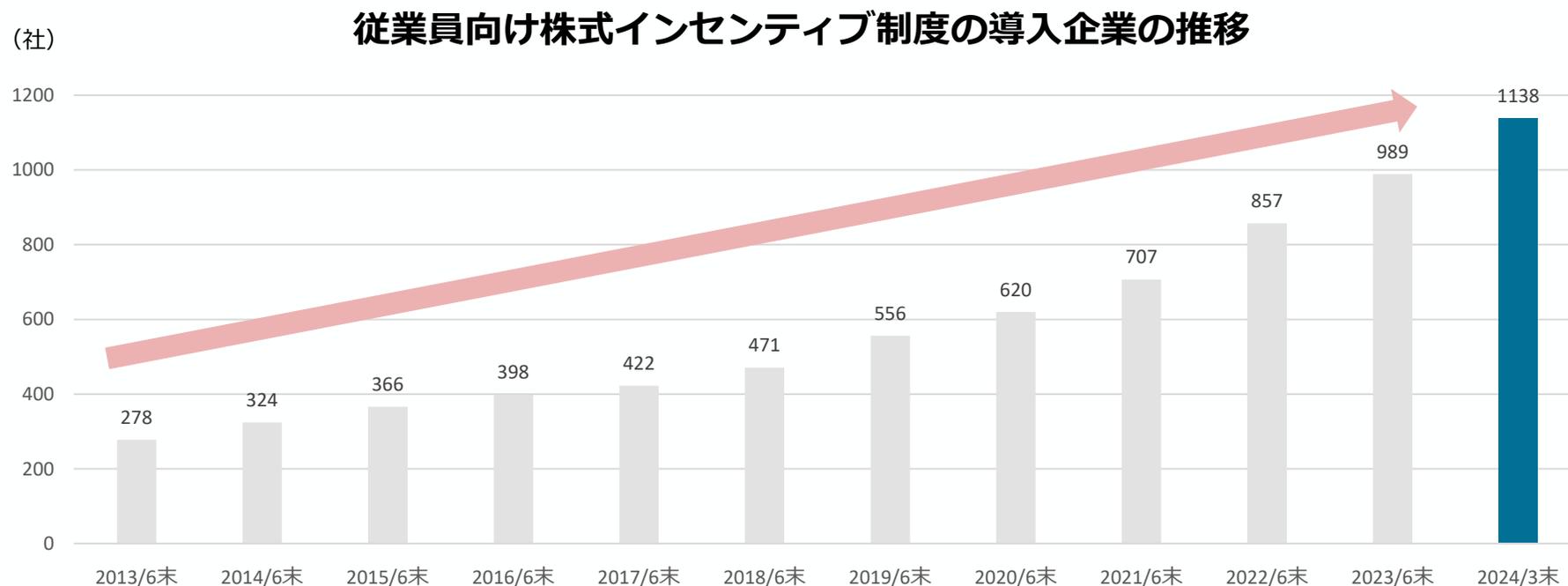
# (参考) 規制改革実施計画

- 「規制改革実施計画」において、「従業員等に対する株式報酬の無償交付を可能とする会社法の見直し」が挙げられており、令和6年度中に法制審議会への諮問等を行うこととされている。

No.	事項名	規制改革の内容	実施時期	所管府省
1	従業員等に対する株式報酬の無償交付を可能とする会社法の見直し	<p>法務省は、会社法上、株式そのものを付与する株式報酬の無償交付は上場会社の取締役又は執行役の場合のみに限られ、従業員又は子会社役職員（以下「従業員等」という。）には無償交付することが許されない現行法制について、企業が優秀な人材を円滑に確保しやすくする観点から、従業員等に対する無償交付が可能となるよう、会社法の改正を検討し、法制審議会への諮問等を行い、結論を得次第、法案を国会に提出する。</p> <p>なお、株式報酬の無償交付に当たっての既存株主への配慮については、自身への報酬について不当に有利な額とするおそれがある役員報酬と異なり、従業員報酬は経営判断の範疇と整理し得るとの意見等を踏まえ、株主総会決議を不要とすることも含め検討する。</p>	引き続き検討し、令和6年度中に法制審議会への諮問等を行い、速やかに結論を得て措置	法務省

# 従業員向け株式インセンティブ制度の導入状況

- 従業員向け株式インセンティブ制度を導入する上場企業数は増加傾向。
- 2024年3月末時点で株式インセンティブ制度を導入する上場企業は1138社（うち、RS（譲渡制限付株式）435社、RSU（譲渡制限付株式ユニット）18社）。



(出所) 野村証券株式会社からの提供データより経済産業省作成。野村証券株式会社からの提供データは各社プレスリリース等より作成。

(注1) RS（譲渡制限付株式）、従業員持株会向けRS、給付型ESOP、持株会型ESOP、SO（時価型）、SO（1円型）、RSU（譲渡制限付株式ユニット）、RS信託の導入社数を示している。

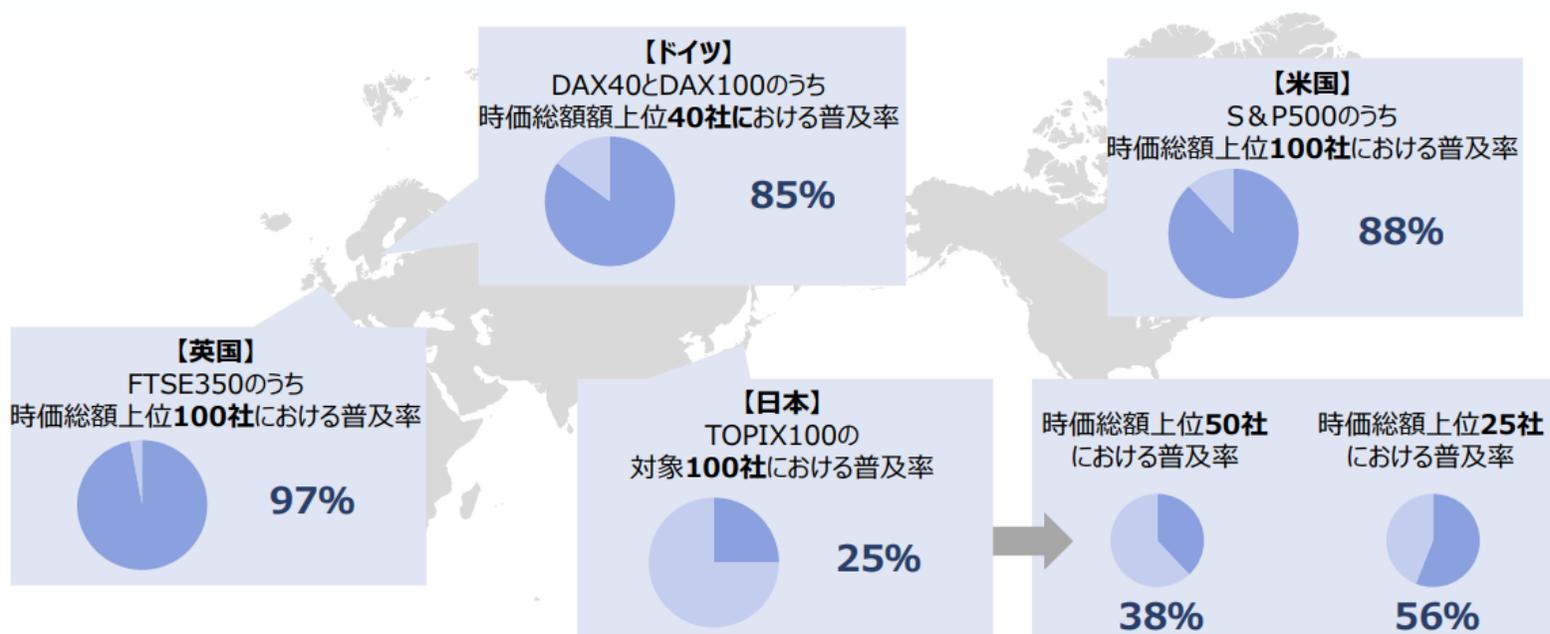
(注2) 各年とも、前年7月から当年6月末までの株式インセンティブ制度導入状況を調査。2024/3末時点のみ2023/6末付与企業数に2023年7月以降付与を行った企業数を加算。

(注3) ESOP・RS信託：導入企業数、信託期間が終了した企業は除く。RS・RSU：割当を行った企業数。SO：各年付与を行った企業数。

# 従業員に対する株式付与状況の国際比較

- ・ 欧米諸国と比較すると、従業員に対して株式を付与する企業は相対的に少ない。

## 日本及び諸外国における従業員に対する株式付与状況（2023年時点）



(出所) 内閣府 規制改革推進会議 第6回スタートアップ・投資ワーキング・グループ説明資料 「従業員株式報酬の動向」 (HRガバナンス・リーダーズ株式会社)

(注1) 上記は、従業員(執行役員除く)に対して株式を付与している企業の割合を示している。

(注2) 【日本】 TOPIX100構成企業のうち、2021年4月から2022年3月までに決算を迎えた有価証券報告書を調査(2023/1末時点)

【米国】 S&P500のうち2022年1月から2022年12月に決算期を迎え、報酬ターゲット構成比の開示がある時価総額上位100社(2023/1末時点)

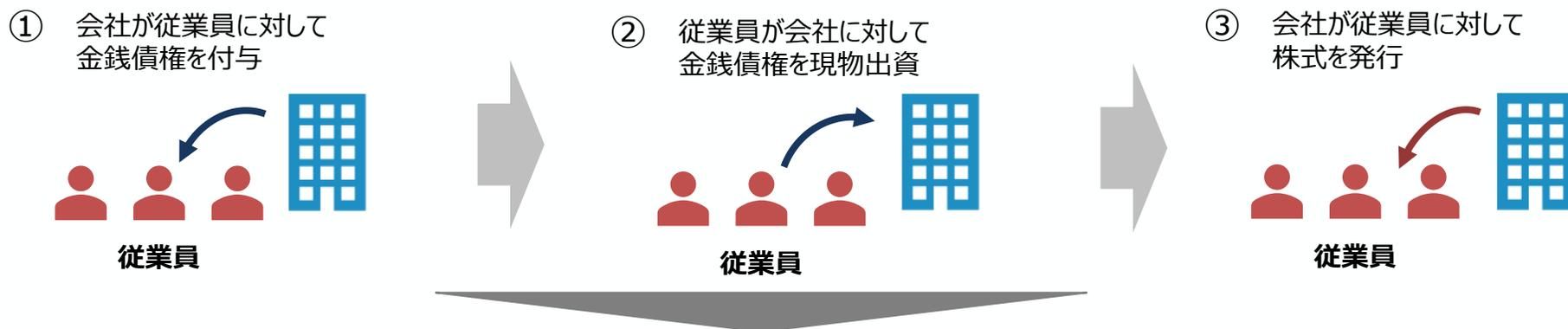
【英国】 FTSE350のうち2022年1月から2022年12月に決算期を迎え、報酬ターゲット構成比の開示がある時価総額上位100社(2023/1末時点)

【ドイツ】 DAX40とHDAX100のうち2022年1月から2022年12月に決算期を迎え、報酬ターゲット構成比の開示がある時価総額上位40社(2023/1末時点)

# 従業員に対する株式付与の課題

- 令和元年の会社法改正により、円滑に株式報酬を付与することができるよう、取締役及び執行役に対する株式の無償交付が認められた。
- 他方で、従業員に対しては、株式の無償交付は現行法上認められていないため、株式を付与する場合は、金銭債権を会社側に現物出資するという技巧的な方法によらざるを得ず、説明や会計上の処理において実務上の負担が生じているとの指摘がある。

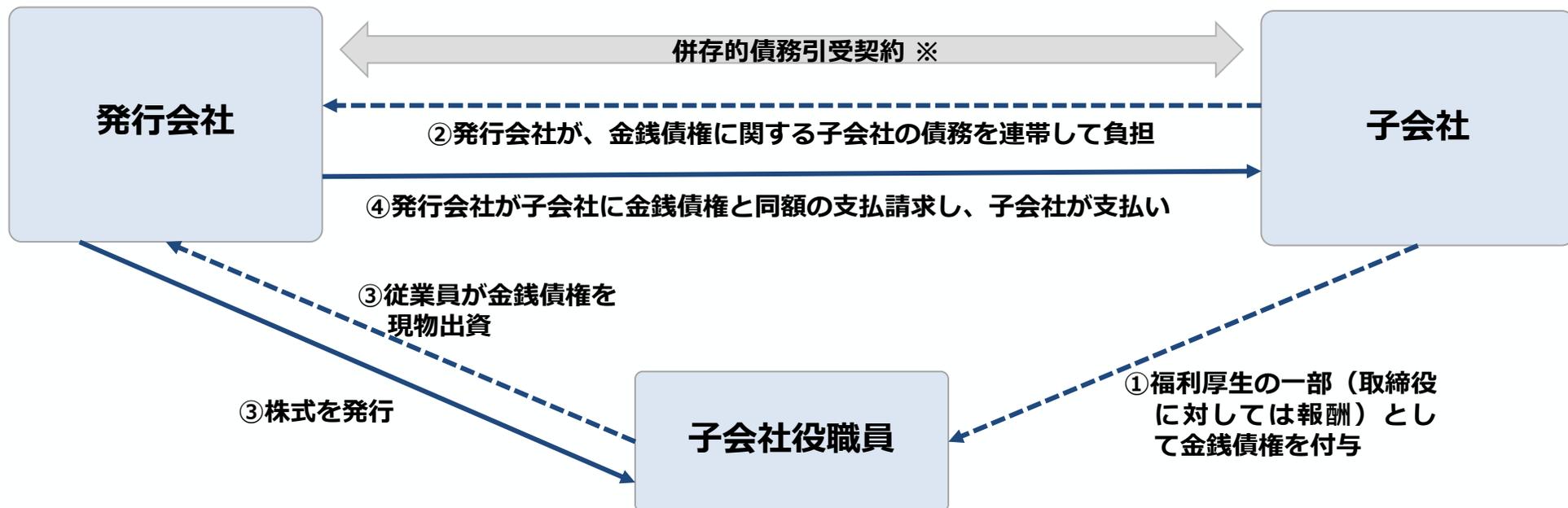
## 現行法下での従業員に対する株式付与の方法



- 株式の付与方法が技巧的であり、従業員に対する説明が困難
- 日本会計基準とIFRSで取扱いが異なるためIFRS採用企業において会計処理の負担が発生

# 子会社の役職員に対する株式付与の課題

- 現行法上、子会社役職員へ株式を付与する際は、発行会社と子会社の間で併存的債務引受契約を締結し、金銭債権の現物出資が行われている。
- このような方法をとる場合、清算手続きとして、各子会社から発行会社への金銭の支払事務負担が発生し、企業の負担となっているとの指摘がある。



(※) 併存的債務引受契約とは、子会社がその従業員に対して負っている金銭債務を、発行会社も連帯して負担する旨の契約を意味する

# (参考) 賃金通貨払い原則との関係の整理

- CGSガイドラインでは、従業員への株式付与について、一定の要件を満たす場合には、「福利厚生施設」として扱い、「賃金通貨払いの原則」(※)には抵触しないとの解釈が可能としている。

## CGSガイドライン (2022年7月19日改訂)

### 5.5. 幹部候補人材の育成・エンゲージメント向上

- 従業員向けの自社株報酬については、一定の要件を満たす場合は、通常、「福利厚生施設」に該当するものと解することが可能であると考えられるが、従来から金銭で支払っている給料の代替として付与することはできず、上乘せに伴う費用がかかる点には留意が必要である。
- なお、上記の一定の要件を満たす場合とは、以下の3つの要件を全て満たす場合を指す。
  - a. 通貨による賃金等（退職金などの支給が期待されている貨幣賃金を含む。以下同じ。）を減額することなく付加的に付与されるものであること。
  - b. 労働契約や就業規則において賃金等として支給されるものとされていないこと。
  - c. 通貨による賃金等の額を合算した水準と、スキーム導入時点の株価を比較して、労働の対償全体の中で、前者が労働者が受ける利益の主たるものであること。

(※) 従業員への株式付与では、付与される自社株式が労働基準法（以下「労基法」という。）上の「賃金」（労基法第11条）に該当することにより、賃金を通貨で支払うことを原則とする「賃金の通貨払いの原則」（労基法第24条）に抵触するか否かが問題となる。

# 議論事項① 改正の意義・目的

- 企業の「稼ぐ力」を高め、企業価値の向上へとつなげるという観点から、従業員や子会社役職員に対する株式付与の意義とは何か。
- 現行法の下で利用されている現物出資構成の方法は、具体的にどのような点において、どの程度企業の負担となっているか。

## 本研究会における主な意見（要旨）

### 従業員や子会社役職員に対する株式付与の意義に関する意見

- 【有識者】 従業員に対する株式報酬の付与は**グローバルな人材獲得競争の観点から非常に重要**である。例えば、GAFAMでは発行済株式総数の1～2%を毎年人材獲得に利用しており、日本企業はそのような競争の中で争っていかなければならない。
- 【企業】 **ホールディングス企業や、子会社を多く抱える企業において、子会社の従業員に対して、本社に対するコミットメントの意識を持ってもらうことが課題**となっているため、子会社役職員に対する株式報酬は重要であると考えている。
- 【弁護士】 従業員が退職すると不利に扱われるような株式報酬が普及した場合に、雇用の流動性が阻害される可能性がある点には留意する必要がある。

# 議論事項② 既存株主の利益（1/2）

- 株式を無償交付した場合は、1株当たりの価値が下落（希釈化）し、既存株主の利益が害されるおそれがあり得るため、既存株主の利益に配慮する必要があると指摘されている。

## 問題の所在

株式を無償交付した場合には、1株当たりの価値が下落（希釈化）し、既存株主の利益が害されるおそれがあり得るため、既存株主の利益に配慮する必要がある。

### 取締役への株式の無償交付における整理

- ① 株式が取締役の報酬等（職務執行の対価）として交付され、取締役は株式会社に（金銭の代わりに）職務執行による便益を提供するため、無償交付が有利発行に該当することは想定し難い。
- ② 取締役の報酬等に関する株主総会決議において、無償交付される株式の数の上限等を定める必要があるため、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が可能。

→**既存株主の利益が不当に害されるおそれはなく、有利発行規制は不要と整理**

### 従業員への株式の無償交付における整理

- ① 従業員への株式付与を「賃金」ではなく「福利厚生」と扱う場合も、取締役への株式の無償交付と同様の整理は可能か。
- ② 公開会社においては、株式発行に際して（有利発行の場合を除き）株主総会決議を経る必要がないため、希釈化の限度について株主の意思が確認されない。

## 議論事項② 既存株主の利益（2/2）

- 既存株主の利益に配慮する観点から、手続要件を設定する必要があるか。設定する場合はどのような手続要件を設定する必要があるか。
- また、手続要件が設定された場合、実務上の負担をどのように考えるか。

### A案. 有利発行規制を適用する

希釈化により既存株主の利益が害されるおそれがあることから、有利発行となる場合は株主総会特別決議等の手続（※）を必要とする。

（※）株式取得者にとって特に有利な金額により株式発行等が行われる場合、株式価値の希釈化が生じる可能性があることから、株主総会特別決議により、既存株主の意思を確認することが必要とされている。

### B案. 無償交付できる株式の枠について株主総会普通決議を必要とする

希釈化の限度について株主の意思を確認するため、従業員等に対して無償交付できる株式の枠（発行株式数の上限、発行対象者の範囲等）について予め株主総会普通決議を経ることを必要とする。

### C案. 一定数（割合）以上の株式を無償交付する場合は株主総会普通決議を必要とする

（法又は定款等で定められた）上限数（割合）を超える株式を無償交付する場合は、希釈化の限度について株主の意思を確認する必要性が高いため、無償交付できる株式の枠について予め株主総会普通決議を経ることを必要とする。

### D案. 追加の手続要件は必要としない

- 従業員への株式付与を「賃金」ではなく「福利厚生」と扱う場合、労働の対価として付与されるわけではないものの、実質的に見れば職務執行に伴って付与されるものであることから、無償交付が有利発行に該当することは想定し難い。
- 取締役の報酬に関する株主総会決議は、取締役の「お手盛り」を防止することを目的とするものであり、従業員への株式の無償交付に際して類推して適用する必要はない。

# (参考) 本研究会における意見

- 第1回研究会では、従業員等に対する無償交付に際して、株主総会決議が要件とされた場合は制度が利用されない可能性があるとの意見が存在。

## 本研究会における主な意見（要旨）

### 既存株主の利益に関する意見

【有識者】 既に現物出資構成により従業員等への株式報酬を導入している企業が存在することから、株式の無償発行に**株主総会決議が要件とされた場合は、新制度が利用されないのではないか。**

# (参考) 企業の意見

- 株主総会決議の取得にも相応に事務負担が発生するため、株主総会決議が要件となる場合は、当該制度の利用を躊躇する意見も見られた。
- 他方、現物出資構成の煩雑な手続を回避できるのであれば、株主総会決議が要件とされた場合も無償交付制度の利用を検討する企業も存在した。

## 従業員に対する無償交付に関する個別企業の意見（要旨）

- 現行の手続きは煩雑であり、企業にとって負担ではあるが、既に従業員に株式報酬を付与している中で、**ビジネス上の重要性・優先順位の観点から本件を総会議案とすることは難しい**と考えられる。
- **株主総会決議が必要となるとすると、柔軟な株式報酬の活用を実現するということには繋がらない**と考える。株主総会決議ありきではなく、取締役会、または執行側に一定の裁量を持たせる事（上場会社では募集事項の決定は取締役会で決定可能、また指名委員会等設置会社では取締役会から執行役に委任可能であると理解）が重要であり、金額の多寡については執行役の善管注意義務に委ねられるべきものと考ええる。
- 株式総会決議を経る場合、交付のタイミングが遅くなる。否決された場合に別の種類の報酬で代替する必要が生じるが、対応が困難である。
- グループ会社の役員・従業員への株式付与も含めて考えると、債権を付与してそれを現物出資させるというスキームは煩雑。**現状の手続よりも簡素化できるならば、株主総会決議を経て交付する意義はある**と考える。

# 議論事項③ 対象者

- 子会社の役職員に対する無償交付を認めることは可能か。

## A案. 子会社の役職員に対する無償交付は認めない

- 子会社の役員及び従業員は、親会社に対して直接的に労務や便益の提供をするものではないため、職務執行による便益の提供を出資と同視することは困難。
- 親会社の利益を優先して子会社の少数株主の利益を害するという不適切なインセンティブとなる可能性がある。

## B案. 完全子会社に限って役職員に対する無償交付を認める

- 完全子会社の役員及び従業員であれば、当該完全子会社の企業価値向上を通じて親会社に対して間接的に便益の提供をしているとの評価が可能。

## C案. 子会社の役職員に対する無償交付を認める

- 子会社の役員及び従業員であっても当該子会社の企業価値向上を通じて親会社に対して間接的に便益の提供をしているとの評価も可能（完全子会社でない場合は、役職員が親会社に対して提供する便益の程度も小さくなるが、その点については、有利発行該当性や当該親会社の取締役の任務懈怠責任の有無の判断において、考慮要素とすれば足りる）。
- 子会社の少数株主の利益保護は、子会社役員の任務懈怠責任を追及することによって図ることが可能。

## **2. 会社法の改正に関する各論**

### **(2) 実質株主の情報開示制度**

# 実質株主について

- 株式の議決権指図権限や投資権限を有する者（実質株主）については、大量保有報告制度の適用対象（保有割合：5%超）となる場合を除き、発行会社や他の株主がこれを把握する制度が存在しない。
- 金融庁の主催する「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」（TOB WG）において、大量保有報告書の提出遅延は相次いでおり、大量保有報告制度の実効性が確保されていないとの指摘が存在。

(※)このような指摘を踏まえて、共同保有者の認定に係る立証の困難性の問題を解決すべく、役員兼任関係や資金提供関係など、一定の外形的事実がある場合に「共同保有者」とみなす規定を政令において整備することが予定されている。（出所：金融庁「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案 説明資料」「金融審議会 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 報告」）

## 大量保有報告書等の提出状況

大量保有報告書等の提出件数（※1）	年間約14,000件
提出遅延の発生件数（※2）	年間約1,500件
課徴金納付命令の発出件数（※3）	合計8件

(出所) 金融庁 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 第1回資料3「事務局説明資料」より経済産業省作成

(※1) 2019年から2022年までの平均値。

(※2) 提出期限を徒過して提出された大量保有報告書等の件数の2019年から2022年までの平均値。

(※3) 2008年から2022年までの件数。

# スチュワードシップコードにおける記載

- SSコードにおいて、機関投資家は自らの実質的な株式保有比率を企業に対して説明することが望ましい場合があるとしている。
- 金融庁が公表したアクション・プログラムでは、実質株主の透明性確保に向けて、SSコードを見直すべきとしている。

## スチュワードシップ・コード (2020年3月24日改訂)

(指針4-1. 脚注15)

- 株式保有の多寡にかかわらず、機関投資家と投資先企業との間で建設的な対話が行われるべきであるが、**機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することが望ましい場合もある。**

## コーポレートガバナンス改革の実践に向けた アクション・プログラム 2024 (2024年6月7日公表)

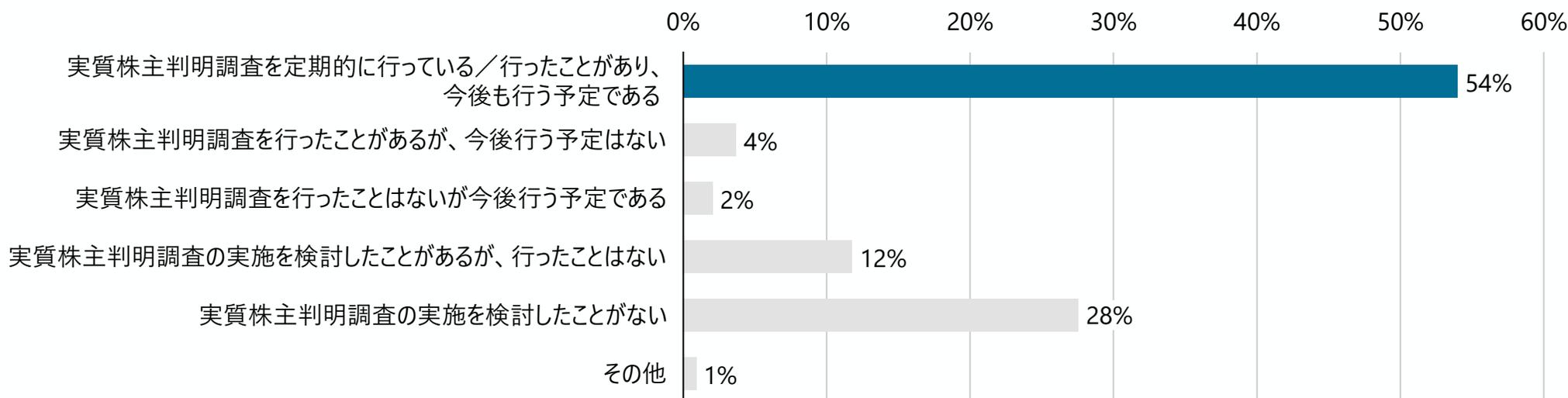
- エンゲージメントを一層実効的なものとするため、金融審議会の報告書による提言を踏まえ、建設的な目的を持った対話に資する協働エンゲージメントの促進や、**実質株主の透明性確保に向けて、スチュワードシップ・コードを見直すべき**である。その際、議決権行使と対話は点と線の関係にあり、議決権行使（点）に至るまでの対話の過程（線）で、どのような対話を行うことが重要かという意識をもつことや、エンゲージメントの成果を意識し検証することが重要であるといった観点にも留意する必要がある。 23

# (参考) 実質株主判明調査の実施状況

- 実質株主判明調査を行ったことがあり、かつ、今後行う予定である企業は54%であった。

## 上場会社における実質株主判明調査の実施状況

有効回答数：730社



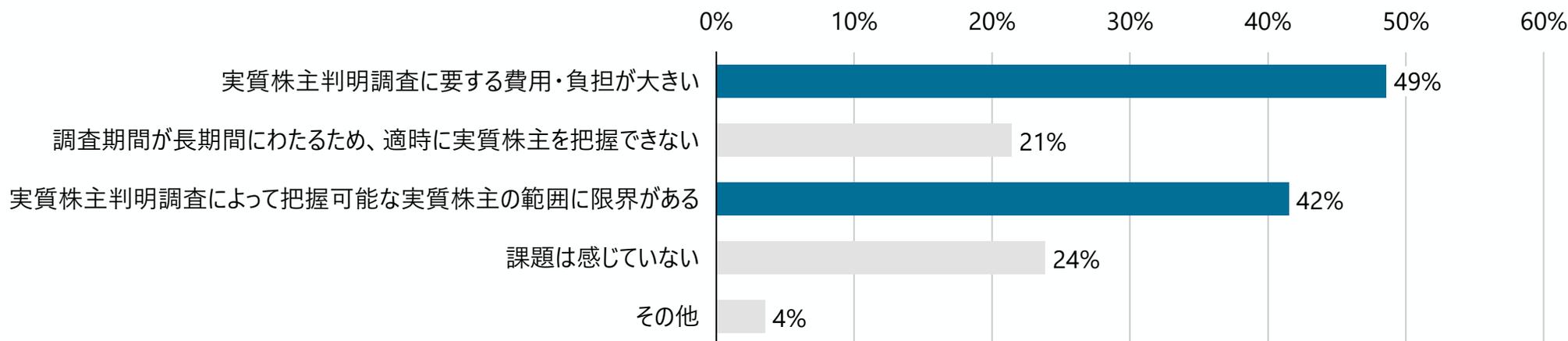
※プライム市場上場会社及びスタンダード市場上場会社が対象

# (参考) 実質株主判明調査の課題

- 実質株主判明調査を実施した企業のうち4割～5割が、調査に要する費用・負担や、把握可能な実質株主の範囲に限界があることに課題を認識している。

## 実質株主判明調査の課題

有効回答数：453社



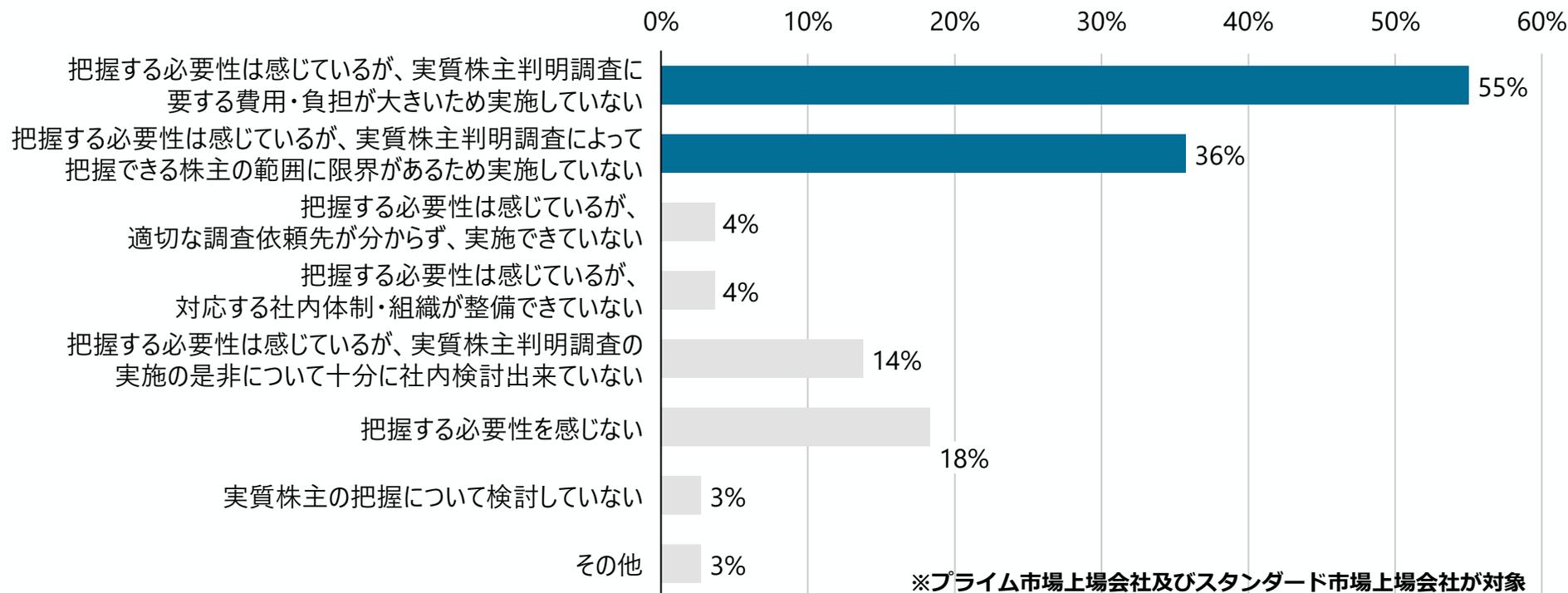
※プライム市場上場会社及びスタンダード市場上場会社が対象

# (参考) 実質株主判明調査を実施しない理由

- 実質株主判明調査を今後行う予定がない理由として、調査に要する費用・負担や、把握できる株主の範囲に限界があることが多く挙げられている。

## 実質株主判明調査を実施しない理由

有効回答数：109社



※プライム市場上場会社及びスタンダード市場上場会社が対象

# 実質株主の情報開示制度の意義

- 企業において実質株主に関する情報を把握可能とする制度が整備された場合、企業と株主・投資家の対話が促進されることが期待される。
- その他、市場の透明性の向上の観点から、米国型の実質株主の情報開示制度（機関投資家の株式保有状況の開示）の必要性を指摘する意見も存在。

## 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 報告 (2023年12月25日 公表)

### Ⅲ. 実質株主の透明性について

現行制度上、名義株主については、会社法上の株主名簿や有価証券報告書等の大株主の状況に関する開示を通じて、発行会社や他の株主がこれを把握する制度が整備されている一方、当該株式について議決権指図権限や投資権限を有する者（以下「実質株主」という。）については、大量保有報告制度の適用対象（5%超）となる場合を除き、発行会社や他の株主がこれを把握する制度が存在しない。このため、**企業と株主・投資家の対話を促進する観点から、実質株主とその持株数について、発行会社や他の株主が効率的に把握できるよう、諸外国の制度も参考に実務的な検討がされるべきとの指摘がされている。**

（脚注21）他方、**市場の透明性向上の重要性に鑑み**、米国の制度を参考にした制度の導入についても引き続き検討すべきとの意見も見られた。

# (参考) TOB WG 報告 (1/2)

- TOB WGの報告では、欧州諸国の制度（企業が実質株主や名義株主にその保有状況や実質株主の情報を質問した場合に、その回答を義務づける制度）を参考に適切な制度整備等に向けた取組みを進めるべきとしている。

## 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 報告 (2023年12月25日 公表)

### Ⅲ. 実質株主の透明性について

(略) 諸外国の制度を概観すると、主として、

- 米国のように、一定の運用資産を有する機関投資家に対して、定期的にその保有明細の公衆開示を求める制度や、
- 欧州諸国のように、発行会社が実質株主や名義株主に対してその保有状況や実質株主に関する情報について質問した場合に、その質問に対する回答を義務づける制度

が存在する。(略)

このため、今後、関係者においては、**欧州諸国の制度を参考に適切な制度整備等に向けた取組みを進めるべきである。具体的には、まずは早急に、機関投資家の行動原則としてその保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに回答すべきであることを明示することを、またその後、そのような回答を法制度上義務づけることを、それぞれ検討すべきである。**

# (参考) TOB WG 報告 (2/2)

- TOB WGの報告では、米国の制度（一定の運用資産を有する機関投資家に定期的に保有明細の公衆開示を求める制度）は、企業と株主・投資家の対話の促進するという目的からは過剰な規制であるとの意見や、企業に必要な情報が開示されない場合がある旨の意見が指摘されている。

## 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 報告 (2023年12月25日 公表)

### Ⅲ. 実質株主の透明性について

(略) 諸外国の制度を概観すると、主として、

- 米国のように、一定の運用資産を有する機関投資家に対して、定期的にその保有明細の公衆開示を求める制度や、
- (略)

が存在する。

このうち**米国の制度については**、発行会社や他の株主のみならず、あらゆる者が機関投資家の保有明細を閲覧することを可能とするものであるため、**市場の透明性向上に資する制度であると考えられるものの、企業と株主・投資家の対話を促進するという目的に照らすと過剰な規制であるとの意見や、制度の設計次第では企業にとって必要な情報が開示されない場合があるとの意見が見られた。**

# (参考) 実質株主判明に関する海外制度 (1/3)

## 英国

制度・趣旨	<ul style="list-style-type: none"><li>● 会社法793条に基づく開示請求制度</li><li>● 企業は株主の真の素性を知る権利を持つべきであるという理由から制度化(注1)</li></ul>
概要	<ul style="list-style-type: none"><li>● 公開会社は、議決権のある発行株式について実質的利害関係を有している者、又は実質的利害関係を有していると信じるに足る合理的理由がある者に対して、事実確認のための通知をすることができる。(793条1項)</li><li>● 通知を受けた者は、通知において指定された合理的な期間内に、実質的利害関係を有する(有していた)ことを認めるか否か、認める場合には、実質的利害関係を有する者を特定するに足る情報、保有数等の詳細な情報、他の実質的利害関係を有する者の有無等を提供しなければならない。(793条2項～7項)</li></ul>
開示制度	<ul style="list-style-type: none"><li>● 会社は、本制度によって判明した実質株主の情報を3日以内に登録株主名簿に加えて管理する必要があると同時に、public inspection の対象として開示する必要がある。(808条～)</li></ul>
実務フロー(注2)	<ul style="list-style-type: none"><li>● 793条に基づく通知は、まず株主名簿上の株主に対して発せられる。通知を受けた者が、その株式の唯一の実質的保有者である場合には、通常は、その者が唯一の実質的保有者である旨の返答がされ、調査が完了する。株主名簿上の株主以外に、その株式について実質的利害関係を有する者がいる場合には、複数回の通知が必要となることが多い。</li><li>● 793条の通知に相当する制度は、必ずしも企業が投資家とのエンゲージメントを円滑に行えるようにすることを目的としたものでないが、現在では、793条の通知の制度は、少なくともイギリス国内のカストディアン及び機関投資家にはよく知られているようである。会社は1か月に1回程度は793条に基づく通知を実施し、名目株主を通じて実質的保有者を把握することに努めているようであり、カストディアン・機関投資家も情報提供を拒絶することはほぼないようである。</li></ul>

(注1) 伊藤邦雄・尾崎安央総監修・経済産業省監修・あずさ監査法人編「持続的成長のための「対話」枠組み変革ー日本における企業情報開示と株主総会プロセス上の課題ー」(商事法務、2017)316頁

(注2) 商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業(持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究)(株主総会に関する調査)成果報告書」(2020年3月13日)72-73頁

# (参考) 実質株主判明に関する海外制度 (2/3)

		米国	
		NOBO	Form 13F
制度・趣旨	<ul style="list-style-type: none"> <li>● NOBO制度</li> <li>● 本制度の目的は、名義株主と実質株主との間で、会社とのコミュニケーションの格差が生じることの緩和とされている。(注1)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1934年証券取引所法に基づく機関投資家による保有明細の開示(Form 13F)</li> <li>● 本制度の目的は、①機関投資家の投資活動に関するデータの一元的な管理、②機関投資家の保有資産に係るデータを提供し、機関投資家が市場に与える影響及びその影響がもたらす公共政策への影響の検討を容易にすること、③市場の健全性に対する投資家の信頼の向上とされている。(注2)</li> </ul>	
概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 株主は、証券口座の開設時にOBO (Objecting Beneficial Owners: 会社に対して氏名・住所・証券持高の開示を拒否する株主)となるか、NOBO(Non-Objecting Beneficial Owners: 会社に対して前記情報の開示を拒否しない株主)となるかを選択することができる。</li> <li>● 証券会社は、会社等の請求により、NOBOである顧客の前記情報の一覧(NOBO List)を会社等に提供しなければならない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 米国の証券取引所に上場されている株式に係る一任運用資産が1億ドル以上の機関投資家は、四半期ごとに、保有銘柄の名称・株式クラス・証券識別番号・株数・市場価格を記載した保有明細をSECに提出しなければならない (Form 13F)。</li> <li>● 提出されたForm 13Fは、SECのウェブサイト (EDGAR) 上において公開される。</li> </ul>	

(注1) 商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業(持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究)(株主総会に関する調査)成果報告書」(2020年3月13日)41頁

(注2) SEC "Reporting Threshold for Institutional Investment Managers" Release No. 34-89290; File No. S7-08-20 (Jul 10, 2020), at 9

# (参考) 実質株主判明に関する海外制度 (3/3)

## EU

### 制度・趣旨

- 2017年5月17日に成立したEU第2次株主権指令(SRD II : The Shareholder Rights Directive II) (注1)の3a条では、加盟国は、「会社が株主を特定する権利」を持つよう確保しなければならないとされている。
- 株主が株主権を行使するとともに、株主と会社が仲介機関を介さずに直接エンゲージメントを行うことを促進するためには、株主がだれであるかを会社が知ることが出発点となり、場合によっては会社から株主に対してアクセスする権利を認める必要があると考えられたため制度化。(注2)

### 概要

- 加盟国は、会社又は会社が指名する第三者の要求に応じて、仲介機関が株主に関する情報を会社に遅滞なく伝達することを保証しなければならない。
- 議決権の一定割合以上を有する株主に限って株主特定の対象にすることもできるが、その閾値は0.5%を超えてはならない。
- 会社及び仲介機関が得た情報は情報保護法のルールに従って保護される。

(注1) Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement

(注2) 神作裕之「企業の持続的成長と会社法・金商法上のいくつかの論点—欧州からの示唆—」商事法務2198号(2019)20頁、Directive (EU) 2017/828, supra note 1, Paragraph 4.

# (参考) 企業買収における行動指針

- 経済産業省が2023年8月に策定した「企業買収における行動指針」では、買収局面において、買収者は信頼関係の醸成のために、実質株主に関する情報を企業に提供することが必要であるとしている。

## 企業買収における行動指針 (2023年8月31日 公表)

### 4.1.1.4 実質株主に関する情報提供・情報開示

いわゆる実質株主については、大量保有報告制度において一定の開示制度が措置されているが、当該規制の対象とならない段階（5%以下の保有等）では、実質株主が明らかではない場合がある。

このため、買収提案をする者が実質株主である場合には、自らが実質株主である旨や名義株主との対応関係に関する情報を、対象会社に提供することが必要である。また、対象会社との信頼関係を醸成するためには、対象会社から共同保有者の範囲について質問を受けた場合には誠実に回答することが望ましく、共同保有者に該当することが推測される事情がある場合には、その点についても情報提供をすることが望ましい。

また、その時点では正式な買収提案がなされていない状況においても、対象会社が特定の者からの買収の可能性を客観的な事実に基づき認識し、その者に対して対話のための事実確認をしようとした場合には、当該者は、自らが実質株主であるか否かや共同保有者に関する事実確認に応じることが望ましい。また、当該者のために名義上の株主となっているカストディアンにおいては、当該者の意向を確認の上、上記の実質株主に関する事実確認に協力することが望ましい。

# 議論事項① 改正の意義・制度趣旨

- ・ 実質株主の情報開示制度を整備する場合、どのような意義があるか。制度趣旨をどのように考えるか。

## A案. 企業と株主・投資家の対話の促進

企業が、実質株主の情報を把握することにより、より実効的な企業と株主との対話を促進する。

## B案. 市場の透明性・公正性の確保

実質株主の情報が投資者に提供されることにより、市場の透明性・公正性を高め、投資者保護を図る。

- (※) 市場の透明性・公正性の確保を制度趣旨とする場合、当該制度を、何故（投資者の保護等を目的とする）金融商品取引法ではなく、（会社の設立、組織、運営及び管理についての一般法である）会社法において規律するのかについて問題となる可能性がある。

## C案. その他

「株主の真の素性を知る権利」等

- (※) 英国における実質株主の情報開示制度は、企業が株主の真の素性を知る権利を持つべきという理由から制度化されている。（出所：金融庁 第4回 金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 参考資料（2023年10月2日））

## 議論事項② 制度設計

- 制度趣旨を踏まえて、どのような制度設計とすることが考えられるか。

### 制度設計の例

項目	A案	B案
制度の概要	発行会社が実質株主や名義株主に対してその保有状況や実質株主に関する情報について質問した場合には、その質問に対する回答を義務を負担する。	発行会社が実質株主や名義株主に対してその保有状況や実質株主に関する情報について質問した場合には、その質問に対する回答を義務を負担する。
発行会社の情報取得義務	発行会社は、定期的に/一定割合以上の議決権を保有する株主から請求があった場合は、実質株主の情報を取得する義務を負わない。	発行会社は、定期的に/一定割合以上の議決権を保有する株主から請求があった場合は、実質株主の情報を取得する義務を負う。
実質株主情報へのアクセス権	発行会社	発行会社及びその株主
違反時の罰則	過料	議決権の停止
実質株主の株主権	実質株主には株主権を認めない(※)	株主総会への出席権・質問権等の、実質株主に広範な株主権を認める

(注1) 前頁において、A案（又はB案）の立場を取った場合に、本頁の上表のA案（又はB案）の立場をとることを意味するものではない。

(注2) 上表は、制度設計のパッケージの一例を示すものであり、例えば「実質株主情報へのアクセス権」についてA案の立場を取った場合も、「違反時の罰則」についてB案の立場をとることも考えられる。

(※) なお、会社法上、実質株主の株主総会への出席については次頁を参照。

# (参考) 実質株主の株主総会への出席

- 会社法上、実質株主が株主総会に名義株主の代理人として出席することは禁止されていない。
- 多くの企業では、定款において、株主総会の出席者（代理人の資格）を名義株主に限定しているが、その有効性は裁判所の判断に委ねられている。
- なお、CGコードは、機関投資家等が自ら議決権の行使等を行うことを希望する場合に対応するため、信託銀行等と協議・検討を行うべきとしている。

## プライム市場上場会社の定款例

第△条 株主は、代理人をもってその議決権を行使することができる。ただし、**その代理人は、議決権を行使することができる当会社の株主に限る。**

## コーポレートガバナンス・コード

(2021年6月11日改訂)

### 補充原則 1 – 2 ⑤

- 信託銀行等の名義で株式を保有する**機関投資家等**が、株主総会において、信託銀行等に代わって**自ら議決権の行使等を行うことをあらかじめ希望する場合に対応するため、上場会社は、信託銀行等と協議しつつ検討を行うべき**である。

# (参考) 本研究会における意見

- 本研究会では、①違反時の罰則として議決権停止を課す等により、制度の実効性を確保することの重要性を指摘する意見や、②諸外国を参考にしつつ、実務上円滑に運用可能な制度とすべきとの意見が見られた。

## 本研究会における主な意見（要旨）

### 違反時の罰則に関する意見

【弁護士】 実質株主の情報開示は実効性のある制度にする必要がある。例えば、違反した場合のペナルティが過料や罰金にとどまるのであればワークしない。違反者は意図的に違反するのであるから、実効性のあるペナルティを科す必要があり、例えば、**議決権停止等も盛り込むべきだ**。経営陣が議決権停止を行うのがおかしいのであれば、裁判所の停止命令により議決権停止を行うということも考えられる。

### 実務上の運用に関する意見

【有識者】 実質株主の情報開示制度は、実務上円滑に運用できる制度とすべきである。

# (参考) 会社法制に関する研究会における意見

- 商事法務研究会の主催する「会社法制に関する研究会」においては、実効性の担保という観点から議決権の停止が必要とする意見がある一方、制度趣旨との関係や、他の制度との関係を踏まえると、議決権の停止はバランスを欠いているとの意見も見られた。

## 会社法制に関する研究会における主な意見（要旨）

### 違反時の罰則に関する意見

- 実質株主把握制度の趣旨・目的をどこに置くか次第で、制度の範囲や違反に対するエンフォースメントの在り方も変わってくるように思われる。
- 実質株主確認制度の実効性を担保するためには、強力なエンフォースメント、つまり、議決権停止が必要なのではないか。過料の制裁であれば、金銭を支払えば終わってしまうので、抑止効果がないのではないか。
- 実質株主確認制度を株主との対話を目的とした会社の情報請求権と整理した場合に、大きなサンクションを科すのはバランスを欠くのではないか。
- 実質株主確認制度の目的を株主との対話とすると、この制度を使うのは上場会社が中心になると考えられ、違反の場合に議決権停止という制裁を科すということは、会社法上の他の制度と比較してもバランスを欠いているのではないか。

# (参考) TOB WGにおける意見

- TOB WGでは、実質株主に関する情報へのアクセス権に関する意見や、違反時の罰則に関する意見、実質株主の権利に関する意見等が見られた。

## TOB WGにおける主な意見（要旨）

### 実質株主に関する情報へのアクセス権に関する意見

【学者】 会社が把握した実質株主の情報は、株主名簿閲覧請求と同様に閲覧対象とすることにより、投資家間の横のつながりのためにも活用できるようになると思われる。

### 違反時の罰則に関する意見

【弁護士】 議決権停止を含む株主権の停止が伴わないと実効性に欠ける。

### 実質株主の権利に関する意見

【学者】 実質株主には義務を課すだけでなく、株主総会への出席等の権利が認められるべき。

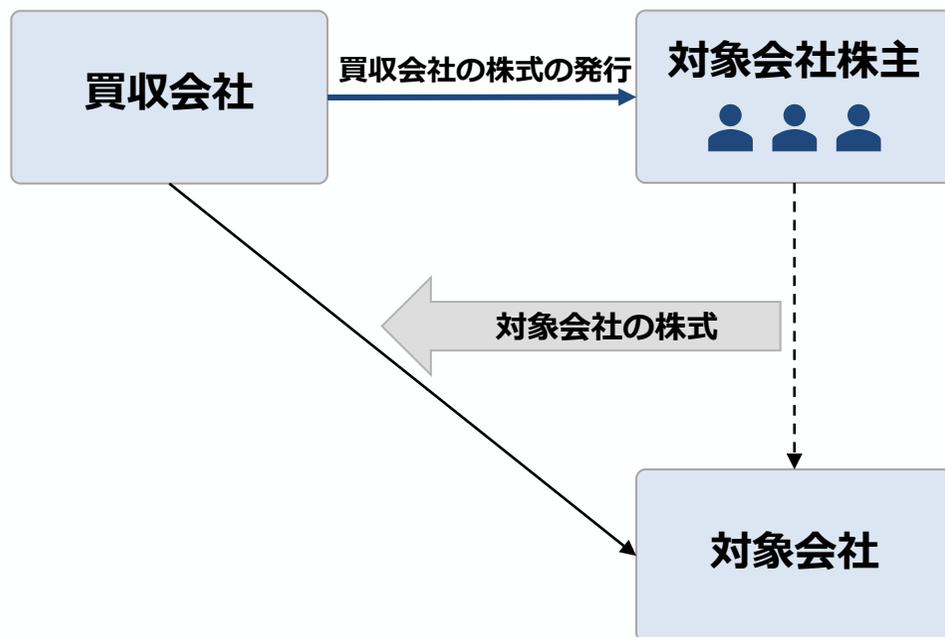
## **2. 会社法の改正に関する各論**

### **(3) 株式対価M&Aの拡大**

# 株式対価M&Aの意義

- M&A取引の対価として、自社株を活用することにより、現金対価では実現が困難な大規模なM&A取引を行うことが可能になると考えられている。

## 株式対価M&Aの概要



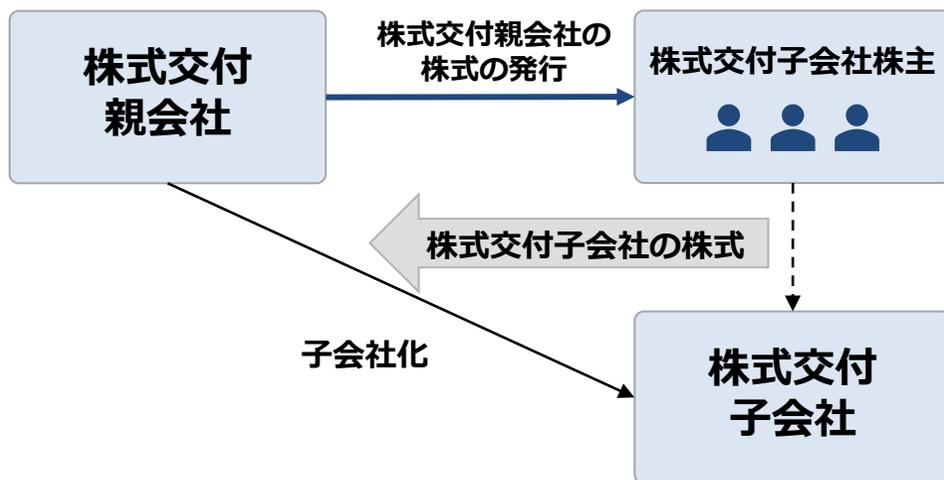
## 規制改革推進に関する答申 (2024年5月31日公表)

- M & A における対価として、現金ではなく、買収者の株式も利用することで、スタートアップ等が買収者として、**その成長力を担保にして、手元の現金に依存するよりも効率的に大規模な事業再編を行うことが可能**となる。また、逆に、スタートアップ等が他社に買収された後も株式の保有を通じて当該他社の経営に参画するといったシナジーが期待できるなど、スタートアップのエグジットを多様化できる可能性がある。

# 株式交付とは

- 令和元年の会社法の改正により、株式交付制度を創設。
- 自社株式を対価として他の株式会社を子会社化する取引を、組織再編と位置付けることで、現物出資規制（検査役の調査義務等）を不適用に。

## 株式交付の概要



実質的に見れば、株式交付子会社の株式の現物出資に類似する手続  
→令和元年の会社法の改正前は、現物出資規制（検査役の調査、不足額填補責任）を適用

自社株式を対価として他の株式会社を子会社化する組織再編行為と位置付け、他の組織再編（合併等）と同様の手続規制を課すことにより現物出資規制を不適用に

### 検査役の調査：

現物出資を行う場合には、現物出資財産の価額について、原則として検査役の調査が必要となる。検査役の調査には一定の時間及び費用を要し、その調査の結果も予測することが困難であることから、実務上は検査役の調査はほとんど利用されていない。

### 不足額填補責任：

株式発行時の現物出資財産の価額が、払込価額に満たない場合には、出資者及び発行会社の取締役はその差額について填補する責任を負担する場合があります。特に、募集事項の決定時に現物出資財産が適正に評価された場合であっても、株式発行時までに現物出資財産が値下がりした場合には、不足額填補責任が発生することとなっており、このことが実務上のリスクとなっているとの指摘がある。

# (参考) 規制改革実施計画

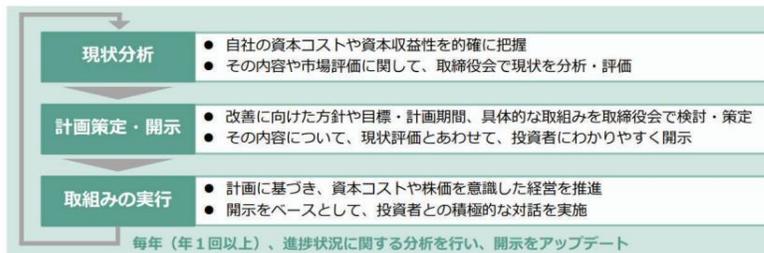
- 「規制改革実施計画」において、「株式対価M & Aの活性化に向けた会社法の見直し」が挙げられており、令和6年度中に法制審議会への諮問等を行うこととされている。

No.	事項名	規制改革の内容	実施時期	所管府省
2	株式対価M & Aの活性化に向けた会社法の見直し	<p>法務省は、株式交付について活用範囲拡大、手続の簡素化を通じてスタートアップ等による活用を促進する以下の内容等の株式対価M &amp; Aの活性化に向けた会社法の改正を検討し、法制審議会への諮問等を行い、結論を得次第、法案を国会に提出する。</p> <p>①買収会社が上場会社である場合、当該上場会社の株式流通市場における株式売却の機会が担保されていることを踏まえ、当該買収会社の反対株主の買収会社に対する株式買取請求権を撤廃する。</p> <p>②現行法上、株式交付は、制度利用可否を一律に判断する観点から、国内株式会社を買収する場合のみに利用が認められているところ、スタートアップ等の積極的な海外展開ニーズが高まっていることを踏まえ、外国会社を買収する場合にも利用可能とする。</p> <p>③現行法上、株式交付は、一度の制度利用で買収会社が買収対象会社を子会社化する場合のみに利用が認められているところ、既に子会社である株式会社の株式を追加取得する場合や連結子会社化する場合にも利用可能とする。</p> <p>④現行法上、株式交付は、買収対価が株式のみである場合には買収会社において債権者保護手続が不要となっているところ、株式と現金を組み合わせた混合対価の場合にも、必ずしも過大な財産流出が生じないことを踏まえ、同手続を撤廃する。</p>	令和6年度検討、同年度中に法制審議会への諮問等を行い、速やかに結論を得る措置	法務省

# (参考) PBRの改善と株式対価M&A

- 東証は、上場企業に「資本コストや株価を意識した経営の実現」を要請。
- 株価が上昇した場合、自社株式を対価としたM&Aの効率が向上する。

## 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について



分析・評価の観点（例）	ポイント
資本コストを上回る資本収益性を達成できているか、達成できていない場合には、その要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 資本収益性の分析・評価にあたっては、WACCとの比較でROICを、株主資本コストとの比較でROEを利用することなどが考えられます。</li> <li>● また、全社での分析・評価に加えて、事業セグメントごとにROIC等を算出して、資本収益性の分析・評価を実施することも考えられます。</li> </ul>
資本コストを上回る資本収益性を達成できているも、たとえばPBRが1倍を割れているなど、十分な市場評価を得られていない場合には、その要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 資本コストを上回る資本収益性を達成できているも、PBRが1倍を割れているなど十分な水準に達していない場合には、成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆されます。</li> <li>● PBR・PER等は、時系列の変化や、同業他社との比較などの観点でも、自社の現状について分析・評価することが考えられます。</li> </ul>

(出所) 東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」

## 持続的な企業価値向上に関する懇談会 座長としての中間報告

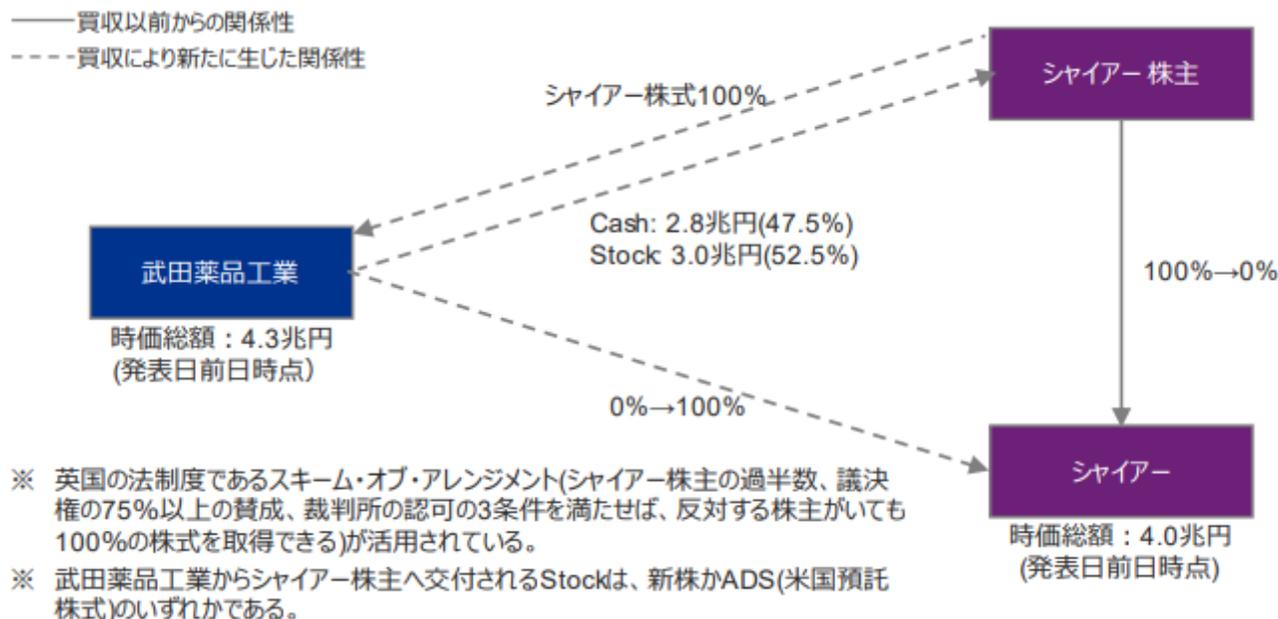
- 2014年に伊藤レポートを公表して以降の10年間の変化として、一部の企業では、株価や時価総額、TSR（総株主利回り）等をKPIの一つに設定したり、従業員への株式付与や従業員持株会の推奨などを通じ、株価に対する会社全体での意識の高まりなどが見られる。
- 昨今の変化の激しい経営環境において、金利上昇の可能性もある中で、今後、大規模な資金を調達し、成長投資を行っていく際には、エクイティ・ファイナンスも選択肢になると考えられる。**自社の株価が高ければ、成長投資に必要な長期のリスク・マネーの増大をもたらすことができる。**すなわち、エクイティ・ファイナンスなどの積極的なファイナンス戦略や**自社株式を対価としたM&Aの効果・効率の向上を図ることができるようになる。**

(出所) 経済産業省「持続的な企業価値向上に関する懇談会 座長としての中間報告」

# (参考) 武田薬品工業によるシャイアーの買収

- 2019年1月、時価総額（当時）4.3兆円の武田薬品工業が、アイルランドのシャイアー社を総額5.8兆円で買収。
- 対価のうち52.5%（3.0兆円）において、自社株式を活用した。

## 武田薬品工業によるシャイアーの買収スキーム



(注) 買収額はCapital IQにおけるConsideration to Shareholdersの値を採用。

(出所) 株式会社KPMG FAS「令和2年度産業経済研究委託事業コーポレートガバナンス改革を踏まえた価値創造に資する合併と買収に関する実態調査調査報告書」

# (参考) 武田薬品工業によるシャイアーの買収

- 当時の武田薬品工業のリーガル・カウンセラーは、当該買収時に、産競法に基づく会社法の特例措置の利用が検討したが、事業再編計画の認定を受けた場合、生産性の向上に関する目標を公表する必要があること等を理由に利用を見送った旨を言及している。

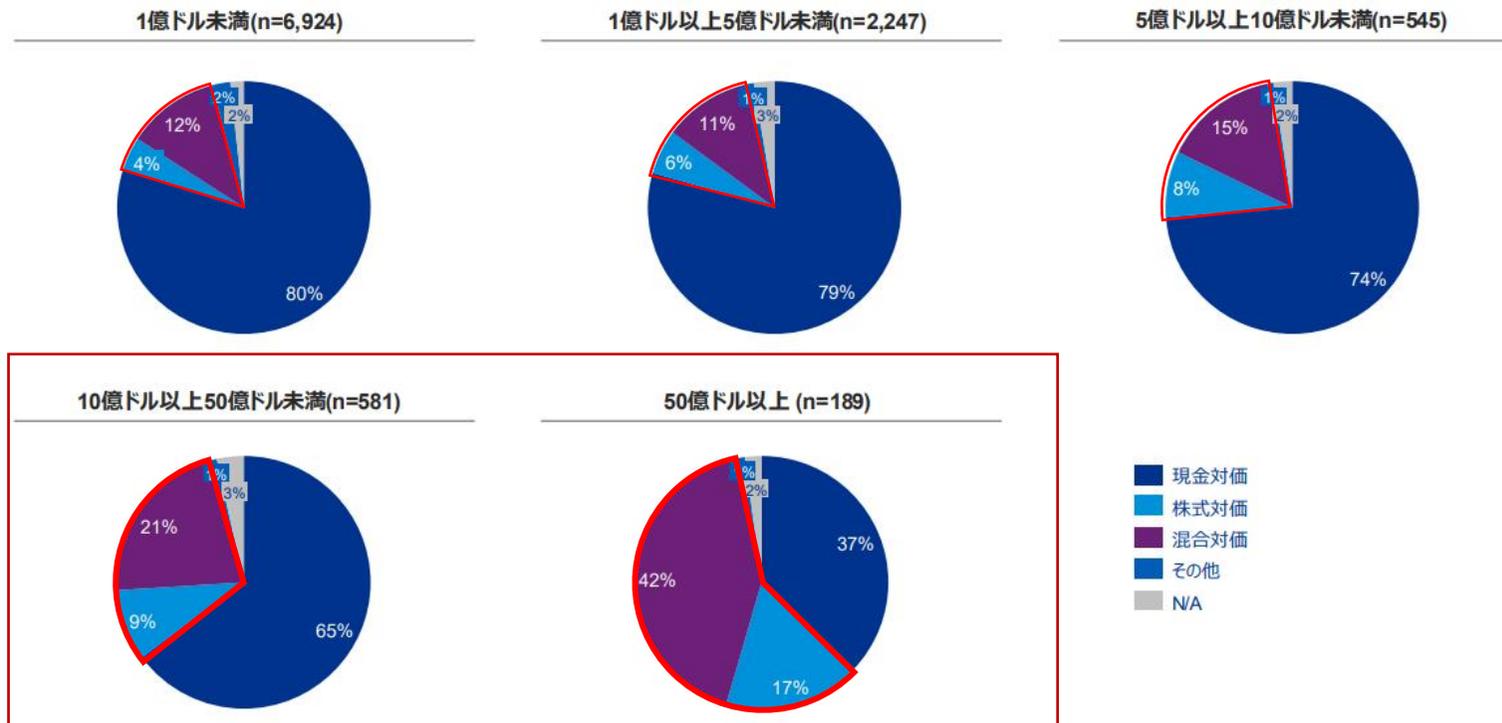
懸念	概要
生産性の向上に関する目標	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 産競法に基づき、事業再編計画又は特別事業再編計画（以下「計画」）の認定を受けるためには、生産性の向上に関する目標の設定が必要とされ、認定を受けた場合は当該計画の内容として、生産性の向上を示す数値目標が公表される。</li><li>■ 当該数値目標を公表するためには、英国のテイクオーバー・コード（the City Code on Takeovers and Mergers。以下「コード」）上、会計士及び財務アドバイザーによる報告書を取得・公表する必要があるが、かかる報告書を適時に取得・公表することは困難であった。</li></ul>
反対株主の株式買取請求権	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 当時の産業競争力強化法上、株式対価M&amp;Aに反対する株主に、株式買取請求権が認められていた。※</li><li>■ かかる請求権が行使された場合に、最大で3分の1に及ぶ株主の株式買取義務（追加の現金支出）が生じるという不確実性は、武田薬品において許容しがたいものであった。</li></ul>

(※) 令和3年度の産業競争力強化法の改正により、同法に基づく会社法の特例を利用する場合は、反対株主の株式買取請求権が排除されている。

# (参考) 米国における株式対価M&Aの状況

- 米国では、大規模案件ほど、株式が対価として利用されており、10億ドル以上の案件においては対価に株式を活用する案件は30%以上となっている。

## 米国における買収対価の傾向（取引規模別）



Note: NYSE, NASDAQを主要上場先とする5,005社により近時10年に実施されたM&A案件21,950件のうち、買収価格が公表されていない11,464件を除いた10,486件を対象に分析を実施。なお、その他は現金・株式以外の対価(資産など)を使用したM&Aを指す。N/Aはデータ上で値が存在しないか、N/Aと記載されているものを指す。

Source: Capital IQをもとにKPMG分析

# (参考) 株式対価M&Aを活用した企業の成長の例

- 米国では、グーグルなどの新興企業が、成長初期から加速段階において、株式を対価に用いたM&Aを活用し、急速な成長を遂げている。

## Googleによる株対価での買収案件

### ① Applied Semantics (2003年) Applied Semantics

- GoogleのIPO前に行ったテキスト解析に関する技術を有する企業の買収
- 102.4百万ドルのうち41.5百万ドル分が現金で残りは株対価や新株予約権

### ② YouTube (2006年)

- 自作映像公開サイトを運営する非上場ベンチャーの買収
- 1,650百万ドルのうち21.2百万ドル分が現金で残りは株対価や新株予約権

### ③ On2 Technologies (2009年)

- 映像圧縮技術を有する上場会社の買収
- 123百万ドルのうち28百万ドル分が現金で残りは株対価

### ④ Ad Mob (2009年) AdMob

- 携帯電話向けの広告事業の会社の買収
- 681百万ドルのうち26百万ドル分が現金で残りは株対価

## Googleの時価総額の推移と株対価での買収時期



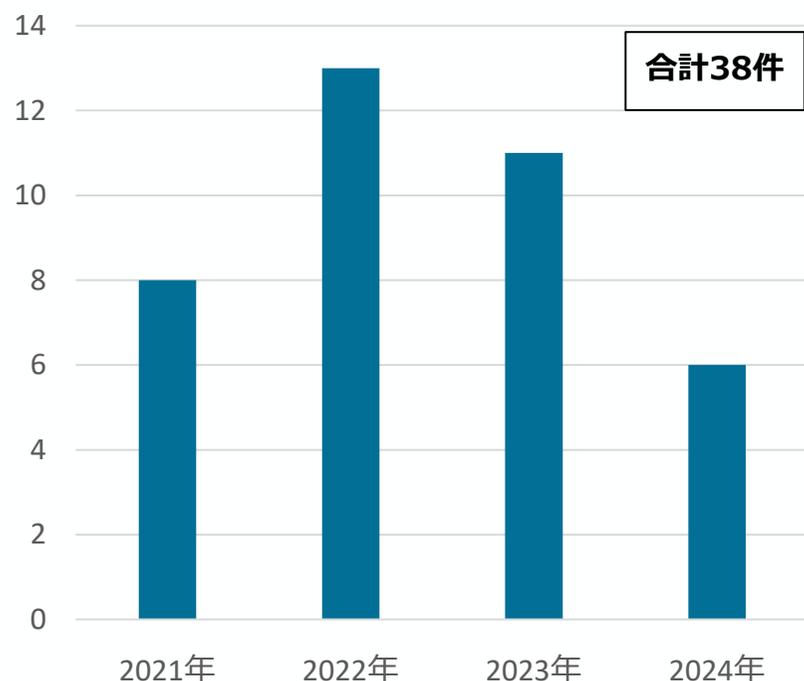
① ② ③・④

(備考) 株対価での案件一覧は、「Semi-Organic Growth: Tactics and Strategies Behind Google's Success (2015)」より作成。原典はGoogleのForm S-1と10-K。

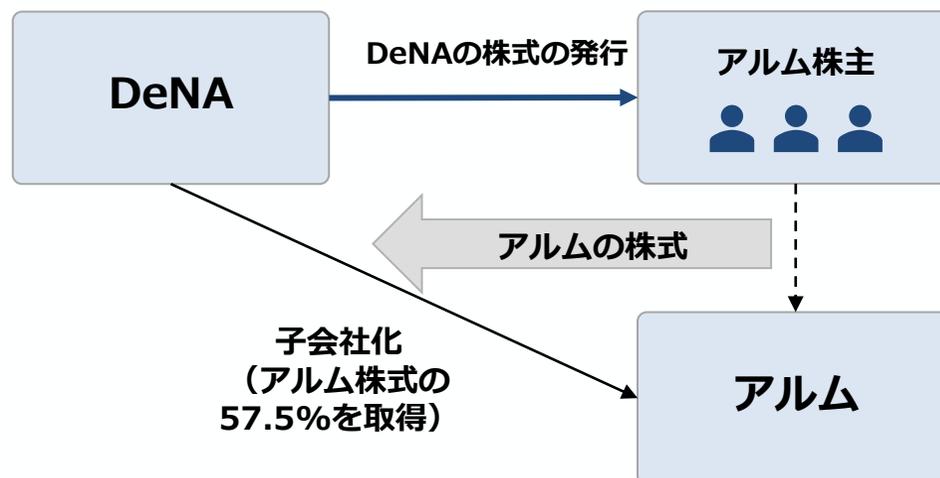
# (参考) 株式交付制度の利用状況

- 2021年の制度の創設以降、株式交付の利用事例は38件存在。

## 株式交付の利用件数



## 株式交付の利用例



- DeNAが医療ICTベンチャーの株式会社アルムを株式交付の方法で子会社化
- DeNAのヘルスケア事業におけるヘルスビッグデータ戦略をはじめ、DeNAの事業との相乗効果の創出を通じて、社会課題領域の収益基盤の強化を意図。

(注) レコフデータにおいてフリーワード「株式交付」に該当するM&Aのうち、形態に「株式交付」が含まれるものを公表日ベースで集計。2024年は9月30日までの件数を集計。  
(出所) レコフデータより経済産業省作成

(出所) 株式会社ディー・エヌ・エー「株式会社アルムの子会社化に向けた基本契約書を締結」より経済産業省作成

# 株式交付制度と現物出資規制の比較

	株式交付	現物出資（会社法）	現物出資（産競法）
対象取引	<p><b>国内</b>の株式会社の <b>子会社化</b></p> <p>※この場合の「子会社」とは、議決権の半数以上を保有する場合に限る。詳細は次頁。</p>	制限なし	<p>① <b>国内外</b>の法人の<b>関係事業者化</b></p> <p>② <b>関係事業者の株式の買い増し</b></p> <p>③ 子会社による国内外の法人の 関係事業者化</p> <p>④ 子会社による国内外の<b>関係事業者の株式の買い増し</b></p> <p>※関係事業者の詳細は次々頁</p>
買付者における 決議要件	<p>株主総会特別決議</p> <p>※簡易の場合は不要(注)</p>	<p>取締役会決議</p> <p>※有利発行の場合は特別決議</p>	<p>株主総会特別決議</p> <p>※簡易の場合は不要(注)</p>
検査役の調査	不要	要	不要
不足額填補責任	無	有	無
買付者の株主 からの差止事由	<p>法令定款違反 (簡易の場合を除く)</p>	<p>法令定款違反 著しく不公正な発行</p>	<p>法令定款違反 著しく不公正な発行</p>
買付者反対株主の 株式買取請求権	<p>有</p> <p>※簡易の場合は不要</p>	無	<p><b>上場会社買収時は無</b></p> <p>※簡易の場合は不要</p>
債権者保護手続 (公告+債権者の 異議申し立て等)	<b>混合対価のみ原則要</b>	不要	不要

(注) 対価の金額が買付者の純資産額に照らして少額である場合は、株主総会特別決議が不要とされている。

# (参考) 株式交付における「子会社」の定義

- 株式交付の対象となる「子会社」化は、法律関係の混乱を防止する観点から、客観的かつ形式的な基準を満たす場合（以下①）に限られ、会社法上の「子会社」の一般的な定義と比べて狭い範囲となっている。

## 会社法における「子会社」の定義

No.	議決権保有割合	その他の要件
①	過半数	-
②	40%以上	以下に関して一定の要件を満たす場合
③	-	<ul style="list-style-type: none"><li>関係者の議決権保有比率の合計</li><li>派遣役員の割合</li><li>財務・事業方針に関する契約</li><li>融資額の割合等</li></ul>

## 制度策定時の趣旨

株式交付の進め、その効力を生ずる日（以下「効力発生日」という。）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などのおそれがあるため**、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もの**とすることが相当である。しかし、会社法施行規則第3条第3項第2号及び第3号に掲げる場合に該当するか否かを判断するためには、（略）必ずしも株式交付をする前には該当の有無を確認することができない株式交付手続外の事情を考慮したり、実質的な判断をしたりすることが必要となり、**株式交付を実施することの可否を株式交付をする前に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。**

# (参考) 関係事業者の定義について

- 産強法上の「関係事業者」とは、主に以下の①～④のいずれかに該当する事業者をいう。

No.	申請事業者の持株比率	申請事業者からの派遣役員	その他の要件	例
①	50%以上			<p>X 認定事業者 50%~ Y 関係事業者</p>
②	40%以上50%未満	50%以上		<p>X 40%~50% Y 派遣役員 50%~</p>
③	20%以上40%未満 かつ 筆頭株主	50%以上		<p>X A B 20%~40% 筆頭株主 Y 派遣役員 50%~</p>
④	20%以上40%未満 かつ 筆頭株主	役員数筆頭占有者	<p>申請事業者と事業再編計画に関する 他の事業者が<b>共同現物出資で設立</b> かつ 申請事業者と事業再編計画に関する 他の事業者が<b>合計で100%の株式を保有</b></p>	<p>X A B 20%~40% 筆頭株主 Y 派遣役員 筆頭</p>

# 議論事項① 改正の意義・目的

- 現物出資規制の適用のうけない株式対価M&Aの対象を①外国会社の子会社化、②子会社株式の追加取得、③会社法上の一般的な定義としての「子会社」化に拡大することについて、実務上の必要性はどの程度認められるか。
- 反対株主の株式買取請求権や債権者保護手続は、株式交付を利用する上で具体的にどの程度障壁となっているか。

## 本研究会における主な意見（要旨）

### 株式対価M&Aに関する制度の改正の意義に関する意見

【弁護士】 株式交付に関する制度が、日本と海外でイコールフットイングになっていない。上場株式の流動性は相当価値があることであるにもかかわらず、法制度の問題でそれが十分に活用できていない。

# 議論事項② 株式交付の拡大の可否（1/2）

- 株式交付の対象を①外国会社の子会社化、②子会社株式の追加取得、③会社法上の一般的な定義としての「子会社」化に拡大することか可能か。

## ①外国会社の子会社化について

### A案. 株式交付の対象とすることはできない

- 事後的に株式交付の要件が不充足となった場合は法律関係が混乱するおそれがあるため、株式交付の対象の範囲は、客観的かつ形式的な基準によって定めるべきである。外国会社の性質は多様であり、予め株式交付の対象であるか否かが判断可能な明確な基準を定めることは困難。
- 日本の会社と外国会社が組織再編行為を行う場合、各当事会社にいずれの国の法令を適用すべきかは明確ではない。そのため、日本の会社法において海外会社との間の株式交付の手続を規定しても、国際私法上、海外会社との組織再編行為を実施できない可能性がある。

### B案. 株式交付の対象とすることは可能

- 実質的な要件を理由に親子会社関係の創設に至らなかった場合は、株式交付の無効の訴えにおける無効事由とすればよい。現行法においても、株式交付の無効の訴えにより事後的に株式交付が無効となることはあり得るのであり、かかる点を強調して株式交付の対象を限定的に解釈すべきではない。

# 議論事項② 株式交付の拡大の可否（2/2）

## ②子会社株式の追加取得について

### A案. 株式交付の対象とすることはできない

- ・ 親子会社関係を強化するにすぎない行為を組織法上の行為に該当するとすることは困難。

### B案. 株式交付の対象とすることは可能

- ・ 親子会社関係を新たに創設する場合でなくとも、親子会社関係を強化するものであれば組織法上の行為であると位置付けることができる。

## ③会社法上の一般的な定義としての「子会社」化について

### A案. 株式交付の対象とすることはできない

- ・ 事後的に株式交付の要件が不充足となった場合は法律関係が混乱するおそれがあるため、株式交付の対象の範囲は、株式交付の実行前に判断可能な客観的かつ形式的な基準によって定めるべきである。会社法上の一般的な定義としての「子会社」に該当するか否かを判断するためには、例えば、取締役会に占める自己の役員の数等の事情を考慮することが必要となるが、これは株式交付の実行前に客観的かつ形式的な基準によって判断することはできない。

### B案. 株式交付の対象とすることは可能

- ・ 親子会社関係の創設を目的とするものとして行われるのであれば、結果的に親子会社関係の創設に至らなくとも、その効力は発生し、株式交付の無効の訴えにおける無効事由にもならないものとするれば、法律関係の混乱は生じない。
- ・ 実質的要件を理由に親子会社関係の創設に至らなかった場合は、株式交付の無効の訴えの無効事由とするればよい。現行法でも、株式交付の無効の訴えにより事後的に株式交付が無効となることはあり得るのであり、この点を強調して株式交付の対象を限定すべきではない。

## 議論事項③ 手続要件の緩和

- 株式交付親会社の反対株主の株式買取請求権を認めないものとし、また、株式交付親会社における債権者保護手続を廃止することは可能か。

### A案. 反対株主の株式買取請求権及び債権者保護手続は必要

- 他の組織再編（特に株式交換）との整合性がとれなくなる
- 株式交付は組織再編と整理することにより現物出資規制の適用を受けないとされている以上、反対株主の株式買取請求権や債権者保護手続の要否を個別具体的に検討して否定することはできない。

### B案. 反対株主の株式買取請求権及び債権者保護手続は不要

- 株式交付の実質は、株式の有償譲渡や現物出資に類似しているが、株式の有償譲渡や現物出資について、反対株主の株式買取請求権や債権者保護手続が必要とされていない。
- （株式交換との整合性がとれなくなることについては）株式交換の実質も株式の有償譲渡や現物出資に類似する行為であり、株式交換についても反対株主の株式買取請求権及び債権者保護手続を不要とすることが考えられる。

# 議論事項④ 株式交付として整理する必要性

- 53頁の①～③の取引を現物出資規制の例外事由ではなく、株式交付の対象とすることについて、実務上の必要性はどの程度認められるか。
- 仮に、株式交付の対象ではなく、現物出資規制の例外事由とする場合、会社法上の制度設計にあたり、どのような点に留意するべきか。

## 株式交付と現物出資規制の例外の差異の例

	株式交付	現物出資規制の例外
税法上の取扱い	買収対価のうち、金銭部分が20%以下の場合、対象会社株主の株式譲渡益課税が繰り延べられる。(※1) (注) 詳細は次頁を参照	M&A取引の実行時(対象会社株式の譲渡時)に対象会社株主の株式譲渡益について課税される。(※1)
小規模M&Aにおける手続	買収対価が、買収会社の純資産額の20%を超えない場合は、株主総会特別決議が不要(取締役会決議で足りる)となる。(※2)	特段の規定なし(※3) なお、この場合以下の手続が必要となる。 有利発行：株主総会特別決議 それ以外：取締役会決議 (非公開会社は株主総会決議)

(※1) 外国会社を対象会社とするM&Aの場合は、対象会社の所在国の税制に従って課税される。

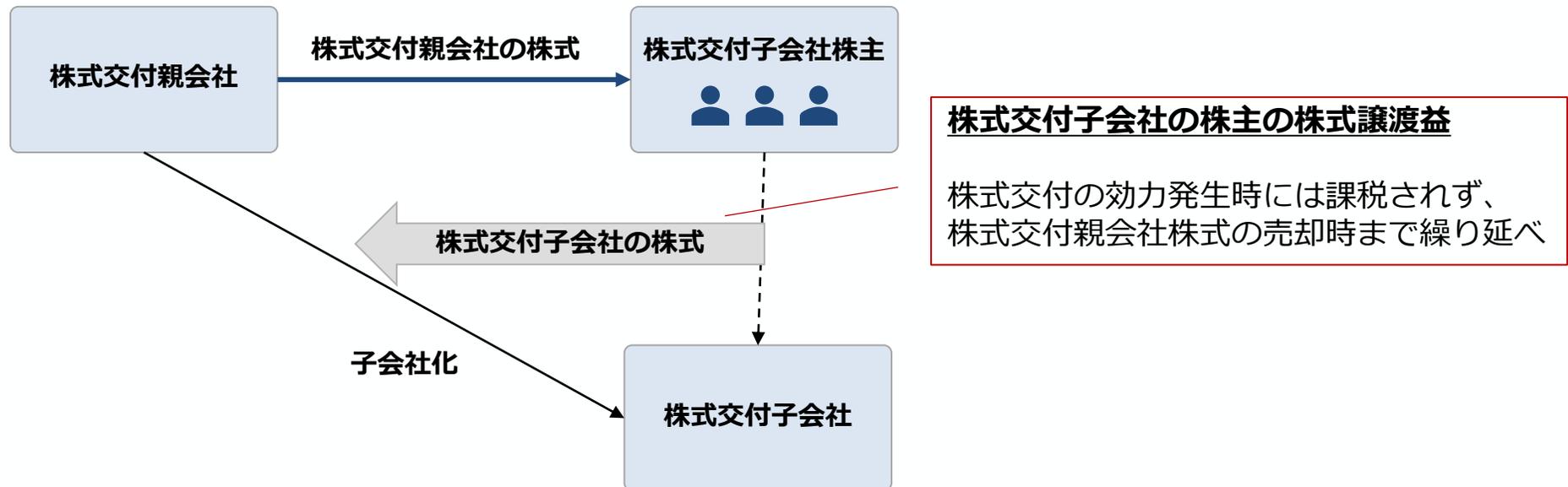
(※2) 「買収対価」及び「買収会社の純資産額」の正確な計算方法は、会社法816条の4第1項及び会社法施行規則213条の5を参照。

(※3) 現行法上でも、払込価額が500万円以下の場合や、買収対価として発行する買収会社の株式が、買収会社の発行済株式総数の10%を超えない場合は現物出資規制の例外とされている。

# (参考) 株式交付における課税の繰り延べ

- 株式交付により、自社の株式を買収対価として子会社化を行った場合、株式交付子会社の株主の株式譲渡益への課税は繰り延べられる（株式交付親会社株式の売却時に課税）。

## 株式交付における課税



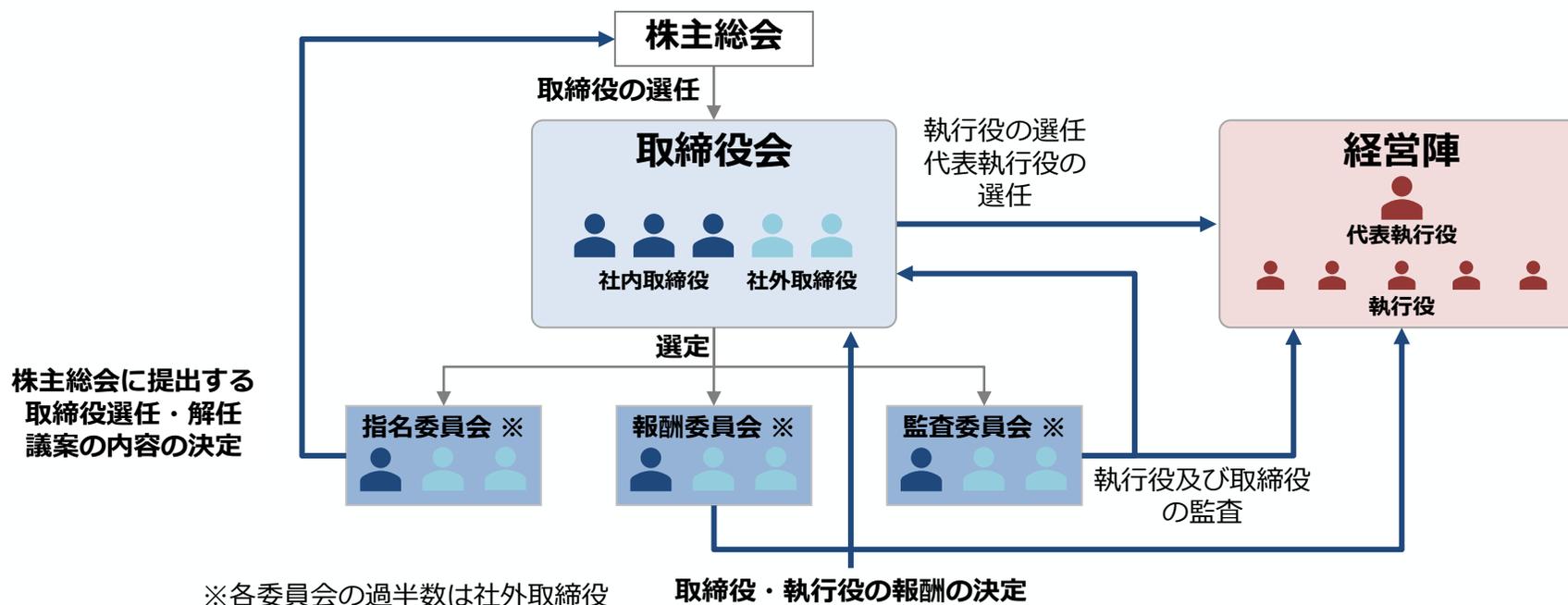
(注) 混合対価の場合も、対価総額に占める金銭対価の割合が20%以下の場合には課税の繰り延べが認められている。

## **2. 会社法の改正に関する各論**

### **(4) 指名委員会等設置会社の権限の見直し**

# 指名委員会等設置会社の指名・報酬の決定権限

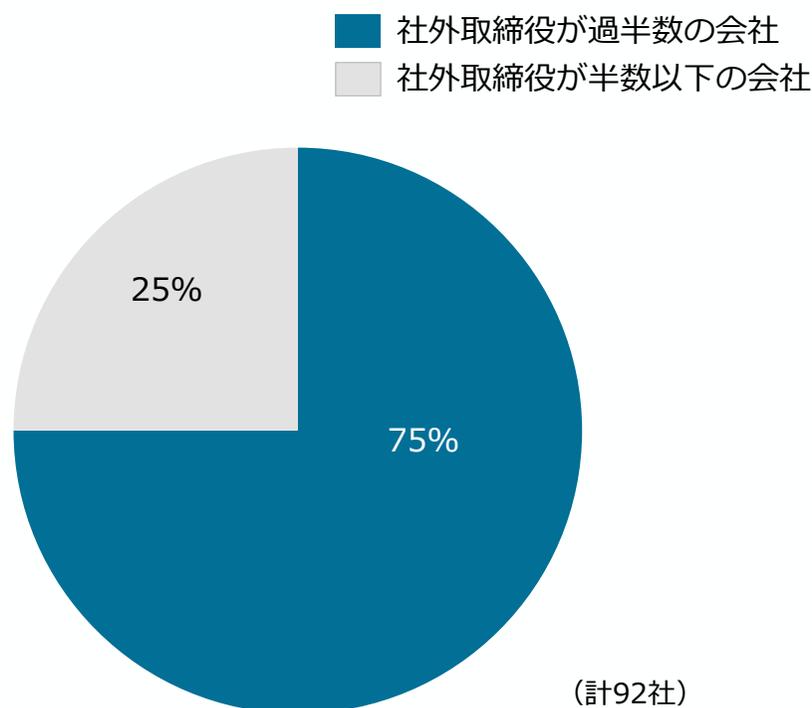
- 現行法上、指名委員会等設置会社の指名・報酬の決定権限は、それぞれ指名委員会/報酬委員会に帰属し、取締役会はその決定を覆すことはできない。
- 制度創設時は、社外取締役の適任者が少なかったことに鑑みて、社外取締役が過半数を占める取締役会と同等の監督機能を果たすことができるよう、社外取締役が過半数を占める委員会に指名・報酬の決定権限を帰属させた。



# (参考) 指名委員会等設置会社の社外取締役比率

- 現在、指名委員会等設置会社を採用する上場企業のうち、取締役会の過半数を社外取締役が占める企業の割合は75%である。

## 取締役会の過半数を社外取締役が占める指名委員会等設置会社の割合



(注) 2023年12月25日時点

(出所) 日本取締役協会「東京証券取引所上場企業 指名委員会等設置会社リスト (2023/12/25現在)」より経済産業省作成

# 有識者による指摘

- 制度創設当時から環境が変化しており、社外取締役が取締役会の過半数を占める指名委員会等設置会社で、一部の取締役のみが参加する指名委員会に、指名の決定権限を帰属させることは不適切であるとの指摘がある。
- 他方、取締役全員を指名委員とすれば、実質的に取締役会に指名の決定権限を帰属させることができ、会社法の改正までは不要との指摘も存在する。

## 制度の見直しを必要とする意見

……取締役会の機関設計、特に委員会等設置会社のあり方について、同制度がスタートして 20 年（中間形態である監査委員会等設置会社の制度化からもほぼ 10 年）が経過し、当時と比べて社外独立取締役の数が飛躍的に増えていることに鑑みて、そろそろ制度再検討すべきタイミングに来ていると考える。

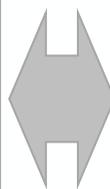
資本民主主義議院内閣制において、**指名委員会**が企業統治上の最高機関である**取締役会**を飛び越えて、**株主総会**に重要議案である**取締役選任案**を直接出せる仕組みには大きな疑義がある。**社外独立取締役が過半数を占めている取締役会の場合**、かかる変則的な仕組みである**合理性、必要性は乏しく、むしろ取締役の一部しか参加していない指名委員会の暴走リスク**の方が懸念される。

（出所） 富山和彦「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第29回）意見書」

## 制度の見直しを不要とする意見

今、ゼロから機関設計の制度を設計するのであれば、社外取締役が過半数存在する指名委員会等設置会社において、取締役候補者の決定権限を指名委員会に持たせる必要はないと思う。もっとも、会社法の改正まではする必要がないのではないかと。**取締役会で候補者を決定したいというニーズがあるのであれば、取締役全員を指名委員会のメンバーにし、任意に指名諮問委員会等を設置すれば現行法の下でも実現可能だからだ。**

（出所） 野村総合研究所「令和5年度 産業経済研究委託調査事業（日本企業のコーポレートガバナンスの実質化に向けた実態調査）」 経済産業省委託事業



# (参考) 指名権限を見直す場合の留意点

- 社外取締役が過半数の場合のみ、指名の決定権限を取締役会に帰属させると指名委員会等設置会社と監査等委員会設置会社と機関設計が類似するため、両制度の整合性を踏まえた検討が必要となる可能性がある。

	指名委員会等設置会社		監査等委員会設置会社		監査役会 設置会社
	社外取締役 半数以下	社外取締役 過半数	社外取締役 半数以下	社外取締役 過半数	
取締役選解任 議案の決定権限	指名委員会	<b>取締役会</b> ※現行は指名委員会	取締役会	取締役会	取締役会
報酬の決定権限	報酬委員会	<b>報酬委員会</b> ⇒取締役会or株主総会 とする必要はないか	株主総会*	<b>株主総会*</b> ⇒なぜ差異があるか	株主総会*
指名委員会の 位置づけ	法定	<b>法定</b> ⇒法定である意義はあるか	任意 ※CGコードに記載	<b>任意</b> ※CGコードに記載	任意 ※CGコードに記載
重要な業務執行の 権限委譲	可	可	原則不可	可	不可
執行役の有無	有	有	無	<b>無</b> ⇒なぜ差異があるか	無
監査役/監査(等)委員 の選任(定)権限	取締役会	<b>取締役会</b> ⇒株主総会でなくて良 いか	株主総会	<b>株主総会</b>	株主総会

\* 株主総会では報酬額の上限等を定め、具体的な報酬の決定は取締役会に委任することが一般的

# 議論事項① 改正の範囲・意義

- ・ 指名委員会等設置会社における指名・報酬権限について優先的に見直す必要があるか（どのような意義があるか）。

## A案. 指名委員会等設置会社における指名・報酬権限について優先的に見直しを行うべき

### ⇒ 議論事項②～④

- ・ 取締役の一部のみが参加する指名委員会において、取締役候補者の最終決定を行うことは適切ではない。社外取締役の担い手が増加し、現に取締役の過半数を社外取締役が占める指名委員会等設置会社も多く存在する現状では、制度策定時の趣旨も妥当しない。

## B案. 指名委員会等設置会社における指名・報酬権限について優先的に見直しを行う必要はない

### (機関設計制度全体の見直しについて議論すべき) ⇒ 議論事項⑤

- ・ 現行法上も、取締役全員を指名・報酬委員とすることにより、取締役全員で指名・報酬の最終決定を行うことは可能であり、そのみを優先的に見直す必要性・緊急性は高くない。
- ・ また、監査等委員会設置会社・監査役会設置会社では、取締役全員で取締役候補者を決定することが可能である。そして、任意の指名・報酬委員会の導入が進んでいること等に鑑みると、指名委員会等設置会社において、これを実現すべき必要性も明確ではない。
- ・ 現行の機関設計制度の策定から一定期間が経過し、社会経済環境も変化していることも踏まえ、日本企業が「稼ぐ力」を高め、企業価値の向上へとつなげていくために、どのような機関設計制度が望ましいか、という観点から（中長期的な検討課題とすることも視野に入れ）機関設計制度全体について議論すべきである。

# (参考) 本研究会における意見

- 本研究会では、①指名委員会等設置会社の指名権限のみを見直す優先度は高くないとする意見や、②指名委員会等設置会社には執行役を機動的に選任できるというメリットがあるので、指名委員会等設置会社の権限を見直すことについては一定の意義があるとの意見があった。

## 本研究会における主な意見（要旨）

### 改正の範囲・意義に関する意見

- |       |  |
|-------|--|
| 【弁護士】 | 上場会社でも2～3%に過ぎない指名委員会等設置会社の機関設計を見直す優先度は高くないのではないかと。<br>指名委員会等設置会社の指名委員会は、法的には取締役候補者の指名権限しかないが、コーポレートガバナンスのコンテキストでは、社長・CEOや執行陣をどのように管理するかというコンテキストで議論がされている。そもそも、社長・CEOの選解任を重視するのであれば、指名委員会等設置会社にする必要はないのではないかと。 |
| 【有識者】 | グローバルにおけるコーポレートガバナンスの考え方は、最終的な意思決定組織である取締役会の実効性を高めることで企業価値を上げようという枠組みに基づく。取締役候補の指名について、取締役会ではなくて委員会に権限があるという日本の現状は、海外のガバナンスの考え方や制度とはかなり異なる。  |
| 【弁護士】 | 社外取締役が過半数存在する企業には、指名委員会等設置会社より監査等委員会設置会社の方が指名権限等をどの機関に帰属させるかという点において柔軟であり、指名委員会等設置会社への移行の妨げになっている可能性はある。もし、指名委員会等設置会社の指名権限を取締役に帰属させた場合、監査等委員会設置会社との違いは小さくなるが、指名委員会等設置会社では、執行役を取締役会で機動的に選べるというメリットが存在する。        |

## 議論事項② 見直しを検討すべき項目

- ・ 指名委員会等設置会社における指名・報酬権限について優先的に見直す場合、どのような項目について検討するべきか。

### A案. 指名委員会等設置会社における取締役候補者の指名権限

- ・ （取締役の過半数が社外取締役の場合に限り）取締役候補者の指名権限を取締役会に帰属させる。等

### B案. 上記 A案に加え、指名委員会等設置会社における取締役・執行役の報酬の決定権限

- ・ （取締役の過半数が社外取締役の場合に限り）報酬の決定権限を取締役会に帰属させる。
- ・ 他方、監査等委員会設置会社との均衡や、取締役によるいわゆる「お手盛り防止」の観点から、株主総会に報酬の決定権限を帰属させることも考えられる。等

### C案. その他

# 議論事項③ 指名委員会等設置会社の指名権限

- 指名委員会等設置会社における取締役候補者の指名権限をどのように見直すべきか。

## A案. 社外取締役が取締役の過半数を占める会社のみ取締役会に帰属（その他は現行制度を維持）

- 取締役の一部のみが参加する指名委員会において、取締役候補者の最終決定を行うことは適切ではない。社外取締役の担い手が増加し、現に取締役の過半数を社外取締役が占める指名委員会等設置会社も多く存在する現状では、制度策定時の趣旨も妥当しない。

（※）この場合、法定指名委員会の取扱い（指名委員会の設置を義務付けるか）や、定款等による法定指名委員会への権限委譲の可否については検討を要する。

## B案. その他

# 議論事項④ 指名委員会等設置会社の報酬決定権限

- 指名委員会等設置会社における、各取締役・執行役の報酬の決定権限をどのように見直すべきか。

## A案. 現行制度を維持（報酬委員会に帰属）

- 指名委員会に比して、報酬委員会の権限を見直す実務上の必要性は高くない。

## B案. 社外取締役が取締役の過半数を占める会社のみ取締役会に帰属（その他は現行制度を維持）

- 取締役の一部のみが参加する報酬委員会において、取締役・執行役の報酬の最終決定を行うことは適切ではない。社外取締役の担い手が増加し、現に取締役の過半数を社外取締役が占める指名委員会等設置会社も多く存在する現状では、制度策定時の趣旨も妥当しない。

（※）この場合、法定報酬委員会の取扱い（報酬委員会の設置を義務付けるか）や、定款等による法定報酬委員会への権限委譲の可否については検討を要する。

## C案. 株主総会に帰属

- 社外取締役が取締役の過半数を占める企業について、報酬の決定権限を取締役会に帰属させるとすると、他の機関設計（監査役会設置会社、監査等委員会設置会社）との均衡を失する。
- いわゆる「お手盛り防止」（取締役同士の馴合いにより不当に報酬額が高くされる危険の防止）の観点から株主総会に帰属させるべきである。

## D案. その他

# 議論事項⑤ 機関設計制度の課題と方向性（B案の場合）

- 機関設計制度全体を見直す場合、指名委員会等設置会社における指名・報酬権限のほかに、どのような課題が存在するか。
- また、機関設計制度の見直しの方向性として、どのような内容が考えられるか。

## 本研究会における主な意見（要旨）

### 現行の機関設計の課題に関する意見

【弁護士】 指名委員会と報酬委員会は、人事評価を踏まえて報酬と選解任の双方について議論がなされるにもかかわらず、指名委員会等設置会社では、指名委員会と報酬委員会を別々に設置することが求められているのは非効率的である。

## 企業の意見（要旨）

### 現行の機関設計の課題に関する意見

- 日本の機関設計は非常に分かりにくく、我々も海外投資家に英語で説明するのに苦心している。理想としては一つの機関設計に統合して欲しい。

（出所）野村総合研究所「令和5年度 産業経済研究委託調査事業（日本企業のコーポレートガバナンスの実質化に向けた実態調査）」 経済産業省委託事業

### **3. 本日はご議論いただきたい内容**

# 本日も議論いただきたい内容（1/3）

## 1. 従業員等に対する株式の無償交付

### ① 改正の意義・目的

- 企業の「稼ぐ力」を高め、企業価値の向上へとつなげるという観点から、従業員や子会社役職員に対する株式付与の意義とは何か。
- 現行法の下で利用されている現物出資構成の方法は、具体的にどのような点において、どの程度企業の負担となっているか。

### ② 既存株主の利益

- 既存株主の利益に配慮する観点から、手続要件を設定する必要があるか。設定する場合はどのような手続要件を設定する必要があるか。
- また、手続要件が設定された場合、実務上の負担をどのように考えるか。

### ③ 対象者

- 子会社の役職員に対する無償交付を認めることは可能か。

## 2. 実質株主の情報開示制度

### ① 改正の意義・制度趣旨

- 実質株主の情報開示制度を整備する場合、どのような意義があるか。制度趣旨をどのように考えるか。

### ② 制度設計

- 制度趣旨を踏まえて、どのような制度設計とすることが考えられるか。

# 本日まで議論いただきたい内容（2/3）

## 3. 株式対価M&Aの拡大

### ① 改正の意義・目的

- 現物出資規制の適用のうけない株式対価M&Aの対象を①外国会社の子会社化、②子会社株式の追加取得、③会社法上の一般的な定義としての「子会社」化に拡大することについて、実務上の必要性はどの程度認められるか。
- 反対株主の株式買取請求権や債権者保護手続は、株式交付を利用する上で具体的にどの程度障壁となっているか。

### ② 株式交付の拡大の可否

- 株式交付の対象を①外国会社の子会社化、②子会社株式の追加取得、③会社法上の一般的な定義としての「子会社」化に拡大することか可能か。

### ③ 手続要件の緩和

- 株式交付親会社の反対株主の株式買取請求権を認めないものとし、また、株式交付親会社における債権者保護手続を廃止することは可能か。

### ④ 株式交付と現物出資の差異

- 53頁の①～③の取引を現物出資規制の例外事由ではなく、株式交付の対象とすることについて、実務上の必要性はどの程度認められるか。
- 仮に、株式交付の対象ではなく、現物出資規制の例外事由とする場合、制度設計にあたり、どのような点に留意するべきか。

# 本日も議論いただきたい内容（3/3）

## 4. 指名委員会等設置会社の権限の見直し

### ① 改正の範囲・意義

- 指名委員会等設置会社における指名・報酬権限について優先的に見直す必要があるか（どのような意義があるか）。

### ② 見直しを検討すべき項目（①についてA案の場合）

- 指名委員会等設置会社における指名・報酬権限について優先的に見直す場合、どのような項目について検討すべきか。

### ③ 指名委員会等設置会社の指名権限（①についてA案の場合）

- 指名委員会等設置会社における取締役候補者の指名権限をどのように見直すべきか。

### ④ 指名委員会等設置会社の報酬決定権限（①についてA案の場合）

- 指名委員会等設置会社における、各取締役・執行役の報酬の決定権限をどのように見直すべきか。

### ⑤ 現行の機関設計制度の課題（①についてB案の場合）

- 機関設計制度全体を見直す場合、指名委員会等設置会社における指名・報酬権限のほかに、どのような課題が存在するか。
- また、機関設計制度の見直しの方向性として、どのような内容が考えられるか。